

Tadeusz Dudycz^{*}

ANALIZA WYKORZYSTANIA FUNDUSZY POZYSKANYCH W TRAKCIE DEBIUTU GIEŁDOWEGO PRZEZ SPÓŁKI NOTOWANE NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

1. WPROWADZENIE

Jednym z podstawowych celów systemu finansowego państwa, dzięki któremu możliwe jest krążenie siły nabywczej (pieniądza), jest świadczenie usług. Rynki finansowe, należące do jednego z czterech ogniw systemu finansowego, umożliwiają realizację funkcji kapitałowo-redystrybucyjnej, polegającej na organizacji przepływu wolnych środków pieniężnych od podmiotów posiadających ich nadmiar do podmiotów chcących z nich korzystać. Spośród wielu rodzajów rynków, szczególne miejsce zajmuje giełdowy rynek kapitałowy, który w Polsce prowadzony jest przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie (dalej GPW), której historia sięga XIX w. GPW należy do rynków regulowanych, co oznacza, że w sposób zorganizowany zapewnia stały obrót instrumentami finansowymi, zapewniając inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie oraz jednakowe warunki zakupu i sprzedaży tych instrumentów, i podlega nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w ustawie. Podstawowym instrumentem finansowym znajdującym się w obrocie giełdowym są akcje. Należą one do instrumentów właścicielskich, co oznacza, że ich nabywcy stają się współudziałowcami spółek, które je wyemitowały. Ma to oczywiście swoje konsekwencje zarówno w ponoszonym ryzyku, jak i oczekiwanych korzyściach. Właściciele akcji, będąc współwłaścicielami przedsiębiorstwa, ponoszą całe ryzyko działalności gospodarczej, co oznacza, że w przypadku upadłości mogą swoje kapitały utracić. Z drugiej strony oczekują korzyści adekwatnych do ponoszonego ryzyka, które są wyższe od korzyści uzyskiwanych z inwestycji w instrumenty wierzycielskie (obligacje, lokaty bankowe itp.). Pierwsze wprowadzenie akcji do publicznego obrotu nazywane jest debiutem giełdowym lub IPO (ang. *Initial Public Offering*). Generalnie przedsiębiorstwa decydują się na debiut giełdowy z dwóch powodów:

^{*} Prof. PWR dr hab., Politechnika Wrocławska.

– w celu zwiększenia kapitałów przedsiębiorstwa z przeznaczeniem na nowe inwestycje (oferta pierwotna);

– w celu zwiększenia funduszy istniejących udziałowców¹ (oferta wtórna).

Z kolei nabywcy akcji w ofercie pierwotnej oczekują, że przedsiębiorstwo posiada atrakcyjne programy inwestycyjne, dzięki którym ich fundusze zostaną dobrze zainwestowane, przynosząc ponadprzeciętne korzyści. Natomiast nabywcy akcji w ofercie wtórnej są przekonani, że kapitały już są dobrze ulokowane (w istniejących aktywach), tak, że kupując akcje nawet powyżej ich wartości nominalnej, uzyskają stopę zwrotu wyższą od kosztu ich kapitału. Jednak doniesienia literaturowe są bardzo niepokojące w tym zakresie². Zarówno badania przeprowadzone na świecie, jak i w Polsce wskazują, że powszechnie długoterminowy zwrot z akcji debiutujących przedsiębiorstw jest niższy od zwrotu z indeksów giełdowych. Jedną z przyczyn takiego stanu rzeczy może być sposób inwestowania pozyskanych w czasie debiutu kapitałów. W związku z powyższym, celem niniejszego artykułu jest analiza kierunków inwestowania kapitałów pozyskanych przez spółki notowane na GPW w trakcie debiutu giełdowego zrealizowanego w 2007 r.

2. POWSZECHNE NIEPOWODZENIE STRATEGII „KUP I TRZYMAJ”

Najczęstszymi metodami pomiaru długoterminowych korzyści uzyskiwanych z akcji jest parametr BHAR (ang. *buy-and-hold abnormal return*), który należy do powszechnie wykorzystywanych wskaźników oceny zwrotu z nowych emisji akcji. Dla akcji *i* wyraża się on formułą:

$$BHAR_i = \prod_{t=1}^T (1 + r_{it}) - \prod_{t=1}^T (1 + I_t)$$

gdzie:

r_{it} – stopa zwrotu z akcji w dniu, miesiącu *t*,

I_t – stopa zwrotu z wybranego indeksu giełdowego w dniu miesiącu *t*.

¹ (W tym funduszy: *Venture Capital*, rządowych oraz pozyskanych przy prywatyzacji).

² Zob. J.-F. Gajewski, C. Gresse, *A Survey of the European IPO Market*, ECMI Paper, August 2006, No. 2, s. 56–58; T. Jewartowski, J. Lizińska, *Short- and Long-Term Performance of Polish IPOs*, „Emerging Markets Finance & Trade”, March–April 2012, Vol. 48, No. 2, s. 59–75; J. R. Ritter, I. Welch, *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*, „The Journal Of Finance”, August 2002, Vol. LVII, No. 4, s. 1795–1828; P. Jaskiewicz, V. M. González, S. Menéndez, D. Schiereck, *Long-Run IPO Performance Analysis of German and Spanish Family-Owned Businesses*, „Family Business Review”, September 2005, Vol. XVIII, No. 3.

