

Emisja akcji jako podstawa rynkowego pozyskiwania kapitału własnego w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw

Gabriela Łukasik*, Joanna Błach**

Streszczenie: *Cel* – Wykorzystanie emisji udziałowych papierów wartościowych stanowić może szansę pozyskania kapitału własnego w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw. Wymaga to jednak przygotowania odpowiednich strategii pozwalających na skuteczne przeprowadzenie emisji akcji. Ważnym elementem w tym zakresie jest właściwe ustalenie ceny emisyjnej oraz wybór momentu emisji akcji. Celem artykułu jest ocena przesłanek i konsekwencji rynkowego pozyskiwania kapitału przez małe i średnie przedsiębiorstwa.

Metodologia badania – W artykule zastosowano krytyczną analizę literatury z zakresu finansów przedsiębiorstwa, w odniesieniu do pozyskiwania kapitału własnego w drodze emisji akcji. Ocenie poddano także obowiązujące rozwiązania normatywne oraz doświadczenia praktyki gospodarczej w zakresie transakcji realizowanych na rynku New Connect.

Wynik – Przeprowadzona analiza danych rynkowych wykazała, że pomimo licznych zalet finansowania działalności przedsiębiorstwa w drodze emisji akcji, polskie przedsiębiorstwa sektora MSP w ograniczony sposób korzystają z tej formy pozyskiwania środków a możliwości rynku New Connect ciągle nie są w pełni wykorzystywane.

Oryginalność/Wartość – W artykule wskazano na najważniejsze elementy strategii rynkowego pozyskiwania kapitału własnego istotne dla sukcesu emisji akcji na rynku New Connect, takie jak: wysokość ceny emisyjnej, wybór momentu emisji akcji czy zabezpieczenie oczekiwanej stopy zwrotu przez inwestorów. Przedstawiono także przyczyny wyjaśniające ograniczone zastosowanie rynku New Connect w finansowaniu działalności polskich MSP, wśród których należy podkreślić: brak dostatecznej wiedzy o funkcjonowaniu rynku kapitałowego, obawy przed zmiennością rynku, relatywnie niskie stopy procentowe ułatwiające dostęp do finansowania dłużnego (głównie przez sektor bankowy) czy też dominację form organizacji podmiotów gospodarczych uniemożliwiających skorzystanie z tej formy finansowania.

Słowa kluczowe: rynek kapitałowy, emisja akcji, cena emisyjna, New Connect

Wprowadzenie

Warunkiem funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa jest dostęp do kapitału umożliwiającego finansowanie przedsięwzięć i projektów inwestycyjnych, z uwzględnieniem wewnętrznych źródeł finansowania. Wymaga to aktywnego wykorzystania szans jakie stwarza rynek kapitałowy, z akceptacją jednak wyższego

* prof. zw. dr hab. Gabriela Łukasik, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Wydział Finansów i Ubezpieczeń, Katedra Finansów Przedsiębiorstw i Ubezpieczeń Gospodarczych, 40-287 Katowice, ul. 1 Maja 50.

** dr Joanna Błach, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Wydział Finansów i Ubezpieczeń, Katedra Finansów Przedsiębiorstw i Ubezpieczeń Gospodarczych, 40-287 Katowice, ul. 1 Maja 50, e-mail: jblach@ue.katowice.pl.

poziomu ryzyka i umiejętną antycypacją zmian zachodzących w otoczeniu. Rozwój rynku kapitałowego, stworzenie alternatywnych systemów obrotu, umożliwi szerszy dostęp do kapitału również dla małych i średnich przedsiębiorstw funkcjonujących w formie spółek akcyjnych. Przedsiębiorstwo podejmując decyzję o rynkowym pozyskiwaniu kapitału własnego i rozszerzeniu bazy kapitałowej poprzez emisję akcji powinno analizować szansę i zagrożenia z tym związane, uwzględniając między innymi koszt pozyskiwanego kapitału, zmianę struktury kapitału, wzrost wiarygodności na rynku, niezależność ekonomiczną i zmiany struktury własnościowej.

Celem artykułu jest analiza i ocena szans i zagrożeń pozyskiwania kapitału w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw poprzez emisję akcji. W artykule przedstawiono główne zagadnienia związane z rynkowym pozyskiwaniem kapitału własnego w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw, z uwzględnieniem elementów teorii, rozwiązań normatywnych i doświadczeń wybranych przedsiębiorstw notowanych na rynku New Connect.

