Joanna Błach
Akademia Ekonomiczna im. K. Adamieckiego w Katowicach

PROBLEM WYBORU MOMENTU EMISJI AKCJI

Wstęp

Emisja akcji, ze względu na liczne korzyści, oceniana jest jako najbardziej efektywny sposób pozyskiwania kapitału długoterminowego przedsiębiorstwa[1]. Jednak sama procedura pozyskiwania kapitału własnego w drodze emisji akcji jest stosunkowo złożona, czasochłonna i kosztowna. Wymaga przestrzegania licznych skomplikowanych przepisów i regulacji prawnych oraz wypełniania obowiązków informacyjnych. Często wiąże się z koniecznością przeprowadzenia znacznych zmian organizacyjnych czy też zatrudnienia licznej grupy doradców finansowych, prawnych, księgowych bądź z zakresu relacji inwestorskich. Jednocześnie pojawia się ryzyko nieskutecznej oferty akcji, które może być ograniczane w drodze właściwego kształtowania parametrów emisji lub/oraz poprzez zawarcie umowy subemisyjnej (z którą jednak wiążą się dodatkowe koszty obniżające efektywność procedury pozyskiwania kapitału własnego na rynku publicznym[2]). O sukcesie oferty akcji decyduje wiele różnorodnych czynników, wśród których na szczególną uwagę zasługuje wybór momentu emisji.

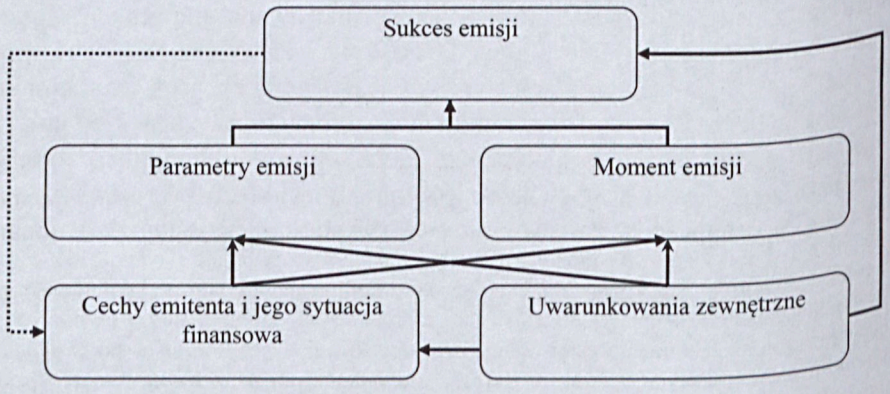
[1] Wyniki badania ankietowego przeprowadzonego przez NBP w 2004 roku (Grąt i Sobolewski, 2005) pokazują, iż głównym motywem decyzji o emisji akcji na rynku publicznym było pozyskanie środków finansowych na inwestycje i rozwój spółki (ponad 90% badanych spółek wskazało tę odpowiedź). Dodatkowo spółki decydowały się na publiczną emisję akcji w celu zwiększenia swojej wiarygodności w kontaktach handlowych z kontrahentami, bankami i innymi instytucjami. Kolejne czynniki skłaniające do emisji akcji na rynku publicznym to: dostęp do nowych źródeł kapitału i szerokiego grona inwestorów, możliwość rynkowej wyceny wartości spółki, zwiększenie płynności akcji oraz wykorzystanie programów motywacyjnych, a także wzrost renomy spółki.

[2] Koszty subemisji mogą wahać się w przedziale od 2-3% w okresie hossy, do nawet 20% w okresie bessy; za: *Droga* (2008).

1. Czynniki sukcesu emisji akcji

Podstawowym zadaniem każdego podmiotu realizującego strategię podwyższania kapitału własnego w drodze emisji akcji jest zapewnienie powodzenia procedury emisyjnej. Sukces emisji rozumiany jako sytuacja, w której wszystkie oferowane przez emitenta akcje zostaną objęte przez inwestorów po ustalonej wcześniej cenie, pozwala na zgromadzenie kapitału w odpowiednim momencie oraz w wielkości odpowiadającej potrzebom finansowym spółki, umożliwiając jej maksymalne zasilenie kapitałowe.

