

**Piotr Białowąs**

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

**WYBRANE PROBLEMY WPROWADZANIA  
PRZEDSIĘBIORSTW NA GIELDĘ PAPIERÓW  
WARTOŚCIOWYCH W KONTEKŚCIE WZROSTU  
EFEKTYWNOŚCI ICH DZIAŁANIA  
ORAZ MAKSYMALIZACJI WARTOŚCI**

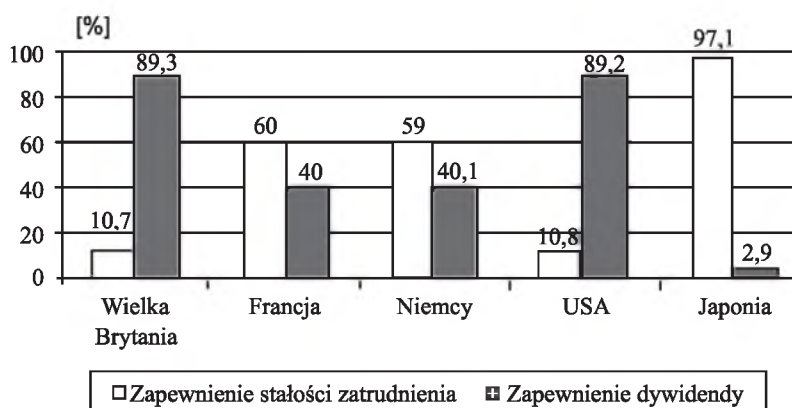
**1. Wstęp**

W ostatnich latach możemy zauważyć silne zmiany w podejściu do zarządzania przedsiębiorstwami wynikające w dużej mierze z ogólnego procesu globalizacji. Pociąga to za sobą m.in. innymi swobodę przepływu kapitału, systematyczny wzrost konkurencyjności oraz coraz częstsze działanie organizacji w warunkach niepewności. Niejako antidotum na coraz trudniejsze działania organizacji wydaje się być proces koncentracji aktywów i kapitałów przejawiający się w fuzjach i przejęciach przedsiębiorstw. Czynniki te powodują, że na rozwój organizacji z punktu widzenia inwestora i właściciela coraz częściej patrzy się przez pryzmat „zwrotu z zainwestowanego kapitału”, co z kolei często wymusza radykalną reorganizację podmiotów mającą zwiększyć ich wartość. Procesy wykupu przedsiębiorstw odbywają się m.in. przez zakupy dokonywane na rynkach finansowych (gieldach papierów wartościowych), które stanowią także swoisty barometr kondycji finansowej firmy i stanowią jeden z lepszych sposobów oceny wartości podmiotu. Istotnym zagadnieniem badawczym wydaje się określenie wpływu zjawisk dotyczących upubliczniania przedsiębiorstw na ich sferę zarządczą, w tym na systemy zarządzania, które powinny prowadzić do wzrostu efektywności organizacji. Celem artykułu, oprócz ukazania zróżnicowanego podejścia do zarządzania organizacją w zależności od rejonu geograficznego, jest także syntetyczne ukazanie problematyki wprowadzenia spółek na rynek giełdowy.

**2. Koncepcje rozwoju oparte na celach prospołecznych  
oraz na celach *stricte* ekonomicznych**

Przy analizie problematyki funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku giełdowym, konieczne wydaje się w pierwszej kolejności odniesienie się do priorytetów zarządzania organizacjami. Obserwując rozwój teorii i praktyki zarządzania, należy

