

Grzegorz Jajuga, Natalia Śmieja

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

DYSTRYBUCJA WARTOŚCI DLA AKCJONARIUSZY PODCZAS EMISJI Z WYŁĄCZENIEM PRAWA POBORU

Streszczenie: Artykuł jest próbą analizy wpływu mechanizmu emisji z wyłączeniem prawa poboru na wartość dla dwóch grup inwestorów: dotychczasowych akcjonariuszy oraz podmiotów obejmujących nowe akcje. Badania empiryczne poprzedza analiza wyników badań zagranicznych oraz analiza sytuacji prawnej na rynku polskim. Badania empiryczne obejmowały emisje z wyłączeniem prawa poboru na polskim rynku giełdowym w okresie od 1 stycznia 2007 do 30 czerwca 2010 roku.

Słowa kluczowe: emisja akcji, wyłączenie prawa poboru, wartość dla akcjonariuszy.

1. Wstęp

Większość klasycznych teorii z zakresu finansów przedsiębiorstw przyjmuje założenia o maksymalizacji wartości dla (wszystkich) akcjonariuszy przez zarządzających przedsiębiorstwem, zarówno w obszarze działalności operacyjnej, inwestycyjnej, jak i finansowej. Przekłada się to na założenie, że jedynym celem akcjonariuszy (w tym kontrolujących) jest maksymalizacja ceny akcji. Należy jednak zauważyć – co znajduje odzwierciedlenie w praktyce – że często podejmowane działania mają na celu maksymalizację wartości dla akcjonariuszy, ale tylko wybranych, tj. kontrolujących, ponieważ to oni mają – przez organy spółki – kluczowy wpływ na podejmowane decyzje. Sytuacja taka ma miejsce zwłaszcza w przypadku małego rozproszenia struktury akcjonariatu i znaczącej roli inwestora większościowego (dominującego, kontrolującego).

W obszarze finansowania działalności przedsiębiorstwa mają szerokie spektrum możliwości pozyskania środków na realizację projektów. Jedną z takich możliwości jest emisja akcji, a więc zwiększenie kapitału własnego firmy. W większości systemów prawnych dotychczasowi akcjonariusze (też mniejszościowi) mają prawo poboru akcji nowej emisji, które to prawo jednak – ze względu na interes spółki – może zostać wyłączone przez walne zgromadzenie. W praktyce mechanizm ten może być jednak wykorzystywany przez podmioty kontrolujące nie tylko do pozyskania ka-

piłału na rozwój, ale również w celu wywarcia wpływu na strukturę akcjonariatu. Istotnym aspektem jest tutaj możliwość podjęcia decyzji zarówno co do liczby nowo emitowanych akcji, jak i co do ceny emisyjnej tych akcji.

Celem artykułu jest analiza procesu emisji akcji z wyłączeniem prawa poboru pod kątem sytuacji dwóch grup inwestorów: dotychczasowych akcjonariuszy oraz podmiotów, które obejmują akcje w emisji, z zaznaczeniem, że te grupy nie muszą być rozłączne. Zamiarem autorów była empiryczna weryfikacja podstawowych parametrów emisji z wyłączeniem prawa poboru na rynku polskim oraz analiza stóp zwrotu dotychczasowych i nowych akcjonariuszy.

2. Analiza dotychczasowych badań

Ze względu na duży wpływ istniejących w różnych krajach systemów prawnych oraz stosowanych na rynkach konstrukcji finansowo-prawnych w analizie dotychczas prowadzonych badań należy brać pod uwagę różnice występujące w przepisach oraz zwyczajach regulujących tę sferę działalności korporacji. Często nieznaczne zmiany w zapisach ustaw wpływają na diametralnie różny ekonomiczno-finansowy sens podejmowanych przez spółki operacji.

Należy również zwrócić uwagę, iż dużo prac (m.in. [Martos-Vila 2009]) poświęconych zagadnieniu praw poboru (*pre-emptive rights, issue rights, subscription rights*) koncentruje się na ocenie skuteczności wybranych form pozyskania kapitału dla przedsiębiorstwa. Stosunkowo niewielka część literatury poświęcona jest ocenie wpływu tego typu mechanizmów na sytuację poszczególnych grup akcjonariuszy. Powodem tego może być przeważające założenie o podejmowaniu działań maksymalizujących wartość dla – domyślnie wszystkich – akcjonariuszy, bez analizy zróżnicowania ich siły w strukturze właścicielskiej firm.