Drugą popularną miarą długoterminowych korzyści jest parametr CAR (ang. *cumulative abnormal return*). Dla akcji i wyraża się on formułą:

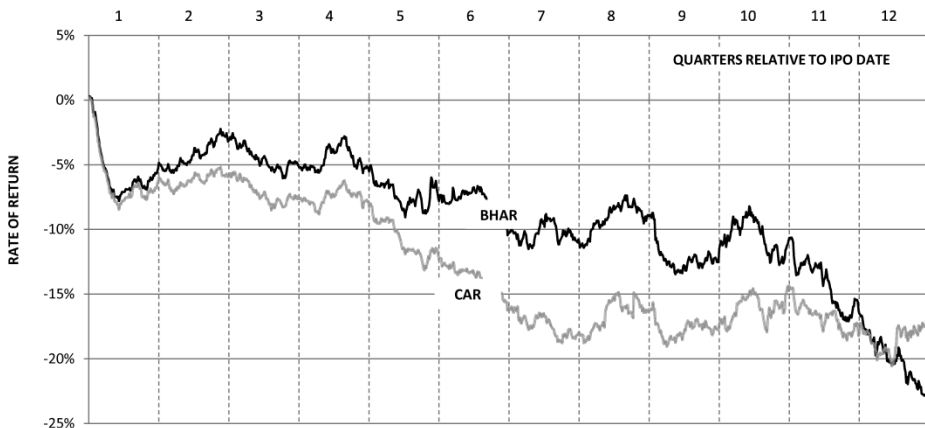
$$CAR_i = \sum_{t=1}^T AR_{it}$$

natomiast:

$$AR_{it} = r_{it} - I_t$$

Wyniki badań empirycznych z wykorzystaniem powyższych parametrów jednoznacznie pokazują, że strategia „kupuj i trzymaj” w przypadku debiutów giełdowych przynosi mniejsze korzyści od inwestowania w indeks WIG. Jak widać na rys. 1, „anormalny” zwrot dla debiutów na GPW nie ma charakteru jednorazowego, lecz wykazuje trend dążący do systematycznego pomniejszania zwrotu w stosunku do indeksu WIG.

Szczegółową statystyczną charakterystykę „anormalnego” długoterminowego zwrotu z akcji przedsiębiorstw debiutujących na GPW w latach 1998–2008 przedstawia tab. 1. Badania pokazują, że w trzecim roku po debiucie zwrot w ówczesnie debiutujących akcji średnio jest o 22,6 punktów procentowych niższy od zwrotu z indeksu WIG. Jeszcze gorsze wyniki uzyskano badając „anormalny” zwrot z debiutów na GPW w latach 1995–2004 (zob. tab. 2). Średni zwrot z akcji debiutujących przedsiębiorstw był w tych latach niższy od indeksu WIG o 42,2 punkty procentowe.



Rys. 1. Długoterminowy zwrot z akcji debiutujących przedsiębiorstw mierzony wskaźnikami BHAR i CAR, w których odniesieniem był indeks WIG. Próba badawcza zawiera debiuty giełdowe na GPW z lat 1998–2008.

Źródło: T. Jewartowski, J. Lizińska, *Short- and Long-Term Performance of Polish IPOs*, „Emerging Markets Finance & Trade”, March–April 2012, Vol. 48, No. 2, s. 59–75.

Tabela 1

Długoterminowy zwrot BHAR z debiutów spółek na GPW w latach 1998–2008

	Liczba lat trzymania akcji		
	1 rok	2 lata	3 lata
Średnia %	-5.53	-8.96	-22.62*
<i>Skewness-adjusted t-statistic</i>	-1.194	-1.029	-1.961
Mediana %	-14.40***	-29.25***	-44.50***
<i>p-value (two-tail Wilcoxon signed-rank test)</i>	0.000045	0.0000002	0.0000001
Udział negatywnych	0.64	0.75	0.77
Odchylenie standardowe	61.73	106.80	108.45
Minimum %	-97.03	-146.04	-212.39
Maximum %	450.16	675.51	651.29
N	231	198	142

***, **, * istotne z poziomem ufności odpowiednio: 1%, 5%, i 10%.

Źródło: T. Jewartowski, J. Lizińska, *Short- and Long-Term Performance of Polish IPOs*, „Emerging Markets Finance & Trade”, March–April 2012, Vol. 48, No. 2, s. 59–75.

Jak już wspomniano, spółki w wyniku debiutu na GPW średnio ponad trzykrotnie zwiększyły wartość swoich kapitałów własnych. Liderzy, tacy jak: PA NOVA, Grupa Finansowa Premium osiągnęli nawet dziesięciokrotny wzrost. Tak znaczny wzrost wartości kapitału własnego spółek debiutujących tworzy poważne możliwości rozwoju tych przedsiębiorstw nie tylko przez wzrost skali działania, lecz także dywersyfikację struktury produktów i usług. Jeżeli jednak możliwości te nie zostaną wykorzystane, wówczas długoterminowy zwrot z debiutów może być niższy od stopy zwrotu z indeksu giełdowego.

