

Dynamika dezinwestycji funduszy *private equity* na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Tomasz Sosnowski*

Streszczenie: *Cel* – Zasadniczym celem opracowania jest rozpoznanie czynników mających wpływ na dynamikę redukcji zaangażowania kapitałowego funduszy *private equity* w spółki portfelowe w procesach dezinwestycji realizowanych metodą pierwszej oferty publicznej.

Metodologia badania – Ocena dynamiki realizacji procesów dezinwestycji metodą pierwszej oferty publicznej na polskim rynku giełdowym i czynników na nią wpływających przeprowadzona została z wykorzystaniem metod statystyki opisowej, analizy korelacji (współczynnik korelacji rang Spearmana) oraz analizy regresji wielokrotnej.

Wynik – Okres, w którym następuje redukcja zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w spółkę portfelową po wprowadzeniu jej akcji do publicznego obrotu, związany jest w znaczący sposób z przyjętą w pierwszej ofercie publicznej strategią dezinwestycji, a zwłaszcza z czynnikami charakteryzującymi ogół przekształceń struktury właścicielskiej spółek portfelowych związanych z ich debiutem giełdowym.

Oryginalność/wartość – Proces wyjścia z inwestycji funduszy *private equity* po wprowadzeniu akcji spółki portfelowej do publicznego obrotu jest zagadnieniem dotychczas w znikomym stopniu rozpoznany w literaturze przedmiotu, zarówno polskiej, jak i zagranicznej. W pracy zaprezentowane zostały pierwsze wyniki badań empirycznych nad czynnikami mającymi wpływ na tempo realizacji dezinwestycji funduszy *private equity* za pośrednictwem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Słowa kluczowe: dezinwestycja, pierwsza oferta publiczna, fundusze *private equity*

Wprowadzenie

Aktywność działania funduszy *private equity* ocenić można wieloma kryteriami i miernikami, związanymi z rozmiarami, rodzajami i strukturą celowego inwestowania kapitału w spółki posiadające i wykorzystujące potencjał wzrostu wartości rynkowej dla osiągnięcia zysku kapitałowego. W rozważaniach nad efektywnością działań inwestycyjnych funduszy *private equity* kluczową kwestią są źródła tworzenia zysku i możliwości jego realizacji. Warunkiem jego realizacji jest przyrost wartości rynkowej zainwestowanego kapitału osiągany podczas rozwoju działalności gospodarczej spółek wchodzących w skład portfela inwestycyjnego funduszu. Kwantyfikacja sukcesu inwestycyjnego następuje dopiero w momencie zbycia posiadanych przez fundusz *private equity* udziałów w spółce portfelowej.

Zasadniczym celem opracowania jest próba udzielenia odpowiedzi na pytanie: jakie czynniki mają wpływ na dynamikę redukcji zaangażowania kapitałowego funduszy *private*

* dr Tomasz Sosnowski, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki, 90–214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41, tomasz.sosnowski@uni.lodz.pl.

te equity w spółki portfelowe w procesach dezinwestycji realizowanych metodą pierwszej oferty publicznej.

Chociaż dezinwestycje funduszy *private equity*, zwłaszcza te realizowane metodą pierwszej oferty publicznej, są przedmiotem rozważań wielu opracowań naukowych – głównie anglojęzycznych – to wiedza na temat procesu realizacji wyjścia z inwestycji po wprowadzeniu akcji spółki portfelowej do publicznego obrotu jest stosunkowo niewielka (Da Rin i in. 2013: 604). W literaturze przedmiotu zauważyć można dwa dominujące nurty badań nad procesami dezinwestycji, a mianowicie analizę czynników mających wpływ na wybór metody i czasu wyjścia z inwestycji (Cockburn, MacGarvie 2009: 729–773; Cumming 2008: 1947–1982; Bienz, Walz 2010: 1071–1116; Puri, Zarutskie 2012: 2247–2293; Ball, Chiu, Smith 2011: 3105–3138) oraz wpływ funduszy *private equity* na kształtowanie się kursów akcji spółek portfelowych na rynku giełdowym (Lee, Wahal 2004: 375–407; Liu, Ritter 2011: 579–601; Krishnan i in. 2011: 1295–1333; Brav, Gompers 1997: 1791–1821). Praktyka działalności funduszy *private equity* po debiucie akcji spółki portfelowej na giełdzie papierów wartościowych to nowy, inspirujący obszar badawczy, który dotychczas nie zyskał należytego zainteresowania ze strony środowiska naukowego.