Potencjalny emitent powinien zastanowić się nad dwiema istotnymi kwestiami: jak zorganizować emisję akcji oraz kiedy ją przeprowadzić. Pierwsze pytanie dotyczy ustalenia podstawowych parametrów emisji, takich jak: wielkość i forma emisji, charakter i struktura emisji oraz poziom ceny emisyjnej, drugie – dotyczy wyboru momentu emisji akcji. Udzielenie właściwych odpowiedzi na powyższe pytania zwiększa szansę powodzenia procedury emisyjnej, jednak wymaga uwzględnienia wielu czynników zarówno takich, które wynikają z charakterystyki emitenta oraz jego aktualnej i przewidywanej sytuacji finansowej (głównie: wielkość i faza rozwoju, skala potrzeb kapitałowych, wyniki finansowe i rentowność działania, aktualna i docelowa struktura kapitału, polityka kształtowania struktury własności, polityka dywidendy), jak i takich, które wynikają z bieżących i prognozowanych warunków zewnętrznych (głównie: stan i koniunktura gospodarki, sytuacja na rynku kapitałowym, nastawienie i motywacje inwestorów, wymagania organizacyjno-prawne, konkurencyjność innych form inwestowania, dostępność i koszt kapitału z różnych źródeł finansowania). Podsumowując, o sukcesie emisji akcji decydują warunki makroekonomiczne oraz ustalenia emitenta dotyczące podstawowych parametrów emisji, w tym wyboru momentu emisji. Z kolei powodzenie oferty emisyjnej, pozwalające pozyskać kapitał w wysokości odpowiadającej potrzebom emitenta, przyczynia się do wzrostu możliwości rozwojowych i poprawy sytuacji finansowej podmiotu (rys. 1).



Rysunek 1. Czynniki sukcesu emisji akcji

Dębski (2005) oraz Tomaszewski (1999) zwracają uwagę, iż w celu zwiększenia szansy na pomyślne zakończenie oferty decyzja o emisji akcji powinna być poprzedzona szczegółową analizą sytuacji emitenta, która pozwoli określić: opłacalność planowanej emisji oraz skutki jej zaniechania, grupę inwestorów, do których będzie skierowana oferta, jej charakter i strukturę oraz wysokość ceny emisyjnej.

Opłacalność planowanej emisji ocenia się poprzez porównanie z różnymi możliwościami finansowania, które powinno uwzględniać informacje na temat wysokości kosztu emisji oraz kosztu kapitału pochodzącego z innych źródeł, sumy środków możliwych do zgromadzenia w wyniku emisji akcji oraz potencjalnego zysku możliwego do osiągnięcia po przeprowadzeniu oferty. Analiza kosztów i korzyści powinna uwzględniać także skutki zaniechania emisji akcji, które mogą prowadzić do utraty części udziału w rynku, ograniczenia konkurencyjności spółki czy też konieczności zrezygnowania lub odłożenia w czasie realizacji planowanych projektów inwestycyjnych.

Kolejną istotną kwestią jest ustalenie poziomu ceny emisyjnej, która, z jednej strony, powinna zapewnić zaspokojenie potrzeb kapitałowych spółki, a z drugiej - zagwarantować odpowiednie zainteresowanie ofertą ze strony inwestorów, tak aby emisja akcji mogła zakończyć się sukcesem[3]. Poziom ceny emisyjnej w połączeniu z potrzebami kapitałowymi spółki decyduje o wielkości emisji akcji. Nie są to jednak jej wyłączne determinanty - na wielkość oferty wpływa aktualna i prognozowana sytuacja na rynkach kapitałowych (krajowym i zagranicznych) oraz preferencje potencjalnych inwestorów. Przed podjęciem decyzji niezbędne jest zbadanie popytu na akcje, ustalenia w celu jaka wielkość emisji przy danej cenie emisyjnej może być wchłonięta przez rynek. Jeśli w wyniku przeprowadzonej analizy okaże się, że przy danych warunkach rynkowych planowana wielkość emisji nie zostałaby w pełni subskrybowana i emisja zakończyłaby się niepowodzeniem - wtedy należy zastanowić się nad zmniejszeniem wielkości emisji, nawet poniżej potrzeb kapitałowych spółki[4].

Następnym parametrem emisji, wymagającym szczegółowego rozważenia, jest ustalenie grupy inwestorów, do których będzie skierowana oferta akcji. Zgodnie z regulacjami Kodeksu spółek handlowych (Ustawa z 15 września 2000 r.), spółka może zdecydować się na oferowanie akcji wyłącznie dotychczasowym akcjonariuszom (subskrypcja zamknięta), wybranym inwestorom (subskrypcja prywatna) lub też inwestorom zewnętrznym, dotychczas niepowiązanym kapitałowo z emitentem (subskrypcja otwarta). W związku z wyborem trybu subskrypcji akcji, może pojawić się problem konieczności zaakceptowania przez aktualnych akcjonariu-

[3] Problem ustalania ceny emisyjnej jest szeroko omawiany w literaturze (np. Łukasik 2002; Draho 2004; Sukacz 2005).

