

GABRIELA ŁUKASIK

Fundamentalne i rynkowe czynniki ustalania ceny emisyjnej akcji

Fundamental and market conditions of setting up share issue price

Abstrakt: Ważnym elementem polityki podwyższania kapitału własnego w spółce akcyjnej, decydującym o powodzeniu emisji akcji jest właściwe ustalenie ceny emisyjnej, jej relacji do wartości nominalnej i rynkowej akcji, z uwzględnieniem interesów inwestorów i spółki jako podmiotu gospodarczego. Istotne jest uwzględnienie faktu, że o ostatecznej cenie emisyjnej decydują zarówno czynniki fundamentalne jak i rynkowe. Oceny inwestorów dokonywane są jednak w warunkach mniej lub bardziej efektywnego rynku, różnego dostępu do informacji rynkowej oraz różnego poziomu oczekiwanego i akceptowanego ryzyka.

1. PODSTAWY STRATEGII POZYSKIWANIA KAPITAŁU WŁASNEGO SPÓŁKI
AKCYJNEJ

The basis of capital acquisition strategy of a joint stock company

Podjęcie decyzji o emisji akcji i rozszerzeniu bazy kapitałowej spółki wymaga uwzględnienia wielu przesłanek decydujących o szansach pozyskania kapitału w wysokości oczekiwanej, z uwzględnieniem potrzeb przedsiębiorstwa oraz gotowości rynku do zakupu papierów wartościowych.

Istotnym motywem decydującym o emisji akcji może być wykorzystanie korzystnego układu rynkowego i koniunktura na rynku kapitałowym. Wysokie notowania akcji dają szansę uzyskania korzystnych kursów akcji, gwarantując popyt na te walory. Niższy koszt kapitału umożliwia w tym przypadku realizację szerszego zakresu przedsięwzięć. Z drugiej strony, należy ocenić realność utrzymywania w przyszłości pozytywnych tendencji rynkowych oraz rzeczywiste potrzeby kapitałowe, wynikające z założeń podejmowanych przedsięwzięć rozwojowych. Powodzenie emisji wymaga więc przygotowania strategii

uwzględniającej wewnętrzne potrzeby przedsiębiorstw, programy rozwoju, sytuację rynkową oraz interesy dotychczasowych akcjonariuszy. Decyzja o pozyskaniu kapitału przez emisję akcji jest wyborem między interesem spółki, interesem i preferencjami akcjonariuszy, z uwzględnieniem parametrów i sytuacji rynkowej.

W przedsiębiorstwie mogą występować różne sytuacje w zależności od tego na jakim etapie rozwoju znajduje się podmiot gospodarczy, czy jest spółką znaną na rynku o ustalonej pozycji czy też wchodzi do obrotu rynkowego. Zróżnicowanie dotyczyć może również sytuacji w której nowe emisje nabywane są przez aktualnych właścicieli czy też przypadku gdy akcje obejmują nowi właściciele, ze zmianą struktury własnościowej. Nie bez znaczenia jest również rozróżnienie sposobu emisji akcji, z wyróżnieniem rynku publicznego i prywatnego, z akceptacją kosztów uczestniczenia w transakcjach rynku publicznego (opłaty giełdowe, koszty informacji, koszty audytu).

Konsekwencją wprowadzenia na rynek kapitałowy udziałowych papierów wartościowych może być zawsze rozwodnienie kapitału (*ditution of equity*), w sytuacji gdy zwiększeniu liczby akcji nie towarzyszy proporcjonalny wzrost zysków. Ryzyko to występować może w warunkach realizacji procesów rozwojowych, szczególnie w wczesnych etapach, gdy poniesienie nakładów inwestycyjnych nie wiąże się bezpośrednio z osiąganymi korzyściami ekonomicznymi. Podwyższenie kapitału własnego może zwiększać również obciążenia fiskalne przyszłych przepływów pieniężnych, bo zmniejszenie poziomu dźwigni finansowej prowadzi do ograniczenia korzyści tarczy podatkowej. Nie bez znaczenia jest również wzrost kosztu kapitału, zmieniający progowe wymagania efektywnościowe podejmowanych przedsięwzięć rozwojowych¹.