Dla realizacji wskazanego celu opracowania sformułowana została hipoteza badawcza, stwierdzająca, że czas redukcji zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w spółkę portfelową po wprowadzeniu jej akcji do publicznego obrotu zależy od przyjętej w pierwszej ofercie publicznej strategii dezinwestycji.

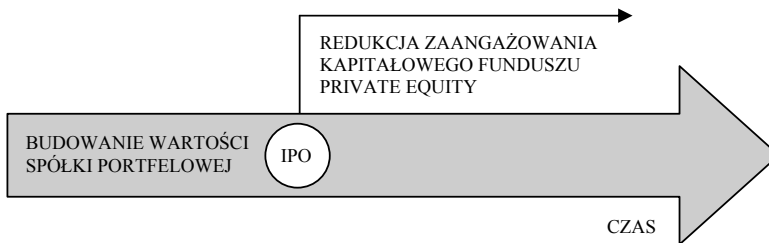
Badania empiryczne zmierzające do weryfikacji sformułowanej hipotezy badawczej zostały przeprowadzone na grupie 23 spółek portfelowych funduszy *private equity* objętych procesami dezinwestycji, których pierwsze notowanie na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie odbyło się w latach 2002–2010. Warunkiem zakwalifikowania spółek do próby badawczej było również zakończenie procesu inwestycyjnego funduszy *private equity* i całkowita redukcja zaangażowania kapitałowego funduszy w te podmioty. Ponadto badane przedsiębiorstwa posiadały główną siedzibę działalności w Polsce, a przed dopuszczeniem do publicznego obrotu przeprowadziły publiczną ofertę sprzedaży akcji i/lub publiczną subskrypcję akcji.

1. Wyjście z inwestycji funduszy *private equity* za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych

Symptomatyczną cechą inwestycji funduszy *private equity* jest ograniczony czas ich trwania. Podejmowane na wcześniejszych etapach procesu inwestycyjnego działania, mające na celu dynamiczny wzrost wartości rynkowej spółek portfelowych, zawsze dokonywane są z intencją zbycia w przyszłości posiadanych w portfelu inwestycyjnym aktywów i zakończenia zaangażowania kapitałowego funduszu w te podmioty. Fundusze *private equity* dysponują bowiem kapitałem powierzonym w zarządzanie na predefiniowany okres, po

którym kapitałodawcy funduszu oczekują jego zwrotu wraz z wypracowanym zyskiem. Etap dezinwestycji należy uznać za kluczowy w ekonomice funkcjonowania funduszy na rynku kapitału podwyższonego ryzyka (Gompers, Lerner 2006: 345; Black, Gilson 1998: 254) i stanowiący integralną część całego procesu inwestycyjnego (Fenn i in.1996: 29).

Spośród szerokiego wachlarza form redukcji zaangażowania kapitałowego funduszy *private equity* w spółki portfelowe (zob. Sobańska, Sieradzan 2004: 115; Zasępa 2010: 90–91) to dezinwestycje realizowane za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych cieszą się największym uznaniem na rynku kapitału podwyższonego ryzyka (Wall, Smith 1997: 8). Chociaż ta forma wyjścia z inwestycji funduszu *private equity* powszechnie nazywana jest *pierwszą ofertą publiczną*, to w praktyce oferowanie akcji spółki po raz pierwszy za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych najczęściej rozpoczyna proces redukcji zaangażowania kapitałowego funduszu w spółkę portfelową (Cumming, MacIntosh 2003a: 512; Povaly 2007: 252; Peaglis, Veeren 2013: 104–123; Gompers, Lerner 2006: 423; Wrzeński 2008: 231). Właściwa redukcja zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w spółkę portfelową następuje z reguły w terminie późniejszym (Lin, Smith 1998: 241–263) (zob. rys. 1).



Rysunek 1. Przebieg procesu dezinwestycji funduszy *private equity* za pośrednictwem rynku giełdowego

Źródło: opracowanie własne.