Dane zawarte w tab. 2 wskazują, że uzyskiwanie długoterminowego zwrotu z akcji debiutujących przedsiębiorstw poniżej zwrotu z indeksu giełdowego jest zjawiskiem powszechnym. Badania prowadzone na świecie w poszukiwaniu czynników determinujących taki stan rzeczy skupiają się na takich parametrach, jak np.: branża³, czas debiutu giełdowego (*timing*), czynniki behawioralne (np. optymizm analityków, optymizm inwestorów), specyfika właścicieli. Brakuje jednak badań nad mechanizmem i kierunkiem inwestowania funduszy pozyskanych w trakcie debiutu. Pogłębiona analiza sposobów wykorzystywania tych funduszy pozwoli dostrzec nowe czynniki wpływające na zjawisko uzyskiwania „anormalnego” zwrotu z debiutów giełdowych.

³ Zob. J.-F. Gajewski, C. Gresse, *op. cit.*; J. R. Ritter, I. Welch, *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*, „The Journal Of Finance”, August 2002, Vol. LVII, No. 4, s. 1795–1828; P. Jaskiewicz, V. M. González, S. Menéndez, D. Schiereck, *op. cit.*

Tabela 2

Długoterminowy zwrot z debiutów giełdowych na wybranych giełdach europejskich w latach 1995–2004

Kraj	Index	BHAR (%)		CAR (%)	
		po 1 roku	po 3 roku	po 1 roku	po 3 roku
Holandia	AEX	5.36	-18.81	-12.77	-66.96***
	Amsterdam SE ALL Shares	5.99	-17.50	-11.83	-66.16***
Polska	WIG 20	-25.57***	-30.71**	-38.52***	-71.10***
	WIG	-28.84***	-42.18***	-41.83***	-80.83***
Hiszpania	Madrid SE Index	-6.48	-29.30***	-6.79	-27.00***
Szwecja	OMX 30	8.69	-47.61***	-12.45	-63.31***
Szwajcaria	SPI	-19.84***	-27.10***	-37.03***	-74.44***
	SMI	-18.17***	-20.54**	-35.76***	-68.85***
Wielka Brytania	FTSE All Shares	-10.96***	-27.74***	-35.71***	-102.85***
	FTSE 100	-9.92**	-24.88***	-35.03***	-100.16***
	FTSE 350	-10.87***	-27.37***	-35.72***	-102.68***
Austria	ATI	4.74	-31.98	-5.35	-100.06**
Belgia	BEL20	19.88	14.98	2.11	-44.02***
Finlandia	HEX General	-14.00	-61.47***	-25.32**	-70.07***
Francja	CAC40	11.44*	-36.33***	-8.72**	-56.86***
	SBF250	11.63*	-36.96***	-8.22**	-57.61***
Niemcy	DAX200	-19.57**	-53.69***	-47.37***	-187.85***
	DAX30	-8.75	-30.28***	-38.47***	-167.60***
	FAZ General	-7.60	-31.06***	-37.94***	-171.13***
Włochy	MIB30	-7.01	-30.47***	-11.82**	-45.00***
	Milan Comit Global	-8.63*	-37.24***	-12.95***	-50.23***

***, **, * istotne z poziomem ufności odpowiednio: 1%, 5%, i 10%.

Źródło: J.-F. Gajewski, C. Gresse, *A Survey of the European IPO Market*, ECMI Paper, August 2006, No. 2, s. 56–58.

3. WIELKOŚĆ POZYSKIWANEGO KAPITAŁU W TRAKCIE DEBIUTU NA GPW ORAZ KIERUNKI JEGO INWESTOWANIA

Zestawione w tab. 3 podstawowe parametry debiutu giełdowego przedsiębiorstw debiutujących na GPW do lipca 2007 r. wskazują, że przedsiębiorstwa najczęściej wprowadzają na giełdę akcje o wartości nominalnej 1 zł (mediana);

średnia zaś wartość ceny nominalnej wynosi 1,27 zł. Natomiast spółki te sprzedają akcje po cenie emisyjnej wynoszącej średnio 30,23 zł, co oznacza, że cena emisyjna jest w stosunku do ceny nominalnej 23,8 ($30,23/1,27$) razy większa. Dzięki tak dużej nadwyżce ceny emisyjnej nad nominalną przedsiębiorstwa pozyskały znaczne kwoty kapitałów własnych. Debiutujące przedsiębiorstwa, sprzedając średnio około 30% udziałów (mediana 25%) ponad trzykrotnie zwiększały stan kapitałów własnych (średnia 340%, mediana 206%), co oznacza, że sprzedając 1% udziałów zwiększały one średnio stan kapitałów własnych o 11%, a liderzy nawet powyżej 20 punktów procentowych (zob. tab. 3).