Część autorów porusza kwestię obniżonej względem rynkowej ceny emisyjnej podczas tego typu ofert. Hertzfel i Smith [1993, s. 459] po badaniach na amerykańskim NASDAQ tłumaczą średnio 20-procentowe dyskonto koniecznością wynagrodzenia „nowych” akcjonariuszy za wysiłek włożony w analizę przedsiębiorstwa. Szereg źródeł (m.in. [Eckbo 2008; Wruck 1989, s. 3-28]) wskazuje na pozytywne zachowanie kursu po upublicznieniu informacji o decyzji dotyczącej emisji bez zachowania prawa poboru na rynkach anglosaskich. Szeroki przegląd badań poświęconych dokładnej analizie stóp zwrotu związanych z emisjami tego typu zamieszcza Armitrage [2010, s. 8].

3. Analiza sytuacji prawnej

Większość systemów prawnych uznaje pierwszeństwo dotychczasowych akcjonariuszy do obejmowania akcji nowej emisji za jeden z fundamentów. Jako zasadę przyjmuje się, że nowa emisja nie może zmniejszać udziału akcjonariusza (udziałowca) w strukturze własności przedsiębiorstwa bez jego zgody. Z tej zasady wprost

wynika pierwszeństwo dotychczasowych akcjonariuszy do objęcia akcji nowej emisji proporcjonalnie do posiadanych dotychczas akcji. Istnieją jednak wyjątki od tej zasady. Przykładem mogą być uwarunkowania na rynku polskim.

Ze względu na to, że prawo poboru jest zagadnieniem nieodzownie związanym ze spółkami kapitałowymi, przepisy je regulujące nie są bezpośrednio powiązane z ustawami fundamentalnymi dla rynku kapitałowego i spółek publicznych (ustawa o ofercie publicznej, ustawa o obrocie instrumentami finansowymi). Podstawowym aktem prawnym, mającym zastosowanie do tego zagadnienia, jest *Kodeks spółek handlowych*, a dokładnie art. 433 §1: „Akcjonariusze mają prawo pierwszeństwa objęcia nowych akcji w stosunku do liczby posiadanych akcji (prawo poboru)”. Jednak już w tym samym artykule ustawodawca przewidział możliwość wyłączenia tego prawa. Mianowicie §2 mówi, że: „W interesie spółki walne zgromadzenie może pozbawić akcjonariuszy prawa poboru akcji w całości lub w części. Uchwała walnego zgromadzenia wymaga większości co najmniej czterech piątych głosów. Pozbawienie akcjonariuszy prawa poboru akcji może nastąpić w przypadku, gdy zostało to zapowiedziane w porządku obrad walnego zgromadzenia. Zarząd przedstawia walnemu zgromadzeniu pisemną opinię uzasadniającą powody pozbawienia prawa poboru oraz proponowaną cenę emisyjną akcji bądź sposób jej ustalenia”. Widać zatem, że walne zgromadzenie spółki (a więc jej akcjonariusze) mogą wyłączyć prawo poboru akcji zarówno w całości, jak i w części. Do przegłosowania takiej uchwały potrzebne jest przynajmniej 80% głosów na walnym zgromadzeniu. Dodatkowo wprowadzone ograniczenia to:

- konieczność zapowiedzenia takiej uchwały w porządku obrad,
- pisemna opinia z uzasadnieniem powodów pozbawienia prawa poboru oraz
- proponowana cena akcji nowej emisji (lub sposób jej ustalenia).

Oczywiście pozbawienie akcjonariuszy prawa poboru musi być uzasadnione interesem spółki. Jakkolwiek interpretacja tego pojęcia jest przedmiotem analiz w doktrynie, wydaje się (zwłaszcza po wyroku SN z dnia 5 listopada 2009), że jest on tożsamy z interesem wszystkich grup współników spółki (udziałowców) zgodnie z zapisami umowy (statutu) spółki. Nie zmienia to faktu, iż podmiot kontrolujący co najmniej 80% kapitału może przegłosować taką uchwałę. W przypadku spółek publicznych o rozproszonym akcjonariacie, co wiąże się nieodzownie ze zmniejszoną frekwencją na walnym zgromadzeniu, próg wymagany do przegłosowania takiej uchwały jest znacznie niższy. Widoczne jest to zwłaszcza w przypadku spółek posiadających dominującego akcjonariusza oraz stosunkowo wysoki poziom *free float*.

Należy zauważyć, iż w przypadku spółek publicznych, cieszących się mniejszym zainteresowaniem zarówno analityków, jak i inwestorów indywidualnych, akcjonariusze indywidualni zazwyczaj „głosują nogami”, sprzedając akcje. Wiąże się to z mniejszym kosztem (rezygnacja z inwestycji w akcje danej spółki) niż uczestnictwo w walnym zgromadzeniu i wyrażenie swojego sprzeciwu wobec podejmowanych uchwał. Próba wykazania w sądzie naruszenia interesu spółki (a więc wszystkich, a nie tylko kontrolujących akcjonariuszy) nie jest łatwa, relacja zaś możliwych

do uzyskania w ten sposób korzyści do nakładów, które wiążą się z podjęciem takich działań, nie jest atrakcyjna.