W literaturze przedmiotu wskazuje się, iż głównym powodem dezinwestycji realizowanych za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych w formie rozłożonej w czasie redukcji zaangażowania kapitałowego, jest obecność na tym rynku asymetrii informacji, która może mieć negatywny wpływ na wycenę rynkową spółki portfelowej (Cumming, Johan 2008: 198). W procesach dezinwestycji fundusz *private equity* jest stroną uprzywilejowaną w stosunku do inwestorów giełdowych w dostępie do informacji i możliwości jej wykorzystania. Dzięki długotrwałej współpracy ze spółką portfelową oraz zastosowaniu efektywnych mechanizmów nadzoru korporacyjnego fundusz posiada pełniejszą wiedzę o konkurentach, klientach, trudnościach działania oraz perspektywach dalszego jej rozwoju. Fundusz *private equity*, pozostając akcjonariuszem spółki po wprowadzeniu jej akcji do publicznego obrotu, przekazuje sygnał otoczeniu rynkowemu, iż nadal pozytywnie

postrzeża perspektywy rozwoju spółki i szanse wzrostu jej wartości rynkowej, wpływając przez to na zmniejszenie negatywnych skutków luki informacyjnej (Megginson, Weiss 1991: 879–903).

Wydłużający się okres dezinwestycji za pośrednictwem rynku giełdowego stanowić może źródło pewnego ryzyka dla przedsiębiorstwa udziałowego, funduszu, jak i pozostałych bieżących oraz potencjalnych akcjonariuszy spółki portfelowej. Niepewność związana z niezajomością docelowej struktury własności oraz brak wiedzy odnośnie oczekiwań nowych akcjonariuszy może powodować problemy ze sformułowaniem strategii rozwoju spółki, a w konsekwencji nieefektywne gospodarowanie posiadanymi zasobami. Z kolei fundusz *private equity* jest narażony na ryzyko związane ze zmienną koniunkturą giełdową, a wahania kursów akcji mogą znacząco wpływać na poziom osiąganego zwrotu z inwestycji w daną spółkę. Ponadto inwestorzy giełdowi, mając na uwadze intencje funduszu związane z realizacją procesu dezinwestycji, mogą obawiać się pojawienia się na rynku znaczącej podaży akcji danej spółki. Sytuacja ta i ryzyko z nią związane może stanowić istotną barierę wzrostu wyceny rynkowej akcji spółek portfelowych funduszy *private equity*.

Podkreślić należy, iż w cele działalności funduszy *private equity* nie wpisuje się prowadzenie działalności inwestycyjnej na rynku giełdowym, zwłaszcza w perspektywie długoterminowej (Peaglis, Veeren 2013: 105). Działalność na rynku kapitału podwyższonego ryzyka wymaga ciągłego dążenia do maksymalizacji efektów ekonomicznych prowadzonej działalności inwestycyjnej, co związane jest z potrzebą kreowania przewagi konkurencyjnej funduszy *private equity* nad alternatywnymi możliwościami lokowania kapitału. Wraz z rozwojem spółek portfelowych funduszy *private equity* zwiększa się skala działania tych przedsiębiorstw oraz zmniejsza się ryzyko inwestycyjne, a w konsekwencji trudne bądź niemożliwe staje się również otrzymanie nadzwyczajnej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału (Wrzesiński 2008: 225). Możliwości stymulowania wzrostu wartości przedsiębiorstw wchodzących w skład portfela inwestycyjnego są największe na samym początku zaangażowania kapitałowego funduszu w spółkę. Krańcowa wartość dodana, wynikająca z wprowadzenia dyscypliny finansowej, doradztwa w zakresie zarządzania operacyjnego czy wyznaczenia strategicznych kierunków rozwoju przedsiębiorstwa, z biegiem czasu maleje (Cumming, MacIntosh 2003b: 110). Spółki portfelowe stają się więc stopniowo przedmiotem inwestycji znajdującym się w obszarze zainteresowania inwestorów charakteryzujących się niższą awersją do ryzyka, jak również dla inwestorów wymagających od potencjalnego celu przejścia osiągnięcia istotnej skali działania lub znaczącego udziału w rynku (Wrzesiński 2008: 225). Reinwestowanie kapitału uzyskanego w wyniku dezinwestycji w kolejne innowacyjne przedsiębiorstwa umożliwia funduszom osiągnięcie wysokiego poziomu efektywności inwestycyjnej (Black, Gilson 1998: 245). Wydłużający się czas, jaki jest niezbędny do realizacji całkowitego wyjścia z inwestycji za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych, stanowi źródło kosztów *implicite* dla funduszu.