W tab. 4–7 przedstawiono wyniki analizy kierunków inwestowania pozyskanych z debiutów giełdowych kapitałów. Przez inwestycję rozumie się tutaj wzrost bilansowy poszczególnych pozycji aktywów. Wyjątkiem jest pozycja „pozostałe aktywa obrotowe”, która jest obliczana jako wzrost aktywów obrotowych z wyłączeniem inwestycji krótkoterminowych i pomniejszona o tę część, która została sfinansowana zobowiązaniami krótkoterminowymi. Wyniki przedstawiono jako procentową relację inwestycji w stosunku do pozyskanego w trakcie debiutu kapitału. Jeżeli w kolumnie „Suma inwestycji” uzyskana wartość wynosi 100% to oznacza, że inwestycje (łączne przyrosty aktywów) pokrywają się z wielkością pozyskanego z giełdy kapitału. Jeżeli w kolumnie wartość jest powyżej 100%, to oznacza, że inwestycje dodatkowo sfinansowano pozyskanym kredytem długoterminowym, natomiast jeżeli wartość jest poniżej 100%, to oznacza, że pozyskany kapitał częściowo przeznaczono na spłatę kredytu długoterminowego.

Jak można zauważyć w tab. 4, w roku debiutu giełdowego, kapitały pozyskane z giełdy (oznaczone dalej jako „kzd”) najczęściej lokowano w inwestycjach krótkoterminowych (pola wyróżnione w tab. 5 i tab. 6 oznaczają, iż w daną pozycję aktywów zainwestowano więcej niż 10% kzd). Biorąc pod uwagę te inwestycje, w przypadku których wzrost wartości aktywów był spowodowany zainwestowaniem w nie min. 10% kzd, to można powiedzieć, że co ósma spółka w znaczny sposób zwiększyła wartość aktywów wykorzystując zewnętrzne źródło finansowania inwestycji. Średnio w roku debiutu w inwestycjach krótkoterminowych wszystkie badane przedsiębiorstwa ulokowały 50% kzd (mediana 41%). Drugim z kolei kierunkiem inwestowania pozyskanych z giełdy środków były pozostałe aktywa obrotowe. W tej grupie aktywów pozyskane kapitały ulokowało 55% przedsiębiorstw. W wymiarze przeciętnych wartości ten rodzaj alokacji wyniósł 61% pozyskanego kapitału. Trzecim w kolejności kierunkiem inwestowania kzd są inwestycje długoterminowe, w które ulokowało kapitały 42% przedsiębiorstw (średnio 44% kzd). Dużo mniejszym zainteresowaniem inwestycyjnym cieszyły się rzeczowe aktywa trwałe, w których kapitał ulokowało 33% przedsiębiorstw (średnio 32% kzd), a najmniejszym udział przypadł wydatkom na wzrost wartości niematerialnych i prawnych oraz pozostałych finansowych aktywów trwałych (FAT).

Tabela 3

Wielkość kapitału pozyskanego przez wybrane spółki debiutujące na GPW w 2007 r.

Lp.	Nazwa firmy	Cena nominalna akcji	Cena emisyjna akcji	Il. akcji nowej emisji	% sprzedanych udziałów	% przyrost KW	% przyrost KW / % sprzedanych udziałów
1	PROCAD	1,00	35,00	400 000	44%	892%	20,1
2	RADPOL	0,03	6,80	6 300 000	29%	579%	20,1
3	SEKO	0,10	15,50	1 650 000	25%	195%	7,9
4	PA NOVA	1,00	38,00	3 800 000	48%	990%	20,8
5	POL-AQUA	1,00	77,00	7 500 000	27%	387%	14,2
6	MEWA	0,20	2,40	5 600 000	52%	154%	3,0
7	MAKARONY POLSKIE	3,00	8,16	4 735 821	53%	206%	3,9
8	MAKRUM	0,25	5,30	8 000 000	19%	159%	8,3
9	MERCOR	0,25	41,00	1 780 488	13%	146%	11,7
10	KOLASTYNA	1,00	3,50	15 685 949	35%	162%	4,7
11	KOMPUTRONIK	0,10	39,10	1 450 000	19%	328%	16,9
12	LC Corp	1,00	6,50	297 433 747	67%	754%	11,3
13	Infovide-Matrix	0,10	25,00	1 300 000	11%	26%	2,3
14	B3System	0,10	4,00	2 430 470	26%	340%	13,1
15	ELEKTROTIM	1,00	18,00	3 700 000	38%	635%	16,7
16	ERBUD	0,10	50,00	2 571 025	20%	362%	17,7
18	NTT System	1,50	4,50	11 042 750	20%	69%	3,5
19	Helio	0,50	10,50	1 128 000	23%	181%	8,0
20	PoiRest	0,10	20,00	1 250 000	20%	276%	13,8
21	MOJ	1,00	6,30	3 950 000	46%	261%	5,7
22	Grupa Finansowa Premium	1,00	28,00	2 000 000	50%	1094%	21,9
23	Krakowska Fabryka Armatur	1,00	1,80	20 000 000	26%	66%	2,6
24	RAFAMET	10,00	64,90	2 879 134	67%	643%	9,6
25	ES-SYSTEM	0,33	5,80	6 500 000	15%	62%	4,1
26	TelForceOne	1,00	25,00	2 573 208	34%	663%	19,5
27	Pronox Technology	0,10	20,00	1 500 000	16%	64%	3,9
28	Budvar Centrum	1,00	15,00	1 600 000	16%	129%	8,0
29	J.W.Construction Holding	0,20	71,00	3 448 280	6%	145%	23,0
30	KREDYT INKASO	1,00	12,00	1 250 000	25%	169%	6,7
31	Petrolinvest	10,00	227,00	528 600	10%	38%	3,8
	Średnia	1,27	30,23		29,7%	340,0%	11,07
	Mediana	1,00*	18,00		25,0%	205,6%	9,65
	Odchylenie Standardowe	2,41	42,21		16,3%	295,8%	6,72
	Współczynnik Zmienności	0,24	0,19		1,63	7,77	1,77