4. Charakterystyka badanego problemu

Jak zaznaczono wcześniej, historycznie dominującym mechanizmem przeprowadzania kolejnych emisji akcji przez spółki publiczne była emisja z prawem poboru. Pozwala ona bowiem utrzymać udział w akcjonariacie dla udziałowców mniejszościowych bądź sprzedać prawa poboru na rynku, jeżeli nie chcą zwiększać swojego zaangażowania w spółkę. Czasem jednak zdarza się, że dotychczasowi akcjonariusze są „zmuszeni” do wzięcia udziału w nowej emisji (bądź utraty wartości wynikających z posiadanych praw poboru w wyniku braku zapisu). Dzieje się tak w sytuacji, gdy prawa poboru nie są dopuszczone do obrotu, a ich cena na rynku prywatnym jest znacznie niższa od wartości wewnętrznej bądź okres obrotu nimi na rynku jest zbyt krótki aby cena osiągnęła cenę równą wartości wewnętrznej. Badania z rynku włoskiego [Meoli, Paleari, Urga 2007] pokazują, że często zdarza się to w przypadku spółek w złej kondycji finansowej (*financial distress*). Uważni obserwatorzy rynku polskiego również mogą z łatwością podać przykłady takich spółek. Wyniki te dają podstawy do stwierdzenia, że emisje mogą być wykorzystywane przez kontrolujących akcjonariuszy do wpływania na strukturę akcjonariatu.

W przypadku emisji z wyłączeniem prawa poboru często istotną rolę pełni uzasadnienie tego typu rozwiązania. Oczywiście musi ono uwzględniać interes spółki. W praktyce najczęściej stosowanymi argumentami są:

- fuzje i przejęcia przedsiębiorstw,
- programy motywacyjne dla kadry zarządzającej,
- pozyskanie inwestora strategicznego,
- konwersja długu,
- chęć szybkiego pozyskania finansowania.

W przypadku emisji z wyłączeniem prawa poboru jeszcze bardziej widoczne jest uzależnienie od podmiotów kontrolujących, które mogą w istotny sposób wykorzystać ten mechanizm. Możliwe jest przecież rozwiązanie, gdy podmiot kontrolujący doprowadza do wyłączenia prawa poboru akcji, po czym kieruje nowe akcje – po znacznie niższych cenach – do siebie bądź podmiotów powiązanych. W takiej sytuacji zmianie ulega struktura akcjonariatu, co wpływa na dystrybucję wartości przedsiębiorstwa pomiędzy akcjonariuszy kontrolujących i mniejszościowych. Kluczowym elementem jest tutaj udzielane dyskonto. Można stwierdzić, że głównymi przesłankami ustalenia ceny emisyjnej na poziomie niższym niż cena rynkowa są:

- chęć uplasowania całej emisji akcji (zapewnienie sukcesu oferty),
- motywowanie kluczowych pracowników,
- nakłonienie wierzycieli do konwersji długu na kapitał własny spółki,
- uplasowanie emisji obligacji zamiennych na akcje, których cena emisyjna będzie ustalona poniżej rynkowej (po spełnieniu warunków umożliwiających zamianę).

Innym powodem potencjalnych rozbieżności w stopach zwrotu może być płynność. Nowe akcje wprowadzane są do obrotu po pewnym czasie, związanym z procesem rejestracji akcji w sądzie, a także procedurami formalnymi przez KDPW i GPW.

5. Model teoretyczny

Poniżej przedstawiono, jak teoretycznie powinny kształtować się stopy zwrotu dla dotychczasowych posiadaczy akcji spółki oraz dla akcjonariuszy obejmujących akcje nowej emisji. Założono przy tym, że emisji nie towarzyszą inne czynniki wpływające na cenę akcji. Zatem kapitalizacja spółki zwiększa się o wartość wszystkich objętych akcji nowej emisji. Pominięto wpływ kosztów emisji akcji.

$$S \cdot C_0 + N \cdot C_e = (S + N) \cdot C_1, \quad (1)$$

gdzie: S – liczba dotychczas wyemitowanych akcji,
 N – liczba akcji nowej emisji,
 C_0 – cena akcji przed emisją,
 C_e – cena emisyjna nowych akcji,
 C_1 – cena akcji po emisji.