1. Uwarunkowania rynkowego pozyskiwania kapitału własnego małych i średnich przedsiębiorstw

Podjęcie decyzji o emisji akcji i rozszerzeniu bazy kapitałowej spółki wymaga uwzględnienia wielu przesłanek decydujących o szansach pozyskania kapitału na rynku finansowym i występujących zagrożeniach. Istotnym motywem decydującym o emisji akcji może być korzystny układ rynkowy oraz koniunktura na rynku kapitałowym. Wysokie notowania kursu akcji dają szansę pozyskania kapitału w wielkości oczekiwanej, gwarantując popyt na te papiery wartościowe. Niższy koszt kapitału umożliwia w tym przypadku realizację przedsięwzięć o niższym wymaganym minimalnym progu efektywności. Z drugiej strony należy ocenić realność utrzymywania w przyszłości pozytywnych tendencji rynkowych oraz rzeczywiste potrzeby kapitałowe, wynikające z założeń rozwoju przedsiębiorstwa. Powodzenie emisji wymaga więc przygotowania strategii uwzględniającej wewnętrzne potrzeby przedsiębiorstwa, sytuację rynkową oraz interesy dotychczasowych akcjonariuszy.

Głównym zadaniem przedsiębiorstwa, decydującego się na realizację strategii rynkowego pozyskiwania kapitału własnego w drodze emisji akcji, jest zapewnienie powodzenia procedury emisyjnej. Sukces emisji jest rozumiany jako sytuacja, w której wszystkie oferowane przez emitenta akcje zostaną objęte przez inwestorów ustaloną wcześniej ceną, co pozwoli na zgromadzenie kapitału w odpowiednim, zaplanowanym wcześniej, momencie oraz w wielkości odpowiadającej potrzebom finansowym przedsiębiorstwa, umożliwiając w ten sposób maksymalne zasilenie kapitałowe.

Właściwe przygotowanie emisji akcji wymaga wyboru w następujących obszarach decyzyjnych (Łukasik, 2010):

- wybór struktury własnościowej przedsiębiorstw i formy subskrypcji akcji (subskrypcja otwarta, zamknięta, prywatna),
- wybór właściwego momentu pozyskania kapitału i realizacji potrzeb kapitałowych w powiązaniu ze sposobem wykorzystania kapitału,

- zabezpieczenie oczekiwanej przez inwestora stopy zwrotu i spełnienie warunków organizacyjno-prawnych stawianych przez instytucje rynku kapitałowego.

Strategia rynkowego pozyskiwania kapitału własnego realizowana w drodze emisji akcji może być przeprowadzana na różnych rynkach (np. krajowym, zagranicznym, globalnym), w różnych formach (w ramach oferty publicznej lub prywatnej) i różnych trybach (subskrypcja prywatna, zamknięta czy otwarta). Emisja akcji w ramach oferty publicznej jest procesem złożonym, wieloetapowym, wymagającym spełnienia wielu warunków formalnych oraz przestrzegania skomplikowanych procedur zawartych w rozwiązaniach prawnych (są to m.in.: Ustawa z 15.09.2000 r. Kodeks spółek handlowych; Ustawa z 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi; Ustawa z 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych; Ustawa z 29.07.2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, a także regulacje statutowe i regulaminowe oraz uchwały normatywne Giełdy Papierów Wartościowych SA w Warszawie, Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych SA).

Z prawnego punktu widzenia oferta publiczna oznacza udostępnianie większej liczbie inwestorów, zdefiniowanej w przepisach prawa lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji przez inwestorów. Podstawową formą przekazywania informacji przez spółki akcyjne jest dokument informacyjny – prospekt emisyjny lub memorandum informacyjne.

Decyzja o pozyskaniu kapitału własnego w drodze emisji akcji w ramach oferty publicznej powinna być podjęta odpowiednią uchwałą walnego zgromadzenia spółki, która jest podstawą skutecznego wpisu do rejestru pod warunkiem, że zostanie zgłoszona do sądu przed upływem sześciu miesięcy od dnia jej powzięcia. Zgodnie z przepisami Kodeksu spółek handlowych emisja akcji może być przeprowadzona w trybie zwykłego podwyższania kapitału własnego, w drodze wykorzystania instytucji kapitału docelowego oraz w ramach warunkowego podwyższania kapitału własnego. Zastosowanie każdego z wymienionych sposobów jest związane z koniecznością przestrzegania określonych przepisów prawnych oraz przeprowadzenia ciągu ustalonych czynności (Błach, 2007).