Kluczowym problemem decydującym o powodzeniu emisji akcji jest właściwe ustalenie ceny emisyjnej akcji, jej relacji do wartości nominalnej i ewentualnie bieżącej ceny rynkowej, z uwzględnieniem oczekiwań aktualnych i przyszłych właścicieli oraz interesu spółki jako podmiotu gospodarczego.

Wielorakość czynników decydujących o ostatecznym poziomie ceny emisyjnej wymaga postawienia pytania o określenie ceny optymalnej, konieczności wyznaczenia ceny minimalnej, akceptowanej przez emitenta i potrzeby określenia ceny maksymalnej. Cena optymalna powinna zapewnić zbieżność interesów emitenta i inwestora w danym układzie stosunków rynkowych, cena minimalna może być wyznaczona z uwzględnieniem interesów dotychczasowych akcjonariuszy i potrzeb kapitałowych przedsiębiorstwa. Cena maksymalna wymaga uwzględnienia wysokości oczekiwanej stopy zwrotu potencjalnych inwestorów, relacjonujących spodziewane korzyści (przyszłe zyski kapitałowe, dywidendy oczekiwane) do wartości zainwestowanego kapitału oraz możliwości efektywnego wykorzystania pozyskanego kapitału przez przedsiębiorstwo².

¹ Wyznaczenie ceny na zbyt niskim poziomie (*underpricing*) wiąże się z tzw. kosztem „pieniędzy pozostawionych na stole”, który nie zawsze jest rekompensowany korzyściami wzrostu ceny rynkowej.

² Por.: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*. Praca zbiorowa pod redakcją G. Łukasik. Akademia Ekonomiczna, Katowice 2007.

Wysokość i sposób wyznaczenia ceny emisyjnej akcji dotyczyć może różnych sytuacji w przedsiębiorstwie i różnych przesłanek decyzji związanych ze wzrostem kapitału własnego.

Wyróżnić należy głównie następujące elementy:

- formę subskrypcji akcji i ich wpływ na strukturę własnościową,
- potrzeby kapitałowe przedsiębiorstwa i kierunki ich wykorzystania,
- etap rozwoju przedsiębiorstwa, strategie rozwoju, zamierzenia inwestycyjne, ich parametry i ryzyko z tym związane,
- dotychczasową pozycję przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym (stopień znajomości na rynku) i jej wiarygodność finansowa.

Wybór struktury własnościowej spółki jest uzależniony od doboru różnych grup inwestorów realizujących własne cele i preferencje, stanowiących krąg oznaczonych lub nieoznaczonych (anonimowych) właścicieli z uwzględnieniem konieczności ochrony interesów dotychczasowych akcjonariuszy (szczególnie mniejszościowych). Wiąże się z tym również stopień rozproszenia lub koncentracji ośrodków decyzyjnych w przedsiębiorstwie i możliwości kontroli ich działalności. Powstaje jednak pytanie, w jakim stopniu nowe emisje akcji mają na celu podmiotową zmianę kontroli nad istniejącymi aktywami, a w jakim pozyskanie kapitału dla zwiększenia aktywów przedsiębiorstwa. W pierwszym przypadku koszt kapitału pozyskanego i oczekiwana stopa zwrotu mogą odgrywać drugorzędną rolę. Inwestorzy będą nabywać akcje nawet z założeniem relatywnie wysokiej ceny w stosunku do wartości spółki, w drugim koszt kapitału wyznaczy kierunek alokacji pozyskanych środków. Jest to szczególnie ważne w warunkach realizacji procesów rozwojowych, gdzie inwestorzy nabywający tytuły własnościowe oczekując przyszłych korzyści mogą akceptować nie tylko niższe stopy zwrotu ale i ewentualne straty kapitałowe w pierwszych okresach realizacji procesów rozwojowych.

Emisja nowych akcji może być realizowana według trzech głównych modeli:

- subskrypcji zamkniętej, przez skierowanie akcji wyłącznie do aktualnych akcjonariuszy poprzez realizację ich praw poboru,
- subskrypcji prywatnej, przez złożenie oferty oznaczonemu adresatowi, najczęściej inwestorowi strategicznemu,
- subskrypcji otwartej, poprzez pozyskanie kapitału na otwartym rynku finansowym.

