

Publiczna oferta akcji – perspektywa ładu korporacyjnego*

Agata Adamska**

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest przedstawienie uwarunkowań publicznej oferty akcji wynikających z zasad ładu korporacyjnego oraz weryfikacja hipotezy dotyczącej występowania różnic w przebiegu publicznych ofert akcji w zależności od przyjętego na danym rynku kapitałowym modelu systemu ładu korporacyjnego.

Metodologia badania – Analiza literatury przedmiotu, która pozwoliła na postawienie hipotezy została uzupełniona analizą wartości i struktury publicznych ofert, jakie miały miejsce w Polsce i w całej Europie w latach 2006–2016.

Wynik – Przeprowadzone porównanie struktury ofert publicznych w ramach zamkniętego i mieszanego systemu ładu korporacyjnego pozwoliło na stwierdzenie istotnych różnic zarówno pod względem statusu spółek przeprowadzających oferty, jak i przeznaczenia środków pozyskanych od inwestorów.

Oryginalność/wartość – Artykuł dostarcza kolejnych dowodów na wpływ modelu systemu ładu korporacyjnego na decyzje podmiotów gospodarczych, w tym przypadku dotyczących pozyskiwania źródeł finansowania na rynku kapitałowym.

Słowa kluczowe: akcjonariat, ład korporacyjny, emisja akcji, IPO, SPO

Wprowadzenie

Badacze zajmujący się problematyką *corporate governance* już w ubiegłym wieku zwracali uwagę na to, że systemy ładu korporacyjnego odgrywają istotną rolę w rozwoju rynków kapitałowych (La Porta i in., 1997), a same podlegają wpływom tych rynków i działających na nich inwestorów. Zauważono, że istotne w tym kontekście procesy to internacjonalizacja akcjonariatu spółek, dokonująca się m.in. ze względu na międzynarodowe przejęcia, również te, do których dochodzi w ramach prywatyzacji, wzrost aktywności akcjonariuszy oraz zwiększanie się znaczenia inwestorów instytucjonalnych (Useem, 1998). Są to procesy, które wraz z wieloma innymi, takimi, jak systematycznie rosnące obroty instrumentami finansowymi, czy coraz istotniejsza rola odgrywana przez same rynki, stanowią przejawy zjawiska zwanego finansjeryzacją (Fierla, Grygiel-Tomaszewska, 2017). Procesy te są zauważalne w obrębie wszystkich rynków kapitałowych, jednak ich wpływ na systemy ładu

* Publikacja sfinansowana ze środków przyznanych na projekt badawczy: „Finansjeryzacja gospodarki i jej wpływ na działalność przedsiębiorstw” (KNOP/S16/04/16).

** dr hab. Agata Adamska prof. nadzw. SGH, Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, e-mail: agata.adamska@sgh.waw.pl.

korporacyjnego jest różny, ze względu na odmienne uwarunkowania instytucjonalne. Powoduje to, że pomimo przejawów pewnej konwergencji systemy te nadal pozostają zróżnicowane.

Jednym z obszarów, w których uwidacznia się znaczenie uwarunkowań rynkowych oraz oddziaływanie zasad ładu korporacyjnego, jest publiczna oferta akcji. Sposób ukształtowania tej oferty związany jest z jednej strony z sytuacją rynkową w momencie emisji, z drugiej zaś z uwarunkowaniami odnoszącymi się do ładu korporacyjnego w samej spółce i jej otoczeniu. O ile czynnikiem związanym z finansowymi aspektami emisji poświęcono wiele badań, w szczególności odnośnie do kształtowania struktury kapitału, kosztu kapitału, momentu przeprowadzania oferty, celów przeznaczenia środków pozyskanych z emisji (por. Ostaszewski i in., 2009; Łukasik, 2010; Szyszka, 2013; Wawryszuk-Misztal, 2014), o tyle znaczenie ładu korporacyjnego jest stosunkowo słabo rozpoznane (np. Dudycz, 2013; Postrach 2014; Adamska, Staszkievicz, 2015), co czyni je interesującym obszarem analizy.