zwrócić uwagę na to, że istotnym zjawiskiem jest coraz większe znaczenie tych koncepcji, które implikują wzrost efektywności działania organizacji. Wiele procesów ekonomicznych<sup>1</sup> i zjawisk społecznych ma swoje źródło w podejściu do zarządzania organizacją. Argumentem potwierdzającym związek pomiędzy priorytetami zarządzania a zjawiskami społecznymi jest przypadek Japonii, w której przez dziesiątki lat nie występowały negatywne zjawiska społeczne związane na przykład ze wzrastającym poziomem bezrobocia. W dużym stopniu było to spowodowane skrajnie prospołeczną kulturą zarządzania<sup>2</sup>. Zdaniem autora, ocena efektywności i skuteczności należą obecnie do podstawowych zagadnień związanych z zarządzaniem przedsiębiorstwem. Chęć maksymalizacji zysków jest jednym z czynników coraz większej liczby debiutów giełdowych. Zwrócić należy jednak uwagę na różnicę w podejściu do celów społecznych i ekonomicznych w różnych systemach gospodarczych, co ilustruje rys. 1 przedstawiający wyniki badań zrealizowanych wśród firm w Wielkiej Brytanii (przebadano 78 firm), Francji (48 firm), Niemczech (105 firm), USA (83 firmy) oraz Japonii (68 firm).



Rys. 1. Orientacje przedsiębiorstw w obliczu konieczności wyboru: dywidenda czy stałość zatrudnienia

Źródło: I. Koładkiewicz, *Grupy kapitałowe. Tendencje zmian w zasadach i mechanizmach nadzoru korporacyjnego*, za: M. Yoshimori, *Whose Company Is it? The Concept of the Corporation in Japan and the West*, „Long Range Planning”, vol. 28, no. 4, s. 33-44, 1995, [w:] M. Romanowska, M. Trocki, B. Wawrzyniak, *Grupy kapitałowe w Polsce*, Difin, Warszawa 1998, s. 161.

Analiza wykresu na rys. 1 wskazuje na występowanie trzech zróżnicowanych podejść w zakresie ważności celów społecznych oraz dążenia do zysku spółki. Wyraźnie widać, że kraje anglosaskie (Wielka Brytania i Stany Zjednoczone) są zde-

<sup>1</sup> W tym także coraz większe zainteresowanie rynkiem giełdowym wśród przedsiębiorców.

<sup>2</sup> Autor abstrahuje od efektywności zarządzania przedsiębiorstwami, które biorą pod uwagę główne wskaźniki ekonomiczne, jak choćby wskaźnik ROA, który jest w większości podmiotów niższy, porównując je na przykład do przedsiębiorstw amerykańskich.

cydowanie bardziej nastawione na osiąganie celów efektywnościowych niż celów społecznych, skrajnie odmienne są pod tym względem przedsiębiorstwa japońskie z symboliczną wyłącznie wartością wskazującą na osiąganie celów czysto ekonomicznych<sup>3</sup>. Europa pod tym względem, biorąc pod uwagę podmioty niemieckie i francuskie, jest zrównoważona z małą przewagą celów społecznych. Ze względu na zmiany gospodarcze na świecie z pewnością tendencje te będą zmierzały do zwiększenia efektywności w zarządzaniu firmą, a więc deprecjonowania roli celu związanego ze stałością zatrudnienia. Analizując rys. 1 wskazujący na bardzo duże znaczenie maksymalizacji zysku w działalności przedsiębiorstw w USA, warto także zauważyć, że ten właśnie kraj ma szczególnie rozwinięte rynki finansowe.

### **3. Historia oraz tendencje w zakresie wprowadzania spółek na rynek giełdowy**

Pierwszą giełdę, która działała aż do wybuchu drugiej wojny światowej, utworzono w 1817 r. w Pałacu Saskim w Warszawie. Początkowo transakcje dokonywane na niej koncentrowały się wokół weksli i obligacji; obrót akcjami rozwinął się dopiero pod koniec dziewiętnastego wieku. Po odzyskaniu niepodległości w okresie II Rzeczypospolitej cele emisji papierów wartościowych były związane z odbudową różnych gałęzi gospodarki. Wśród emitentów w tamtym okresie znajdowały się cementownie, browary, spółki chemiczne oraz zbrojeniowe. Emisje wspomagały zarówno tak duże projekty, jak budowa linii kolejowej, jak i powstanie różnego rodzaju instytucji finansowych oraz artystyczno-kulturalnych [Becket, 2007, s. 36-37]. Wybuch II wojny światowej spowodował zamknięcie giełdy w Warszawie. Po wojnie podejmowane były próby reaktywacji giełd, ale ostatecznie moment ten nastąpił dopiero po zmianach ustrojowych w 1989 r., które umożliwiły ponowne otwarcie giełdy w Warszawie w roku 1991.