[4] Skutecznym rozwiązaniem może być przeprowadzenie emisji widełkowej, w przypadku której wartość oferty nowych akcji ustalana jest jako przedział wyznaczony przez kwotę minimalną i maksymalną. W takiej sytuacji emisja akcji kończy się sukcesem, jeśli osiągnięta zostanie minimalna wartość, o jaką ma być podwyższony kapitał zakładowy.

szy potencjalnych zmian w strukturze własności prowadzących do rozproszenia ośrodków kontrolnych i rozwodnienia zysków. Określając parametry emisji, należy zastanowić się także nad jej strukturą, czyli proporcją podziału akcji na transze oferowane inwestorom instytucjonalnym oraz indywidualnym (w podziale na krajowych i zagranicznych), co może decydować o stopniu stabilności struktury własności oraz możliwości występowania potencjalnych konfliktów interesów pomiędzy akcjonariuszami większościowymi i mniejszościowymi.

Określenie liczby inwestorów, do których ma być skierowana oferta nabycia akcji, decyduje o publicznym lub prywatnym charakterze emisji, który przesądza o konieczności przestrzegania różnych przepisów prawnych, decyduje o poziomie kosztów emisji oraz wpływa na stopień rozproszenia akcjonariatu. Emisja publiczna daje przedsiębiorstwu dostęp do większej bazy inwestorów niż w przypadku emisji prywatnej, co obniża ryzyko nieskutecznej oferty akcji. Niestety, w porównaniu z emisją prywatną jest bardziej skomplikowana i wymaga planowania finansowego w dłuższym horyzoncie czasowym. Emisja publiczna wymaga skorzystania z pośrednictwa biura maklerskiego, pełniącego rolę agenta emisji oraz zatwierdzenia sprawozdań finansowych przez biegłego rewidenta. Zaletą korzystania z usług agenta jest uzyskanie dostępu do rozbudowanej sieci dystrybucji oraz umiejętności niezbędnych do sprawnego plasowania emisji. Dodatkowo, biuro maklerskie może przejąć na siebie część ryzyka związanego z emisją poprzez zawarcie umowy subemisyjnej. Korzystanie z usług biura maklerskiego, doradców prawnych i finansowych pozwala przygotować dokument informacyjny w sposób staranny i zgodny ze wszystkimi wymogami stawianymi przez instytucje nadzorcze i kontrolne rynku kapitałowego. Wybór podmiotów wspomagających proces emisji (przygotowujących prospekt, oferujących akcje, gwarantujących emisję) uzależniony jest w dużej mierze od tego, do kogo będzie skierowana oferta (np. jeśli do inwestorów zagranicznych, to należy skorzystać z usług zagranicznych firm doradczych). Zatrudnienie renomowanego agenta emisji pomaga uwiarygodnić ofertę emitenta w oczach inwestorów oraz zmniejsza ryzyko nieudanej emisji akcji. Jednocześnie pojawiają się koszty - wynagrodzenia podmiotów wprowadzających papiery wartościowe na rynek obniżają wartość środków zgromadzonych przez spółkę w drodze emisji akcji.

Istotnym czynnikiem wpływającym na szanse pozyskania kapitału udziałowego na rynku publicznym jest konieczność spełnienia wymogów w zakresie obowiązków informacyjnych. Poza przygotowaniem prospektu emisyjnego w formie zgodnej z przepisami prawa, emitent ma obowiązek bieżącego raportowania na temat swojej sytuacji finansowej. Sporządzanie i publikacja okresowych raportów jest nie tylko źródłem dodatkowych kosztów, ale ze względu na ujawniane informacje może prowadzić do osłabienia pozycji konkurencyjnej emitenta.

2. Determinanty wyboru momentu emisji akcji

Jednym z najważniejszym czynników determinujących sukces strategii podwyższania kapitału własnego w drodze emisji akcji jest wybór właściwego momentu emisji. O znaczeniu tego problemu świadczy liczba prowadzonych badań empirycznych w tym zakresie[5]. Decyzje dotyczące wyboru momentu emisji *(timing decisions)* powinny być podejmowane na podstawie analizy aktualnej i przewidywanej kondycji finansowej spółki oraz oceny warunków makroekonomicznych, ze szczególnym uwzględnieniem sytuacji na rynku kapitałowym oraz przewidywanych zmian w tym zakresie (rys. 1).