W warunkach subskrypcji zamkniętej cena emisyjna wyznaczona przez aktualnych właścicieli będzie uwzględniać zarówno potrzeby kapitałowe spółki jak i możliwości finansowe akcjonariuszy. W ich interesie może leżeć ewentualne niedoszacowanie wartości akcji (w stosunku do wartości księgowej i rynkowej) i oczekiwanie wyższych zysków kapitałowych, dyskontujących np. wcześniejsze decyzje w zakresie podziału zysku netto. Ta grupa inwestorów zainteresowana nabyciem akcji i utrzymaniem swojej pozycji w spółce oczekuje również przyszłej partycypacji w korzyściach z tytułu realizacji przewidywanych przedsięwzięć inwestycyjnych, pokrywanych pozyskanym kapitałem. Dysponuje najpełniejszym zakresem informacji o zamierzeniach spółki, najniższy jest więc tutaj zakres asymetrii informacji, co nie zawsze ogranicza konflikty interesów między właścicielami a zarządem.

Rezygnacja z praw poboru przez akcjonariuszy i inny tryb emisji może występować w przypadkach gdy rynek wycenia spółkę wyżej w stosunku do szacowanej wartości projektów inwestycyjnych. Może to dotyczyć również sytuacji gdy oczekuje się:

- znacznego rozproszenia akcji dla zabezpieczenia płynności rynku,
- pozyskania przez właścicieli większego pakietu akcji niż wynika to z prawa poboru,
- pozyskania znacznych środków finansowych w możliwie najkrótszym czasie, pozyskania inwestorów strategicznych, z ewentualnym wyznaczeniem podmiotów odpowiedzialnych za realizację strategii rozwoju,
- stworzenia możliwości wyznaczenia ceny emisyjnej za pośrednictwem rynku (np. upublicznienie emisji).

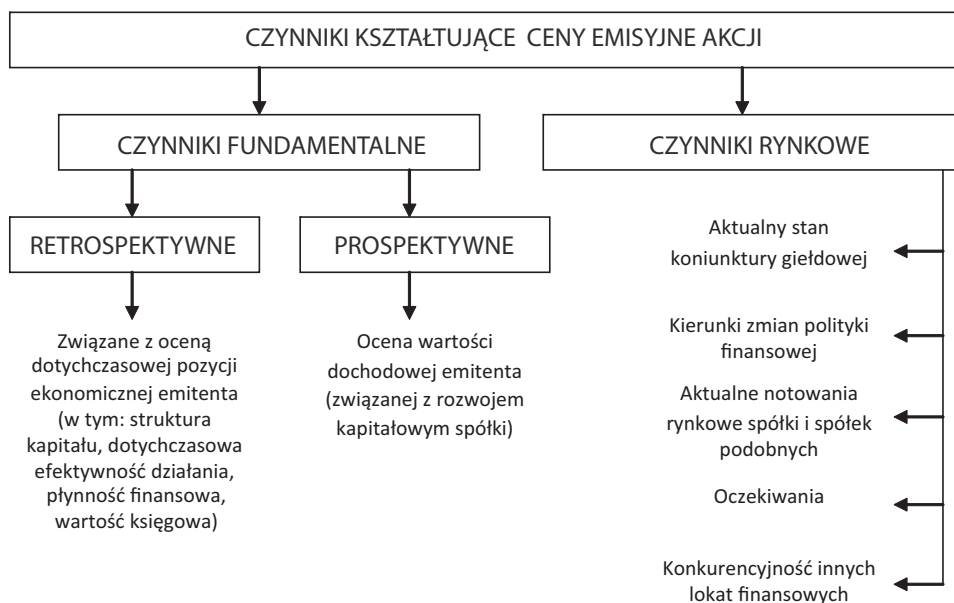
Zwrócić należy uwagę na sytuację, w której emisja akcji skierowana jest do inwestora strategicznego, który ma zapewnić m.in.: dostęp do specjalistycznego *know-how*, do bardziej efektywnych metod zarządzania, poprawić pozycję konkurencyjną na rynku, nierzadko zabezpieczyć realizację określonej strategii rozwoju, czy też ograniczyć dominację założycieli spółki. W tym przypadku istnieje możliwość bezpośredniego negocjowania korzystnej dla inwestora i spółki ceny emisyjnej, z ewentualnym jej podwyższeniem za dodatkowe przywileje (np. w zakresie dywidendy czy prawa głosu).