Decyzję o przeprowadzeniu emisji akcji powinna poprzedzać analiza opłacalności planowanej emisji, którą ocenia się poprzez porównanie z różnymi możliwościami finansowania pod kątem: wysokości kosztu emisji (koszty transakcyjne) oraz kosztu kapitału pochodzącego z innych źródeł, sumy środków możliwych do zgromadzenia w wyniku emisji akcji oraz potencjalnych korzyści możliwych do osiągnięcia w przyszłości, po przeprowadzeniu oferty. Określając parametry emisji, należy zastanowić się nad jej strukturą, czyli proporcją podziału akcji na transze oferowane inwestorom instytucjonalnym oraz indywidualnym (w podziale na krajowych i zagranicznych). Należy podkreślić, że udział poszczególnych grup inwestorów w akcjonariacie spółki wpływa na stabilność struktury własności, proces zarządzania spółką oraz możliwości występowania potencjalnych konfliktów interesów pomiędzy akcjonariuszami większościowymi i mniejszościowymi. Struktura

akcjonariatu spółki po zakończeniu emisji akcji jest istotna zarówno dla zakresu i sposobu realizacji relacji inwestorskich, jak i stosowanych rozwiązań w zakresie nadzoru korporacyjnego.

Kluczowym parametrem emisji jest ustalenie poziomu ceny emisyjnej akcji, 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 się zakończyć sukcesem (Łukasik, 2002; 2009). Pojawia się tutaj problem właściwego oszacowania ceny emisyjnej (ceny na rynku pierwotnym) w porównaniu z wartością księgową akcji oraz przewidywaną ceną rynkową akcji (przyszłej ceny na rynku wtórnym). Metody ustalania ceny emisyjnej mogą bazować na analizie fundamentalnej lub na danych rynkowych prowadzących do wyceny relatywnej (Mikołajewicz, 2010; Sukacz, 2005). W pierwszym przypadku przedmiotem wyceny jest wartość przedsiębiorstwa pozwalająca na ustalenie wartości pojedynczej akcji. Wycena relatywna oparta jest natomiast na badaniach popytu na akcje spółki, przy danych warunkach rynkowych i określonych preferencjach inwestorów. W przypadku pierwszej emisji akcji ustalenie ceny emisyjnej jest jednak dużo trudniejsze. Zwykle ustala się ją na podstawie szacunkowej wartości rynkowej akcji. Walory są często oferowane ze znacznym dyskontem – około 10% w stosunku do ich późniejszej wartości rynkowej. Ustalenie przedziału cenowego poprzedza szczegółowa ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa, a ostateczna cena może być ustalona w drodze przetargu lub budowania księgi popytu (Draho, 2004).

Ważnym obszarem decyzyjnym w ramach strategii rynkowego pozyskiwania kapitału własnego jest także wybór właściwego momentu emisji (*market timing decisions*) (Baker, Wurgler, 2002). Decyzje dotyczące wyboru momentu emisji są podejmowane na podstawie analizy cech i sytuacji emitenta (aktualnej i przewidywanej kondycji finansowej oraz sytuacji spółki), a także uwarunkowań zewnętrznych (w tym: sytuacji na rynku kapitałowym, preferencji i oczekiwań inwestorów oraz pozostałych warunków funkcjonowania spółki).

Decyzja o emisji akcji w ramach oferty publicznej wymaga przeprowadzenia szczegółowej analizy potencjalnych konsekwencji dla przedsiębiorstwa z uwzględnieniem szans i korzyści oraz kosztów i zagrożeń (por. tab. 1).