Ze wzoru (1) wyznaczamy teoretyczną wartość akcji po emisji

$$C_1 = \frac{S \cdot C_0 + N \cdot C_e}{S + N}. \quad (2)$$

Stopę zwrotu dla dotychczasowych akcjonariuszy liczymy jako:

$$R_S = \frac{C_1}{C_0} - 1, \quad (3)$$

a dla nowych akcjonariuszy:

$$R_N = \frac{C_1}{C_e} - 1. \quad (4)$$

Kluczowymi parametrami decydującymi o uzyskiwanych stopach zwrotu są:

- relacja pomiędzy dotychczasową ceną akcji (C_0) oraz ceną emisyjną nowych akcji (C_e),
- relacja pomiędzy liczbą dotychczas wyemitowanych akcji (S) oraz liczbą akcji nowej emisji (N).

Oznaczone będą odpowiednio jako:

- dyskonto (D) ceny emisyjnej wobec dotychczasowej ceny akcji,
- rozwodnienie akcjonariatu (R), to znaczy udział akcji nowej emisji w ogólnej liczbie akcji po emisji.

Oczywiście:

$$D = 1 - \frac{C_e}{C_0}, \text{ czyli } C_e = C_0 \cdot (1 - D),$$

$$R = \frac{N}{S + N}.$$

Po podstawieniu tych oznaczeń do wzoru (2) otrzymujemy:

$$\begin{aligned} C_1 &= \frac{S \cdot C_0 + N \cdot C_e}{S + N} = C_0 \frac{S}{S + N} + C_e \frac{N}{S + N} = C_0 \cdot (1 - R) + C_e \cdot R = \\ &= C_0 \cdot (1 - R) + C_0 \cdot (1 - D) \cdot R = C_0 \cdot (1 - DR). \end{aligned}$$

Zatem cena akcji po emisji powinna być pomniejszona o iloczyn wyrażonych procentowo dyskonta i rozwodnienia akcjonariatu. Po podstawieniu do wzorów (3) i (4) otrzymujemy odpowiednio stopy zwrotu dla dotychczasowych posiadaczy akcji oraz dla nabywców akcji nowej emisji.

$$\begin{aligned} R_S &= \frac{C_1}{C_0} - 1 = \frac{C_0 \cdot (1 - DR)}{C_0} - 1 = -DR, \\ R_N &= \frac{C_1}{C_e} - 1 = \frac{C_0 \cdot (1 - DR)}{C_0 \cdot (1 - D)} - 1 = \frac{D \cdot (1 - R)}{(1 - D)}, \text{ lub inaczej } R_N = \frac{D + R_S}{(1 - D)}. \end{aligned}$$

Należy podkreślić, że powyższa analiza opiera się na założeniu, że w danym okresie przewidywana jest tylko jedna emisja akcji. W przypadku występowania różnych emisji parametr dyskonta powinien zostać oszacowany jako średnia ważona dyskont poszczególnych emisji, rozproszenie zaś powinno dotyczyć struktury kapitału z uwzględnieniem wszystkich emisji.

Ważnym aspektem, który może wpływać na uzyskiwane rezultaty, jest zagadnienie informowania rynku o planowanej emisji. Bardzo często jeszcze przed podjęciem formalnych decyzji na rynek przedostają się niepotwierdzone plotki, informacje prasowe bądź przewidywania analityków, dotyczące planowanych działań spółki. Innym zagadnieniem jest wynikające z obowiązków informacyjnych zamieszczenie projektów uchwał walnego zgromadzenia. Niejednokrotnie również decyzja dotycząca ostatecznej liczby oferowanych akcji oraz ceny emisyjnej pozostaje w gestii zarządu – decyzją walnego zgromadzenia – i jest podejmowana w innym terminie.

6. Analiza danych rynkowych

Wpływ emisji akcji z wyłączeniem prawa poboru na dystrybucję wartości pomiędzy dotychczasowych akcjonariuszy a inwestorów obejmujących papiery wartościowe w ofercie oszacowano, korzystając z danych publikowanych przez spółki, których akcje znajdują się w obrocie giełdowym na rynku polskim. Analizą objęto podmioty notowane na rynku regulowanym (prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych) oraz w alternatywnym systemie obrotu (rynek NewConnect) w okresie od 1 stycznia 2007 do 30 czerwca 2010 roku (przy czym decydowała data walnego zgromadzenia). Ponadto do analizy włączono emisje, w przypadku których – pomimo braku określenia wysokości ceny emisyjnej podczas podejmowania uchwały o emisji akcji – cenę ustalono i podano do publicznej wiadomości do 31 grudnia 2010 roku.