Subskrypcja otwarta wymaga natomiast rynkowej weryfikacji działalności spółki i w tym przypadku niezbędna jest szersza ocena wielu czynników decydujących o oczekiwanej i faktycznej cenie emisyjnej akcji. Zwrócić należy uwagę na wyróżniony etap rozwoju przedsiębiorstwa i przyjętą strategię rozwoju. Wiąże się to zawsze z dodatkowymi elementami ryzyka i niepewności, potrzebą dodatkowych informacji dotyczących zamierzeń inwestycyjnych, oceną przyszłych zmian strukturalnych, co ograniczyć może szanse na optymalne wyznaczenie ceny emisyjnej. Emitent oczekuje pełnej, rynkowej akceptacji założeń strategii rozwoju, zabezpieczenia potrzeb kapitałowych i akceptacji spodziewanych korzyści z tym związanych.

Wyróżnić należy dwie sytuacje, które mogą w różnym stopniu decydować o ostatecznym poziomie ceny emisyjnej.

1. Spółka ma charakter spółki publicznej a wcześniejsze emisje akcji są przedmiotem obrotu rynkowego i mogą stanowić ewentualną podstawę porównań dla wyznaczenia ceny.
2. Dokonuje się pierwszej emisji publicznej akcji i możliwe jest ewentualne porównanie ze spółkami podobnymi (przy założonych kryteriach porównywalności).

W tych przypadkach oceny inwestorów dokonywane są w warunkach mniej lub bardziej efektywnego rynku, różnego dostępu do informacji rynkowej i możliwości oceny rzeczywistego i przyszłego potencjału ekonomicznego emitenta oraz różnego poziomu oczekiwanego i akceptowanego ryzyka. Ważna jest więc znajomość i ocena czynników, które decydują o ostatecznym ustaleniu ceny emisyjnej, zabezpieczającej oczekiwania zarówno emitenta jak i inwestora. Wyróżnić należy dwie grupy czynników, tj. czynniki fundamentalne i rynkowe, których ogólny zakres przedstawia rys. 1.



Rys. 1. Zakres czynników decydujących o poziomie ceny emisyjnej akcji
The scope of factors determining the share issue price

Źródło: Opracowanie własne.

2. FUNDAMENTALNE UWARUNKOWANIA CENY EMISYJNEJ AKCJI

Fundamental conditions relating to the share issue price

Fundamentalne podstawy ceny emisyjnej akcji wymagają identyfikacji tych czynników, które decydują o efektywności działania podmiotów gospodarczych i wpływają na jej wartość ekonomiczną, (ekonomiczną wartość dodaną) przy ocenie ryzyka podejmowanych decyzji i działań.

Fundamentalne determinanty ustalenia ceny emisyjnej można rozpatrywać w dwóch ujęciach:

1. retrospektywnym, uwzględniającym dotychczasową pozycję ekonomiczną spółki,
2. prospektywnym, uwzględniającym wpływ kapitałowego rozwoju spółki na jej wartość rynkową.

W pierwszym przypadku analizuje się aktualną sytuację spółki, jej kondycję finansową, ryzyko operacyjne i finansowe, zdolność płatniczą, bazując na podstawowych informacjach ujmowanych w sprawozdawczości finansowej. Czynniki fundamentalne w ujęciu retrospektywnym nawiązują więc do dotychczasowej pozycji ekonomicznej przedsiębiorstwa i oceny podstawowych wielkości finansowych, syntetyzujących dokonane w przeszłości wybory i działania (np. wartość księgową,

strukturę kapitału i majątku, przepływy pieniężne). Jest to równocześnie wstępna ocena zabezpieczenia ekonomicznych interesów właścicieli i stopnia podejmowanego ryzyka.