2. Metodyka badań i przebieg procesu badawczego

Badania empiryczne zmierzają do identyfikacji czynników wpływających na dynamikę redukcji zaangażowania kapitałowego funduszy *private equity* za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych. Dla osiągnięcia celu badań wykorzystano przede wszystkim metody statystyki opisowej, analizę korelacji z wykorzystaniem współczynnika korelacji rang Spearmana oraz analizę regresji wielokrotnej. Otrzymane wyniki zostały poddane procedurze testowania istotności statystycznej.

Ocena dynamiki realizacji procesów dezinwestycji funduszy *private equity* zastała przeprowadzona z perspektywy czasu, w jakim fundusz *private equity* osiągnął pełną redukcję zaangażowania kapitałowego w spółkę portfelową po wprowadzeniu jej akcji do publicznego obrotu. Dążąc do identyfikacji czynników, które mogą mieć wpływ na kształtowanie się dynamiki procesów dezinwestycji realizowanych poprzez warszawski rynek papierów wartościowych, analizie poddane zostały trzy grupy zmiennych objaśniających (zob. tab. 1).

Tabela 1

Oznaczenia i opis zmiennej zależnej i zmiennych objaśniających

Wyszczególnienie	Opis
T_{EXIT}	Czas pomiędzy debiutem spółki portfelowej na giełdzie a realizacją całkowitego wyjścia z inwestycji funduszu <i>private equity</i> w miesiącach.
$PE_{POST-IPO}$	Udział funduszu <i>private equity</i> w kapitale zakładowym spółki portfelowej po przeprowadzeniu pierwszej oferty publicznej.
DEGREE	Stopień dezinwestycji funduszu <i>private equity</i> zrealizowany w ramach pierwszej oferty publicznej wyrażony stosunkiem liczby akcji zbytych w ramach publicznej oferty sprzedaży oraz liczby akcji będących w portfelu inwestycyjnym funduszu przed rozpoczęciem wyjścia z inwestycji.
DILUTION	Stopień rozwodnienia kapitału zakładowego spółki portfelowej na skutek emisji nowych akcji w ramach pierwszej oferty publicznej.
OTHER	Sztuczna zmienna, która przyjmuje wartość 1 w sytuacji, gdy pozostali akcjonariusze spółki portfelowej zbywali posiadane akcje w ramach pierwszej oferty publicznej, w przeciwnym wypadku 0.
MV	Wartość rynkowa spółki portfelowej na koniec pierwszego dnia notowań na GPW w Warszawie w mln zł.
UNDERPRICING	Prosta stopa zwrotu z akcji spółki portfelowej w pierwszym dniu notowań na GPW w Warszawie.
P/BV	Wskaźnik wartości giełdowej do wartości księgowej spółki portfelowej na koniec pierwszego dnia notowań na GPW w Warszawie.
EM	Mnożnik dźwigni będący relacją uśrednionego poziomu aktywów do uśrednionego poziomu kapitałów własnych spółki portfelowej w roku debiutu giełdowego.
ROA	Wskaźnik rentowności aktywów będący relacją wyniku netto do średniego stanu sumy bilansowej spółki portfelowej w roku debiutu giełdowego w %.
SALES	Suma przychodów ze sprzedaży zrealizowanych przez spółkę portfelową w roku debiutu giełdowego w mln zł.

Źródło: opracowanie własne.