Celem uzyskania jednoznacznych wyników zebrane informacje poddano analizie wstępnej. Spośród wszystkich uchwał podjętych w ciągu analizowanego okresu,

traktujących o podwyższeniu kapitału zakładowego, wyeliminowano następujące przypadki:

- emisje skutkujące lub będące efektem warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego (dotyczy przede wszystkim programów opcji menedżerskich, emisji warrantów subskrypcyjnych, emisji obligacji zamiennych na akcje),
- emisje akcji z wyłączeniem prawa poboru jednocześnie z:
 - emisjami z zachowaniem prawa poboru,
 - podjęciem uchwały o podziale akcji (*split*) lub scaleniu akcji (*reverse split*),
 - podjęciem uchwały o połączeniu z innym podmiotem,
 - skutkującymi warunkowym podwyższeniem kapitału zakładowego,
- emisje połączeniowe,
- emisje podejmowane w ramach programów motywacyjnych,
- uchwały dotyczące emisji akcji z upoważnieniem zarządu/rady nadzorczej do ustalenia ceny emisyjnej, dla których nie została opublikowana informacja o ustaleniu ceny emisyjnej,
- uchwały dotyczące emisji akcji, w przypadku gdy nie można było określić wysokości dotychczasowego kapitału zakładowego,
- uchwały uchylone w terminie późniejszym.

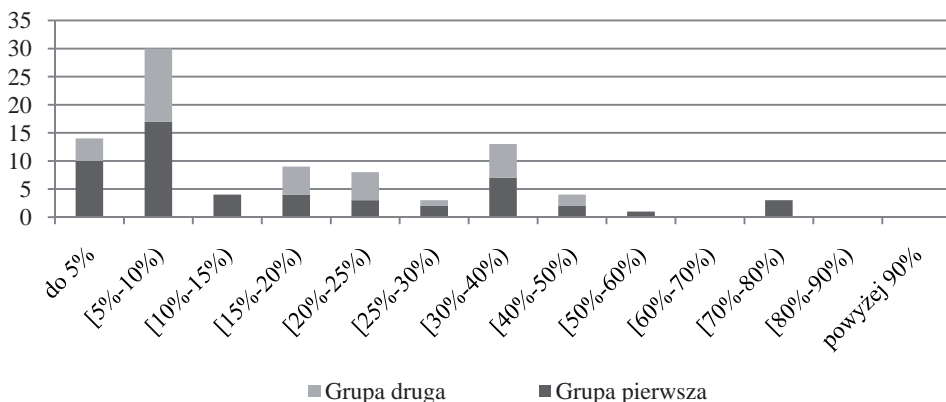
Wyłączenie wyżej wymienionych przypadków wynika z potrzeby eliminacji wpływu dwóch czynników. Pierwszym jest niekompletność danych niezbędnych do analizy – brak ceny emisyjnej skutkujący niemożnością ustalenia dyskonta, brak wysokości kapitału zakładowego warunkującego możliwość kalkulacji rozwodnienia. Drugim czynnikiem jest występowanie dodatkowych zmiennych wpływających na kurs akcji czy zaburzenie wysokości kapitału zakładowego – dodatkowe operacje na akcjach, jak podział akcji czy jednocześnie podejmowanie uchwał o kilku emisjach. W analizie uwzględniono natomiast decyzje WZ skutkujące podjęciem uchwał o emisji kilku serii akcji, przy czym w stosunku do wszystkich serii akcji wyłączono prawo poboru oraz określono ceny emisyjne podczas walnego zgromadzenia lub podano je do publicznej wiadomości po walnym zgromadzeniu.

Tak wyselekcjonowane dane podzielono na dwie grupy. W pierwszej znalazły się emisje akcji z wyłączeniem prawa poboru, dla których cenę emisyjną ustalono jednocześnie z podjęciem uchwały emisyjnej. Do drugiej grupy przydzielono emisje, w przypadku których cena emisyjna została ustalona i podana do publicznej wiadomości po podjęciu uchwały emisyjnej. Pomimo iż w niektórych przypadkach cena emisyjna decyzją zarządu lub rady nadzorczej została zmieniona, w analizie uwzględniono pierwotną decyzję, a wszystkie obliczenia przeprowadzono w odniesieniu do daty opublikowania informacji o ustaleniu ceny pierwotnej. Finalnie zebrano dane dla 89 przypadków, z czego 53 przypisano do pierwszej grupy, a 36 do zbioru drugiego.