Szczególnie ostatnie lata przynoszą w Polsce coraz większe zainteresowanie upublicznieniem oferty akcji przedsiębiorstwa poprzez ich emisję na Giełdzie Papierów Wartościowych. Od momentu rozpoczęcia działalności giełdy papierów wartościowych (szesnaście lat temu) odgrywa ona także coraz większą rolę w gospodarce. Na początku jej powstania zadebiutowało na niej 5 spółek, a w połowie bieżącego roku było ich już 300. Należy zauważyć, że zmienia się także struktura właścicielska – na początku debiutujące firmy były spółkami państwowymi, obecnie większość to przedsiębiorstwa prywatne, nierzadko firmy, które rozwinęły się jako biznes rodzinny. Zwrócić należy także uwagę, że w coraz mniejszym stopniu korzyści z tytułu debiutu giełdowego osiąga Skarb Państwa, co wynika z tego, że w ciągu ostatnich dwóch lat wprowadzono na giełdę wyłącznie jedno przedsiębior-

---

<sup>3</sup> Prospołeczne zarządzanie leży u podstaw japońskiej koncepcji *Total Quality Management* (TQM) przeciwstawnej do koncepcji rozpowszechnionej w USA i Europie określanej jako *Business Process Reengineering* – por. [Białowas, 2007, s. 22-23].

stwo państwowe. Do istotnego debiutu giełdowego należy z pewnością zaliczyć emisję akcji Polskiego Górnictwa Naftowego i Gazownictwa SA we wrześniu 2005 r. Nie odbyło się to jednak bez ogromnego negatywnego szumu medialnego, o czym szczegółowo napisano w dalszej części artykułu. Aktywność w zakresie debiutów giełdowych spółek państwowych zależy w znacznym stopniu od strategii rozwoju danego sektora przemysłu, a te z kolei są często modyfikowane w wyniku zmian rządowych. Przykładem zmian w tym zakresie są podmioty sektora energetycznego, które po dokonaniu konsolidacji poziomej w ostatnich latach miały być zasilone kapitałem dzięki prywatyzacjom z udziałem inwestora strategicznego<sup>4</sup> – dwa z nich zostały w ten sposób sprywatyzowane – warszawski Stoen (obecnie RWE Stoen) oraz Górnosłański Zakład Energetyczny (obecnie Vattenfal). W roku 2006 po modyfikacji strategii dla sektora zdecydowano o dalszym procesie fuzji (konsolidacji pionowej dystrybutorów i wytwórców energii). Następnym etapem ma być wprowadzenie na giełdę połączonych przedsiębiorstw, tzw. spółek holdingowych. Zauważalna jest duża determinacja Ministerstwa Skarbu Państwa, które chce maksymalizować prywatyzację spółek właśnie przez ich wprowadzenie na Giełdę Papierów Wartościowych. W ciągu kilku miesięcy na parkiecie mają się pojawić Zakłady Azotowe „Tarnów”. Najbliższe lata najprawdopodobniej będą także owocne w debiuty spółek sektora energetycznego, które ze względu na swoją znaczną wartość wpłyną także na dalszy wzrost kapitalizacji giełdy.

#### 4. Problematyka wprowadzania spółki na giełdę

Istotnym problemem przy wprowadzaniu przedsiębiorstwa na rynek giełdowy jest odpowiednie przygotowanie spółki. Można wyróżnić kilka najważniejszych obszarów, w których skupiają się działania przygotowawcze. Pierwszy z nich to obszar formalny – uzyskanie stosownych zgód organów korporacyjnych, opracowanie prospektu emisyjnego spółki, jego złożenie wraz z decyzją zarządu giełdy o dopuszczeniu wszystkich wyemitowanych akcji danej emisji na odpowiedni rynek. Warunki, które spółka musi spełnić, aby była dopuszczona na rynek podstawowy, dotyczą minimalnej wartości kapitałów własnych, które muszą być większe od kwoty 1 mln euro, spółka musi także sporządzić sprawozdania finansowe za trzy ostatnie lata swojej działalności. Drugim obszarem wymagającym bardzo istotnych przygotowań jest sfera zarządcza przedsiębiorstwa. Z jednej strony firma planująca wejście na giełdę musi przygotować się pod względem proceduralnym na nowe zasady upubliczniania informacji, z drugiej – powinna posiadać jasno zdefiniowane cele strategiczne, szczególnie w zakresie odpowiedniego przeznaczenia środków, które pozyska z publicznej emisji akcji. Publiczna sprzedaż akcji jest przecież ni-