Artykuł został skonstruowany następująco. Na początku przedstawiono zagadnienia związane z systemami ładu korporacyjnego na świecie, w tym ich klasyfikację. Następnie scharakteryzowano formy publicznej emisji akcji w kontekście uwarunkowań odnoszących się do kontroli nad spółkami publicznymi, stanowiącej kluczowy aspekt zróżnicowania modeli ładu korporacyjnego. Ostatnia część poświęcona została analizie wartości publicznych ofert, jakie miały miejsce w Polsce i w całej Europie w latach 2006–2016. Polska została wybrana jako przedstawiciel zamkniętego modelu systemu ładu korporacyjnego, natomiast Europa stanowi wypadkową występowania zarówno modeli zamkniętych (np. Niemcy), jak i otwartych (np. Wielka Brytania). Taki dobór geograficzny obszarów analizy umożliwia weryfikację hipotezy dotyczącej występowania różnic w przebiegu publicznych ofert akcji w zależności od występującego na danym rynku kapitałowym modelu systemu ładu korporacyjnego.

1. Systemy ładu korporacyjnego jako wzorce własności i kontroli spółek

Poszczególne państwa, ze względu na specyficzne uwarunkowania prawne, strukturę własności korporacji oraz system finansowy, mają unikalne zestawy zasad ładu korporacyjnego (Davies, Schlitzer, 2008). Występujące zróżnicowania są na tyle duże, że w wielu przypadkach można wręcz mówić o „narodowych systemach nadzoru korporacyjnego” (Jeżak, 2002, s. 45). Zauważa się, że „Systemy ładu korporacyjnego są stabilne w czasie, ale zdolne do okazjonalnych, raptownych zmian w odpowiedzi na groźny kryzys. Tradycja prawna, język, kultura, religia, wydarzenia historyczne (ścieżka rozwoju) i inne czynniki decydują o przebiegu tych zmian, ponieważ wpływają na to, jak ludzie i społeczności rozwiązują problemy” (Morck, Yeung, 2009, s. 1).

Zróżnicowanie systemów ładu korporacyjnego na świecie nie oznacza, że nie można w ich obrębie znaleźć elementów wspólnych, pozwalających na wyodrębnianie mniej lub bardziej jednorodnych grup tych systemów. Jedną z najczęściej wykorzystywanych

klasyfikacji systemów ładu korporacyjnego powstała w oparciu o ocenę stopnia zróżnicowania struktur własności i kontroli spółek. Na tej podstawie wyodrębnione zostały dwa systemy: otwarty (*outsiderski*) i zamknięty (*insiderski*) (Franks, C. Mayer, 1995). W systemie zamkniętym własność i kontrola skoncentrowane są w rękach jednego, dominującego akcjonariusza; w systemie otwartym natomiast własność jest rozproszona, kontrolę operacyjną sprawuje zarząd, a strategiczną – rynki. System zamknięty charakterystyczny jest dla krajów Europy kontynentalnej, a także dla niektórych krajów azjatyckich (Japonia, Korea). System otwarty zaś występuje głównie w Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych, dlatego nazywa się go często systemem anglo-amerykańskim (Samborski, 2013).

Zarzuty stawiane podziałowi systemów ładu korporacyjnego na zamknięte i otwarte dotyczą głównie jego uproszczonego charakteru. Z jednej strony bowiem, nie uwzględnia on różnic występujących pomiędzy poszczególnymi państwami zaliczanymi do każdego z modeli – m.in. niektórzy autorzy zwracają uwagę na to, że system anglo-amerykański pomimo wielu podobieństw nie jest jednolity (Golec, Kurek, 2011). Z drugiej zaś, klasyfikacja ta pomija różnice istniejące wewnątrz poszczególnych państw. W konsekwencji można uznać, że modele te reprezentują rozwiązania skrajne, a w większości krajów występuje system stanowiący ich mieszkankę (Urbanek, 2011). Niemniej jednak właśnie te uproszczenia powodują, że taksonomia obejmująca tylko dwa systemy: otwarty i zamknięty, pozwala skoncentrować się na podobieństwach występujących w ich obrębie i na dzielących te modele różnicach. Pozwala to wykorzystywać prezentowaną klasyfikację w różnego rodzaju porównaniach, w tym do porównania sposobu kształtowania publicznej oferty akcji przez spółki w Polsce i innych krajach europejskich.