7. Wyniki analizy

Analizując zebrane dane, skupiono się na dwóch aspektach: dyskoncie (ewentualnie premii) oraz rozwodnieniu. Podejmując uchwałę o emisji akcji z wyłączeniem prawa poboru, a przy tym rezygnując z udziału w obejmowaniu akcji nowej emisji, akcjonariusze godzą się na „uszczerpiecie” swojego udziału w kapitale przedsiębiorstwa. Nowi inwestorzy mają więc możliwość „wkupienia się w struktury akcjonariatu” bez konieczności ponoszenia z tego tytułu jakiegokolwiek opłaty na rzecz dotychczasowych właścicieli (prawo poboru). Od decyzji walnego zgromadzenia zależy, jak duży udział zostanie zaoferowany, a więc na jakie zmiany w strukturze akcjonariatu godzą się (narażeni są) dotychczasowi właściciele przedsiębiorstwa.

Z analizy zebranych danych wynika, iż średnie rozwodnienie kapitału zakładowego, będące następstwem podjętych w okresie styczeń 2007 – czerwiec 2010 uchwał emisyjnych, wynosiło 18,62% (19,13% pierwsza grupa, 17,87% druga grupa). Najwięcej uchwał dotyczyło jednak emisji stanowiących nie więcej niż 10% kapitału zakładowego – mediana 10,19%, (pierwsza grupa: 9,09%, druga grupa: 16,61%; rys. 1). Powodem może być chęć uniknięcia obowiązku sporządzania prospektu emisyjnego (ustawa o ofercie publicznej).



Rys. 1. Charakterystyka rozwodnienia

Źródło: opracowanie własne.

Dane źródłowe pozwalają stwierdzić, że akcjonariusze najczęściej nie podejmują uchwał o emisji akcji stanowiących znaczny udział w kapitale zakładowym w momencie, gdy wciąż jeszcze nie ma sprecyzowanego adresata emisji. Wysokie rozwodnienie najczęściej dotyczy emisji, której akcje oferowane są podmiotowi (podmiotom) wskazanemu w uchwale w zamian za wnoszony aport bądź też wynikają z podjęcia decyzji o konwersji wierzytelności czy pozyskaniu inwestora strategicznego.

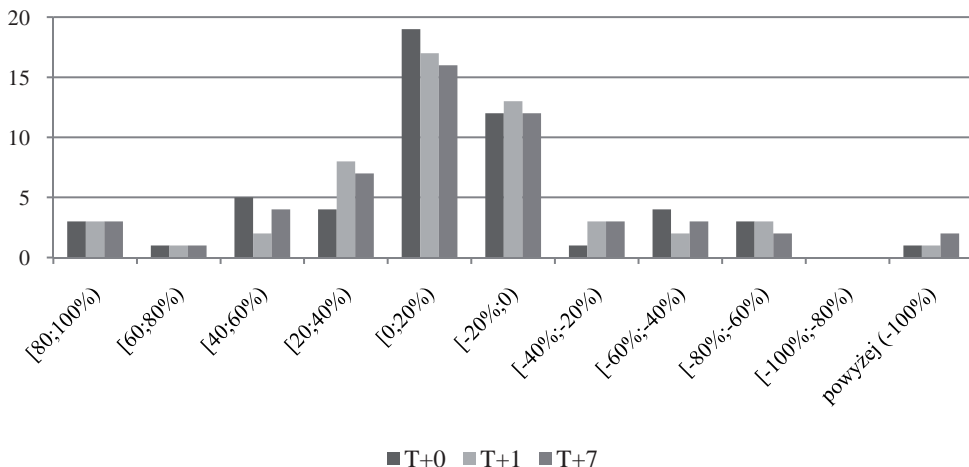
Ważnym elementem wpływającym na transfer wartości pomiędzy akcjonariuszy w emisjach z wyłączeniem prawa poboru jest cena emisyjna. Niezależnie od momentu i sposobu określenia ceny emisyjnej organ decyzyjny może postanowić o emisji z dyskontem, premią lub niemalże dokładnie po cenie rynkowej. Wysokie dyskonto ustalane podczas uchwały emisyjnej (pierwsza grupa) kierowane jest do ściśle określonych osób/podmiotów, najczęściej powiązanych z emitentem. Wśród analizowanych przypadków uzasadnieniem wyłączenia prawa poboru (przy jednoczesnym ustaleniu wysokiego dyskonta) była najczęściej realizacja umowy inwestycyjnej, pozyskanie inwestora finansowego, zaoferowanie akcji udziałowcom przejmowanego przedsiębiorstwa czy dostęp do dodatkowych, zróżnicowanych źródeł finansowania. O ile wyrażenie zgody na emisję z wysokim dyskontem podczas podejmowania uchwały emisyjnej (po rozważeniu przedstawionego przez zarząd uzasadnienia, a także przy założeniu, iż mniejszościowi akcjonariusze mają moc decyzyjną w zakresie wyłączenia prawa poboru – próg 20%) może być zrozumiałe, o tyle dyskusyjne jest działanie dokonane po walnym zgromadzeniu w ramach otrzymanego upoważnienia, polegające na ustaleniu ceny emisyjnej znacznie poniżej rynkowej pomimo zapewnienia o „ustaleniu ceny na poziomie adekwatnym do aktualnej wartości”. W takim wypadku dotychczasowym akcjonariuszom, do których nie zostanie skierowana oferta nabycia akcji w wyniku emisji z wyłączeniem prawa poboru bądź którzy nie wezmą w niej udziału, pozostaje już tylko pogodzić się z utratą wartości lub liczyć na istotną wartość dodaną przez nowych inwestorów.