---

<sup>4</sup> Autor w dalszej części będzie w dużym stopniu odnosił się do przykładu podmiotów sektora energetycznego ze względu na planowane w najbliższych latach wejście na giełdę znacznej liczby podmiotów tego sektora.

czym innym jak zaoferowaniem potencjalnemu inwestorowi zwrotu z kapitału korzystniejszego w porównaniu z tym, jaki może osiągnąć z inwestycji alternatywnych. W związku z tym częstą praktyką przy przygotowywaniu firmy do wejścia na giełdę jest zatrudnianie agencji *public relations*, która tworzy odpowiedni pozytywny wizerunek spółki. Przykładem intensywnych (jak mogliśmy się także przekonać krótkookresowych) działań *public relations* był wchodzący na giełdę kilka lat temu bank PKO BP. Procesowi temu towarzyszyła ciekawa kampania medialna, ale tylko w okresie pierwszych notowań akcji oraz bezpośrednio po nich – tak intensywne działania marketingowe nie były już później kontynuowane.

Paradoksalnie formalne przygotowania spółki (opracowanie dokumentacji, prospektu emisyjnego itp.) jest dużo łatwiejsze aniżeli rzeczywiste przygotowanie procesów zarządczych przedsiębiorstwa. Firmy ubiegające się o publiczną emisję swoich walorów często nie posiadają klarownej strategii rozwoju lub strategia ta nie jest nastawiona na rzeczywisty finansowy rozwój spółki. Bardzo ważne w takim przypadku jest pokazanie planów inwestycyjnych realizowanych z pozyskanych środków, które przyniosą konkretne korzyści. W historii zdarzały się przypadki, kiedy spółki demonstrowały fakt, że pozyskane środki z emisji w dużej części przeznaczą na inwestycje modernizacyjne. Przykładem takiej spółki jest Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo SA, które w prospekcie emisyjnym właściwie nie przedstawiło żadnych spektakularnych planów inwestycyjnych związanych z pozyskaniem z giełdy kapitałem. Mimo że spółka osiągnęła 34-procentowy wzrost notowań w stosunku do ceny emisyjnej, dalsza niezamierzona kampania informacyjna była przykładem, jak nie należy wprowadzać firmy na giełdę. Pojawiło się bowiem bardzo wiele informacji dotyczących planów nacjonalizacji firmy i wycofania jej z obrotu giełdowego. Pomijając zasadność takiej decyzji, jej nagłe publiczne podanie musiało nieść za sobą ryzyko destabilizacji kursu akcji. Inwestorzy są bardzo wrażliwi na jakiekolwiek informacje o spółkach giełdowych, nawet te wyłącznie zapowiadające niepewne zdarzenia w przyszłości, jak choćby prawdopodobną fuzję spółek. Planowana fuzja najczęściej zapowiada silny trend wzrostowy akcji spółki.

## **5. Wady i zalety bycia spółką notowaną na Giełdzie Papierów Wartościowych**

Wejście firmy na giełdę to, jak wcześniej wspomniano, dla spółki nowe obowiązki informacyjne. W chwili obecnej przedsiębiorstwa notowane na GPW są zobligowane do opracowywania kwartalnych sprawozdań finansowych, a także raportu półrocznego i rocznego w wersji skonsolidowanej oraz jednostkowej. Zgodnie z przepisami, od dnia udostępnienia prospektu emisyjnego emitent jest zobowiązany do przekazywania każdej informacji powodującej zmianę treści prospektu emisyjnego w okresie jego ważności, informacji o wszelkich zdarzeniach, które mogłyby w sposób znaczny wpłynąć na wartość papieru wartościowego.

