

Katarzyna Mamcarz

Inwestorski marketing-mix

Instrumenty sygnalizacji
w komunikacji z inwestorami



F I N A N S E



Inwestorski marketing-mix

F I N A N S E

Katarzyna Mamcarz

Inwestorski marketing-mix

Instrumenty sygnalizacji
w komunikacji z inwestorami



Wydawnictwo C.H. Beck
Warszawa 2012

Wydawca: Dorota Ostrowska-Furmanek
Redakcja merytoryczna: Agnieszka Niegowska
Recenzent: prof. dr hab. Danuta Dziawgo

Projekt okładki i stron tytułowych: GRAFOS
Ilustracja na okładce: Dmitriy Shironosov/iStockphoto.com

Seria: Finanse

Publikacja dofinansowana z dotacji podmiotowej na utrzymanie potencjału badawczego
Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie.



© Wydawnictwo C.H. Beck 2012

Wydawnictwo C.H. Beck Sp. z o.o.,
ul. Bonifraterska 17, 00-203 Warszawa

Skład i łamanie: IDENTIA
Druk i oprawa: Elpil, Siedlce

ISBN 978-83-255-4203-0



ISBN ebook 978-83-255-4204-7

Spis treści

Wstęp	7
1. Inwestorski marketing-mix na rynkach akcji.....	15
1.1. Istota inwestorskiego marketing-mixu na rynkach akcji.....	15
1.1.1. Struktura i cele	15
1.1.2. Adaptacja do rynków akcji	24
1.2. Akcja jako komponent inwestorskiego marketing-mixu	30
1.2.1. Akcja jako instrument finansowy.....	30
1.2.2. Akcja jako produkt inwestorskiego marketing-mixu	36
1.2.3. Podstawowe miary oceny inwestycji w akcje	42
2. Instrumenty sygnalizacji wykorzystywane w komunikacji spółek akcyjnych z inwestorami.....	49
2.1. Funkcjonowanie rynków akcji w warunkach asymetrii informacji	49
2.1.1. Pojęcie i rodzaje asymetrii informacji na rynkach akcji.....	50
2.1.2. Wpływ asymetrii informacji na efektywność informacyjną rynków akcji... ..	54
2.2. Komunikacja spółek akcyjnych z inwestorami na rynkach akcji	59
2.3. Instrumenty sygnalizacji i pomiar skuteczności ich stosowania na rynkach akcji.....	74
2.3.1. Instrumenty sygnalizacji wykorzystywane przez spółki akcyjne	74
2.3.2. Pomiar skuteczności stosowania instrumentów sygnalizacji przez spółki akcyjne	77
2.4. Rozwój rynku akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.....	89
3. Skuteczność niedoszacowania ceny emisyjnej akcji w pierwszej ofercie publicznej spółek notowanych na GPW w Warszawie.....	103
3.1. Pojęcie i istota pierwszej oferty publicznej akcji.....	103
3.2. Proces przeprowadzania pierwszej oferty publicznej i wprowadzania akcji do obrotu giełdowego	108
3.2.1. Struktura procesu.....	108
3.2.2. Uczestnicy procesu	113
3.3. Motywy, ograniczenia, koszty upublicznienia i notowania spółki na rynku giełdowym.....	118
3.4. Procedury plasowania emisji akcji (metody ustalania ceny emisyjnej)	124

3.5. Nioszacowanie ceny emisyjnej akcji w pierwszej ofercie publicznej	135
3.5.1. Asymetria informacji na rynku pierwszych ofert publicznych	135
3.5.2. Pojęcie i skutki niedoszacowania ceny emisyjnej akcji w pierwszej ofercie publicznej	138
3.5.3. Hipotezy wyjaśniające niedoszacowanie ceny emisyjnej akcji w pierwszej ofercie publicznej	142
3.6. Nioszacowanie ceny emisyjnej akcji w pierwszej ofercie publicznej jako instrument sygnalizacji	151
3.6.1. Kryteria oceny sukcesu pierwszej oferty publicznej	151
3.6.2. Metoda pomiaru niedoszacowania ceny emisyjnej akcji	154
3.6.3. Ocena skuteczności niedoszacowania ceny emisyjnej akcji w pierwszej ofercie publicznej spółek notowanych na GPW w Warszawie	156
4. Skuteczność ogłoszenia podziału akcji spółek notowanych na GPW w Warszawie	176
4.1. Podział akcji i jego rodzaje	176
4.1.1. Istota i rodzaje podziału akcji	176
4.1.2. Obowiązujące w Polsce regulacje prawne w zakresie podziału akcji	183
4.2. Hipotezy wyjaśniające podział akcji	186
4.3. Motywy podziału akcji	194
4.4. Ocena skuteczności ogłoszenia podziału akcji spółek notowanych na GPW w Warszawie	197
5. Skuteczność ogłoszenia programu skupu akcji własnych i wypłaty dywidendy przez spółki notowane na GPW w Warszawie	219
5.1. Skup akcji własnych	219
5.1.1. Skup akcji własnych jako alternatywa wypłaty dywidendy	219
5.1.2. Zalety i wady skupu akcji własnych	225
5.2. Znaczenie gospodarcze skupu akcji własnych	230
5.3. Skup akcji własnych i wypłata dywidendy w świetle obowiązujących w Polsce regulacji prawnych	233
5.4. Metody skupu akcji własnych	238
5.4.1. Skup akcji własnych przez giełdę	238
5.4.2. Publiczne oferty skupu akcji własnych	240
5.4.3. Skup akcji własnych za pomocą instrumentów pochodnych	243
5.4.4. Negocjowany skup akcji własnych	246
5.4.5. Ocena poszczególnych metod skupu akcji własnych	247
5.5. Motywy skupu akcji własnych	251
5.6. Komunikacja spółek z inwestorami za pomocą ogłoszenia skupu akcji własnych i wypłaty dywidendy	259
5.7. Ocena skuteczności ogłoszenia programu skupu akcji własnych i wypłaty dywidendy przez spółki notowane na GPW w Warszawie	265
Podsumowanie	289
Bibliografia	305
Indeks	317