Dudko-Kopczewska (2004) zwraca uwagę na następujące cechy przedsiębiorstwa, które mogą mieć wpływ na wybór momentu emisji akcji: wiek i wielkość emitenta, wielkość potrzeb kapitałowych oraz osiągane wyniki finansowe i rentowność działania. Pierwsza grupa czynników związana jest z fazą życia spółki, gdzie emisja akcji (w szczególności zaś emisja pierwotna na rynku publicznym) traktowana jest jako logiczny, kolejny etap rozwoju przedsiębiorstwa. Podstawowym motywem przeprowadzenia emisji akcji w danym momencie może być zwiększone zapotrzebowanie na kapitał w okresie ekspansji przedsiębiorstwa. Teoria finansów zakłada, że prawdopodobieństwo sukcesu emisji akcji jest dodatnio skorelowane z wiekiem spółki[6]. Wynika to z faktu, że spółki dojrzałe mogą zredukować asymetrię informacji, przedstawiając dane na temat swojej działalności

[5] Baker i Wurgler (2002), twórcy *market timing view of capital structure*, zwrócili uwagę na znaczenie sytuacji na rynku kapitałowym oraz sygnałów płynących z rynku dla decyzji dotyczących kształtowania struktury kapitału przedsiębiorstwa. Baker i Wurgler stwierdzili, iż struktura kapitału jest skumulowanym efektem przeszłych prób wyboru właściwego momentu na rynku kapitału własnego. W kolejnych latach badacze podejmowali liczne próby weryfikacji postawionej tezy i tak np. Welch (2004) potwierdził, iż struktura kapitału determinowana jest przez czynniki zewnętrzne wpływające na rynek akcji, a nie przez wewnętrzne decyzje przedsiębiorstwa mające na celu optymalizację struktury kapitału (zaprzecza więc możliwości aktywnego wpływania na kształt struktury kapitału – *inertia proposition*). Natomiast Hovakimian (2006) stwierdził, iż rzeczywiście operacje podwyższania kapitału własnego w drodze emisji akcji dopasowane są do warunków panujących na rynku kapitału własnego, jednakże nie mają długotrwałego wpływu na kształt struktury kapitału przedsiębiorstwa. Do podobnych wniosków doszedł Aydogan (2006), który stwierdził, iż moment rynku jest szczególnie ważny w przypadku IPO, jednak pod koniec drugiego roku po upublicznieniu spółki, wpływ *market timing* całkowicie zanika. Przytoczone badania potwierdzają więc istotność wyboru właściwego momentu podwyższania kapitału własnego, różnią się natomiast wnioskami co do trwałości wpływu tego czynnika na strukturę kapitałową przedsiębiorstwa.

[6] Dane empiryczne przytoczone w *Droga* (2008) pochodzące z różnych rynków wskazują na znaczne zróżnicowanie wieku spółek wchodzących na giełdę np.: średni wiek spółek debiutujących na rynku giełdowym w USA wynosił 7 lat, w Niemczech – 51 lat, w Wielkiej Brytanii – 14 lat, w Polsce – 6,5 roku. W opracowaniu tym zauważono, że o ile w krajach o długiej tradycji rynku giełdowego wiek spółki ma wpływ na decyzję o emisji akcji, o tyle w polskich warunkach, ze względu na stosunkowo krótki okres funkcjonowania rynku giełdowego, trudno wskazać na wpływ wieku spółki na decyzję o IPO.

w długim horyzoncie czasowym, w przeciwieństwie do spółek młodych, które nie posiadają jeszcze odpowiedniej długości ścieżki sukcesów wypracowanych przez lata działania *(track record)*. Młode spółki ponoszą dodatkowe koszty wynikające z występowania zjawiska negatywnej selekcji - brak zaufania inwestorów prowadzi do wzrostu kosztu pozyskiwanego kapitału[7].

Dodatkowym utrudnieniem dla młodych podmiotów jest wielkość emisji, która jest również dodatnio skorelowana z sukcesem oferty. Minimalna granica opłacalności wejścia na rynek publiczny, w tym rynek giełdowy, znajduje się nieznacznie powyżej granicy dopuszczalności do obrotu publicznego/giełdowego ustalonej w regulacjach ustawowych[8].

Potrzeby finansowe spółki, wynikające z jej planów inwestycyjnych, decydują o wielkości emisji, a realizacja strategii dynamicznego wzrostu wymaga dostępu do odpowiednich źródeł kapitału. Zauważono także, że skłonność do emisji akcji wzrasta wraz ze wzrostem wartości przeprowadzanych inwestycji i wzrostem poziomu zadłużenia, ze względu na wielkość dostępnego potencjału zadłużeniowego przedsiębiorstwa.