2. Publiczna oferta akcji

Analizując oferty akcji przeprowadzane przez spółki publiczne należy wziąć pod uwagę obie strony rynku (popytową i podażową), ponieważ to od zachowań reprezentujących je podmiotów zależy powodzenie wprowadzenia akcji do obrotu i późniejszych notowań. Stronę popytową stanowią w tym przypadku inwestorzy i spekulanci, a podażową – emitenci i dotychczasowi akcjonariusze. Z punktu widzenia inwestorów i spekulantów istotna jest podaż akcji, które są dostępne ogółowi uczestników rynku kapitałowego. Z tego powodu większe znaczenie mają gotówkowe oferty publiczne, mniejsze zaś – emisje akcji kierowane do inwestorów strategicznych, czy dokonywane w ramach procesów fuzji i przejęć (nie powodują one bowiem bezpośredniego zwieszenia liczby walorów w obrocie).

Akcje mogą być przedmiotem publicznej oferty spółek dopiero wchodzących na rynek, jak również podmiotów, których walory są już na nim notowane. W pierwszym przypadku odbywa się ona w ramach procedury nazywanej pierwotną ofertą publiczną (IPO – *Initial Public Offer*), która może obejmować emisję nowych akcji i/lub sprzedaż akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy. W przypadku emisji dokonywanych przez spółki już notowane na rynkach regulowanych, nie wypracowano dotychczas jednego terminu na określenie

tego typu oferty, a dwa najbardziej rozpowszechnione pojęcia używane w tym kontekście to SEO – *Seasoned Equity Offering* (Kim, Purnanandam, 2014) bądź SPO – *Secondary Public Offering* (Jones III, Strand Norman, 2006).

Z perspektywy samych spółek podstawowe zagadnienia odnoszące się do publicznej oferty akcji dotyczą tego, czy w ogóle przeprowadzać IPO, a jeśli tak, to na jakim rynku; jaka powinna być struktura oferty (emisja, czy sprzedaż akcji), zaś w dalszej kolejności – czy przeprowadzać dodatkowe emisje (SPO). Kwestią istotną z punktu widzenia ładu korporacyjnego jest też ustalenie ceny oferowanych akcji i grona adresatów ewentualnych emisji. Wszystkie te dylematy sprowadzają się w ostatecznym rozrachunku do podstawowego zagadnienia, jakim jest utrzymanie, bądź przekazanie kontroli nad spółką.

Decyzja dotycząca przeprowadzenia IPO i wprowadzenia akcji spółki do obrotu publicznego jest złożona, a jej determinanty wynikają zarówno z sytuacji wewnętrznej podmiotu, jak i z uwarunkowań występujących w otoczeniu (Ostrowska, Deryło, 2015). Przyczyny przeprowadzenia IPO mogą mieć charakter finansowy, taki, jak sterowanie źródłami finansowania, ale mogą też uwzględniać dodatkowe korzyści, takie, jak podniesienie prestiżu firmy, wzrost rozpoznawalności marki przedsiębiorstwa, czy zwiększenie widoczności spółki, co wpływa na wzmocnienie jej reputacji (Dąbrowski, 2009). Podobny zestaw czynników jest brany pod uwagę przy wyborze docelowego rynku notowań akcji, jak również przy podejmowaniu decyzji dotyczącej rozszerzenia liczby rynków notowań (Golec, Gabriel, 2014).