Wstęp

Przedsiębiorstwa funkcjonujące w warunkach gospodarki rynkowej podejmują liczne działania w celu pozyskania nabywców oferowanych przez nie produktów i usług, a tym samym środków finansowych z ich sprzedaży. Przedsiębiorstwa (spółki) konkurują również o kapitał m.in. na rynku giełdowym, a istotnym sposobem jego pozyskiwania staje się emisja akcji. Badania wielu autorów wskazują, że czynniki fundamentalne nie wyjaśniają w pełni wartości spółek notowanych na giełdzie, dlatego zachodzi potrzeba poszukiwania innych czynników istotnych w pozycjonowaniu spółki na rynku kapitałowym oraz dodatkowych możliwości oddziaływania na inwestorów i na postrzeganie spółek przez uczestników rynku. Nowym zjawiskiem w tym obszarze jest **inwestorski marketing-mix** jako pewna filozofia innego sposobu spojrzenia na spółkę i inwestorów na rynku kapitałowym, a jego istotnym komponentem jest komunikacja ze społecznością finansową, zwłaszcza z inwestorami. Marketing inwestorski bazuje na metodach i instrumentach wypracowanych przez marketing odnoszący się do rynku produktów. Ze względu na specyfikę rynku kapitałowego (akcji) nie można jednak bezpośrednio przenieść na jego obszar metod i narzędzi stosowanych w marketingu produktów. Znana w literaturze koncepcja marketing-mixu, by mogła być skutecznie stosowana w odniesieniu do akcji spółek giełdowych, wymaga adaptacji uwzględniającej specyfikę rynku kapitałowego i jego uczestników. Rola marketingu wzrasta zwłaszcza w okresach kryzysów finansowych, charakteryzujących się m.in. nieprzewidywalnymi zawirowaniami na rynkach akcji i znacznymi dezinwestycjami podejmowanymi przez wielu inwestorów. Lecz inwestorski marketing-mix nie jest panaceum na wahania koniunktury giełdowej i nie sprawi, że dojdzie do odwrócenia niekorzystnych trendów rozwoju kursów akcji, oraz nie uczyni „cudów” na złych fundamentach. Praktyka gospodarcza pokazuje jednak, że nawet w podobnych warunkach otoczenia ekonomicznego spółki

są różnie odbierane przez inwestorów na giełdzie, co przekłada się na ich reakcje na rynkach akcji [Ebel, Hofer, 2003a, s. 18].

Inwestowanie kapitału związane jest zawsze z ryzykiem. Nie tylko wynika ono z samej istoty inwestycji, ale również jest uwarunkowane informacjami i wiedzą inwestorów o spółce i funkcjonowaniu rynków akcji. Dostępność do pełnej informacji o kondycji ekonomicznej i perspektywach rozwoju spółki jest istotnym warunkiem zaufania inwestorów. Brak tej dostępności prowadzi do nierównego podziału informacji między różnymi uczestnikami rynku kapitałowego, co jest określane mianem asymetrii informacji. **Asymetria informacji** powoduje negatywne konsekwencje dla funkcjonowania spółki, a dobrze realizowana przez spółkę polityka informacyjna staje się istotnym czynnikiem kreowania jej wartości na rynku kapitałowym. W celu ograniczenia zjawiska asymetrii informacji spółka powinna zbudować **skuteczny system komunikacji z inwestorami**, służący ujawnianiu informacji o spółce i odbieraniu przez nią reakcji inwestorów. Ujawnianie informacji jest najważniejszym, ale stosunkowo trudnym procesem w komunikacji spółek akcyjnych z inwestorami. W spółkach pojawiają się wtedy konkretne problemy związane z doбором odpowiednich instrumentów komunikacji, pomiarem i oceną skuteczności ich stosowania oraz wielkością kosztów komunikacji.

Instrumenty komunikacji z inwestorami zajmują ważne miejsce w strukturze inwestorskiego marketing-mixu, w którym wyróżnia się następujące komponenty: kształtowanie produktu (kształtowanie techniczne, treści akcji), politykę kondycyjną – cenową (emisja akcji, podział akcji, skup akcji, polityka dywidendy), dystrybucję (emisja własna a emisja obca, strategia plasowania akcji) oraz promocję (relacje inwestorskie, dobór instrumentów promocji). Skuteczność oddziaływania komponentów inwestorskiego marketing-mixu na inwestorów jest uwarunkowana przeprowadzoną analizą rynku (analiza preferencji i zachowań inwestorów oraz oczekiwań i stopnia ich spełnienia przez spółki) oraz ich segmentacją. Instrumenty komunikacji umiejscowione są w obszarze ceny (instrumenty sygnalizacji) i obszarze promocji (instrumenty komunikacji marketingowej). Spółki akcyjne w komunikacji z inwestorami na rynkach kapitałowych posługują się zatem różnymi instrumentami komunikacji. W ramach tej komunikacji istnieją dwa wymiary ujawniania informacji: **obligatoryjne** i **dobrowolne**. Spółki w trakcie dobrowolnego ujawniania informacji niechętnie posługują się instrumentami komunikacji marketingowej. Obawiają się bowiem wykorzystania przekazywanych informacji przez konkurencję, a jednocześnie nie chcą ponosić kosztów przygotowania i publikacji dodatkowych informacji. Komplementarnym rozwiązaniem stosowanym w komunikacji spółek akcyjnych z inwestorami na rynkach akcji stają się tzw. instrumenty sygnalizacji.