Zakłada się także, że istnieje dodatnia korelacja pomiędzy poziomem rentowności przedsiębiorstwa i optymistycznymi prognozami dotyczącymi planowanych wyników finansowych a szansą na powodzenie emisji akcji. Spółki rentowne, z pozytywnymi prognozami finansowymi, są bardziej atrakcyjne dla inwestorów, co przekłada się na wyższą wycenę rynkową akcji, prowadzącą do obniżenia kosztu pozyskiwanego kapitału[9].

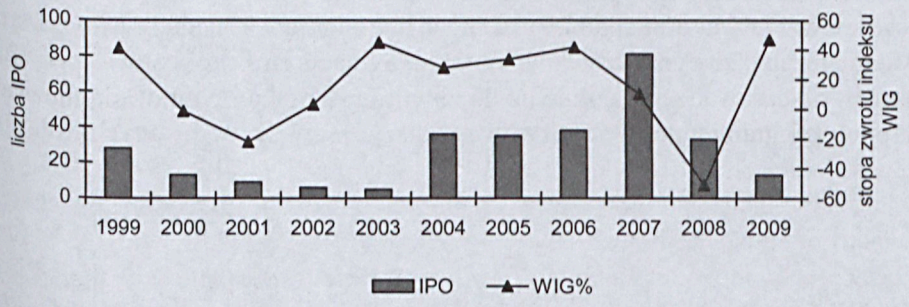
Druga grupa czynników decydujących o wyborze momentu emisji akcji wynika z uwarunkowań zewnętrznych. Podstawowym czynnikiem w tej grupie jest faza cyklu koniunkturalnego oraz stan gospodarki. Wysokie tempo wzrostu gospodarczego skłania przedsiębiorstwa do podjęcia decyzji o publicznej emisji akcji. Z jednej strony, wzrastają potrzeby kapitałowe przedsiębiorstw w związku z planowanymi projektami inwestycyjnymi, z drugiej strony – rośnie zainteresowanie inwe-

[7] Z myślą o młodych przedsiębiorstwach, w ramach funkcjonujących rynków giełdowych, tworzone są alternatywne platformy obrotu, które umożliwiają im pozyskanie kapitału na rynku publicznym na specjalnych warunkach (łagodniejsze zasady dopuszczania do obrotu na rynku, niższe koszty emisyjne i opłaty giełdowe). Również w Polsce od sierpnia 2007 r. działa rynek NewConnect przeznaczony dla młodych, rozwijających się podmiotów.

[8] Na GPW w Warszawie ustalono minimalną wartość akcji lub kapitału własnego spółki ubiegającej się o dopuszczenie akcji do obrotu na rynku podstawowym, która powinna wynosić w złotych równowartość 1 000 000 euro.

[9] Praktyczną weryfikację hipotez dotyczących wpływów wybranych czynników na decyzję o emisji akcji na rynku publicznym przeprowadziła K. Dudko-Kopczewska (2004) otrzymując dla wybranej grupy badawczej rezultaty odmienne od założonych: wiek i wielkość spółki nie mają wpływu na decyzję o IPO; brak jednoznacznego związku między potrzebami finansowymi spółek a prawdopodobieństwem ich wejścia na giełdę; wzrost rentowności spółki zmniejsza prawdopodobieństwo podjęcia decyzji o publicznej emisji akcji; najważniejszy wpływ na decyzje o emisji akcji mają czynniki zewnętrzne: warunki makroekonomiczne oraz sytuacja na rynku kapitałowym.

storów nowymi ofertami akcji, w związku z korzystnymi perspektywami rozwojowymi emitentów. Analizę związku decyzji o emisji akcji ze stanem koniunktury gospodarczej można prześledzić na podstawie liczby przeprowadzonych pierwszych ofert publicznych na tle zmiany średniej stopy zwrotu indeksu WIG (rys. 2).



Rysunek 2. Liczba IPO oraz roczna stopa zwrotu indeksu WIG w latach 1999-2009

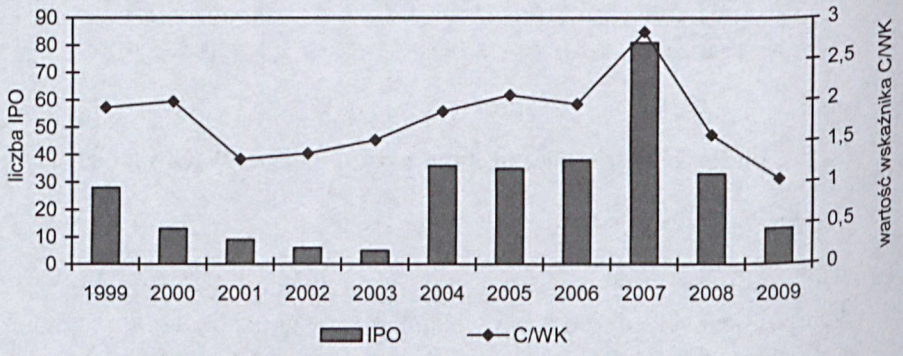
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW.