Informacje o istotnych zdarzeniach (np. podpisaniu ważnej umowy) przekazuje się niezwłocznie po zajściu zdarzenia lub powzięciu po nim informacji, jednak nie później niż w terminie 24 godzin. Szczegółowe obowiązki informacyjne są określone w ustawie *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi* oraz rozporządzeniu Rady Ministrów w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych. Dobrą praktyką pomagającą spółkom spełnić rozbudowane wymagania sprawozdawcze jest wdrożenie odpowiednich procedur oraz procedur ograniczających dostęp do informacji strategicznych w samej spółce, na przykład na bazie systemu zarządzania bezpieczeństwem informacji. Nie jest to jednak wymóg formalny związany z publiczną emisją akcji.

Obok dużej odpowiedzialności sprawozdawczej i raczej niepożądaney w biznesie konieczności ujawniania informacji finansowych oraz informacji o podpisywanych umowach, istnieje wiele zalet wejścia firmy na giełdę. Oprócz oczywistego pozyskania kapitału na rozwój do zalet bycia spółką giełdową można zaliczyć uzyskanie większej wiarygodności i prestiżu (przekładającego się także pozytywnie na decyzje kredytowe banków). Syntetyczne zestawienie wad i zalet upublicznienia akcji przedsiębiorstwa przedstawia tab. 1.

Tabela 1. Zestawienie wad i zalet upublicznienia akcji spółki na rynku giełdowym

| Wady upublicznienia akcji na rynku giełdowym                                                                                                                                                   | Zalety upublicznienia akcji na rynku giełdowym                                                                                                      |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Znaczne koszty wprowadzenia podmiotu na giełdę                                                                                                                                                 | pozyskanie kapitału                                                                                                                                 |
| Radykalne obowiązki informacyjne (w zakresie sprawozdań finansowych, istotnych wydarzeń, np. podpisanych znaczących umów, konieczność ujawnienia akcjonariuszy posiadających znaczące udziały) | wzrost wiarygodności (wobec potencjalnych inwestorów, instytucji finansowych)                                                                       |
| Ryzyko przejęcia spółki                                                                                                                                                                        | ułatwienie rozwoju poprzez fuzję i przejęcie                                                                                                        |
| Zagrożenia utraty kontroli nad spółką                                                                                                                                                          | ułatwienie porównania efektywności spółki z konkurencją                                                                                             |
| Pojawienie się nowych akcjonariuszy i wynikający z tego podział władzy                                                                                                                         | wzrost prestiżu – spółki giełdowe są często traktowane jako podmioty niższego ryzyka<br>upowszechnianie marki przy mniejszych kosztach tych działań |

Źródło: opracowanie własne.

Zwrócić należy uwagę, że obowiązki informacyjne są zróżnicowane w zależności od tego, na jakim rynku spółka jest notowana (rynek giełdowy podstawowy lub równoległy). Rynek podstawowy grupujący większe podmioty jest pod tym względem bardziej restrykcyjny. Na podstawie Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 marca 2005 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych wymaga się przekazywania bieżących raportów z działalności spółki, sprawozdań kwartalnych (jednostkowych oraz

skonsolidowanych), półrocznych sprawozdań finansowych (jednostkowych i skonsolidowanych) oraz rocznych sprawozdań (jednostkowych i skonsolidowanych). Sprawozdawczość na rynku równoległym jest regulowana przez regulamin giełdy.