* – dominanta

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 4

Kierunki inwestowania kapitału pozyskanego przez spółki debiutujące na GPW
w 2007 r. w roku debiutu

Lp.	Nazwa spółki	2007							Suma inwestycji	Przyrost zadłużenia
		Inwestycje krótkoter.	Inwestycje długoter.	Rzeczowe aktywa trwałe	Wart. niem. i prawne	Pozostałe FAT	Pozostałe aktywa obrotowe	%Δ		
		%Δ	%Δ	%Δ	%Δ	%Δ	%Δ	Σ	%Δ	
1	PROCAD	86%	0%	2%	0%	1%	13%	103%	3%	
2	RADPOL	64%	0%	29%	1%	-1%	5%	98%	-2%	
3	SEKO	78%	13%	28%	0%	0%	1%	121%	21%	
4	PA NOVA	42%	9%	2%	0%	2%	19%	74%	-26%	
5	POL-AQUA	19%	28%	10%	17%	2%	7%	83%	-17%	
6	MEWA	0%	1%	0%	0%	0%	3%	4%	-96%	
7	MAKARONY POLSKIE	1%	72%	19%	0%	0%	14%	106%	6%	
8	MAKRUM	50%	0%	1%	-1%	1%	54%	104%	4%	
9	MERCOR	28%	0%	9%	0%	3%	67%	107%	7%	
10	KOLASTYNA	18%	-16%	13%	93%	5%	13%	125%	25%	
11	KOMPUTRONIK	44%	7%	13%	3%	1%	41%	109%	9%	
12	LC Corp	8%	10%	-1%	0%	13%	-4%	26%	-74%	
13	Infovide-Matrix	58%	-393%	13%	370%	0%	108%	156%	56%	
14	B3System	22%	124%	1%	1%	0%	-30%	117%	17%	
15	ELEKTROTIM	96%	6%	3%	0%	0%	6%	111%	11%	
16	ERBUD	101%	38%	2%	0%	3%	-28%	116%	16%	
17	ABM SOLID	18%	39%	20%	7%	0%	-4%	81%	-19%	
18	NTT System	-5%	15%	7%	1%	0%	91%	108%	8%	
19	Helio	55%	0%	-2%	0%	-1%	52%	104%	4%	
20	PolRest	10%	0%	3%	0%	1%	92%	106%	6%	
21	MOJ	70%	0%	9%	0%	-1%	5%	83%	-17%	
22	Grupa Finansowa Premium	73%	13%	3%	1%	0%	16%	106%	6%	
23	Krakowska Fabryka									
	Armatyr	2%	0%	1%	0%	-1%	92%	94%	-6%	
24	RAFAMET	13%	4%	2%	1%	0%	-5%	15%	-85%	
25	ES-SYSTEM	50%	60%	1%	0%	1%	9%	121%	21%	
26	TelForceOne	11%	41%	33%	3%	8%	29%	125%	25%	
27	Pronox Technology	41%	0%	95%	0%	0%	51%	186%	86%	
28	Budvar Centrum	59%	0%	61%	0%	0%	3%	122%	22%	
29	J.W.Construction	28%	15%	6%	0%	-17%	128%	160%	52%	
30	KREDYT INKASO	377%	0%	5%	0%	0%	-28%	355%	255%	
31	Petrolinvest	34%	125%	6%	0%	-2%	160%	323%	223%	
*		81%	42%	32%	10%	3%	55%			
**		50%	7%	13%	16%	1%	32%	118%	17%	
***		41%	6%	6%	0%	0%	13%	106%	6%	
****		61%	44%	32%	160%	13%	61%			

* – udział spółek, które zainwestowały więcej niż 10% kapitału pozyskanego z giełdy;

** – średni udział kapitału zainwestowanego w dane aktywa w stosunku do kapitału pozyskanego z giełdy przez spółki;

*** – mediana udziału kapitału zainwestowanego w dane aktywa w stosunku do kapitału pozyskanego z giełdy;

**** – średni udział kapitału zainwestowanego w dane aktywa przez spółki, które zainwestowały więcej niż 10% kapitału pozyskanego z giełdy.

Źródło: jak do tab. 3.

Lokowanie kapitałów w roku ich pozyskania w inwestycje krótko i długoterminowe wydaje się zrozumiałe, gdyż: po pierwsze, taki sposób inwestowania jest relatywnie prosty (szczególnie w inwestycje krótkoterminowe), a po drugie, może mieć charakter tymczasowy. Zastanawiające jest natomiast dosyć powszechne inwestowanie w pozostałe aktywa obrotowe.