Instrumenty sygnalizacji są to działania zarządu (*insider*) podejmowane w różnych obszarach finansów spółki, z którymi nieodłącznie wiążą się nowe informacje przekazywane uczestnikom rynku akcji (*outsiders*). Ten sposób komunikowania się spółki z inwestorami określa się ogólnie mianem sygnalizowania [Seifert, 2006, s. 70]. Instrumenty te są sposobem pośredniej, bezosobowej (masowej) komunikacji z inwestorami mającymi na celu przekazanie im informacji o kondycji ekonomicznej spółki i perspektywach jej rozwoju.

Spółki, stosując instrumenty sygnalizacji na rynkach akcji, kierują się określonymi motywami i przekazują różnego rodzaju informacje. Zmierzają one do realizacji celów, zróżnicowanych zarówno w ramach poszczególnych instrumentów, jak i pomiędzy nimi. Na poziomie relacji spółek z inwestorami stosowanie instrumentów sygnalizacji ma wspólny cel. Spółki za pomocą tych instrumentów dążą do nawiązania komunikacji z inwestorami oraz do ich zaangażowania – mają oni bowiem możliwość równoległego dokonywania inwestycji alternatywnych – w działania spółki realizowane na rynkach akcji. Zmierzają do dotarcia z pozytywnymi informacjami do inwestorów, by ci dostrzegli je i potraktowali jako wiarygodne. Oznacza to, że spółki przekazują informacje na rynek, by nawiązać komunikację zwrotną w postaci reakcji inwestorów. Odbiór tej informacji i pozytywna na nią odpowiedź inwestorów świadczą o skuteczności tych instrumentów i są równocześnie koniecznym warunkiem realizacji szczegółowych celów przypisanych poszczególnym instrumentom.

Instrument skuteczny to taki, który umożliwia realizację celu. Skutek (sukces) określony jest przez stopień realizacji celu [Staeble, 1999, s. 444]¹. Gdy cel jest doskonale wymierny, wówczas skuteczność instrumentu można dokładnie określić. W przeciwnym wypadku należy mówić o wyższej lub niższej skuteczności instrumentu w odniesieniu do wzorca, do okresu przed jego zastosowaniem, oraz o zmianie skuteczności w czasie. Przez analogię, skuteczny instrument sygnalizacji to taki, który wywołuje pozytywną reakcję inwestorów na zawarte w nim i przekazywane na rynek informacje albo, inaczej, umożliwia nawiązanie z nimi pośredniej komunikacji zwrotnej, będącej istotnym warunkiem realizacji różnych celów szczegółowych. Pozytywna reakcja inwestorów wyrażana jest w kształtowaniu się poziomu kursów akcji, wielkości obrotów i liczby zawieranych transakcji oraz ryzyka inwestycyjnego.

Jako **miary siły reakcji inwestorów**, będącej wyrazem skuteczności tych instrumentów, zastosowano ponadprzeciętne stopy zwrotu (skumulowane ponadprzeciętne stopy zwrotu), ponadprzeciętną płynność akcji (wyrażoną ponadprze-

¹ Działanie skuteczne to takie, „które prowadzi do skutku zamierzonego jako cel”, a skuteczność podlega stopniowaniu [Kotarbiński, 1965, s. 113, 116].

ciętym wolumenem obrotów i ponadprzeciętną liczbą zawieranych transakcji) oraz zmienność cen akcji (wariancję stóp zwrotu). Wśród wymienionych miar najczęściej stosowana w badaniach jest ponadprzeciętna stopa zwrotu, a aktywność handlową inwestorów odzwierciedlają najlepiej dwie miary ponadprzeciętnej płynności, ponieważ w swej konstrukcji nie zawierają komponentu ceny. Będą też analizowane tendencje zmian i zasięg czasowy skuteczności instrumentów w przyjętym horyzoncie badawczym.

W komunikacji z inwestorami można wyróżnić cztery główne fazy: komunikowania i publikowania informacji (*output*), postrzegania informacji przez uczestników rynku (*outgrowth*), kształtowania zachowań i postaw (*outcome*) oraz skutków na rynku finansowym, czyli komunikacji zwrotnej (*outflow*). Przedmiotem analizy będzie skuteczność instrumentów sygnalizacji na poziomie relacji spółki z inwestorami w fazie *outflow*, w której znajduje wyraz podstawowy cel przekazu informacji, tj. nawiązanie komunikacji zwrotnej z inwestorami. W pracy – ze względu na obszerny zakres badań – przyjęto model analizy określany mianem „czarnej skrzynki”, w którym na wejściu znajduje się informacja przekazywana przez spółkę za pomocą instrumentów sygnalizacji, a na wyjściu – rezultat końcowy w postaci skutków zastosowanych instrumentów sygnalizacji. Identyczność celu stosowanych przez spółki instrumentów sygnalizacji w komunikacji z inwestorami umożliwi porównanie ich skuteczności.