## **6. Emisja walorów na Giełdzie Papierów Wartościowych polskich przedsiębiorstw**

Jak wcześniej wspomniano, w ostatnich miesiącach zauważalna jest silna presja wprowadzania spółek do obrotu giełdowego (z zachowaniem przez państwo kontrolnego pakietu akcji danej spółki). Widoczne jest to szczególnie w wypowiedziach przedstawicieli Ministerstwa Skarbu Państwa w odniesieniu do sektora energetycznego, który jest w końcowej fazie trudnych procesów konsolidacji pionowej. Determinacja właściciela w tym zakresie jest tak duża, że planuje on emisję pierwszych spółek na giełdzie jeszcze w tym roku. Biorąc pod uwagę wzrost poziomu zarządzania, kultury organizacyjnej, przejrzystość procedur informacyjnych oraz pozyskanie kapitału na rozwój, kierunek ten jest z pewnością dobry. Warto się także zastanowić nad strategią wprowadzenia firmy na giełdę. Jak napisano, bardzo ważne jest przygotowanie firmy oraz odpowiednie działania *public relations*. Należy jeszcze określić okres, w jakim znajduje się sama giełda (ogólna tendencja wzrostowa lub spadkowa). Warto także podkreślić, że firma wchodząca na giełdę powinna być spółką o nowoczesnej strukturze organizacyjnej, najlepiej po restrukturyzacji. W tym wypadku ciekawym przykładem są podmioty sektora energetycznego, które przeszły głęboką restrukturyzację od roku 2003 w postaci konsolidacji poziomej, w wielu przypadkach jeszcze niezakończoną w sensie organizacyjnym. Oznacza to, że w wielu z nich trwa ujednolicanie struktur organizacyjnych, procesów, systemów informatycznych itp. W roku 2006 na realizowane procesy reorganizacyjne nałożone zostały kolejne zmiany w postaci konsolidacji pionowej. Co prawda nie miały one charakteru tak głębokiej restrukturyzacji jak konsolidacja pozioma, albowiem koncentrowały się głównie na przeniesieniu własności akcji, ale także wywołają w najbliższych latach konieczność szeroko rozumianego porządkowania procesów zmierzającego do wzrostu efektywności spółek. Oznacza to, że potencjał rozwojowy w samych organizacjach (niezwiązanych z ewentualnymi programami inwestycyjnymi) jest bardzo duży. Można więc przewidywać, że jeśli dokona się szybkie upublicznienie akcji, to w kolejnych latach w wyniku samych tylko procesów restrukturyzacyjnych (niezwiązanych z działaniami rynkowymi) kurs akcji powinien silnie zwyżkować. Wydaje się, że warto zastanowić się nad strategią wprowadzenia spółki dopiero po uporządkowaniu procesów wewnętrznych i uzyskać (co prawda w dłuższym okresie) prawdopodobnie dużo wyższy przychód z tytułu sprzedaży walorów. Tym bardziej że czynników wzrostu cen walorów tego typu spółek jest bardzo wiele, np. wysoki wzrost gospodarczy i generalna utrzymująca się tendencja wzrostu zużycia energii w Europie. Wskazu-

ją na to zresztą doświadczenia spółek z Europy Zachodniej. Niektóre walory podmiotów tego sektora zwykowały o ponad 100% w ciągu dwóch lat od emisji akcji na giełdzie i są często jednymi z najbardziej wartościowych narodowych spółek.

## 7. Zagadnienie maksymalizacji efektywności oraz wartości organizacji

Przedstawione wybrane problemy związane z emisją akcji przedsiębiorstwa na giełdzie mają istotny wpływ na efektywność organizacji. Głównym mechanizmem, który można określić jako zasadniczy „impuls zmiany funkcjonowania organizacji” po debiucie giełdowym, jest ocena otoczenia (w tym potencjalnych inwestorów) przekładająca się na wartość akcji. Próbuując w sposób syntetyczny scharakteryzować wpływ debiutu spółki na rynku giełdowym na jej efektywność, można wymienić następujące obszary przedsiębiorstwa.

**1. Obszar prawny** – spółki w sposób szczególny zaczynają dbać o spełnienie wymagań prawnych. Niespełnienie wymagań może zwiększać ryzyko kosztów kar wynikających z tej sytuacji, co może być szczególnie źle odebrane przez inwestorów. Zwrócić należy uwagę, że prospekt emisyjny zawiera informacje o spełnianiu wymagań prawnych. Trzeba mieć także świadomość kosztów działań dostosowawczych do wymagań prawa. Jeśli niedostawianie dotyczy na przykład obszaru ochrony środowiska, koszty działań są najczęściej bardzo wysokie i skoncentrowane na zadaniach inwestycyjnych.