Uzupełnieniem analiz może być ocena dotychczasowej polityki dywidendy, z wykorzystaniem miar wyrażających: poziom dywidendy na jedną akcję, stopy dywidendy, wskaźników pokrycia dywidendy zyskiem netto. Zwrócić należy jednak uwagę na różne reakcje inwestorów na informacje o stosowanej polityce dywidend w zależności od struktury akcjonariuszy, w różnym stopniu preferujących bieżące korzyści (tzw. magnetyzm dywidendy) lub przyszłe zyski kapitałowe (tzw. magnetyzm zysków).

Nie rozwijając szerzej problemu zakresu analizy finansowej należy wyróżnić oceny struktury kapitału oraz wartości księgowej spółki. Stopień zadłużenia przedsiębiorstwa zwiększa – z jednej strony – ryzyko właścicieli, oddziałując na wysokość oczekiwanej stopy zwrotu kapitału. Z drugiej jednak, należy uwzględnić pozytywny efekt dźwigni finansowej oraz zmianę relacji kapitałowych po emisji akcji i ich wpływ na wiarygodność przedsiębiorstwa na rynku finansowym. Zwrócić należy również uwagę na optymalną strukturę kapitału i wynikający z tego indywidualny, dopuszczalny poziom zadłużenia (pojemność zadłużeniowa), przy którym bez narażenia działalności na ryzyko niewypłacalności można osiągnąć najwyższe efekty, rozpatrywane w kategoriach wartości firmy.

Pojęcie wartości księgowej może stanowić podstawę oceny jaką minimalną cenę powinny zapłacić potencjalni akcjonariusze za prawo do aktywów spółki, będących efektem zaangażowania kapitału dotychczasowych właścicieli, wysokości wypracowanego zysku i przyjętej polityki dywidendy. Można to traktować jako podstawę wyceny, tzw. majątkowej wartości akcji odpowiadającej wartości księgowej netto na jedną akcję, przy założeniu jednak realnej wyceny wartości aktywów, występujących „cichych” rezerw bilansowych, z uwzględnieniem tzw. „wartości godziwej”. Im bardziej cena emisyjna odbiega od jednostkowej wartości księgowej netto tym większe będzie, tzw. „rozwodnienie” kapitału (sytuacja niekorzystna) lub aktualni akcjonariusze uzyskają premię emisyjną (sytuacja korzystna). Należy jednak uwzględnić fakt, że wartość księgowa przypadająca na jedną akcję pozwala jedynie uzyskać zwrot kapitału w wysokości faktycznie zaangażowanych środków finansowych, z pominięciem kosztów utraconych korzyści. Jest to więc wartość historyczna, stąd „premia emisyjna” powinna, w interesie aktualnych akcjonariuszy, uwzględniać co najmniej oczekiwaną, minimalną stopę zwrotu. Księgowa wartość kapitałów własnych niekoniecznie musi więc odzwierciedlać prawdziwą wartość podmiotu.

Obok czynników retrospektywnych ważną rolę w ustaleniu wysokości ceny emisyjnej akcji odgrywają informacje dotyczące zmian pozycji dochodowej spółki związanej z jej rozwojem kapitałowym, sposobem wykorzystania kapitału i zmianą pozycji rynkowej. Emitent będzie starał się relacjonować cenę emisyjną do spodziewanych dochodów uwzględniając fakt, że „sprzedaje” przyszłym właścicielom prawo do partycypowania w efektach ekonomicznych spółki. Nie oznacza to jednak, że nastąpi zbieżność ocen wartości dochodowej spółki przez emitenta z oceną inwestora. Ten drugi może dążyć

do wyboru spółek w jego ocenie niedoszacowanych, w porównaniu ze spółkami mieszczącymi się w podobnej klasie ryzyka.

Oceny prognostyczne są trudne, wymagające dostępu do szerokiego zakresu informacji o czynnikach kształtujących przyszłą wartość ekonomiczną (ekonomiczną wartość dodaną) i obszarach ryzyka, w powiązaniu z oceną efektywności przyszłych zamierzeń inwestycyjnych, finansowanych pozyskiwanym kapitałem³.