Z punktu widzenia natychmiastowego wpływu publicznej oferty akcji na strukturę akcjonariatu istotna jest proporcja liczby akcji emitowanych przez spółkę w stosunku do liczby akcji sprzedawanych przez jej dotychczasowych akcjonariuszy. W przypadku emisji następuje zwiększenie kapitału własnego spółki na skutek objęcia akcji w wyniku transakcji zawieranych w ramach rynku pierwotnego, natomiast sprzedaż akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy odbywa się na rynku wtórnym. Wpływy z emisji akcji powiększają kapitały własne spółki, a pozyskane środki pieniężne mogą być wykorzystane na potrzeby przedsiębiorstwa (np. inwestycje, czy spłatę zobowiązań). Środki pozyskane ze sprzedaży wyemitowanych uprzednio akcji zwiększają zaś majątek akcjonariuszy dokonujących dezinwestycji, a nie samej spółki. Obie te operacje w inny sposób wpływają na zmiany struktury akcjonariatu. Emisja akcji i ich objęcie przez inwestorów zewnętrznych powoduje, że obok dotychczasowych pojawiają się w spółce nowi akcjonariusze. W przypadku sprzedaży akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy, redukujących tym samym swoje zaangażowanie kapitałowe w spółkę, nabywcy zajmują ich miejsce, a ogólna liczba akcji nie zmienia się. Pierwszy typ oferty – wyłącznie emisja akcji – oznacza, że dominujące były motywy finansowe, a rozproszenie struktury akcjonariatu stało się akceptowanym kosztem pozyskania dodatkowego źródła finansowania. Drugi typ – wyłącznie sprzedaż akcji – towarzyszy najczęściej ofertom prywatyzacyjnym oraz dezinwestycjom przeprowadzanym przez fundusze *private equity*, czyli sytuacjom, w których celem oferty była zmiana akcjonariatu, a nie dofinansowanie spółki. Połączenie obu tych form – emisji i sprzedaży akcji – oznacza, że obydwie przesłanki odgrywały istotną rolę.

Po przeprowadzeniu IPO spółki, których akcje stały się przedmiotem obrotu na zorganizowanym rynku kapitałowym, mają możliwość pozyskiwania kapitału własnego w drodze emisji kolejnych serii akcji. Przeprowadzanie SPO oznacza jednak systematyczne rozpraszanie akcjonariatu, dlatego wybór tej formy finansowania uzależniony jest m.in. od istniejącej i pożądanej jego struktury (Mizerka, 2013).

Oferta akcji zarówno w ramach IPO, jak i SPO, wymaga ustalenia ich ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży. W kontekście ładu korporacyjnego oznacza to cenę sprzedaży głosów, które przypadają na akcje będące przedmiotem oferty. Dlatego w przypadku emisji kierowanych do dotychczasowych właścicieli lub innych wybranych podmiotów, które spółka chce mieć w gronie swoich akcjonariuszy, istnieje tendencja do wyznaczania niższych cen jednostkowych, niż w przypadku sprzedaży lub emisji akcji w drodze oferty publicznej (Postrach, 2014; Golec, Bukalska-Wrońska, 2014; Adamska, 2015). Zwraca się również uwagę, że nawet w ofertach publicznych nie kierowanych do konkretnych inwestorów, dość powszechnie występuje zjawisko *underpricingu*, oznaczające, że cena emisyjna lub sprzedaży akcji (czyli cena za głos) jest niższa, niż potencjalnie byłaby możliwa do osiągnięcia, gdyby dokonano właściwej wyceny akcji (Fijałkowska i in., 2013).

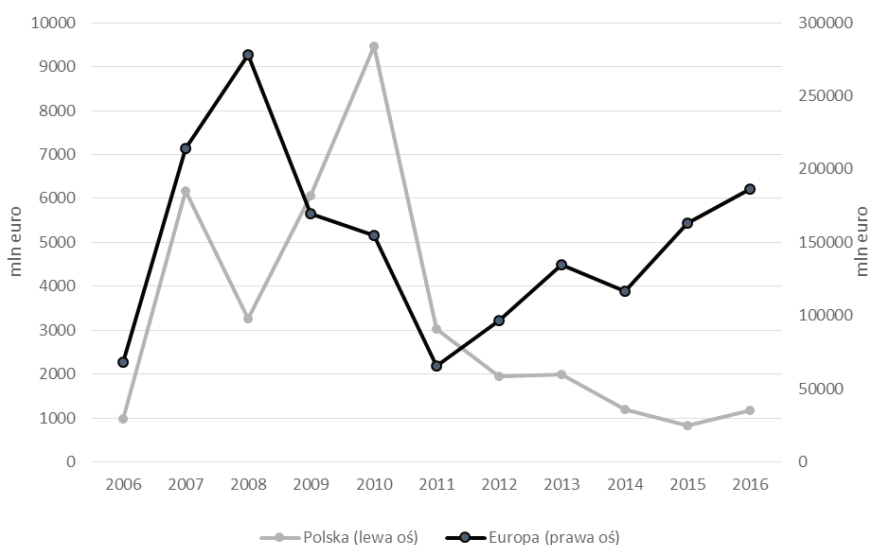
Dotychczasowe rozważania prowadzą do wniosku, że decyzje dotyczące konstrukcji publicznej oferty akcji dalece wykraczają poza kwestie *sticte* finansowe, a oferta ta może pozwolić spółce na realizację różnych innych celów. Niezależnie od charakteru tych celów będą one jednak mogły być zrealizowane jedynie wtedy, gdy oferta zostanie uznana przez inwestorów i spekulantów za na tyle atrakcyjną, żeby wzbudzić ich zainteresowanie. Tylko wtedy bowiem oferta publiczna może się powieść. Kolejna część artykułu dotyczy właśnie takich ofert, które zakończyły się sukcesem.