**2. Obszar organizacji** – spółki notowane publicznie są w większym stopniu skłonne do dokonywania reorganizacji swojej struktury ze względu na presję wzrostu efektywności pracy, która przekłada się na wartość podmiotu. Podmioty weryfikują także swoje regulacje wewnętrzne (procedury postępowania), szczególnie pod kątem ich dostosowania do wymogów informacyjnych. Zwiększa się kultura sprawozdawczości ze względu na ogromne restrykcje w przypadku popełnienia błędu. W przypadku notowań na giełdach światowych na spółkę narzuca się wiele obowiązków związanych z zastosowaniem określonych standardów. Przykładem jest wymóg dla podmiotów notowanych na giełdzie nowojorskiej spełniania standardów rachunkowości SOX<sup>5</sup>. Spółki są poddawane corocznemu audytowi w tym zakresie, co ma zracjonalizować sprawozdawczość finansową i ułatwić uzyskanie rzetelnej informacji o spółce (dotyczy to nawet spółek zależnych)<sup>6</sup>.

**3. Obszar zarządzania** – wraz z rozpoczęciem przygotowań do publicznej emisji akcji wzrasta kultura zarządzania spółką. Dzieje się dzięki temu, że od chwili debiutu podmiot musi w sposób szczególny dbać o racjonalność prowadzonych

<sup>5</sup> W Polsce wymogiem formalnym jest stosowanie w przedsiębiorstwie Międzynarodowych Standardów Rachunkowości.

<sup>6</sup> Innym przykładem może być przyjęcie zasad tzw. ładu korporacyjnego (*corporate governance*) zwiększającego prawdopodobieństwo rzetelnego zarządzania przedsiębiorstwem.

inwestycji. Pierwszym sygnałem w tym zakresie jest zaplanowanie kierunków inwestowania kapitału, który podmiot pozyska z emisji akcji. Środki powinny być inwestowane w taki sposób, aby przelożyło się to na wartość przedsiębiorstwa w perspektywie kilkuletniej<sup>7</sup>. Uwagi te dotyczą także inwestycji kapitałowych. Debiut giełdowy skłania często to radykalnej reorganizacji struktury kapitałowej grupy tak, aby nie niszczyć wartości organizacji.

**4. Obszar społeczny** – inwestorzy są szczególnie wyczuleni na niepokoje społeczne w organizacji. Obszar społeczny jest obszarem szczególnie wrażliwym w kontekście zmian organizacyjnych. Z jednej strony spółka musi dbać o coraz większą efektywność, wykorzystując radykalne narzędzia w tym zakresie (reorganizacje strukturalne i kapitałowe), powodujące często ograniczenie liczby zatrudnionych, a z drugiej działania te powodują szczególne zagrożenia społeczne mogące prowadzić na przykład do strajku. Korzystnym elementem może być podjęcie szczególnych działań przez zarządy podmiotów w zakresie dbałości o pracowników<sup>8</sup>.



Rys. 2. Główne działania związane z procesem przygotowania spółki do emisji walorów na giełdzie  
Źródło: opracowanie własne.

Analizując proces wejścia firmy na giełdę należy zwrócić uwagę na kwestie wartości organizacji. Oczwistym celem podmiotu notowanego publicznie jest maksymalizacja wartości spółki. Zagadnienie wartości przedsiębiorstwa jest zagadnieniem bardzo złożonym – na potrzeby dalszych rozważań zostanie ono ograni-

<sup>7</sup> Historia debiutów wskazuje na wiele błędów w tym zakresie, czego przykładem jest opisany na wcześniejszych stronach prospekt emisyjny PGNiG SA.

<sup>8</sup> Sytuacja jest silnie uzależniona od rodzaju podmiotu, w tym liczby i siły związków zawodowych funkcjonujących w danym podmiocie.

czone do wartości kursu akcji na giełdzie. Na wartość firmy ma wpływ wiele czynników – jednym z nich jest poziom zysku generowanego przez firmę. Postrzeganie firmy oraz jej zyskowość zależy od procesu reorganizacji, który często jest intensyfikowany wraz z rozpoczęciem przygotowań do debiutu. Główne czynniki będące składową procesu przygotowań firmy przedstawiono na rys. 2.