Szczególnego rodzaju zagrożeniem, które powinno być uwzględnione w analizie skutków emisji akcji, jest możliwość niedoszacowania oferowanych walorów (rozmycie ceny akcji) wynikające z niedoskonałości rynku kapitałowego. Aby zagwarantować sprzedaż całej emisji akcji, przedsiębiorstwo może się zdecydować na oferowanie nowych akcji poniżej ich wartości rynkowej. Zjawisko asymetrii informacji w połączeniu z efektem sygnalizacji powoduje, że akcjonariusze mogą w początkowej fazie nie doceniać projektów inwestycyjnych przedsiębiorstwa finansowanych ze środków otrzymanych z emisji nowych akcji. Dodatkowo zwiększenie liczby akcji na rynku skutkuje zwykle obniżeniem przeciętnej ceny akcji. W związku z tym nowe akcje mogą być emitowane poniżej dotychczasowej ceny rynkowej akcji znajdujących się już w obrocie. Niedoszacowanie w literaturze anglojęzycznej jest określane mianem „pieniędzy pozostawionych na stole” (*money left on the table*), co obrazuje utracone korzyści emitenta (Derrien, 2005; Ritter, Welch, 2002). Z drugiej strony należy pamiętać o pozytywnych aspektach wysokie-

go wzrostu cen akcji w dniu debiutu giełdowego, do których zalicza się przyciągnięcie uwagi inwestorów oraz pozytywny efekt marketingowy.

Tabela 1

Szanse i korzyści oraz koszty i zagrożenia oferty publicznej akcji

Szanse i korzyści	Zagrożenia i koszty
<ul style="list-style-type: none"> – dostęp do potencjalnie dużych zasobów kapitału na rynku regulowanym – dywersyfikacja portfela dotychczasowych akcjonariuszy poprzez stworzenie płynnego rynku obrotu akcjami spółki, co sprzyja rzetelnej wycenie akcji – obiektywna, rynkowa wycena wartości przedsiębiorstwa oraz bieżąca weryfikacja decyzji zarządu i wyników finansowych odzwierciedlona w zmianach cen akcji – ułatwienie dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania – motywowanie pracowników do lepszej efektywności poprzez programy opcji menedżerskich i pracowniczych – możliwość uczestniczenia w operacjach przejęć, w których akcje mogą zastąpić gotówkę – możliwość pozyskania inwestora strategicznego – wzrost prestiżu przedsiębiorstwa oraz rozpoznawalności marki i jego produktów/usług – poprawa stosunków z partnerami handlowymi – uporządkowanie działalności przedsiębiorstwa w związku z diagnozą jego sytuacji przeprowadzaną przez doradców finansowych i prawnych w trakcie przygotowywania oferty 	<ul style="list-style-type: none"> – realizacja obowiązków informacyjnych, w tym: koszty sporządzania i publikacji sprawozdań finansowych oraz koszty przygotowania prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego, koszty badania sprawozdań finansowych przez biegłego rewidenta – koszty administracyjne i transakcyjne, w tym: koszty doradztwa finansowego i prawnego, koszty audytu, koszty opłat administracyjnych i sądowych (np. opłaty na rzecz KDPW, KNF i GPW, opłaty związane z przyłączeniem do systemu EMITENT), wynagrodzenie dla agenta emisji – koszty związane z promocją oferty, w tym koszty kampanii promocyjnej i relacji inwestorskich (spotkania z inwestorami, analitykami, mediami) – koszty wynikające z niedoszacowania nowych akcji (<i>underpricing</i>) oraz niepewności co do zakończenia emisji sukcesem (w tym wynagrodzenie subemitenta) – konieczność ujawniania istotnych informacji mogących osłabić pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa – ryzyko wrogiego przejęcia – konieczność przeprowadzenia zmian w kulturze organizacyjnej przedsiębiorstwa w związku z wprowadzeniem zasad ładu korporacyjnego – potencjalne zmiany w strukturze własności prowadzące do utraty kontroli nad spółką

Źródło: opracowanie własne.

2. Doświadczenia sektora małych i średnich przedsiębiorstw w pozyskiwaniu kapitału własnego z wykorzystaniem transakcji na rynku New Connect

Sektor małych i średnich przedsiębiorstw odgrywa dominującą rolę w gospodarce narodowej. Na koniec 2013 roku działało w Polsce 1771,46 tys. przedsiębiorstw, z czego 1768,24 tys. stanowiły przedsiębiorstwa zaliczane do sektora MSP, co stanowi 99,8% ogółu przedsiębiorstw. W roku 2013 sektor MSP osiągnął przychody ogółem o wartości 2106,87 mld zł, co odpowiada 55,55% przychodów osiągniętych przez wszystkie przedsiębiorstwa (3793,07 mld zł). W 2013 roku przedsiębiorstwa

sektora MSP poniosły nakłady na środki trwałe w wysokości 78,91 mld zł, co stanowi 48,65% ogółu nakładów poniesionych przez przedsiębiorstwa (GUS, 2015b).