Przedmiotem rozważań w niniejszej publikacji będą cztery **instrumenty sygnalizacji**, już od dawna stosowane przez spółki akcyjne notowane na GPW w Warszawie. Należą do nich: niedoszacowanie kursu akcji podczas pierwszej oferty publicznej, ogłoszenie podziałów wartości nominalnej akcji, ogłoszenie skupów akcji i ogłoszenie wypłaty dywidendy. Te instrumenty sygnalizacji dotyczą działań zarządu w różnych obszarach finansowych spółki (odpowiednio: polityka finansowania, polityka instrumentów finansowych, polityka kształtowania struktury kapitału oraz polityka inwestycyjna i polityka dywidendy), natomiast z punktu widzenia wspomnianej struktury inwestorskiego marketing-mixu na rynkach akcji umieszcza się je w obszarze polityki kondycyjnej spółki (kształtowania ceny). Polityka kształtowania cen akcji stanowi ważną podstawę funkcjonowania rynku kapitałowego (akcji). Cena kapitału jest rezultatem konkurencji dwóch głównych podmiotów na rynku kapitałowym, tj. kapitałobiorców (emitentów) i kapitałodawców (inwestorów), które w szczególnego rodzaju współzawodnictwie „negocjują” warunki pozyskiwania i lokowania kapitału. Prawidłowe funkcjonowanie rynku kapitałowego wymaga jednak, by w trakcie zawierania transakcji nie dochodziło na tym tle do konfliktu interesów z negatywnymi konsekwencjami dla obu stron.

W przypadku instrumentów sygnalizacji koniecznie, z punktu widzenia komunikacji z inwestorami, należy rozróżnić między skutkami ich wprowadzenia w związku z działaniami spółki a skutkami wynikającymi z zawartych w nich informacji i z oddziaływania za ich pomocą na inwestorów. Informacje te docierają na rynek, także do inwestorów, już z chwilą publicznego ogłoszenia przez spółkę zamiaru realizacji takich działań (tzw. efekt ogłoszenia, efekt obwieszczenia), ewentualnie jako przeciek informacji poufnych. Podane do wiadomości publicznej nowe informacje o planowanych działaniach spółki na rynkach akcji oznaczają szczególnego rodzaju zdarzenia, których analiza znajduje zastosowanie w badaniach zarówno nad efektywnością informacyjną rynków kapitałowych, jak i nad skutkami tych informacji w tzw. wersji pól silnej. Ten drugi przypadek dotyczy pomiaru wpływu ogłaszanych informacji na ceny akcji, zmienność tych cen i wielkość obrotów. W aspekcie komunikacji z inwestorami, a także istoty konkurencji na rynkach akcji najważniejsza jest ocena skuteczności danego instrumentu sygnalizacji jako reakcji inwestorów na informacje przekazywane przy ich pomocy na rynek akcji.

Celem głównym niniejszej publikacji jest ocena i porównanie skuteczności zastosowania czterech instrumentów sygnalizacji – niedoszacowania ceny emisyjnej (sprzedaży) akcji w pierwszej ofercie publicznej, ogłoszenia podziału akcji, ogłoszenia programu skupów akcji i ogłoszenia wypłaty dywidendy – w komunikacji spółek akcyjnych z inwestorami na rynkach akcji na przykładzie GPW w Warszawie.

Oprócz celu głównego sformułowano następujące **cele cząstkowe**:

- ▶ przedstawienie istoty i komponentów inwestorskiego marketing-mixu oraz znaczenia instrumentów sygnalizacji w komunikacji spółek akcyjnych z inwestorami na rynkach akcji,
- ▶ kwantyfikacja siły reakcji inwestorów na informacje przekazywane przez spółki akcyjne za pomocą instrumentów sygnalizacji na rynkach akcji,
- ▶ określenie wpływu parametrów informacyjnych na siłę reakcji inwestorów na informacje przekazywane za pomocą instrumentów sygnalizacji.

Zasadniczy okres oceny skuteczności analizowanych w publikacji instrumentów sygnalizacji przypada na lata 2006–2010 (niedoszacowania ceny emisyjnej akcji w pierwszej ofercie publicznej, ogłoszenie programu skupów akcji) oraz na lata 2006–2009 (ogłoszenie podziału akcji, ogłoszenie wypłaty dywidendy). Ta rozbieżność czasowa w ocenie uwarunkowana była brakiem niezbędnych danych empirycznych w ogólnie dostępnych portalach internetowych i raportach bieżących spółek w momencie ich gromadzenia i wykonywania czasochłonnych obliczeń i analiz oraz koniecznością spełnienia przez spółki dodatkowych kryteriów wynikających z założeń zastosowanych metod badawczych, zwłaszcza

co do okresu estymacji i obserwacji. Wspomniane lata stanowią szczególny okres rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, obejmujący zarówno fazę dobrej koniunktury, jak i fazę zawirowań na rynkach akcji. W celu lepszego zrozumienia uwarunkowań rozwoju rynku akcji w tym okresie niekiedy analizą obejmowano również lata wcześniejsze.

Podmiotem analizy, jeżeli w publikacji nie zaznaczono inaczej, były spółki krajowe notowane na Głównym Rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, które w badanym okresie przeprowadziły pierwszą ofertę publiczną (116 spółek), ogłosiły podział wartości nominalnej akcji (39 spółek), skup akcji (60 spółek) bądź wypłatę dywidendy (83 spółki). O takiej liczbie spółek zdecydowały m.in. wspomniane już ograniczenia. Nie analizowano również, w celu wyeliminowania tzw. zdarzeń zaburzających, spółek stosujących w tym samym roku kilka instrumentów sygnalizacji (choćby dwa). Ze względu na wynikające z tych przyczyn zmniejszenie „wyjściowej” liczby spółek wyniki badań empirycznych poddano weryfikacji statystycznej. W tym celu zastosowano test klasyczny oparty na statystyce t-Studenta.