Można, co prawda, uwzględnić proste zastosowanie metody wartościowania akcji opartej na porównaniu relacji: cena akcji/zysk netto na jedną akcję (*Price-earnings ratio* – P/E) danego lub podobnego przedsiębiorstwa, przy założeniu, że zasadniczym czynnikiem wpływającym na wartość akcji jest bieżący i przyszły (oczekiwany) zysk. P/E wskazuje jaką cenę jest skłonny zapłacić inwestor za każdą jednostkę zysku netto osiągniętego przez przedsiębiorstwo. Tej miary nie można analizować bazując jedynie na „historycznych” wielkościach zysku, ale należy ją ujmować przyszłościowo, z uwzględnieniem dynamiki zysków. Porównując wielkości firm podobnych, nie bez znaczenia jest ich dobór pod kątem porównywalności (np. podobny potencjał wzrostowy, ryzyko). Upraszczając można przyjąć założenie, że przedsiębiorstwa tej samej branży cechuje podobne ryzyko, stopa wzrostu i struktura przepływów pieniężnych.

Dynamiczne ujęcie dochodowego podejścia do wyceny akcji wymaga oceny przyszłych, zdyskontowanych przepływów pieniężnych netto, wypracowanych przez przedsiębiorstwo. Może to stanowić z jednej strony najlepsze podejście do wyceny, ale z drugiej dostrzec należy trudności i ograniczenia w prawidłowym ujęciu wszystkich zmiennych decydujących o przyszłych korzyściach, przyjętej stopie wzrostu i właściwej stopy dyskontującej (ujmującej ryzyko przepływów pieniężnych).

Dotyczy to szczególnie przedsiębiorstw w okresie rozwoju, gdzie dane retrospektywne nie zawsze można traktować jako podstawę do szacunków prospektywnych. Wartość ekonomiczna może tu stanowić miarę oceny skuteczności podejmowanych decyzji i być dla inwestorów wskazaniem czy warto inwestować w dane przedsiębiorstwo, jaka jest jego „siła” ekonomiczna, co nie zawsze przekłada się na konkretne (wymierne) korzyści właścicieli. Ważne są oceny oparte o przepływy pieniężne zdyskontowane, ale zawsze obciążone nie tylko błędem szacunku ale i trudnościami w ocenie i kwantyfikacji ryzyka przyszłych przepływów pieniężnych, rozpatrywanych dla różnych scenariuszy rozwoju. Powoduje to sytuację, w której potencjalni inwestorzy nabywają akcje, które mogą nie zapewnić oczekiwanych korzyści (oczekiwanej rynkowej wartości dodanej) a emitent wycenia „swoje” tytuły własnościowe zbyt nisko w stosunku o faktycznej wartości ekonomicznej spółki.

³ Szerzej: A. Karmańska, *Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej*. Difin, Warszawa 2009.

3. CZYNNIKI RYNKOWE DECYDUJĄCE O CENIE EMISYJNEJ AKCJI

Market factors determining the share issue price

Faktyczna cena emisyjna jest kategorią rynkową, wymagającą rozpatrzenia w powiązaniu z sytuacją rynkową i pozycją na nim emitenta. Akcje są bowiem warte tyle, ile skłonni są zapłacić za nie inwestorzy. Odzwierciedlają oczekiwania i motywacje uczestników rynku odnośnie do wysokości dochodu i akceptowanego ryzyka. Emitent powinien więc uwzględniać te elementy, które zadecydują o sytuacji na rynku papierów wartościowych w momencie wprowadzenia akcji do obrotu.