3. Emisje i oferty sprzedaży akcji w Polsce na tle Europy

Pozyskiwanie kapitału przez spółki w drodze publicznej emisji akcji podlega okresowym wahaniom, związanym ze zmianami koniunktury na rynku kapitałowym. Większa liczba i wartość emisji występuje po wzrostach cen akcji na tym rynku. Jest to uzasadnione sprzyjającym splotem okoliczności: z jednej strony występuje wówczas zwiększony popyt, obejmujący również akcje nowych emisji, z drugiej zaś wysokie ceny powodują obniżenie kosztu finansowania przedsiębiorstwa. Oczywiście na wybór terminu emisji wpływ mają również inne czynniki związane z branżą lub samą spółką, jednak te czynniki specyficzne odgrywają mniejszą rolę przy analizie tendencji systematycznych. Podobne tendencje odnośnie do zmienności w czasie występują w przypadku ofert sprzedaży akcji – okresy dobrej koniunktury sprzyjają ich natężeniu nie tylko ze względu na możliwość osiągnięcia większych wpływów, ale i potencjalnie większe rozproszenie akcji wśród nabywców.

Na rysunku 1 zamieszczone zostały dane dotyczące wartości publicznych gotówkowych ofert akcji, jakie miały miejsce w latach 2006–2016 w Europie. Dane dotyczące ofert przeprowadzonych w Polsce zostały uwzględnione zarówno jako część ofert europejskich

(jednak średnio stanowią one zaledwie 2,83%), jak i jako oddzielna wartość. W obydwu przypadkach wartość ofert nie jest stabilna w czasie, a zmiany zachodzące w Polsce nie odzwierciedlają tendencji europejskich. Współczynnik korelacji tempa zmian wartości ofert w Polsce i Europie wynosi w analizowanym okresie $-0,17$. W Polsce oferty publiczne akcji miały swoje apogeum w roku 2010, a później ich wartość systematycznie malała. Dopiero w 2016 roku widać nieznaczny wzrost wielkości ofert, dający nadzieję na odwrócenie trendu. W Europie pokryzysowy spadek trwał do 2011 roku, w kolejnych latach utrzymuje się lekki trend wzrostowy, ale rekordowe poziomy z lat 2007 i 2008 jeszcze nie zostały osiągnięte.

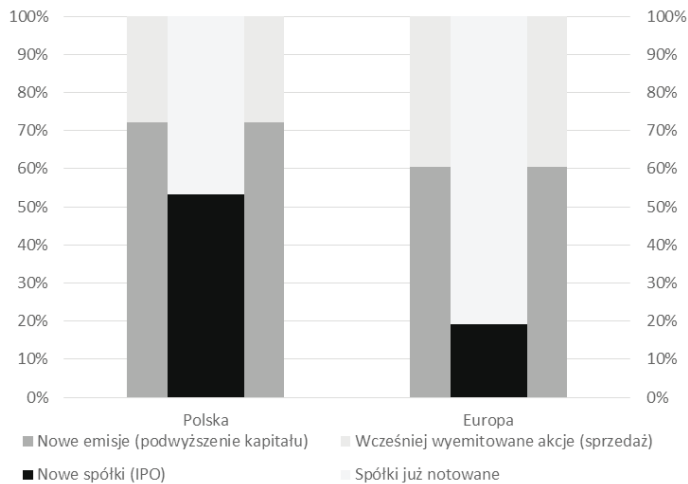


Rysunek 1. Wartość publicznych ofert akcji w Polsce na tle Europy (lata 2006–2016)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Federation of European Securities Exchanges, <http://www.fese.eu/statistics-market-research/statistics> (5.02.2017).