Przedmiotem badań była reakcja inwestorów na informacje przekazywane na rynek akcji za pomocą analizowanych instrumentów sygnalizacji. Reakcję inwestorów badano w okresie (w oknach) 120 dni: 60 dni przed dniem 0 i 60 dni po nim. Za dzień 0 przyjęto datę ogłoszenia uchwały WZA dotyczącej danego instrumentu (w przypadku niedoszacowania ceny emisyjnej datę debiutu giełdowego akcji lub praw do akcji).

Analiza obejmuje zarówno cały portfel spółek, jak i portfele poszczególnych spółek klasyfikowanych według wielkości parametrów informacyjnych. Wielkość parametrów informacyjnych powinna mieć duży wpływ na reakcje inwestorów. W analizie strukturalnej odpowiednio do danego instrumentu sygnalizacji uwzględniono następujące **parametry informacyjne**: wielkość niedoszacowania ceny emisyjnej podczas pierwszej oferty publicznej (*initial public offering*, IPO), wielkość współczynnika podziału, wielkość zapowiadanego wolumenu skupu akcji, wielkość stopy dywidendy na dzień ogłoszenia wypłaty dywidendy. W analizie strukturalnej posłużono się miarą ponadprzeciętnej stopy zwrotu i skumulowanej ponadprzeciętnej stopy zwrotu.

Badania przeprowadzono na podstawie materiałów empirycznych publikowanych w Elektronicznym Systemie Przekazywania Informacji (ESPI) przez spółki akcyjne stanowiące podmiot badań: raporty bieżące, okresowe, prospekty emisyjne oraz dane publikowane przez GPW w Warszawie. Dane dotyczące notowań akcji analizowanych spółek pochodzą również z zasobów internetowych GPW (www.gpw.pl) oraz serwisów finansowych Bankier.pl (www.bankier.pl), DM BOŚ (<http://bossa.pl>) i Money.pl (www.money.pl) oraz GPWInfoStrefa

(www.gpwinfostrefa.pl). W przypadku braku w zasobach internetowych niektórych niezbędnych do analizy danych (motywów stosowania poszczególnych instrumentów sygnalizacji) pytania za pośrednictwem Internetu kierowano bezpośrednio do spółek.

Wytyczonym celom publikacji została podporządkowana jej struktura. Praca składa się ze wstępu, z pięciu rozdziałów, podsumowania oraz bibliografii. Rozdział pierwszy jest rozdziałem teoretycznym, natomiast cztery następne to rozdziały teoretyczno-empiryczne. Dwa pierwsze rozdziały mają charakter wprowadzający, a trzy kolejne zostały poświęcone analizowanym w pracy instrumentom sygnalizacji i mają zbliżoną strukturę treści. Rozpoczyna je wyjaśnienie podstawowych pojęć, poprzedzające omówienie obowiązujących w Polsce regulacji prawnych dotyczących danego instrumentu sygnalizacji oraz specyficznych aspektów instrumentu, kończy zaś analiza empiryczna i ocena skuteczności każdego z instrumentów.

W rozdziale pierwszym ze względu na fakt, iż problematyka inwestorskiego marketing-mixu na rynkach akcji nie znalazła do tej pory kompleksowego ujęcia w literaturze polskiej, przedstawiono istotę i charakterystykę podstawowych elementów jego struktury. W szczególności chodziło tu o umiejscowienie w strukturze instrumentów sygnalizacji jako sposobu komunikacji spółek akcyjnych z inwestorami na rynkach akcji. W rozdziale tym zaprezentowano także możliwości adaptacji marketing-mixu do rynków akcji. Szczególny akcent położono na charakterystykę akcji zarówno jako instrumentu finansowego, jak i jako produktu inwestorskiego marketing-mixu oferowanego inwestorom na rynkach akcji.

W rozdziale drugim omówiono problematykę asymetrii informacji na rynkach akcji, wskazując na jej negatywny wpływ na funkcjonowanie tych rynków. Na tym tle podkreślono potrzebę prowadzenia przez spółki akcyjne skutecznej komunikacji z inwestorami. W dalszej części rozdziału zdefiniowano pojęcie instrumentów sygnalizacji, określono obszary ich stosowania w ramach finansów spółki, wskazując na zalety ich wykorzystania w komunikacji marketingowej. Z punktu widzenia tematu pracy istotne znaczenie ma dokonana identyfikacja stadiów (faz) komunikacji spółek z akcjonariuszami, ze szczególnym uwzględnieniem fazy komunikacji zwrotnej (*outflow*), będącej obszarem analizy skuteczności instrumentów sygnalizacji na rynkach akcji. Następnie zaprezentowano stosowane w tej fazie rozwiązania w zakresie pomiaru i oceny skuteczności oddziaływania instrumentów sygnalizacji na reakcje i zachowania inwestorów na rynkach akcji. W zakończeniu rozdziału scharakteryzowano rynek akcji na GPW w Warszawie. Zagadnienia omówione w tym rozdziale stanowią niejako pomost między rozdziałem pierwszym a kolejnymi, w których zaprezentowano i poddano ocenie stosowane na rynkach akcji instrumenty sygnalizacji.