Przeciętnie wraz z pozyskaniem kapitału z giełdy, przedsiębiorstwa zwiększyły wartość długoterminowego zadłużenia średnio o 17% kzd. Natomiast 29% przedsiębiorstw (tj. 9 z 31) przeznaczyło pozyskane kapitały na spłatę zadłużenia długoterminowego.

W pierwszym roku po debiucie widać powszechne wyzwalanie pieniędzy z inwestycji krótkoterminowych. Uczyniło tak 81% przedsiębiorstw (25 z 31), a tylko 13% (4 z 31) nadal inwestowało ponad 10% kzd w inwestycje krótkoterminowe. Mimo powszechnego wyzwalania kapitału z inwestycji krótkoterminowych 52% przedsiębiorstw pozostawiło na tych aktywach więcej niż 10% kzd (zob. tab. 5, kol. „stan”). Przedsiębiorstwa, które pozostawiły więcej niż 10% kzd w inwestycjach krótkoterminowych, średnio utrzymują tam 84% kzd. Najczęstszym kierunkiem inwestowania w pierwszym roku po debiucie, były inwestycje długoterminowe (42% przedsiębiorstw zainwestowało 72% kzd), następnie rzeczowe aktywa trwałe (39% przedsiębiorstw zainwestowało 49% kzd) oraz pozostałe aktywa obrotowe (23% przedsiębiorstw 39% kzd). Aktywność inwestycyjna (kolumny „%Δ”) wywiera oczywiście istotny wpływ na miejsce końcowego ulokowania kapitałów (kolumny „stan”). W związku z tym, analizując miejsce ulokowania kzd, można zauważyć, że najczęściej przedsiębiorstw trzyma go na inwestycjach długoterminowych (65% przedsiębiorstw utrzymuje tam średnio 72% kzd), następnie na rzeczowych aktywach trwałych (55% utrzymuje średnio 56% kzd), pozostałych aktywach obrotowych (52% utrzymuje średnio 53% kzd), inwestycjach krótkoterminowych (52% przedsiębiorstw utrzymuje średnio 84% kzd).

Najmniej przedsiębiorstw utrzymuje kzd w wartościach niematerialnych i prawnych oraz pozostałych finansowych aktywach trwałych.

Kolumna „suma inwestycji” pokazuje, czy w danym roku inwestycje przewyższyły wartość kapitału pozyskanego w trakcie debiutu (kzd). Jeżeli wartość jest większa od 0, to przedsiębiorstwo zdobyło dodatkowe źródła finansowania długoterminowego (pokazane w kolejnych kolumnach). Jeżeli natomiast wartość jest mniejsza od 0 oznacza to, że nastąpiło w danym roku zmniejszenie kapitału długoterminowego, również widoczne w następnych kolumnach. Jak można zauważyć, przedsiębiorstwa średnio zwiększyły kapitały długoterminowe o 28%, z czego 16% pochodziło ze zwiększenia kapitałów własnych, a 12% z zadłużenia. Z analizy wynika, iż 6 przedsiębiorstw zmniejszyło wartość kapitałów długoterminowych poniżej kzd, zaś 10 jednostek obniżyło kapitały własne, a 12 przedsiębiorstw zmniejszyło zadłużenie długoterminowe.

Tabela 5

Kierunki inwestowania przez spółki debiutujące na GPW w 2007 r. w 1 roku po debiucie