Obok zmienności w czasie wartości ofert akcji istotną kwestią pozostaje struktura tych ofert pod względem zasadniczego motywu leżącego u ich podstaw (pozyskanie dodatkowego kapitału vs. zmiany w składzie akcjonariatu). Jak bowiem wykazały wcześniejsze badania, „pierwotni akcjonariusze nie podejmują swoich decyzji pod wpływem chwilowych trendów na publicznym rynku papierów wartościowych, a ich działania wynikają z ustalonych strategii zarządzania posiadanymi aktywami” (Sosnowski, 2015, s. 223). Ujmując to w inny sposób – spółki kierując się czynnikami zewnętrznymi mogą przesuwac swoje oferty w czasie, ale nie zmieniają pod wpływem tych czynników celów, dla których oferty te przeprowadzają. Inwestorzy i spekulanci mogą jednak w różnych stanach koniunktury odmiennie reagować na oferty emisji i sprzedaży akcji, a w konsekwencji wpływać na ich

powodzenie. Analiza struktury ofert powinna zatem obejmować wystarczająco długi okres, pozwalający wyeliminować oddziaływanie decyzji dotyczących zmian trendów po stronie spółek i różnic w zachowaniach inwestorów uwarunkowanych koniunkturą na rynku akcji. Dlatego badając strukturę łącznej wartości ofert gotówkowych przeprowadzonych w Polsce i Europie przyjęto ponad 10-letni horyzont czasowy, obejmujący lata 2006–2016. Zbiorcze dane zaprezentowane zostały na rysunku 2. Na wykresie zestawione zostały dane dotyczące samej Polski i Europy łącznie. Oferty podzielono posługując się dwoma kryteriami: przeznaczenia pozyskanych środków (dokapitalizowanie spółki vs. sprzedaż akcji na rynku wtórnym) oraz statusu spółki przeprowadzającej ofertę (nowa vs. już notowana). Zarówno w jednym, jak i drugim przypadku widoczne są wyraźne różnice między badanymi rynkami. W Polsce mniej, niż 30% środków pozyskanych na rynku kapitałowym w drodze ofert publicznych akcji zasila konta dotychczasowych akcjonariuszy. W Europie jest to ok. 40%. Oznacza to, że w Polsce, w porównaniu do ogółu giełd w Europie, rynek publiczny jest w większym stopniu wykorzystywany do dokapitalizowania spółek, niż traktowany jako miejsce dokonywania dezinwestycji. Z kolei pod względem statusu spółek przeprowadzających oferty Polskę charakteryzuje nieznaczna przewaga wartości ofert przeprowadzanych w ramach IPO, nad ofertami typu SPO. W Europie proporcje te są odmierne – czterokrotnie większa jest wartość ofert spółek, których akcje są już notowane (czyli SPO).



Rysunek 2. Struktura ofert publicznych akcji w Polsce i w Europie łącznie w latach 2006–2016

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Federation of European Securities Exchanges, <http://www.fese.eu/statistics-market-research/statistics> (5.02.2017).

Reasumując należy zauważyć, że w Polsce rynek kapitałowy służy spółkom przede wszystkim do pozyskania kapitału, głównie w ramach IPO. W przypadku spółek już notowanych rola rynku kapitałowego jako źródła pozyskiwania kapitału ulega generalnie

zmniejszeniu. Giełda ma również mniejsze, niż w Europie znaczenie, jako miejsce, w którym dochodzi do przekazania kontroli nad spółkami, dotychczasowi akcjonariusze sprzedają w drodze publicznej oferty relatywnie mało akcji. Łącznie taki kształt publicznych ofert akcji znamionują cechy polskiego rynku charakterystyczne dla zamkniętego modelu kontroli – najczęściej podczas emisji, które odbywają się przede wszystkim w ramach IPO oferowane jest tylko tyle akcji (dających głosy), ile potrzeba do zapewnienia spółkom zastrzyku kapitału w ramach IPO, ale bez utraty kontroli przez dotychczasowych akcjonariuszy dominujących. Późniejsze emisje są rzadkie i niewielkie, co ogranicza rozpraszanie własności i kontroli.