W roku 2014 działało 1839 tys. przedsiębiorstw niefinansowych o liczbie pracujących do 249 osób, tj. należących do sektora małych i średnich przedsiębiorstw i stanowiły one, podobnie jak w poprzednich latach, 99,8% ogółu przedsiębiorstw niefinansowych. Ze względu na podstawową formę prawną 91,1% jednostek MSP należało do osób fizycznych Osoby prawne i jednostki niemające osobowości prawnej stanowiły 8,9% sektora MSP. Ta grupa przedsiębiorstw ma szansę wykorzystania transakcji na rynku kapitałowym. Wartość nakładów inwestycyjnych poniesionych przez przedsiębiorstwa z sektora MSP w 2014 roku wyniosła 85,37 mld zł, w tym na nowe obiekty majątkowe oraz ulepszenie istniejących – 72,72 mld zł. Przedsiębiorstwa prowadzące działalność przemysłową poniosły 35,5% nakładów ogółem małych i średnich przedsiębiorstw niefinansowych, a jednostki handlowe – 15,1%. Przedsiębiorstwa z sektora MSP poniosły łącznie 46,6% inwestycji całej zbiorowości przedsiębiorstw niefinansowych. (GUS, 2015c).

Biorąc pod uwagę wyniki finansowe i dane bilansowe przedsiębiorstw (GUS, 2015a) należy zauważyć, że struktura pasywów podmiotów sektora MSP jest w większym stopniu obciążona zobowiązaniami w porównaniu z ogółem podmiotów i przedsiębiorstw dużych. Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego (D/E) dla przedsiębiorstw sektora MSP wyniósł na koniec 2014 roku 0,98, podczas gdy dla ogółu przedsiębiorstw – 0,83 a dla dużych podmiotów – 0,74. Wskazuje to na konieczność zmian w strukturze kapitału małych i średnich przedsiębiorstw, co pozwoli na zwiększenie ich wiarygodności i bezpieczeństwa dla kapitałodawców, w tym również dla sektora bankowego dominującego w grupie wierzycieli.

Podkreślić należy również relatywnie wysoką efektywność działania przedsiębiorstw sektora MSP (mierzoną wskaźnikami ROA i ROE) w porównaniu z przedsiębiorstwami dużymi. Z danych na koniec 2014 roku (GUS, 2015c) wynika, że wskaźnik ROA w tej grupie przedsiębiorstw kształtował się na poziomie 4,78% w porównaniu z 3,88% dla dużych firm. Wskaźnik rentowności kapitału własnego ROE w grupie MSP wyniósł 10,11% w stosunku do 7,5% dla przedsiębiorstw dużych. Wskazuje to na szansę uzyskania wyższej stopy zwrotu przez inwestorów angażujących kapitał w finansowanie tej grupy przedsiębiorstw.

Szansę rynkowego pozyskania kapitału stwarza rynek New Connect jako forma rynku alternatywnego, który pozwala na finansowanie rozwoju MSP poprzez publiczną emisję akcji (Kordela, 2013). Rynek New Connect jest rynkiem zarówno dla spółek w początkowej fazie rozwoju, jak i dla firm z ugruntowaną pozycją, poszukujących kapitału rzędu od kilkuset tysięcy do kilkudziesięciu mln zł. Można go traktować jako etap w drodze na Główny Rynek GPW. Debiuty na rynku New Connect mogą być realizowane zarówno w ramach oferty prywatnej (oferta zamknięta kierowana do nie więcej niż 99 inwestorów), jak i oferty publicznej w drodze subskrypcji otwartej). Podstawowe dane obrazujące rozwój rynku New Connect przedstawiono w tabelach 2 i 3.