Rozdział trzeci poświęcony został ocenie skuteczności niedoszacowania ceny emisyjnej (sprzedaży) akcji podczas pierwszej oferty publicznej. W celu sprecyzowania przedmiotu analizy zdefiniowano przede wszystkim samo pojęcie pierwszej oferty publicznej i niedoszacowania ceny emisyjnej. Scharakteryzowano proces upublicznienia spółki i wprowadzenia akcji do obrotu giełdowego, w tym motywów, ograniczeń oraz związane z nimi koszty. Rozdział zawiera także charakterystykę metod ustalania ceny emisyjnej akcji oraz ocenę ich zalet i wad z punktu widzenia wiarygodności prawidłowej wyceny wartości akcji i wynikających z tego skutków dla emitentów i inwestorów. Po omówieniu hipotez wyjaśniających niedoszacowanie ceny emisyjnej akcji w pierwszej ofercie publicznej dokonano, na podstawie danych pochodzących z GPW w Warszawie, pomiaru wielkości niedoszacowania ceny emisyjnej, wykorzystując zaprezentowaną wcześniej metodę. Kończąca rozdział ocena skuteczności niedoszacowania ceny emisyjnej (sprzedaży) uwzględnia fakt, że w przypadku niektórych badanych spółek wraz z ich wejściem na giełdę miały również miejsce dezinvestycje.

Rozdział czwarty dotyczy kolejnego instrumentu sygnalizacji, tj. ogłoszenia podziału wartości nominalnej akcji. Rozpoczyna się od wyjaśnienia podstawowych pojęć i przytoczenia obowiązujących w Polsce regulacji prawnych w zakresie podziału akcji. Następnie zaprezentowano hipotezy wyjaśniające podział akcji i jego motywów. W części empirycznej rozdziału, oceniającej skuteczność podziału akcji, główny akcent, ze względu na aspekt informacji, został położony na skutki jego ogłoszenia. Uwzględniono tu również efekt dokonania podziału akcji dla spółek i inwestorów na GPW w Warszawie.

W rozdziale piątym przedstawiono skupy akcji i dywidendę jako substytuty przekazywania wartości dla akcjonariuszy. Po zaprezentowaniu podstawowych zagadnień teoretycznych dotyczących analizowanych tu instrumentów sygnalizacji, a zwłaszcza zalet i wad oraz motywów ich stosowania, wskazano na rosnące znaczenie tego sposobu komunikacji spółek z inwestorami na rynkach akcji. W części empirycznej rozdziału, na podstawie wyników przeprowadzonych na GPW w Warszawie badań rynku akcji, oceniono skuteczność wpływu ogłoszenia analizowanych tu instrumentów sygnalizacji na oczekiwane przez spółki reakcje inwestorów.

Podsumowanie, stanowiące syntezę rozważań prowadzonych w kolejnych rozdziałach niniejszej publikacji, zawiera prezentację i ocenę wyników badań empirycznych oraz wnioski.

1 Inwestorski marketing-mix na rynkach akcji

1.1. Istota inwestorskiego marketing-mixu na rynkach akcji

1.1.1. Struktura i cele

Rynek akcji stanowi jeden z podstawowych segmentów rynku kapitałowego, postrzeganego jako rynek kapitałów długoterminowych „przeznaczonych na najbardziej efektywne inwestycje zabezpieczające optymalny rozwój przedsiębiorstw – emitentów aktywów finansowych (akcji)” [Starzeński, 2011, s. 35–36]. Rosnące wskutek postępującej globalizacji i liberalizacji rynków zapotrzebowanie na kapitał w powiązaniu ze zmieniającymi się zachowaniami finansowymi ich uczestników powoduje, że zarządzanie oczekiwaniami rynku akcji stało się istotnym czynnikiem sukcesu każdej spółki zorientowanej na rynek. Bodziec pochodzi od coraz bardziej wymagających i krytycznych kapitałodawców. Wymaga to traktowania inwestora jako *quasi*-klienta o określonych oczekiwaniach, które dana spółka powinna spełniać lepiej niż konkurencja. Jest to o tyle istotne, że ważną rolę odgrywają nie tylko wyniki finansowe spółki, ale również subiektywne oceny i emocje. Pewną filozofią, nowym sposobem spojrzenia na spółkę i inwestorów na rynku kapitałowym, stał się **inwestorski marketing-mix**. Bazuje on na idei przeniesienia na proces pozyskiwania kapitału koncepcji i instrumentarium rozwiniętego pierwotnie dla rynku produktów [Leven, 1998, s. 45–62].

W strukturze inwestorskiego marketing-mixu wyróżnia się następujące elementy: kształtowanie produktu, politykę kondycyjną, dystrybucję oraz promocję wraz z ich częściami składowymi (rys. 1.1).

4P	PRODUKT	CENA	DYSTRYBUCJA	PROMOCJA
Analiza rynku	Polityka (kształtowanie) produktu	Polityka kondycyjna (kształtowanie ceny)	Polityka dystrybucji	Komunikacja z inwestorami
Analiza oczekiwań i zachowań inwestorów	Kształtowanie techniczne	Emisja akcji	Emisja własna a emisja obca	Relacje inwestorskie
	Podział wartości nominalnej akcji Scalanie akcji			
Segmentacja inwestorów	Prezentacja akcji	Polityka dywidendy	Strategia plasowania	Dobór instrumentów
		Skup akcji	Analizy finansowi Liderzy opinii	

Rysunek 1.1. Inwestorski marketing-mix na rynkach akcji

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Achleitner, Wichels, 2003, s. 52].