Sytuacja w Europie, będąca wypadkową wpływu istnienia otwartych i zamkniętych modeli ładu korporacyjnego jest inna – widać większą swobodę w przeprowadzaniu emisji przez spółki już notowane. Mniejszy nacisk kładziony na utrzymywanie pełnej kontroli powoduje większą elastyczność w wykorzystywaniu tej formy finansowania. Giełda odgrywa również bardziej znaczącą rolę jako miejsce dokonywania dezinvestycji, stanowiąc skuteczny mechanizm rynkowy transferu własności i kontroli.

Uwagi końcowe

Rynki kapitałowe rozwijają się dynamicznie na całym świecie. Systematycznie rośnie liczba spółek, których akcje są notowane w obrocie publicznym, wzrasta wartość obrotów instrumentami udziałowymi, coraz większe jest natężenie spekulacji, również tej dokonywanej w ramach handlu algorytmicznego. Powoduje to eskalację zmienności i wzrost złożoności otoczenia spółek, co oddziałuje na ich wycenę i możliwości pozyskiwania kapitału. W połączeniu ze swobodnym przepływem kapitału, mającym znaczący wpływ na rynek akcji rozumiany jako rynek kontroli, tendencje te prowadzą też do częstych zmian w obrębie struktur własnościowych spółek publicznych. W tak turbulentnym otoczeniu ważne stają się czynniki stabilizujące sytuację spółek, pozwalające na unikanie zaburzeń w ciągłości ich funkcjonowania i utrzymywanie głównych kierunków rozwoju. Do takich czynników należy koncentracja własności, a w przypadku niemożności jej utrzymania, koncentracja kontroli w rękach aktywnych akcjonariuszy mniejszościowych.

Nadmierne dążenie do utrzymania kontroli może jednak prowadzić do zachowawczości tworzącej barierę w dostępie do kapitału. Brak emisji akcji przez spółki już notowane powodowany niechęcią do nadmiernego rozpraszania akcjonariatu jest tego przejawem. Występujące w Polsce tendencje świadczą o istnieniu takiego właśnie nastawienia w dużej części spółek. W dłuższej perspektywie może to ograniczać potencjał rozwojowy polskiej gospodarki.