Analizując rysunek 2, można zauważyć wyraźną zależność pomiędzy liczbą pierwszych publicznych ofert akcji a wahaniami cyklu gospodarczego. Znaczna zmienność liczby ofert nowych akcji świadczy o dużej wrażliwości rynku IPO na zmiany koniunktury gospodarczej, przy czym należy zwrócić uwagę na kilkumiesięczne przesunięcie w czasie. Efekt opóźnienia wynika z długiego okresu realizacji emisji akcji – od podjęcia decyzji o emisji akcji, do wprowadzenia walorów do obrotu giełdowego mija średnio 6-9 miesięcy.

Szczególnie ważnym czynnikiem decydującym o momencie emisji akcji jest analiza aktualnej sytuacji na rynku kapitałowym. Siwek (2005) twierdzi, że korzystna sytuacja na rynku kapitałowym występuje wtedy, gdy wysoki wolumen obrotów w połączeniu z poważnym niedoszacowaniem nowych akcji prowadzi do osiągania przez inwestorów wysokich początkowych stóp zwrotu. W takich warunkach rynkowych, określanych mianem *hot market*, często obserwowana jest nadsubskrypcja akcji oraz koncentracja emitentów w kilku sektorach. Korzystne warunki rynkowe zwiększają skłonność emitentów do pozyskiwania kapitału na rynku publicznym i wchodzenia na giełdę. Emitenci korzystają z atrakcyjnych warunków dokonywania transakcji (określanych terminem *window of opportunity*), co może powodować stłoczenie emisji akcji w krótkim okresie. Pozytywne informacje o inwestycjach oferujących wysokie stopy zwrotu zachęcają kolejnych inwestorów do wejścia na rynek, co przekłada się na zwiększony popyt na nowe emisje akcji oraz na wysoką wycenę walorów, dużo powyżej ich wartości wewnętrznej.

Do oceny warunków rynkowych może być wykorzystywany wskaźnik C/WK *(Market-to-Book Value)*, który przedstawia relację wartości rynkowej do wartości księgowej akcji spółki. Wysoka wartość wskaźnika informuje o szerokich działa-

niach inwestycyjnych spółki i jednocześnie oznacza większą możliwość uplasowania akcji na rynku. Emisja akcji w tym momencie pozwala skorzystać z szansy, jaką oferuje rynek, i pozyskać kapitał na atrakcyjnych warunkach, przy stosunkowo niskim koszcie. Inwestorzy, wyceniając wysoko przedsiębiorstwa, zachęcają spółki do kolejnych emisji akcji. Z kolei wartość wskaźnika poniżej jeden oznacza niedowartościowanie rynkowe spółki, które może być związane z nieefektywnym wykorzystaniem posiadanych aktywów. W takiej sytuacji emitenci celowo opóźniają moment przeprowadzenia emisji aż do chwili, gdy nastąpi poprawa koniunktury na rynku kapitałowym, która pozwoli zwiększyć wartość oferowanych walorów.



Rysunek 3. Liczba IPO oraz średnia wartość wskaźnika C/WK dla spółek giełdowych w latach 1999-2009
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW.

Na rysunku 3 przedstawiono zależność pomiędzy średnią wartością wskaźnika C/WK w poszczególnych latach obliczoną dla wszystkich spółek giełdowych a liczbą IPO. W analizowanym okresie widoczna jest dosyć wyraźna zależność – wyższa wartość wskaźnika C/WK sprzyja emitentom, skłaniając kolejne spółki do podjęcia decyzji o emisji akcji na rynku publicznym. Największą liczbę IPO przeprowadzono w 2007 r., w którym przeciętna wartość wskaźnika C/WK osiągnęła najwyższą wartość – 2,83. Od 2008 r. można zauważyć jednoczesny spadek wyceny rynkowej spółek oraz zmniejszone zainteresowanie emitentów tę formą pozyskiwania kapitału. Wiele spółek, w związku z pogorszeniem sytuacji na rynku kapitałowym w drugiej połowie 2007 r., zrezygnowało z emisji akcji lub celowo wstrzymywało rozpoczętą procedurę emisyjną, licząc na bardziej korzystne warunki rynkowe w przyszłości. W tym miejscu warto zastanowić się, na ile decyzje o przełożeniu emisji akcji w czasie wynikały z niekorzystnej sytuacji na rynku giełdowym, a w jakim stopniu wynikały z pogorszenia koniunktury gospodarczej, skutkującej osłabieniem kondycji finansowej emitentów oraz koniecznością ograniczenia nakładów inwestycyjnych.