Wybór właściwego momentu rynku determinuje wysokość akceptowanej przez rynek ceny emisyjnej. Wyznaczenie prawidłowej ceny emisyjnej wymaga uwzględnienia czynników o charakterze statycznym i dynamicznym, z wykorzystaniem analizy rynku finansowego, kojarzeniem elementów technicznych i fundamentalnych oraz rzeczywistych oczekiwań i preferencji inwestorów. Jest to trudny problem, gdyż decyzje podejmuje się w warunkach niepewności, niezbędne jest uwzględnienie wielu elementów, które z różnym natężeniem mogą występować w momencie faktycznego wprowadzenia akcji na rynek i rynkowej weryfikacji wcześniejszych ustaleń. Zbliżenie ceny emisyjnej do ceny rynkowej, tj. ceny akceptowanej przez uczestników rynku wymaga porównania i oceny oczekiwanej przez inwestorów stopy zysku z przewidywaną dochodowością zakupu akcji i rynkową stopą procentową. Jest to obszar konfliktu interesów między emitentem i inwestorem, co powoduje wzrost kosztów emisji i kierowanie zainteresowania inwestorów na inne papiery wartościowe. Wyznaczona przez inwestora maksymalna cena nabycia akcji na rynku pierwotnym, zapewniająca mu oczekiwaną stopę zwrotu nie musi odpowiadać minimalnej cenie zaakceptowanej przez emitenta. Warianty wyboru przez emitenta mogą być różne. Z jednej strony, możliwe jest obniżenie ceny emisyjnej, elastyczne jej kształtowanie w zależności od rozwoju sytuacji rynkowej, ocena relacji wysokości oczekiwanego kapitału do ustalonych potrzeb lub zrezygnowanie z pozyskiwania kapitału na tym segmencie rynku finansowego. Z drugiej strony, wyznaczenie subemitenta zobowiązującego się przejąć akcje nie znajdujące nabywców, a tym samym ryzyko lokaty emisji na rynku z określonymi skutkami finansowymi dla emitenta. Akceptacja niższej ceny emisyjnej może wymusić zmianę kierunku alokacji pozyskanego kapitału w dziedzinie zapewniające wyższą efektywność ekonomiczną. Jest to szczególnie ważne w realizacji procesów rozwojowych, gdzie ustalenia budżetu kapitałowego mogą ograniczać możliwości swobodnego kształtowania poziomu i kosztu pozyskiwanego kapitału.

Podnieść należy również w tym miejscu problem zachowań inwestora w świetle współczesnych teorii rynków kapitałowych podważających klasyczne dogmaty o pełnej racjonalności inwestorów, stałości preferencji i powszechnej awersji do ryzyka. Wiąże się to z nowym kierunkiem tzw. finansów behawioralnych, który dokonuje próby oceny szeregu zjawisk na rynku kapitałowym o podłożu psychologicznym. Wskazuje to na indywidualne zróżnicowanie skłonności do ryzyka, konserwatyzm poznawczy

i niejednoznaczną reakcją na nowe informacje. Oceny inwestorów mogą być w różnym stopniu zdeterminowane emocjami, sentymentem, manipulacjami. Według T. Plummera zachowania rynków finansowych są przykładem zjawiska zachowań zbiorowych, gdzie decyzje indywidualne nie zawsze są przewidywalne⁴. Ograniczenia behawioralne utrudniają racjonalną ocenę prawdopodobieństwa określonych zdarzeń ekonomicznych, co ogranicza szacowanie oczekiwanych stóp zwrotu z inwestycji, przewidywania rzeczywistego stopnia zabezpieczenia potrzeb kapitałowych.

Finanse behawioralne podważają również klasyczną teorię użyteczności i zasadę racjonalnych oczekiwań związaną ze stałością preferencji i oczekiwania zawsze odpowiedniej premii za ryzyko związane z inwestowaniem w papiery wartościowe. Stąd na rynku mogą pojawiać się inwestorzy o różnej skłonności do ryzyka a nawet wykorzystujących neutralność wobec ryzyka.

Ma to istotne znaczenie w procesie finansowania rozwoju, gdzie trudno ocenić jaką część inwestorów skłonna będzie udostępnić kapitał na realizację ryzykownych przedsięwzięć. Równocześnie ogranicza to możliwość i zakres wykorzystania czynników fundamentalnych w ocenach inwestorów⁵.

Rozbieżności w wysokości oczekiwanej przez emitenta i faktycznie akceptowanej na rynku ceny mogą wynikać z:

- zmian preferencji inwestorów w stosunku do przewidywań emitenta,
- zmian stóp procentowych i niekorzystnych rozwiązań fiskalnych (np. w zakresie opodatkowania dochodów kapitałowych),
- konkurencyjności innych możliwości lokowania kapitału na rynku,
- braku możliwości zapewnienia właściwych relacji cen akcji notowanych na rynku i nowo wprowadzanych,
- niedostatecznego wpływu kapitału na rynek jako pochodnej, np. cyklu koniunktury giełdowej, odmiennej oceny ryzyka przez inwestorów w stosunku do ustaleń emitenta,
- braku rynkowej akceptacji i pesymistycznych ocen przyjętej strategii rozwoju.