Literatura

- Adamska, A. (2015). Docelowe podwyższenie kapitału jako instrument lewarowania kontroli właścicielskiej. *Zarządzanie i Finanse. Journal of Management and Finance*, 1 (13), 5–19.
- Adamska, A., Staszewicz, P. (2015). Authorized capital as a risk management tool in emerging economies. The case of Poland. *Folia Oeconomica*, 1 (310), 7–20.
- Davies, M., Schlitzer, B. (2008). The impracticality of an international “one size fits all” corporate governance code of best practice. *Managerial Auditing Journal*, 6 (23), 532–544.
- Dąbrowski, T.J. (2009). Zarządzanie reputacją przedsiębiorstwa. *Przegląd Organizacji*, 9, 27–30.
- Dudycz, T. (2013). *Działalność inwestycyjna spółek debiutujących na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*. Wrocław: Oficyna Wydawnicza Politechniki Wrocławskiej.
- Fierla, A., Grygiel-Tomaszewska, A. (2017). Proces finansjeryzacji. W: A. Fierla (red.), *Finansjeryzacja gospodarki i jej wpływ na przedsiębiorstwa*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Fijałkowska, D., Muszyński, M., Pauka, M. (2013). Zjawisko underpricingu a ład korporacyjny na rynku NewConnect. *Zarządzanie i Finanse*, 2/6 (11), 415–426.
- Franks, J., Mayer, C. (1995). Ownership and Control. W: H. Siebert (red.), *Trends in Business Organization: Do Participation and Co-operation Increase Competitiveness?* Tübingen: Mohr (Siebeck).
- Golec, A., Gabriel, B. (2014). Standardy ładu korporacyjnego jako czynnik determinujący wybór miejsca zagranicznego debiutu giełdowego na przykładzie spółek ukraińskich. *Studia Prawno-Ekonomiczne*, 2 (XC1), 125–142.
- Golec, A., Kurek, B. (2011). Ewolucja systemów nadzoru korporacyjnego w Stanach Zjednoczonych. *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Gdańskiego*, 1–2, 69–82.
- Golec, M., Bukalska-Wrońska, E.M. (2014). Wycena kapitału własnego w procesie IPO. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 2 (198), 27–35.
- Jeżak, J. (2002). *Czynniki determinujące efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach akcyjnych – wnioski z doświadczeń zachodnich*. W: S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Jones III, A., Strand Norman, C. (2006). Decision Making in a Public Accounting Firm: An Instructional Case in Risk Evaluation, Client Continuance, and Auditor Independence within the Context of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. *Issues in Accounting Education*, 4 (21), 431–447.
- Kim, E.H., Purnanandam, A. (2014). Seasoned Equity Offerings, Corporate Governance, and Investments. *Review of Finance*, 3 (18), 1023–1057.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 3 (52), 1131–1150.
- Lukasik, G. (2010). *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*. Katowice: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego.
- Mizerka, J. (2013). Finanse przedsiębiorstw – dwa typy podejścia. *Studia Oeconomica Posnaniensia*, 1 (250), 40–48.
- Morck, R., Yeung, B. (2009). *Never waste a good crisis: An historical perspective on comparative corporate governance*. NBER Working Paper 15042, Cambridge.
- Ostaszewski, J., Cicirko, T., Kreczmańska-Gigol, K., Russel, P. (2009). *Finanse spółki akcyjnej*. Warszawa: Difin.
- Ostrowska, E., Deryło, M. (2015). Determinanty rozwoju rynku emisji pierwotnych akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 1 (937), 101–114.
- Postrach, K. (2014). Problemy ukrytych aportów w spółkach publicznych. *Studia Prawno-Ekonomiczne*, 2 (XC1), 293–308.
- Samborski, A. (2013). Perspektywy i bariery konwergencji systemów nadzoru korporacyjnego. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 141, 72–89.
- Sosnowski, T. (2016). Struktura kapitału a sprzedaż akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy nowych spółek giełdowych w pierwszych ofertach publicznych. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 282, 210–226.
- Szyska, A. (2013). Szybkość procesu upublicznienia spółki a koniunktura giełdowa. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 766, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 62, 433–441.
- Urbanek, P. (2011). Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych). *Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego*, 9, 215–237.
- Useem, M. (1998). Corporate Leadership in a Globalizing Equity Market. *Academy of Management Executive*, 4 (12), 43–59.

Wawryszuk-Misztal, A. (2014). Cele emisji akcji w pierwszej ofercie publicznej w okresie 2008–2013. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 14/2 (198), 86–94.

PUBLIC OFFERING OF SHARES – A PERSPECTIVE OF CORPORATE GOVERNANCE

Abstract: *Purpose* – The aim of the article is to present the conditions of the public offering of shares resulting from the principles of corporate governance and to verify the hypothesis of the differences in public offerings based on the corporate governance model adopted on a given capital market.

Design/methodology/approach – Analysis of the literature, which allowed to formulate the hypothesis, has been completed by analysis of the structure of the public offers, which took place in Poland and across Europe in 2006–2016.

Findings – The comparison of the structure of public offerings within the closed and mixed corporate governance system allowed to determine the significant differences in terms of both the status of the companies carrying the offers and the allocation of funds raised from investors.

Originality/value – The article provides further evidence of the influence of the corporate governance model on business decisions, in this case on raising capital from the financial market.

Keywords: shareholding, corporate governance, shares issue, IPO, SPO

Cytowanie

Adamska, A. (2017). Publiczna oferta akcji – perspektywa ładu korporacyjnego. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 5 (89/2), 475–484. DOI: 10.18276/frfu.2017.89/2-39.