Wśród przeanalizowanych przypadków zdarzały się również emisje, w których cena nowej serii ustalona została powyżej ceny rynkowej. Znaczne odchylenie ceny emisyjnej od rynkowej, skutkujące wysoką premią, dotyczyło najczęściej przypadków związanych z wniesieniem aportu lub odnoszących się do emisji kierowanej do konkretnego inwestora instytucjonalnego.

W zbadanej próbie większość odchyleń od ceny emisyjnej zawiera się w przedziale od -20% (wysokość premii) do $+20\%$ (wysokość dyskonta). Szczegółowe wyniki przedstawiają rys. 2 i rys. 3. Analizie poddano różnicę pomiędzy ceną emisyjną a ceną rynkową w dniu powzięcia informacji o wysokości ceny emisyjnej (uchwalonej podczas walnego zgromadzenia akcjonariuszy lub podanej do publicznej wiadomości w terminie późniejszym, dzień $T+0$), w kolejnym dniu sesyjnym ($T+1$) oraz w siódmym dniu sesyjnym od powzięcia informacji o cenie emisyjnej ($T+7$). Należy zaznaczyć, iż w przypadku gdy ogłoszenie ceny emisyjnej nastąpiło w dniu, w którym na akcjach spółki nie dokonywano obrotu, kurs z dnia ($T+0$) odnosi się do najbliższego kursu zamknięcia sesji poprzedzającej opublikowanie informacji, z kolei w przypadku braku notowania dla okresów ($T+1$) i ($T+7$) korzystano z kursu na zamknięcie kolejnej najbliższej sesji.

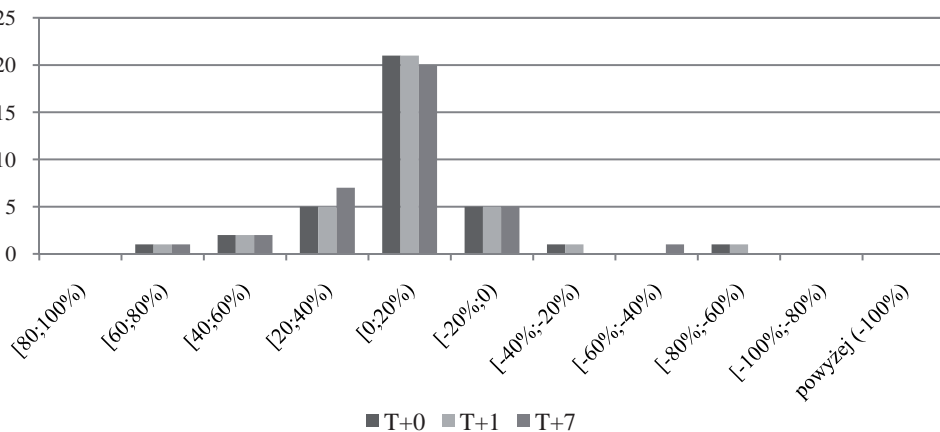
Większym rozproszeniem ceny emisyjnej od rynkowej odznacza się pierwsza grupa. Niższy udział cen z wyższym dyskontem w drugiej grupie może wynikać z obawy zarządu/rady nadzorczej co do akceptacji postanowienia (pomimo uzyskania wcześniejszej zgody na ustalenie ceny emisyjnej) o przyznaniu dyskonta (a za-

tem transferze wartości do nowej grupy akcjonariuszy). Z kolei niewielki udział cen z premią można tłumaczyć trudnością do nakłonienia inwestorów do nabycia akcji powyżej ich ceny rynkowej.



Rys. 2. Liczba obserwacji odchylenia ceny rynkowej od ceny emisyjnej w podanych przedziałach w pierwszej grupie

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 3. Liczba obserwacji odchylenia ceny rynkowej od ceny emisyjnej w poszczególnych przedziałach w drugiej grupie

Źródło: opracowanie własne.

Na wybranej próbie przeprowadzono również analizę hipotetycznych (wynikających z modelu) stóp zwrotu dotychczasowych oraz potencjalnych akcjonariuszy.