Pierwszą grupę stanowiły zmienne charakteryzujące ogół przekształceń struktury właścicielskiej spółek portfelowych funduszy *private equity* związanych bezpośrednio z przyjętą formułą realizacji pierwszej oferty publicznej, a mianowicie zmienne egzogeniczne $PE_{POST-IPO}$, $DEGREE$, $DILUTION$, $OTHER$. Charakteryzują one działania funduszu związane z redukcją udziału kapitałowego w spółce portfelowej, zwiększenie kapitału zakładowego spółki w wyniku emisji nowych akcji oraz działania pozostałych akcjonariuszy w zakresie sprzedaży akcji danego podmiotu. Przyjęto bowiem założenie, iż bezpośredni lub pośredni wpływ na kształtowanie się tych czynników ma fundusz *private equity*, a konkretne działania w tym zakresie związane są z przyjętą strategią wyjścia z inwestycji.

Drugą grupę zmiennych objaśniających dynamikę realizacji procesów dezinwestycji stanowiły charakterystyki wyceny rynkowej spółki portfelowej, czyli MV , $UNDERPRICING$, P/BV . Możliwości zbywania akcji na rynku giełdowym są bezpośrednio związane z oczekiwaniami co do wyceny oferowanych papierów wartościowych. Cena, po jakiej akcje są sprzedawane w pierwszej ofercie publicznej, też jest powiązana z przyjętą strategią dezinwestycji.

Trzecią grupę zmiennych stworzyły charakterystyki ogólnie opisujące sytuację finansową spółki portfelowej w momencie wprowadzania jej akcji do publicznego obrotu po raz pierwszy, a dokładnie zmienne EM , ROA , $SALES$. Stanowią one pewnego rodzaju odzwierciedlenie skali i efektywności prowadzonej przez te podmioty działalności gospodarczej. Podejrzewać można, iż skłonność funduszu *private equity* do zbywania posiadanych w portfelu inwestycyjnym akcji oraz zainteresowanie inwestorów giełdowych ich nabyciem będą związane z sytuacją ekonomiczno-finansową danej spółki.

Ocena wpływu poszczególnych czynników na zmienną objaśnianą została przeprowadzona z wykorzystaniem równania regresji wielokrotnej następującej postaci:

$$T_{EXT_i} = \beta_0 + \beta_1 PE_{POST-IPO_i} + \beta_2 DEGREE_i + \beta_3 DILUTION_i + \beta_4 OTHER_i + \beta_5 UNDERPRICING_i + \beta_6 P/BV_i + \beta_7 EM_i + \beta_8 ROA_i + \beta_9 \ln MV_i + \beta_9 \ln SALES_i + \varepsilon_i$$

Parametry powyższego równania zostały oszacowane metodą najmniejszych kwadratów.

Dane liczbowe niezbędne do przeprowadzenia badań empirycznych pochodziły z prospektów emisyjnych, raportów bieżących i okresowych badanych spółek oraz bazy *Emerging Markets Information Service*.

3. Wyniki badań empirycznych nad dynamiką redukcji zaangażowania kapitałowego funduszy *private equity* po wprowadzeniu akcji spółek portfelowych do publicznego obrotu

Realizacja pierwszej publicznej oferty sprzedaży akcji oraz debiut giełdowy rozpoczynają proces przekształceń struktury akcjonariatu przedsiębiorstwa udziałowego, zmierzający do wycofania się funduszu *private equity* z grona właścicieli tego podmiotu. Analizując dane liczbowe dotyczące udziału funduszy *private equity* w kapitale zakładowym badanych spółek portfelowych, zauważyć można istotne różnice pomiędzy udziałem funduszu *private equity* w kapitale zakładowym spółki przed i po debiucie jej akcji na GPW w Warszawie.

Wyniki badań empirycznych nad przekształceniami struktury akcjonariatu badanych podmiotów przedstawione w tabeli 2 pozwalają stwierdzić, iż przed przeprowadzeniem publicznej oferty sprzedaży akcji w portfelach inwestycyjnych funduszy *private equity* znajdowały się pakiety akcji stanowiące znaczną część kapitału zakładowego spółek portfelowych. W większości badanych spółek fundusze *private equity* były akcjonariuszem większościowym. Zakres owego udziału przed debiutem giełdowym był jednakże zróżnicowany i wahał się od 17,03 do 98,5%. Po przeprowadzeniu publicznej oferty sprzedaży akcji zauważyć można znaczący spadek udziału funduszu *private equity* w strukturze akcjonariatu analizowanych spółek. Przedstawione w tabeli 2 miary pozycyjne, opisujące rozkład badanej zmiennej, wskazują na znaczne zmiany w tym zakresie. Zarówno kwartył pierwszy, mediana, jak i kwartył trzeci znajdują się na poziomie poniżej 50% (zob. tab. 2).