Analiza czynników decydujących o wysokości cen emisyjnych spółek w latach 2006-2009 wskazuje na brak jednolitych zasad ich kształtowania oraz jednoznacznych przesłanek będących podstawą ze strony emitenta. Z ustaleń prezentowanych w prospektach emisyjnych wynika, że przedsiębiorstwa starały się kojarzyć fundamentalne i rynkowe elementy cen. W ocenach emitenta pomija się rzeczywiste potrzeby kapitałowe spółek, przewidywany kierunek alokacji kapitału i spodziewane z tego tytułu stopy zwrotu, co pozwala przypuszczać, że w zależności od wysokości pozyskanego kapitału określa się faktyczny sposób jego wykorzystania. Spółki korzystają głównie z możliwości jaką daje księga popytu wskazująca na zainteresowanie inwestorów nabyciem walorów przy danym poziomie ceny⁶. Przy dużym zainteresowaniu inwestorów cena

⁴ Zob.: T. Plummer, *Psychologia rynków finansowych. U źródeł analizy technicznej*. WIGPress, Warszawa 1995.

⁵ Szerzej: A. Szyszka, *Zachowania inwestorów a teoria rynku kapitałowego*, „*Ekonomista*” 2004, nr 3.

⁶ Na rozwiniętych rynkach kapitałowych stosuje się często metodę tzw. *book building* jako narzędzia służącego do badania popytu na akcje przedsiębiorstwa wśród szerokiego grona inwestorów. Dzięki temu możliwe

osiąga maksymalną wartość wstępnie ustalonego przedziału cenowego. Pomimo tego większość akcji w dniu debiutu na rynku wtórnym odnotowuje wysokie wzrosty kursu w stosunku do ceny emisyjnej. Przykładowo: w roku 2006 najwyższy wzrost wynosił 481,3% (spadek – 2,07%), w 2007 – wzrost 159,9% (spadek – 19,12%), 2008 wzrost 242% (spadek – 74,07%), w 2009 wzrost 54,8% (spadek – 3,64%). Nasuwa się więc pytanie czy wynika to z braku właściwej oceny rynku i rzeczywistej wartości spółek, z znacznej asymetrii informacji czy też stanowi działanie mające na celu podniesienie atrakcyjności lokat w akcje danej spółki.

Znaczna część czynników decydujących o sukcesie publicznej emisji akcji może mieć charakter egzogeniczny, nie zawsze zależny od działań emitenta. Może to być również konsekwencją luki informacyjnej po stronie inwestorów, traktujących to jako dodatkowe ryzyko inwestycyjne. W sytuacji publicznej emisji akcji może to świadczyć również o braku właściwych działań emitenta w obszarze aktywnych relacji inwestorskich. Potrzeby współczesnego rynku wymagają więc aktywnej komunikacji z rynkiem, zwiększenia jego efektywności informacyjnej, co pozwoli na etapie pozyskiwania kapitału na prawidłowe wyznaczenie ceny emisyjnej akcji, z uwzględnieniem oczekiwań inwestora i emitenta oraz ograniczy zjawisko niedowartościowania (przewartościowania) ofert publicznych.

SUMMARY

The key problem determining the success of share issue is correct setting up of share issue price with reference to the share's nominal value and current market price and taking into consideration the expectations of actual and future investors as well as the interests of the entity itself.

Various factors determining the final level of share issue price require us to ask a question about the possibilities of setting up the optimal price, the necessity to indicate the minimal price and the need to assess the maximal price.

The factors determining the share issue price should be considered in two perspectives:

1. as fundamental factors relating to the economic position of the company;
2. as market factors related to the economic trend, preferences and expectations of investors and access to market information.

prof. dr hab. Gabriela Łukasik, Akademia Ekonomiczna w Katowicach

jest kompleksowe rozpoznanie rynku, co zapewnia zwiększenie szans ustalenia ceny na właściwym poziomie gwarantującym powodzenie emisji.