Dla każdej z grup, a także dla całej próby policzono stopy zwrotu zgodnie z wzorem (3) i (4). Wyniki przedstawiono w tab. 1.

Tabela 1. Analiza stóp zwrotu dotychczasowych oraz nowych akcjonariuszy

	Grupa pierwsza			Grupa druga			Cała próba		
	T+0	T+1	T+7	T+0	T+1	T+7	T+0	T+1	T+7
Liczba emisji z premią	21	22	22	5	7	6	26	29	28
Liczba emisji z dyskontem	32	30	29	29	29	29	61	59	58
Liczba emisji „w cenie”	0	1	2	2	0	1	2	1	3
Średnia premia	-30,8%	-28,7%	-30,9%	-24,4%	-18,0%	-18,8%	-29,5%	-26,1%	-28,3%
Średnie dyskonto	26,2%	26,3%	28,9%	17,5%	17,1%	18,5%	22,1%	21,8%	23,7%
Średnia stopa zwrotu dotychczasowych akcjonariuszy									
Emisja z premią	4,7%	4,2%	4,9%	1,5%	1,2%	1,2%	4,1%	3,5%	4,1%
Emisja z dyskontem	-6,2%	-5,9%	-6,2%	-3,9%	-3,6%	-4,1%	-5,1%	-4,8%	-5,1%
Średnia stopa zwrotu nowych akcjonariuszy									
Emisja z premią	-16,3%	-15,1%	-16,7%	-15,6%	-12,3%	-13,7%	-16,2%	-14,5%	-16,1%
Emisja z dyskontem	73,1%	76,6%	77,4%	26,1%	25,2%	28,6%	50,4%	50,9%	53,0%

Źródło: opracowanie własne.

Dla zebranej próby obliczono, iż średnia stopa zwrotu przy danym rozwodnieniu oraz średnim dyskontem w okolicach 20% dla nowych akcjonariuszy kształtuje się na poziomie ok. 50%. Należy przy tym zaznaczyć, iż oba czynniki (rozwodnienie, dyskonto/premia) są istotne z punktu widzenia transferu wartości, co wskazuje model przedstawiony w artykule.

8. Podsumowanie

Problem dystrybucji wartości pomiędzy dotychczasowych i potencjalnych akcjonariuszy uczestniczących w ofercie z wyłączeniem prawa poboru ma miejsce, gdy ustalona cena emisyjna odbiega od ceny rynkowej. W przypadku dyskonta obecni akcjonariusze nie są wynagradzani za utratę wartości. Przeprowadzone przez autorów badania charakteryzują emisje z wyłączeniem prawa poboru pod względem rozwodnienia oraz wysokości dyskonta/premii. Analiza zebranych informacji pozwala

wnioskować, iż największa utrata wartości ma miejsce w przypadku zestawienia wysokiego dyskonta z wysokim rozwodnieniem. Wówczas bowiem dotychczasowa wartość przedsiębiorstwa jest transferowana do nowych udziałowców, przy braku jakiegokolwiek rekompensaty dla akcjonariuszy, których pozbawiono prawa poboru.

Literatura

- Armitrage S., *Block buying and choice of issue method in UK seasoned equity offers*, „Journal of Business Finance and Accounting” 2010, vol. 37, issue 3-4.
- Eckbo B.E., *Equity Issues and the Disappearing Rights Offer Phenomenon*, Tuck School of Business Working Paper no. 49, 2008.
- Hertzel M., Smith R.L., *Market discounts and shareholder gains for placing equity privately*, „Journal of Finance” 1993, no. 48.
- Martos-Vila M., *PIPEs: A theory of private v. public placements in public firms*, 2009, http://www.anderson.ucla.edu/Documents/areas/fac/finance/Martos-Vila_PIPEs.pdf.
- Meoli M., Paleari S., Urga S., *Do rights issues really protect minorities? Empirical evidence on the Italian case*, Asian Finance Association Conference, 2007.
- Wruck K.H., *Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings*, „Journal of Financial Economics” 1989, no. 23.

Inne źródła

- Ustawa z dnia 15 września 2000 roku *Kodeks spółek handlowych*, DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU 2005, nr 184, poz. 1539.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2005, nr 183, poz. 1538.
- Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 5 listopada 2009 roku, I CSK 158/09.

SHAREHOLDER VALUE DISTRIBUTION DURING OFFERINGS WITH NO PRE-EMPTIVE RIGHTS

Summary: The authors try to analyze the influence of secondary offerings which do not use pre-emptive rights on the value distribution between existing and new shareholders. The paper contains conclusions from previous research on foreign markets and legal framework on Polish market. The empirical research focused on Polish capital market (Warsaw Stock Exchange and NewConnect – alternative market) from January 2007 to June 2010.