Elementy te są instrumentami marketing-mixu, które, podobnie jak w marketingu produktowym, dadzą się ująć w cztery kategorie określane mianem 4P – od pierwszych liter nazw stosowanych w języku angielskim, tj. *product* – produkt (polityka produktu), *price* – cena (polityka kondycyjna), *place* – polityka dystrybucji, *promotion* – komunikacja. Stosowanie tych instrumentów powinno być poprzedzone analizą rynku, która w dużej mierze warunkuje ich skuteczność.

Analiza rynku jest punktem wyjścia w opracowaniu skutecznej strategii inwestorskiego marketing-mixu. Rozpoczyna się od poznania istotnych potrzeb głównych uczestników rynku kapitałowego, zwłaszcza inwestorów. Zmierza do zrozumienia zachowań poszczególnych inwestorów, ich celów, specyficznych cech, oczekiwań, zamierzeń, motywów i interesów. Przez identyfikację tych czynników ma na celu stworzenie bazy informacyjnej o inwestorach oraz określenie segmentacji tej grupy uczestników rynku. W analizie niezwykle ważne jest to, w jaki sposób inwestorzy postrzegają daną spółkę i jej konkurentów. Oprócz podstawowych wskaźników finansowych coraz większą wagę w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przywiązują oni do takich czynników, jak: stosowane technologie, branża, w której działa spółka, jakość zarządzania, osobowość członków

zarządu, np. inwestor jako *quasi*-klient spółki powinien być w centrum uwagi analizy, jednak nie należy również zapominać o innych kibicach organizacji, do których zalicza się choćby analityków, dziennikarzy, doradców finansowych. W wyniku analizy rynku spółka w celu osiągnięcia sukcesu powinna pozyskać następujące informacje [Ebel, Hofer, 2003c, s. 31]:

- ▶ jakie są oczekiwania inwestorów i innych uczestników rynku kapitałowego,
- ▶ jak spółka spełnia te oczekiwania,
- ▶ jak można wpływać na obecnych i potencjalnych akcjonariuszy i determinować popyt i podaż na akcje,
- ▶ jakie skutki powodują poszczególne instrumenty i jak można je optymalnie stosować.

Właściwe rozpoznanie rynku pozwoli spółce nakierować swoje działania na potrzeby inwestorów, w tym różnych ich grup. Niezbędne jest jasne zakomunikowanie publiczności finansowej przyjętej strategii i postawionych celów spółki, a także płynących z tego tytułu korzyści dla inwestorów. Im lepiej uda się to zadanie wykonać, tym trwalsze będą relacje inwestorów ze spółką i tym chętniej podejmą oni decyzję o nabyciu nowych akcji. Jest to istotne, ponieważ inwestorzy stanowią o wiele bardziej zróżnicowaną grupę, niż wynikałoby to jedynie z pojęcia inwestorów postępujących racjonalnie.

W ramach marketing-mixu spółka – po przeprowadzeniu analizy rynku – powinna skoncentrować się na czterech wspomnianych podstawowych grupach instrumentów: polityce produktu, polityce kondycyjnej, polityce dystrybucji i promocji.

Produktem w ujęciu inwestorskiego marketing-mixu są akcje emitowane przez spółkę, względnie nawet sama spółka. Spółkę, w rozumieniu jej akcji, można również postrzegać jako markę samą w sobie, którą należy prezentować i rozwijać na rynku kapitałowym, podobnie jak produkt na rynku dóbr, by przyciągnąć potencjalnych inwestorów i trwale związać ich ze spółką. Ulepszona oferta produktowa, która odpowiada zidentyfikowanym w ramach analizy rynku celom inwestorów, znajduje się – w wyniku gry popytu i podaży – w bezpośrednim związku przyczynowo-skutkowym z kursem akcji i kapitalizacją rynkową spółki. Spółka posiada znaczne możliwości różnicowania swojej oferty na rynku kapitałowym. Problematyka kształtowania produktu obejmuje techniczną stronę akcji (rodzaj akcji) oraz prezentację akcji. Atrakcyjność akcji jest determinowana przez ich rodzaj i dokonaną przez spółkę ich prezentację.

W pierwszym przypadku standardowo wyróżnia się akcje: imienne i na okaziciela, zwykłe i uprzywilejowane (co do głosu i co do dywidendy), nominalowe i beznominalowe. Rodzaj akcji decydować będzie odpowiednio o płynności obrotu, o zakresie uprawnień i wynikającym stąd popycie na akcje oraz o możliwoś-

ciach emisji nowych akcji w przypadku złej kondycji finansowej spółki. Spółki mogą ponadto przeprowadzić podział akcji skutkujący zwiększeniem liczby akcji w obrocie, który, nie powodując ekonomicznej zmiany w poziomie kapitału własnego, oddziałuje pozytywnie na płynność akcji; mogą też dokonać zabiegu odwrotnego, tj. scalenia akcji.

Ponieważ akcje są nierozzerwalnie związane ze spółką, o atrakcyjności produktu decydują także takie czynniki, jak: strategia spółki, jej plany inwestycyjne, fuzje i przejęcia, procesy restrukturyzacyjne, ład korporacyjny oraz tzw. inwestycyjny wizerunek spółki (*equity story*). *Equity story* odgrywa kluczową rolę przy pierwszym wprowadzeniu spółki na giełdę i znajduje swój wyraz w różnych dokumentach, zwłaszcza w prospekcie emisyjnym. Pod tym pojęciem należy rozumieć sformułowaną dla celów marketingu inwestorskiego strategię spółki [Pohl, 2003, s. 153]. Za pomocą *equity story* przedsiębiorstwo wystosowuje unikalną propozycję sprzedaży (*unique selling proposition*), odróżniając się w ten sposób od konkurencji. Chodzi w niej o przetłumaczenie strategii spółki i wynikających z niej korzyści na język inwestorów, analityków finansowych, kontrahentów i mediów. Stanowi ona podstawę dla inwestorskiego marketing-mixu i zawiera wszystkie strategiczne informacje, jakie spółka chce zaprezentować.