2008															
Lp.	Inwestycje krótkoter.		Inwestycje długoter.		Rzeczowe aktywa trwałe		Wart. niem. i prawne		Pozostałe aktywa trwałe		Pozostałe aktywa obrotowe		Suma inwestycji	Przyrost kapitału własnego	Przyrost zadłużenie
	%Δ	stan	%Δ	stan	%Δ	stan	%Δ	stan	%Δ	stan	%Δ	stan	Σ	%Δ	%Δ
1	-13	73	20	21	0	2	0	0	-1	1	2	15	8	7	1
2	-50	14	16	16	53	82	1	2	1	0	-12	-7	9	4	5
3	-46	32	0	13	26	55	0	0	0	0	20	22	1	10	-10
4	-33	9	28	36	25	27	2	2	-2	0	-5	15	15	15	0
5	-12	7	6	34	0	10	0	17	1	3	0	6	-6	1	-7
6	7	7	-1	1	0	0	0	0	0	0	-1	2	5	5	1
7	3	5	-21	51	61	80	12	13	0	0	-52	-38	4	-1	5
8	-13	37	0	0	123	124	0	-1	2	3	-42	12	71	51	20
9	-41	-14	364	364	6	15	2	2	0	3	-110	-42	221	122	99
10	-12	5	9	-7	2	15	-31	62	7	11	30	42	4	-42	46
11	-48	-4	169	176	10	23	12	15	0	1	-84	-43	59	61	-2
12	-4	4	1	12	0	-1	0	0	6	19	2	-2	6	-1	6
13	-32	26	89	-304	-4	9	0	370	2	2	-37	71	18	21	-2
14	-27	-5	0	124	3	3	0	1	0	0	50	20	25	19	7
15	-18	78	12	18	1	4	1	1	4	4	2	8	3	3	0
16	-65	36	38	76	1	3	0	0	7	11	33	5	14	2	12
17	45	63	-16	23	14	34	-1	6	5	6	-11	-15	35	-10	45
18	-15	-20	2	17	7	14	0	1	0	0	11	101	4	4	0
19	-56	-1	0	0	22	20	0	0	1	0	66	117	32	34	-2
20	-19	-9	7	7	72	74	0	1	11	12	-34	58	38	-7	45
21	-20	49	25	25	-1	8	0	0	0	0	-1	4	2	3	0
22	-61	13	-3	10	0	3	0	1	5	4	61	77	3	3	0
23	85	87	0	0	-5	-4	-1	-2	0	-1	9	101	88	107	-19
24	-6	7	0	4	3	4	-1	0	2	2	-1	-5	-3	-1	-2
25	-3	46	18	78	15	16	0	0	0	1	3	12	32	31	1
26	-9	1	66	108	1	34	2	4	-3	5	-58	-29	-1	-5	4
27	-24	17	-2	-2	136	231	0	1	6	6	-170	-119	-54	-108	54
28	-54	5	0	0	37	98	0	0	0	0	9	11	-8	-8	0
29	-38	-9	25	40	9	15	-1	-1	-4	-21	-90	38	-98	-71	-27
30	190	566	0	0	1	7	0	1	0	0	-38	-66	153	153	0
31	33	67	72	196	1	8	0	0	0	-2	-6	154	100	27	73
*	16	52	42	65	39	55	6	16	3	13	23	55			
**	-8	43	29	37	20	33	0	16	2	2	-15	18	28	16	12
***	-18	13	6	17	6	15	0	1	0	1	-1	12	9	4	1
****	97	84	72	72	49	56	12	95	11	13	39	53			

U w a g a: wszystkie pozycje przedstawiono jako relację do pozyskanego w trakcie debiutu kapitału i wyrażono w %.

Źródło: jak do tab. 3.

Tabela 6

Kierunki inwestowania przez spółki debiutujące na GPW w 2007 r. w 2 roku po debiucie

Lp.	2009														
	Inwestycje krótkoter.		Inwestycje długoter.		Rzeczowe aktywa trwałe		Wart. niem. i prawne		Pozostałe aktywa trwałe		Pozostałe aktywa obrotowe		Suma inwestycji	Kapitał własny	Zadłużenie długoter.
	%Δ	stan	%Δ	stan	%Δ	stan	%Δ	stan	%Δ	stan	%Δ	stan	Σ	%Δ	%Δ
1	-1	85	1	2	-3	-1	0	0	0	1	-18	-5	-21	-21	0
2	-4	60	2	2	0	28	0	1	1	1	4	9	2	-1	3
3	16	93	-13	0	8	37	0	0	-1	-1	-4	-3	6	16	-10
4	8	50	-5	4	35	37	1	1	0	2	-21	-2	17	12	5
5	8	28	0	28	-4	6	0	17	0	1	-14	-8	-11	-9	-2
6	-6	-5	3	4	-1	-1	0	0	0	0	3	6	0	1	-1
7	-4	-2	0	72	9	28	0	0	1	1	52	66	58	6	52
8	-6	44	1	0	2	3	11	10	17	18	-24	30	1	3	-2
9	13	41	0	0	-23	-15	3	3	5	8	-30	97	29	42	-13
10	-5	13	-17	-33	-9	4	-12	81	7	11	-107	-94	-143	-111	-33
11	-7	37	-16	-9	0	12	4	7	0	1	40	82	21	9	12
12	1	9	-8	3	0	-1	0	0	-1	13	2	-2	-5	0	-5
13	-4	54	20	-372	-3	9	-2	368	3	4	12	120	26	26	0
14	-10	12	-42	82	-3	-2	39	40	1	1	11	-19	-4	-1	-3
15	0	96	-2	4	-1	3	2	2	-1	-1	7	13	5	5	0
16	62	163	27	65	0	2	0	0	-4	-1	-56	-84	28	30	-2
17	-48	-31	5	44	6	27	-1	6	7	7	-5	-8	-36	-4	-32
18	3	-2	0	15	8	15	-1	1	0	0	-22	69	-11	-11	0
19	24	79	0	0	17	15	1	0	-1	-1	11	62	51	48	3
20	-3	7	-13	-12	-94	-92	-1	0	-21	-20	-136	-45	-268	-211	-57
21	-41	29	3	3	-2	7	0	0	31	30	8	14	0	0	-1
22	14	88	-6	7	0	2	0	0	-2	-3	-15	2	-10	-9	0
23	-79	-77	350	350	-22	-21	0	0	-1	-2	-129	-37	119	147	-28
24	-3	10	0	4	0	1	-1	0	1	1	14	9	10	7	3
25	33	83	8	68	-2	0	0	0	0	1	-14	-4	25	25	0
26	4	15	8	50	-21	12	0	2	1	9	24	53	17	5	12
27	-37	4	-1	-1	-33	62	-1	-1	-7	-7	-284	-234	-364	-351	-13
28	-18	40	0	0	14	75	0	0	0	0	-4	-1	-8	-8	0
29	15	43	-16	-1	2	8	-2	-2	0	-18	6	134	5	29	-25
30	150	527	0	0	2	8	3	4	0	0	-85	-113	71	108	-37
31	16	49	-32	92	-2	4	0	0	0	-2	-37	123	-56	165	-221
*	29	74	13	35	10	35	6	13	6	13	29	42			
**	0	50	10	18	-4	8	1	17	1	2	-22	11	-14	-1	-13
***	-1	40	0	3	0	6	0	0	0	1	-4	2	3	5	-2
****	38	76	114	86	22	32	25	127	24	18	29	76			