Należy podkreślić wzrost liczby spółek notowanych na rynku New Connect w latach 2008–2014 oraz ich kapitalizacji rynkowej (z największą dynamiką wzrostu w latach 2010–2011). Niestety po rekordowym pod względem liczby debiutów i wartości emitowanych akcji 2011 roku, odnotowano spadek tempa rozwoju rynku

New Connect. W roku 2014 przeprowadzono tylko 22 debiuty, w tym 15 z nowymi emisjami akcji, co pozwoliło spółkom zgromadzić kapitał o łącznej wartości 27,2 mln zł.

Tabela 2

Wybrane dane charakteryzujące rynek New Connect

Dane	2008	2009	2010	2011	2012	2013	014
Liczba notowanych spółek na koniec roku	84	107	185	351	429	445	431
– w tym spółek krajowych	83	105	182	344	421	434	421
– w tym spółek zagranicznych	1	2	3	7	8	11	10
Kapitalizacja spółek na koniec roku (mln zł)	1438	2554	5138	8487	11 088	11 028	9122
– w tym spółek krajowych (mln zł)	1396	2457	4971	8384	10 805	10 445	8752
– w tym spółek zagranicznych (mln zł)	41	97	167	104	283	583	370
Liczba debiutów	61	26	86	172	89	42	22
Wartość oferty nowych akcji (mln zł)	175,1	52,3	183	592,4	205,7	95,4	27,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW i New Connect prezentowanych w Rocznikach Giełdowych 2009–2015. Pobrano z: https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=10 (15.01.2016).

Tabela 3

Dynamika zmian wielkości charakteryzujących rynek New Connect w %

Indeksy dynamiki (łańcuchowe)	2009/ 2008	2010/ 2009	2011/ 2010	2012/ 2011	2013/ 2012	2014/ 2013
Liczba notowanych spółek na koniec roku	127,4	172,9	189,7	122,2	103,7	96,9
– w tym spółek krajowych	126,5	173,3	189,0	122,4	103,1	97,0
– w tym spółek zagranicznych	200,0	150,0	233,3	114,3	137,5	90,9
Kapitalizacja spółek na koniec roku (mln zł)	177,6	201,2	165,2	130,6	99,5	82,7
– w tym spółek krajowych (mln zł)	176,0	202,3	168,7	128,9	96,7	83,8
– w tym spółek zagranicznych (mln zł)	236,6	172,2	62,3	272,1	206,0	63,5
Liczba debiutów	42,6	330,8	200,0	51,7	47,2	52,4
Wartości oferty nowych akcji (mln zł)	29,9	349,9	323,7	34,7	46,4	28,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW i New Connect prezentowanych w Rocznikach Giełdowych 2009–2015.

Analizę spółek debiutujących w 2014 roku przeprowadzono z uwzględnieniem wyników finansowych, celu emisji oraz porównania ceny emisyjnej z ceną zamknięcia w dniu debiutu, wykorzystując dane z dostępnych dokumentów informacyjnych spółek sporządzonych w związku z emisją akcji, ich sprawozdań finansowych oraz danych z rynku New Connect.

Ocena wyników finansowych wskazuje, że cztery z debiutujących na rynku New Connect spółek, wykazywały ujemny wynik finansowy netto, co nie wpłynęło jednak na skuteczność emisji i znaczny wzrost ceny debiutu w stosunku do ceny emisyjnej (np. spółka Apanet zmiana ceny +94%; spółka Sapling zmiana ceny +55%; spółka Arway Medix +22%). Może to wskazywać zarówno na świadome wyznaczenie niskiej ceny emisyjnej, jak i na znaczne szanse spółek, które dostrzegają inwestorzy licząc na wzrost wartości firmy w przyszłości.

Wskazywane w dokumentach informacyjnych cele emisji wiążą się z finansowaniem różnych obszarów działania przedsiębiorstw, w tym głównie związanych z:

- realizacją prac badawczo-rozwojowych (w tym np. badania kliniczne w spółce Airway Medix),
- wprowadzeniem nowych produktów i wzmocnienie pozycji konkurencyjnej na rynku,
- rozbudową dotychczasowej działalności, prowadząca do wzrostu przychodów ze sprzedaży i pozyskiwania nowych rynków zbytu (w tym sprzedaży zagranicznej np. spółka Apanet),
- dywersyfikacją działalności, promocją marki produktu i stworzenia dodatkowych kanałów dystrybucji,
- uzupełnieniem środków własnych dla projektów współfinansowanych z funduszy Unii Europejskiej,
- procesami łączenia się spółek (nabywanie udziałów innych spółek), pozwalających na uzyskanie efektu synergii i związany z tym wzrost wartości przedsiębiorstwa,
- zasilaniem kapitału obrotowego i zmianą strategii płynności.