Kontynuując analizę danych zawartych w tabeli 2 można wskazać, iż dezinwestycje funduszy *private equity* realizowane za pośrednictwem GPW w Warszawie w większości analizowanych przypadków wiązały się na ogół z rozłożoną w czasie redukcją zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity*. Realizacja zysku kapitałowego i całkowite wycofanie się funduszu ze spółki następowało nawet po kilku latach. Wśród badanych spółek czas potrzebny do realizacji całkowitej redukcji zaangażowania kapitałowego funduszy *private equity* w spółki portfelowe był wyraźnie zróżnicowany i wahał się od 0 do 74 miesięcy. Dla realizacji zysku kapitałowego i osiągnięcia całkowitego wyjścia z inwestycji fundusze *private equity* potrzebowały średnio 27,04 miesięcy. Rozkład zmiennej T_{EXIT} charakteryzuje się niewielką asymetrią lewostronną.

Informacje charakteryzujące zmienne objaśniane wskazują z kolei na znaczące zróżnicowanie zarówno form realizacji pierwszej oferty publicznej, jak i samych podmiotów. Formułując jednakże pewne ogólne wnioski można wskazać, iż fundusze *private equity*, realizując procesy dezinwestycji w ramach debiutu giełdowego spółek, średnio zbywały 42% posiadanych akcji. W większości transakcji wraz ze sprzedażą akcji istniejących oferowane były akcje nowej emisji. Ponadto, pozostali akcjonariusze tych przedsiębiorstw w większości przypadków nie sprzedawali akcji w ramach oferty. W większości przypadków kurs akcji tych spółek wzrósł na koniec pierwszego dnia notowań w porównaniu do ceny z rynku pierwotnego. Z kolei analizując opis spółek poddanych procesowi dezinwestycji za pośred-

nictwem warszawskiej giełdy można wskazać, iż charakteryzowały się one zróżnicowaną wartością rynkową i skalą działania, przy czym w większości przypadków były to podmioty rentowne.

Tabela 2

Wybrane statystyki opisowe analizowanych zmiennych

Wyszczególnienie	Średnia	Odchylenie standardowe	Kwartył pierwszy	Mediana	Kwartył trzeci	Minimum	Maksimum
T_{EXIT}	27,04	22,78	5,50	28,00	41,00	0,00	74,00
$PE_{PRE-IPO}^*$	0,58	0,24	0,40	0,52	0,78	0,17	0,99
$PE_{POST-IPO}$	0,31	0,23	0,12	0,31	0,48	0,00	0,76
DEGREE	0,42	0,35	0,13	0,38	0,60	0,00	1,00
DILUTION	0,28	0,24	0,15	0,21	0,33	0,00	0,98
OTHER	0,35	0,49	0,00	0,00	1,00	0,00	1,00
UNDERPRICING	0,13	0,30	-0,03	0,03	0,14	-0,07	1,33
P/BV	16,51	36,12	1,98	3,59	12,54	1,21	169,89
MV	220,27	274,75	48,82	100,27	250,37	17,95	915,75
EM	1,87	0,88	1,34	1,79	2,21	0,47	5,20
SALES	177,29	270,76	32,81	93,17	172,01	6,57	1230,19
ROA	6,99	5,78	3,50	6,00	9,90	-5,10	19,30

* $PE_{PRE-IPO}$ – udział funduszu *private equity* w kapitale zakładowym spółki portfelowej przed przeprowadzeniem pierwszej oferty publicznej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektów emisyjnych i raportów bieżących analizowanych spółek oraz informacji *Emerging Markets Information Service*.