Stan gospodarki oraz sytuacja na rynku kapitałowym są ściśle związane z nastawieniem inwestorów do oferowanych papierów wartościowych, które przekłada się

na wahania w poziomie kursów akcji. Przed podjęciem decyzji o terminie emisji akcji konieczne jest przeprowadzenie analizy popytu zgłaszanego ze strony inwestorów na akcje oferowane na rynku. Spółki powinny decydować się na emisję akcji tylko wtedy, gdy inwestorzy charakteryzują się dużym „apetytem" na nowe oferty papierów wartościowych. Z kolei pozytywne nastawienie inwestorów do akcji oferowanych na rynku kapitałowym zależy w znacznym stopniu od konkurencyjności innych form lokowania nadwyżek finansowych, np. atrakcyjności lokat bankowych czy skarbowych lub korporacyjnych papierów dłużnych.

Dla wyboru momentu emisji akcji bardzo duże znaczenie ma występowanie zjawiska asymetrii informacji pomiędzy inwestorami a emitentem. Emisja akcji powinna być przeprowadzona wtedy, gdy zróżnicowanie posiadanych informacji przez wszystkie zainteresowane strony jest najmniejsze, ponieważ duża rozbieżność może okazać się bardzo kosztowna dla emitenta akcji. Draho (2004) zwraca uwagę, że przedsiębiorstwa pozyskujące kapitał powinny być świadome występowania zjawiska określanego mianem *lemon problem*, związanego z efektem negatywnej selekcji, polegającego na tym, że inwestorzy zakładają, że wszystkie spółki zamierzające wyemitować swoje akcje są przewartościowane. Zjawisko to, w połączeniu z efektem sygnalizacji, może prowadzić do sytuacji, w której nowe akcje będą niedoszacowane, co będzie skutkować ograniczeniem kwoty pozyskiwanych środków oraz wzrostem kosztu kapitału.

W celu ograniczenia niekorzystnych skutków asymetrii informacji, emitent powinien zwrócić uwagę na właściwe kształtowanie relacji inwestorskich. Przedsiębiorstwo, współpracując z wyspecjalizowaną agencją Public/Investor Relations, może zwiększyć zainteresowanie inwestorów ofertą akcji, prowadząc kampanię promocyjną w środkach masowego przekazu, udostępniając sprawozdania finansowe, podkreślając pozytywne cechy emisji, eksponując podstawowe wskaźniki i wielkości finansowe przez pryzmat korzyści dla potencjalnych akcjonariuszy. Takie działania mogą mieć także pozytywny wpływ na zwiększenie sprzedaży towarów lub usług oferowanych przez emitenta. Dzięki informacjom udostępnionym przez spółkę, wśród inwestorów rośnie znajomość warunków emisji oraz pozytywne nastawienie do zakupu akcji poprzez ograniczenie ryzyka związanego z inwestycją (ograniczenie asymetrii informacji), co przekłada się na wyższą wycenę rynkową akcji i większą płynność walorów, prowadząc do obniżenia kosztu pozyskiwanego kapitału.

Emisja akcji w konkretnym momencie rynku może wynikać także z przesłanek instytucjonalnych, do których można zaliczyć: obecność na giełdzie spółek z branży, bieżące debiuty giełdowe, koszty emisji, jakość rynku oraz opłaty za notowanie akcji na giełdzie. Nawrot (2006) zwraca uwagę, iż optymalny moment emisji akcji powinien przypadać na okres, w którym rynek papierów wartościowych jest w fazie wzrostu, inne spółki nie planują przeprowadzenia oferty publicznej w tym samym terminie, a otoczenie makroekonomiczne i polityczne jest stabilne. W związku z tym wyznaczony w ten sposób optymalny moment pozyskania środ-

ków może nie odpowiadać planowanym terminom jego wykorzystania. Łukasik (2001) zauważa, iż sytuacja taka może prowadzić do czasowej nadpłynności emitenta, skutkującej utratą realnej wartości kapitału i koniecznością jego ponownego ulokowania na rynku finansowym.

Przedstawiona lista czynników decydujących o wyborze momentu emisji akcji ma charakter otwarty - może być uzupełniana o dodatkowe elementy istotne z punktu widzenia sytuacji konkretnego przedsiębiorstwa, w innych przypadkach pewne czynniki mogą być pomijane. Wydaje się jednak, iż największe znaczenie dla wyboru właściwego momentu emisji akcji ma aktualny i prognozowany stan gospodarki oraz sytuacja na rynku kapitałowym.