Analiza ta wskazuje, że dominującą rolę odgrywa pozyskiwanie środków na finansowanie rozwoju, w tym również podejmowanie przedsięwzięć innowacyjnych.

Pomimo znacznej liczby debiutów należy wskazać, że możliwości rynku New Connect ciągle nie są w pełni wykorzystywane. Może to świadczyć o: braku dostatecznej wiedzy o funkcjonowaniu rynku kapitałowego, obaw przed zmiennością rynku, relatywnie niskich stopach procentowych ułatwiających dostęp do finansowania dłużnego (głównie przez sektor bankowy) czy też dominacji form organizacji podmiotów gospodarczych uniemożliwiających skorzystanie z tej szansy.

Polscy przedsiębiorcy pytani o najbardziej odpowiedni dla ich firmy sposób finansowania działalności (NBP, 2015) spośród wielu możliwości finansowania zewnętrznego wskazywali na pierwszym miejscu leasing (54% odpowiedzi), debet i środki z linii kredytowej (53% odpowiedzi) i następnie kredyt bankowy (50% odpowiedzi). Nieznacznie różnią się oni w swoich preferencjach od przedsiębiorców w innych krajach Unii Europejskiej, gdzie jako najbardziej właściwy sposób finansowania działalności wskazywany był kredyt bankowy – 57% odpowiedzi. Mniej znane źródła finansowania, takie jak emisja akcji czy papierów dłużnych, są w Polsce rzadziej niż w Unii Europejskiej wskazywane jako potencjalne, optymalne źródło finansowania. W Polsce rzadziej niż w Unii Europejskiej były wykorzystywane instrumenty rynku kapitałowego, tj. pozyskanie środków finansowych z emisji akcji lub objęcia nowych udziałów. Korzystało z tego sposobu tylko jedno na 100 badanych przedsiębiorstw, a tylko dwie firmy na 1000 wykorzystywały emisję papierów dłużnych do pozyskania środków. Kilkakrotnie więcej przedsiębiorców w Polsce niż

w pozostałych krajach Unii Europejskiej (pięć- do ośmiokrotnie więcej w zależności od instrumentu) nie potrafi ocenić czy dany instrument finansowania jest odpowiedni w ich przypadku. Potwierdza to tezę o ciągłych obawach przedsiębiorców przed korzystaniem z możliwości, jakie stwarza rynek kapitałowy.

Uwagi końcowe

Rozwój rynku finansowego powinien umożliwić dostęp do kapitału na różnych etapach rozwoju przedsiębiorstwa i wykorzystanie instrumentów pozwalających na elastyczne kształtowanie struktury kapitału i efektywną jego alokację. Rynkowe pozyskiwanie kapitału własnego wymaga jednak oceny i spełnienia warunków zapewniających skuteczne zgromadzenie kapitału w oczekiwanej wysokości, zabezpieczenie wymaganej struktury własnościowej oraz zróżnicowanych motywacji inwestorów. Ważnym elementem pozostaje zawsze wybór optymalnej ceny emisyjnej. Ustalenie ceny na zbyt niskim poziomie (*underpricing*) może nie tylko ograniczyć wysokość pozyskanego kapitału, ale i pozbawić aktualnych akcjonariuszy części korzyści z przyjętej koncepcji rozwoju. Ważny jest również wybór momentu na wprowadzenie akcji na rynek. Brak wyczucia takiego momentu może spowodować, że rynek nie zaakceptuje oczekiwanej ceny ograniczając możliwość finansowania projektów inwestycyjnych lub wymuszając zmianę strategii finansowania rozwoju. Rynek New Connect, ciągle niedoceniany przez małe i średnie przedsiębiorstwa, otwiera szersze możliwości ograniczenia luki kapitałowej w tej grupie podmiotów gospodarczych, co pozwoli w przyszłości na dalszy ich rozwój i szersze stosowanie, nowych innowacyjnych przedsięwzięć inwestycyjnych.