W kontekście przedstawionego rys. 2 warto zwrócić uwagę na deprecjonowanie wartości ostatniego (zaznaczonego na szaro) czynnika w procesie przygotowania podmiotu do debiutu. Najczęściej po podjęciu decyzji dochodzi do szybkich przygotowań formalnych (np. w zakresie przygotowań prospektu emisyjnego). Mniejszą uwagę zwraca się na przykład na obciążenia przedsiębiorstwa z tytułu umów społecznych lub niespełnienia wymagań prawnych, które obciążają przyszłe przychody podmiotu. Konsekwencją tego jest obniżenie wartości podmiotu podczas jego wyceny przed debiutem oraz stosunkowo łatwa (w ograniczonych zakresach) maksymalizacja wartości kursów akcji wraz z biegiem czasu po debiucie, w wyniku dokonywanych procesów restrukturyzacyjnych. Uwaga ta ma znaczenie szczególne w sytuacji upubliczniania pakietu kontrolnego akcji spółki.

## 8. Podsumowanie

Jak już podkreślono, proces upublicznienia przedsiębiorstwa przez jego wprowadzenie na rynek giełdowy dobrze wpisuje się w obecne tendencje w zakresie maksymalizacji zysku i wzrostu wartości podmiotów. Z pewnością przedsiębiorstwa po wejściu na giełdę w większym stopniu dbają o jakość zarządzania, przejrzystość struktur organizacyjnych i zwiększenie efektywności procesu inwestycyjnego, który musi przede wszystkim przynosić spółce wartość dodaną i prowadzić do wzrostu jej wartości. W spółkach giełdowych z reguły poprawia się także przepływ informacji w wyniku wdrożenia czytelnych procedur wymuszających przekazywanie danych zgodnie z regulacjami prawnymi. Z procesem wejścia firmy na giełdę wiąże się jednak wiele rodzajów ryzyka i niedogodności. Pomijając kwestie finansowe związane z przygotowaniem prospektu emisyjnego firmy czy koniecznością dostosowania systemu rachunkowego, można wymienić takie elementy, jak konieczność ujawniania podstawowych danych o podpisanych kontraktach czy większe ryzyko przejęcia przez podmiot konkurencyjny. W spółkach giełdowych powszechniejsze są procesy reorganizacyjne. Występuje w nich swego rodzaju paradoks zarządzania – z jednej strony uzyskują one stabilniejsze warunki funkcjonowania w wyniku pozyskanego z rynku giełdowego kapitału, z drugiej strony podlegają większej weryfikacji i dokonywane są w nich częstsze radykalne restrukturyzacje mające na celu zmniejszenie kosztów. Działania te bardzo często skupiają się wokół restrukturyzacji zatrudnienia, co powoduje ekonomiczny wzrost efektywności, jednak najczęściej wiąże się z jednoczesnymi negatywnymi skutkami społecznymi w sferze zatrudnienia.

## Literatura

- Becket M., *Jak działa giełda*, Wydawnictwo K.E. Liber, 2007
- Białowas P., *Model zarządzania strategicznego i operacyjnego – w kierunku wzrostu efektywności działania przedsiębiorstwa*, „Zarządzanie Jakością” 2007 nr 2.
- Koładkiewicz I., *Grupy kapitałowe. Tendencje zmian w zasadach i mechanizmach nadzoru korporacyjnego*, PWE, Warszawa, 2003.
- Stonehouse G., Hamill J., Campbell D., Purdie T., *Globalizacja. Strategia i zarządzanie*, Felberg SJA, Warszawa 2001.

## THE CHOSEN PROBLEMS OF ISSUANCE OF SHARES ON STOCK MARKET IN THE CONTEXT OF INCREASING THE EFFICIENCY AND MAXIMIZING VALUE OF FACTORIES

### Summary

The author described chosen aspects of Polish stock market functioning and showed history of stock market development. In the text, it is possible to read how many tasks companies have to implement in order to be noticed on stock market. In the end, the author of the article focused on correlation between process of moving on stock market and internal efficiency and value of factories.