Polityka kondycyjna spółki dotyczy kształtowania ceny akcji. Wśród czynników kształtujących cenę, które bezpośrednio zależą od spółki, wyróżnia się: określenie ceny emisyjnej, podział akcji, politykę dywidend i skupy akcji. W nawiązaniu do polityki kształtowania produktu nie tylko w znacznej mierze decydują one o atrakcyjności inwestycji, ale też determinują strukturę inwestorów. Określa się je mianem instrumentów sygnalizacji.

W ramach emisji akcji zarówno przy pierwszym wprowadzeniu na giełdę (*going public*), jak i przy kolejnych podwyższeniach kapitału własnego ważną rolę odgrywa ustalenie właściwego **poziomu ceny emisyjnej**. Gdy jest to debiut giełdowy i nie ma jeszcze ustalonej wyceny giełdowej, może dojść do powstania rozbieżności pomiędzy ceną rynkową a ceną wynikającą z fundamentów spółki. By ograniczyć niebezpieczeństwo błędnej wyceny, spółka powinna stosować opusty w stosunku do ceny emisyjnej, określanej jako *fair value*, rabaty przy wprowadzaniu na rynek, czasowe różnicowanie cen dla pierwszych subskrybentów, bonusy za lojalność, rabaty ilościowe, akcje gratis, powiązanie akcji z produktami fizycznymi czy osobami, np. członkami rodziny. W celu pokonania trudności związanych z ustalaniem ceny emisyjnej praktyka wypracowała także różne metody wyznaczania tej ceny, a wśród nich metody rynkowe (*book building*, mechanizm ceny stałej, aukcje) [Draho, 2004, s. 216–219]. Natomiast przy kolejnych podwyższeniach kapitału związanych z przyznaniem akcjonariuszom **praw poboru** istnieje już cena akcji starych, determinowana przez popyt i po-

daż. W tym przypadku spółka powinna stosować znaczne rabaty ceny emisyjnej w stosunku do ceny rynkowej, aby uniknąć niebezpieczeństwa, że kurs giełdowy w okresie subskrypcji akcji spadnie poniżej ceny emisyjnej, oznaczałoby to bowiem niedojście emisji do skutku, ponieważ akcjonariusze nie wykonaliby prawa poboru akcji.

Polityka dywidend determinuje strukturę inwestorów spółki. Wysokie płatności dywidend są istotne dla inwestorów zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych, zaliczanych do grupy inwestorów zainteresowanych bieżącymi dochodami (*income investors*). Z kolei inwestorzy oczekujący wzrostu wartości spółki (*growth investors*) postrzegają wysokie wypłaty dywidend jako sprzeczny sygnał w stosunku do deklarowanej strategii wzrostu. Niekonsekwencja w tym zakresie odbierana jest przez nich jako brak koncepcji zarządu co do kierunków rozwoju spółki. Z reguły spółki o wysokiej stopie dywidendy wykazują relatywnie wyższy udział *income investors* i mały odsetek *growth investors*. Zarówno poziom wypłacanych dywidend, jak i trwałość polityki w tym zakresie, wpływając na popyt, determinują zachowania inwestorów na rynku akcji.

Procesem odwrotnym do emisji akcji jest **skup akcji własnych** przez spółkę. Skutkuje to zmianą w poziomie kapitału własnego i jego rentowności oraz sytuacji majątkowej akcjonariuszy, a przede wszystkim zmniejsza podaż akcji, prowadząc tym samym do wzrostu ich kursu [Nekat, Nippel, 2005, s. 460]. Skup akcji własnych pozwala również na osiągnięcie elastyczności w zakresie polityki dywidend, ponieważ w nieregularnych odstępach czasu może być stosowany jako substytut wypłaty dywidendy. Skup akcji, w odróżnieniu od wypłaty dywidendy, która ma miejsce niezależnie od preferencji inwestorów, umożliwia inwestorom dokonanie wyboru co do uczestnictwa w korzyściach wynikających ze wzrostu kursu. Natomiast z punktu widzenia obciążeń podatkowych inwestor może określić moment sprzedaży akcji i uniknąć opodatkowania zysku, trzymając walory dłużej niż trwa okres spekulacyjny. A zatem odpowiednie kształtowanie przepisów podatkowych wpływa pozytywnie na lojalność akcjonariuszy. Spółka, decydując się na skup akcji własnych, może także oddziaływać na strukturę akcjonariatu, ponieważ skup stanowi narzędzie ograniczania rozproszenia akcji, jeśli spółka ma wielu drobnych akcjonariuszy.

Oprócz kształtowania produktu i jego ceny spółka powinna opracować odpowiednią **politykę dystrybucji**. W ramach jej realizacji spółka podejmuje liczne decyzje, ale przede wszystkim dokonuje wyboru kanału dystrybucji, przy czym możliwe drogi to emisja własna lub obca [Harter i in., 1999, s. 253–254; Ickiewicz, 1994, s. 70–71]. W przypadku samodzielnego zbytu niezbędna jest znajomość rynku i posiadanie sieci dystrybucyjnej. Emitent ponosi tu ryzyko niedojścia emisji do skutku i ryzyko płynności. Z reguły spółki nie dysponują