Literatura

- Baker, M., Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57, 1–32. DOI: 10.1111/1540-6261.00414.
- Błach, J. (2007). Rola emisji akcji w podwyższaniu kapitału własnego przedsiębiorstwa. W: G. Łukasik (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*. Katowice: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, 93–154.
- Derrien, F. (2005). IPO Pricing in “Hot” Market Conditions: Who Leaves Money on the Table? *The Journal of Finance*, 60, 487–521. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2005.00736.x.
- Draho, J. (2004). *The IPO Decision. Why and How Companies Go Public*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- GUS, 2015a. *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2014 r.* Warszawa: GUS. Pobrane z: <http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiębiorstwa-niefinansowe/bilansowe-wyniki-finansowe-podmiotow-gospodarczych-za-2014-r-,9,13.html> (15.01.2016).
- GUS, 2015b. *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2014 r.* Warszawa: GUS. Pobrano z: <http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiębiorstwa-niefinansowe/dzialalnosc-przedsiębiorstw-niefinansowych-w-2014-r-,2,11.html> (15.01.2016).
- GUS, 2015c. *Małe i średnie przedsiębiorstwa niefinansowe w latach 2009–2013*. Warszawa: GUS. Pobrano z: <http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiębiorstwa-niefinansowe/male-i-srednie-przedsiębiorstwa-niefinansowe-w-polsce-w-latach-2009-2013,22,1.html> (15.01.2016).
- Kordela, D. (2013). *New Connect – rynek giełdowy dla małych i średnich przedsiębiorstw*. Warszawa: CeDeWu.

- Łukasik, G. (2002). Determinanty wyznaczania ceny emisyjnej akcji. W: K. Znaniecka (red.), *Finanse, bankowość i ubezpieczenia wobec wyzwań współczesności. Tom II. Finanse przedsiębiorstw. Finanse publiczne i podatki*. Katowice: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej.
- Łukasik, G. (2010). *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*. Katowice: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego.
- Mikołajewicz, G. (2010). Wartość wewnętrzna a wartość rynkowa akcji. *Zeszyty Naukowe, 142, Kierunki zmian w finansach przedsiębiorstwa*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, 700–711.
- NBP (2015). *Rozwój systemu finansowego w Polsce w roku 2014*. Warszawa: NBP.
- Ritter, J.R., Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *The Journal of Finance, 57*, 1795–1828. DOI: 10.1111/1540-6261.00478.
- Sukacz, D. (2005). *Pierwsze ofert publiczne na rynkach kapitałowych*. Warszawa: CeDeWu.

ISSUE OF SHARES AS A BASIS FOR RAISING EQUITY IN THE SECTOR OF SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES

Abstract: *Purpose* – Issue of equity securities may offer an opportunity to raise equity for the sector of small and medium-sized enterprises. However, it is required to prepare appropriate strategies in order to effectively issue shares. In this regard setting the appropriate issuing price and timing of the issue are the most important problems. The aim of this article is to assess the circumstances and consequences of the strategy of raising capital for small and medium-sized enterprises in the capital market.

Design/Methodology/approach – This article is based on the critical analysis of the literature in the field of corporate finance, with respect to the acquisition of equity by issuing shares. The evaluation of the existing normative solutions and the analysis of the business practice with respect to transactions executed on the New Connect market has been also applied.

Findings – The analysis of market data has shown that, despite many advantages of acquiring funds by issuing share, Polish companies operating in the SME sector, use this form of financing in a limited way. The opportunities offered by the New Connect market are still not fully utilized.

Originality/value – Article identifies the main elements of the strategy of raising equity capital important for a successful issue of shares on the New Connect market. These elements include: the issuing price, the timing of the issue, the expected rate of return for investors. This article also presents the reasons explaining the limited use of the New Connect market in financing Polish SMEs, among which should be emphasized: the lack of sufficient knowledge about the functioning of the capital market, fears of market volatility, relatively low interest rates offering access to debt financing (mainly by the banking sector), or the dominance of legal forms of business that exclude shares issue.

Keywords: capital market, shares issue, issuing price, New Connect

Cytowanie

- Łukasik G., Błach J. (2016). Emisja akcji jako podstawa rynkowego pozyskiwania kapitału własnego w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 5* (83/2), 55–64. DOI: 10.18276/frfu.2016.5.83/2-05.