Analiza zależności między zmienną T_{EXIT} a badanymi charakterystykami procesów dezinwestycji funduszy *private equity* wskazuje na występowanie związków o zróżnicowanym kierunku i sile. Zaprezentowane w tabeli 3 wartości współczynników korelacji rang Spearmana wskazują na występowanie silnych zależności pomiędzy zmienną T_{EXIT} a zaangażowaniem funduszu *private equity* w spółkę portfelową po wprowadzeniu jej akcji po raz pierwszy do publicznego obrotu oraz stopniem dezinwestycji zrealizowanym w ramach pierwszej oferty publicznej. Warto również zauważyć występowanie ujemnej zależności korelacyjnej pomiędzy czasem, jaki fundusze potrzebowały do realizacji całkowitego wyjścia z inwestycji, a zbywaniem w ofercie akcji przez pozostałych akcjonariuszy oraz wysokością przychodów ze sprzedaży spółki.

Tabela 3

Korelacja zmiennej objaśnianej i zmiennych objaśniających – współczynniki korelacji rang Spearmana

Wyszczególnienie	Współczynnik korelacji rang Spearmana	Wartość statystyki <i>t</i>	<i>p-value</i>
PE _{POST-IPO}	0,7238	4,8069	0,0001
DEGREE	-0,7941	-5,9868	0,0000
DILUTION	0,1640	0,7620	0,4545
OTHER	-0,3658	-1,8010	0,0861
UNDERPRICING	-0,0704	-0,3233	0,7497
P/BV	0,1346	0,6224	0,5404
EM	-0,2953	-1,4166	0,1713
ROA	-0,2804	-1,3385	0,1950
MV	-0,1615	-0,7502	0,4615
SALES	-0,5431	-2,9641	0,0074
Liczba obserwacji			23

Źródło: opracowanie własne.

Dla oceny siły i kierunku wpływu zmiennych objaśniających na czas redukcji zaangażowania kapitałowego funduszy *private equity* w spółki portfelowe po wprowadzeniu ich akcji do publicznego obrotu, oszacowane zostały parametry równania regresji wielorakiej. Chociaż oszacowany model wyjaśnia 73,23% zmienności czasu upływającego od momentu debiutu spółki na GPW w Warszawie do całkowitego wyjścia z inwestycji funduszu, to poszczególne parametry oszacowanego liniowego równania regresji wielokrotnej charakteryzują się brakiem istotności statystycznej.

Tabela 4Oszacowanie parametrów równania regresji wielorakiej zmiennej zależnej T_{EXIT}

Wyszczególnienie	β_i	Błąd standardowy	<i>p-value</i>
1	2	3	4
β_0	60,2512	48,0558	0,2338
PE _{POST-IPO}	17,9731	32,6606	0,5922
DEGREE	-35,3642	19,1538	0,0896
DILUTION	8,1735	18,3324	0,6636
OTHER	1,3829	9,2386	0,8835
UNDERPRICING	-12,8876	16,4839	0,4495
P/BV	0,2172	0,1411	0,1498
EM	6,6537	6,0014	0,2893
ROA	0,0916	0,8484	0,9158
ln(MV)	4,7585	5,1277	0,3717
ln(SALES)	-5,7133	4,3613	0,2147
Współczynnik determinacji R^2			0,7323

1	2	3	4
Statystyka F			3,2832
p-value			0,0275
Błąd standardowy estymacji			15,9610
Liczba obserwacji			23

Źródło: opracowanie własne.

Brak istotności statystycznej oszacowanych ocen parametrów regresji β_1 nie oznacza jednak, iż wskazane zmienne objaśniające nie wpływają na dynamikę realizacji procesów dezinwestycji.

Analiza informacji przedstawionych w tabeli 4 wskazuje, iż na ograniczenie czasu niezbędnego do całkowitego wycofania się funduszu *private equity* z udziału w spółce portfelowej, wpływ mogą mieć: zwiększenie stopnia dezinwestycji realizowanego w ramach wprowadzenia akcji spółki po raz pierwszy do publicznego obrotu, wyższe niedowartościowanie akcji oferowanych do nabycia w ramach pierwszej oferty publicznej spółki oraz wzrost wartości przychodów ze sprzedaży uzyskiwanych przez dany podmiot. Natomiast zwiększenie wartości pozostałych rozpatrywanych zmiennych objaśniających skutkować będzie wydłużeniem procesu dezinwestycji realizowanego na publicznym rynku papierów wartościowych.

