

*UNIWERSYTET EKONOMICZNY WE WROCŁAWIU*

## Negatywna reakcja na wtórną emisję akcji

Bartosz Żur  
Koło Naukowe Hossa ProCapital  
zur.bartosz@gmail.com

*Wrocław 2018*

Powszechnie wiadomo, że reakcja akcjonariuszy na informację o zbliżającej się wtórnej emisji akcji jest negatywna. W literaturze można doszukać się wielu wyjaśnień owego zachowania. Temat ten od lat cieszy się dużym zainteresowaniem wśród finansistów, dlatego też w tym referacie zostaną przedstawione powody/wyjaśnienia negatywnej reakcji inwestorów na wtórną emisję akcji (*Seasoned Equity Offering, SEO*).

## **Teoria sygnałów**

Zakłada występowanie asymetrii informacji pomiędzy osobami z otoczenia przedsiębiorstwa a pozostałymi inwestorami. Według tej teorii decyzje podejmowane przez zarząd generują sygnały, które rynek odbiera pozytywnie lub negatywnie<sup>1</sup>. Na przykład informacja o zaciągnięciu długu odbierana jest przez rynek pozytywnie. Oznacza to bowiem, iż firma prognozuje zwiększone przyszłe przepływy pieniężne, które zapewnią spłatę zobowiązania. Natomiast wiadomość o nowej emisji akcji jest odbierana negatywnie, ponieważ świadczyć może o pogarszającej się sytuacji finansowej przedsiębiorstwa.

Zakładając asymetrię informacji, uważa się, iż lepiej poinformowany zarząd spółki dokonuje emisji nowych akcji w sytuacji, kiedy aktualne ceny na rynku są jego zdaniem za wysokie (*overpriced*)<sup>2</sup>. Osoby z otoczenia spółki lepiej wiedzą jak wygląda jej aktualna sytuacja. Jeżeli kondycja spółki zaczyna się pogarszać, a rynek jeszcze o tym nie wie, lepiej dokonać emisji po obecnych, wyższych cenach, aniżeli czekać, aż ceny akcji na rynku spadną. Z drugiej strony zarząd, wiedząc o dobrej sytuacji firmy, czekał będzie, aż ceny na rynku wzrosną, a dopiero wtedy dokona SEO.

## **Teoria hierarchii źródeł finansowania**

Mówi o pewnej kolejności preferowanych źródeł finansowania. Według tej teorii przedsiębiorstwa chętniej korzystają z wewnętrznych źródeł finansowania, aniżeli ze źródeł zewnętrznych<sup>3</sup>. Zakłada, iż firmy najpierw wykorzystują zyski zatrzymane, w drugiej kolejności emisję papierów dłużnych, a na samym końcu, w ostateczności, emisję akcji. Zyski zatrzymane ograniczane są przez dywidendę, której zmniejszenie odbierane jest przez rynek negatywnie, dlatego przedsiębiorstwa nie zawsze decydują się na ten krok. Jeżeli owe zyski nie

---

<sup>1</sup>E. Chojnacka, *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*, CeDeWu, Warszawa 2012, str. 64.

<sup>2</sup> S.C. Myers, N.S. Majluf, *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, 1982.

<sup>3</sup> J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, SGH, Warszawa 2012, str. 144.

są dostatecznie wysokie (aby pokryć wydatki inwestycyjne) firmy dokonują emisji papierów dłużnych, która jest rozwiązaniem tańszym (w porównaniu z emisją akcji). Mimo, iż wierzycielom przysługują większe prawa (w porównaniu do akcjonariuszy), jest to bardziej preferowana forma finansowania. Dopiero na samym końcu, kiedy zgromadzony kapitał nadal jest niewystarczający, przedsiębiorstwa dokonują emisji akcji.

W tym przypadku negatywną reakcję inwestorów na informację o nowej emisji akcji tłumaczy się tym, że SEO traktuje się jako „finansowanie ostatniej szansy”, które jest niekorzystne dla obecnych akcjonariuszy.

### **Problem agencji**

Wyjaśnienie to zostało teoretycznie sformalizowane w 1996 roku przez trójkę Jung, Kim i Stulz<sup>4</sup>. Kiedy cele menedżerów (zarządu) nie są równoważne z celami akcjonariuszy (maksymalizacja wartości firmy), pojawia się zagrożenie, iż menedżerowie mogą prowadzić strategię wzrostu, która będzie destrukcyjna dla wartości przedsiębiorstwa. Mowa tutaj o inwestycjach o ujemnym NPV, zwiększających prywatne korzyści zarządu kosztem akcjonariuszy. Zarząd ogranicza również wykorzystywanie kapitałów obcych, a więc także korzystny efekt dźwigni finansowej, ponieważ zwiększyłyby to ryzyko upadłości, która z kolei negatywnie mogłaby wpłynąć na karierę menedżera.

Akcjonariusze obawiają się nadużycia ze strony zarządu, dlatego też negatywnie reagują na nową emisję akcji. Panowie Jung, Kim i Stulz wskazują, że na informację o nowej emisji akcji mniej negatywnie reagują akcjonariusze firm o wysokim potencjale wzrostu, mierzone jako *market to book value (M/B) ratio*. Wnioskuje oni, iż szybko rosące firmy są mniej podatne na „marnowanie” nowo pozyskanych funduszy, niż firmy o ugruntowanej pozycji rynkowej.

---

<sup>4</sup> E. Han Kim, A. Purnanandam „Seasoned Equity Offerings and Investments, 2011.

## Przykłady negatywnych reakcji cen akcji na informację o wtórnej emisji akcji

### CCC SA

Informacja o nowej emisji akcji – 2017-10-03



W ciągu dwóch miesięcy (licząc od szczytu z 3 paź. do dołka z 30 lis.) ceny akcji spadły o niecałe 20%.

### Ursus S.A.

Informacja o nowej emisji akcji – 2017-05-16



Widzimy bardzo gwałtowną reakcję na informację o SEO. Na następny dzień akcje na zamknięciu kosztowały aż o 18,2% mniej niż dzień wcześniej.

## BOŚ S.A.

Informacja o nowej emisji akcji – 2018-01-16



Dzień po ogłoszeniu informacji o nowej emisji akcji, ceny na rynku spadły o ponad 11%. Widzimy również bardzo duży wolumen w tym dniu. Od tej pory na spółce BOŚ obserwujemy trend spadkowy.

## Dom Development S.A.

Informacja o nowej emisji akcji – 2018-01-12



Po ogłoszeniu informacji o podwyższeniu kapitału zakładowego w drodze nowej emisji ceny akcji spadały przez niecały miesiąc, zaliczając spadek o około 8%.

## **Bibliografia:**

E. Han Kim, A. Purnanandam, *Seasoned Equity Offerings and Investments*, 2011

E. Han Kim, A. Purnanandam, *Why Do Investors React Negatively to Seasoned Equity Offerings*, 2006

S.C. Myers, N.S. Majluf, *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, 1982

E. Chojnacka, *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*, CeDeWu, Warszawa 2012

J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, SGH, Warszawa 2012, str. 144.

<https://www.bankier.pl/>

<https://pl.investing.com/>