Zakończenie

Pozyskiwanie kapitału w drodze emisji akcji wymaga szczegółowego planowania długoterminowego w zakresie ustalenia podstawowych parametrów oferty akcji, które decydują o jej sukcesie. Wśród licznych czynników zwiększających szansę uplasowania akcji na rynku publicznym szczególną funkcję pełni wybór właściwego momentu emisji. O znaczeniu tego czynnika świadczą prowadzone w ostatnich latach studia teoretyczne oraz badania empiryczne. Wybór momentu emisji uzależniony jest od wielu zróżnicowanych czynników dotyczących zarówno sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, aktualnej i prognozowanej, jak i wynikających z uwarunkowań zewnętrznych, przy czym znaczenie analizowanych czynników może różnić się w przypadku poszczególnych emitentów. Z przeprowadzonej analizy wynika, iż decydujący wpływ na wybór momentu emisji ma sytuacja na rynku kapitałowym ściśle związana z wahaniami koniunktury gospodarczej. Dalsze badania teorii finansów mogą dotyczyć budowy modelu wyboru momentu emisji akcji, który, zwiększając szansę powodzenia procedury emisyjnej, mógłby być skutecznie wykorzystywany w praktyce gospodarczej.

Bibliografia

Aydogan A. (2006), *How persistent is the impact of market timing on capital structure?*, The Journal of Finance, Vol. 61, Issue 4.

Baker M., Wurgler J. (2002), *Market timing and capital structure*, Journal of Finance, Vol. 57, No. 1.

Dębski W. (2005), *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa.

Draho J. (2004), *The IPO Decision. Why and How Companies Go Public*, Elgar Publishing, Northampton.

Droga na giełdę, Jak przygotować spółkę do emisji publicznej (2008), Difin, BDO, Warszawa.
Dudko-Kopczewska K. (2004), *Analiza czynników pierwotnych emisji akcji spółek na Giełdzie Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie*, Bank i Kredyt, nr 1.
Grąt A., Sobolewski P., red., (2005), *Wybrane determinanty rozwoju rynku akcji i korporacyjnych instrumentów dłużnych w Polsce*, NBP, Warszawa.
Hovakimian A. (2006), *Are observed capital structures determined by Equity Market Timing*? Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 41, Issue 1.
Łukasik G. (2001), *Determinanty polityki podwyższania kapitału własnego w spółce akcyjnej*, [w:] D. Zarzecki, (red.), *Zarządzanie finansami. Cele – organizacja – narzędzia*, Uniwersytet Szczeciński, FRRwP, Warszawa.
Łukasik G. (2002), *Determinanty wyznaczania ceny emisyjnej akcji* [w:] K. Znaniecka (red.), *Finanse, bankowość i ubezpieczenia wobec wyzwań współczesności,* Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. K. Adamieckiego w Katowicach, Katowice.
Nawrot W. (2006), *Emisja akcji w Polsce w nowej europejskiej perspektywie. Jednolity rynek papierów wartościowych w Unii Europejskiej*, CeDeWu, Warszawa.
Siwek P. (2005), *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, CeDeWu, Warszawa.
Sukacz D. (2005), *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*, CeDeWu, Warszawa.
Tomaszewski R. (1999), *Emisje papierów wartościowych – źródło finansowania dla przedsiębiorstw*, [w:] A. Herman, A. Szablewski, (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa.
Welch J. (2004), *Capital structure and Stock Returns*, „Journal of Political Economy", Vol. 112, No. 1.
Ustawa z 15 września 2000 r., Kodeks spółek handlowych (nr 16, poz. 93 z późn. zm.).

THE PROBLEM OF TIMING NEW SHARES ISSUE

Summary

This article analysis the main determinants influencing the decision about timing of new shares issue. While making the decision about issuing new shares, the potential issuer should try to answer two basic questions: how this issue should be organized and when it should be realized. First question is connected with setting main parameters of the issue such as: volume of issue, pricing of new shares and method of offering shares. Second question considers the problem of proper timing of the issue. In order to answer these questions, the issuer should analyse different factors, which can be divided into two groups: internal ones – connected with the financial standing of the issuer and external ones – resulting from overall economic conditions. The most important determinant of the issue timing is the existing situation on the capital market and its potential changes. Further research should be devoted to the problem of building the universal model of choosing the proper timing of new shares issue, which can be used by the issuers in order to increase the chance for successful shares issue.