U w a g a: wszystkie pozycje przedstawiono jako relację do pozyskanego w trakcie debiutu kapitału i wyrażono w %.

Źródło: jak do tab. 3.

W drugim roku po debiucie wyraźnie słabnie aktywność inwestycyjna (mała liczba wyróżnionych pól w kolumnach „%Δ”, zob. tab. 6), jednak, co jest bardzo zastanawiające, głównymi kierunkami inwestowania były inwestycje krótkoterminowe oraz pozostałe aktywa obrotowe (kapitały ulokowało w nie po 29% przedsiębiorstw). Natomiast jeżeli spojrzeć się na przeznaczenie kapitału pozyskanego z giełdy (kzd) w drugim roku po debiucie to widać, że najczęściej przedsiębiorstw ulokowało go w inwestycjach krótkoterminowych (74% przedsiębiorstw ulokowało średnio 76% kzd), następnie pozostałych aktywach obrotowych (42% ulokowało średnio 76% kzd). Relatywnie mniejsze wydatki przeznaczono na inwestycje długoterminowe (35% ulokowało średnio 86% kzd) oraz rzeczowe aktywa trwałe (35% ulokowało średnio 32% kzd). Znamienne jest natomiast, że nastąpiło zmniejszenie kapitału długoterminowego średnio o 14 punktów procentowych. Wynika ono głównie ze zmniejszenia zadłużenia o 13%.

4. PODSUMOWANIE

Warunkiem uzyskiwania wysokich stóp zwrotu jest zainwestowanie kapitału w aktywa przynoszące ponadprzeciętne stopy zwrotu. Zaprezentowane wyniki badań wskazują na występowanie znaczącej różnorodności działań inwestycyjnych finansowanych funduszami pozyskanymi w trakcie debiutu giełdowego przez spółki notowane na GPW w Warszawie. Nasuwają one szereg uwag i rodzą pewne wątpliwości, co do podejmowania i realizacji racjonalnych decyzji inwestycyjnych przez obie grupy inwestorów, tj. emitentów akcji oraz skupujących akcje. Kupujący akcje debiutujących przedsiębiorstw za cenę stanowiącą wielokrotność ich wartości nominalnej mogą spodziewać się, że przedsiębiorstwa te posiadają tak wielkie i atrakcyjne programy inwestycyjne, dzięki którym ich kapitały nie zostaną zmarnowane. Mogą oni nie zdawać sobie sprawy z tego, że płacąc bardzo dużą wielokrotność ceny nominalnej sprawiają, że przedsiębiorstwa, mimo, iż zwielokrotniają wartość posiadanych kapitałów własnych, mogą je przeznaczać na inwestycje nie tworzące potencjału wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

Drugim niepokojącym spostrzeżeniem wynikającym z przeprowadzonej analizy, jest sposób inwestowania pozyskanego kapitału przez przedsiębiorstwa. W roku debiutu głównym kierunkiem lokalizacji kapitału były inwestycje krótkoterminowe oraz powszechne lokowanie pozyskanego kapitału z giełdy w pozostałych aktywach obrotowych, a więc w majątku, który powinien być finansowany kapitałami krótkoterminowymi. Tego rodzaju niepokojąca sytuacja miała miejsce również w drugim roku po debiucie. W okresie tym najczęściej przedsiębiorstw przetrzymywało pozyskane kapitały w inwestycjach krótkotermino-

wych i pozostałych aktywach obrotowych. Natomiast relatywnie małym zainteresowaniem przedsiębiorstw cieszyły się rzeczowe aktywa trwałe. Tego rodzaju sytuacja wskazuje na nieprorozwojowe wykorzystanie funduszy pozyskanych w trakcie debiutu giełdowego przez spółki notowane na GPW w Warszawie.

Tadeusz Dudycz

**ANALYSIS OF THE DIRECTION OF THE FUNDS INVESTMENT ACQUIRED
AT THE IPO, THE CASE OF THE WARSAW STOCK EXCHANGE**

In connection with literature reports that the long-term return on the IPO is lower than the stock indexes, this paper analyzes both the size of the capital obtained from stock and the directions of its investment. The findings of the analysis are pessimistic. Firstly, during the debut the companies raise a lot of capital thus multiplying the equity, which raises the question whether their investment programs are able to absorb such large amounts of capital. Secondly, in the second year after the debut the most popular investment trends are short-term investments and other current assets, which indicates bad investment programs of debuting companies.

Key words: IPO, abnormal return, WSE.