Uwagi końcowe

Pierwsza oferta publiczna stanowi niezwykle ważną metodę wyjścia z inwestycji funduszy *private equity*. Jej znacząca waga wynika ze zdeterminowania efektywności poszczególnych transakcji oraz potencjału rozwoju całego rynku inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka przez wysoką skuteczność dezinwestycji.

Procesy redukcji zaangażowania kapitałowego funduszy *private equity* w spółki portfelowe za pośrednictwem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie realizowane są ze zróżnicowaną dynamiką, co wskazywać może na pewne ograniczenia w realizacji tej strategii na polskim rynku kapitałowym.

Zaprezentowane w opracowaniu wyniki badań empirycznych pozwalają na sformułowanie wniosku o słuszności twierdzenia, że fundusze *private equity*, podejmując działania w zakresie odpowiedniej strukturyzacji pierwszej publicznej oferty sprzedaży akcji spółki portfelowej, mogą wpływać na dynamikę przekształceń swojego *portfolio* inwestycyjnego.

Literatura

- Ball E., Chiu H., Smith R. (2011), *Can VCs time the market? An analysis of exit choice for venture-backed firms*, „Review of Financial Studies”, vol. 24.
- Bienz C., Walz U. (2010), *Venture capital exit rights*, „Journal of Economics and Management Strategy”, vol. 19.
- Black B.S., Gilson R.J. (1998), *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets*, „Journal of Financial Economics”, vol. 47.
- Brav A., Gompers P. (1997), *Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: evidence from venture- and non venture-capital-backed companies*, „Journal of Finance”, vol. 52.
- Cockburn I., MacGarvie M. (2009), *Patents, thickets and the financing of early-stage firms: evidence from the software industry*, „Journal of Economics and Management Strategy”, vol. 18.
- Cumming D. (2008), *Contracts and exits in venture capital finance*, „Review of Financial Studies”, vol. 21.
- Cumming D., Johan S. (2008), *Information asymmetries, agency costs and venture capital exit outcomes*, „Venture capital”, vol. 10, no. 3.
- Cumming D. J., MacIntosh J.G. (2003a), *A Cross-country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exits*, „Journal of Banking & Finance”, vol. 27.
- Cumming D.J., MacIntosh J.G. (2003b), *Venture-capital Exits in Canada and United States*, „University of Toronto Law Journal”, vol. 53.
- Da Rin M., Hellmann T., Puri M. (2013), *A survey of venture capital research*, w: G. Constantinides, M. Harris, R. Stulz (red.) „Handbook of the Economics of Finance”, vol. 2, part A.
- Fenn G.W., Liang N., Prowse S. (1996), *The Economics of the Private equity Market*, „Federal Reserve Bulletin”, January.
- Gompers P. (2006), Lerner J., *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, Cambridge Massachusetts.
- Krishnan C., Masulis R., Ivanov V., Singh A. (2011), *Venture capital reputation, post-IPO performance and corporate governance*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, vol. 46.
- Lee P., Wahal S. (2004), *Grandstanding, certification and the underpricing of venture capital backed IPOs*, „Journal of Financial Economics”, vol. 73.
- Lin T., Smith R. (1998), *Insider reputation and selling decisions: the unwinding of venture capital investments during equity IPOs*, „Journal of Corporate Finance”, vol. 4.
- Liu X., Ritter J.R. (2011), *Local underwriter oligopolies and IPO underpricing*, „Journal of Financial Economics”, vol. 102.
- Meggison W.L., Weiss K.A. (1991), *Venture capitalists certification in initial public offerings*, „Journal of Finance”, vol. 46.
- Peaglis I., Veeren P. (2013), *Speed and consequences of venture capitalist post-IPO exit*, „Journal of Corporate Finance”, vol. 22.
- Povaly S. (2007), *Private equity exits: Divestment process management for leveraged buyouts*, Springer, Berlin Heidelberg.
- Puri M., Zarutskie R. (2012), *On the lifecycle dynamics of venture-capital- and non-venturecapital-financed firms*, „Journal of Finance”, vol. 67.
- Sobańska K., Sieradzan P. (2004), *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa.
- Wall J., Smith J. (1997), *Better exits*, Price Waterhouse Corporate Finance for EVCA.
- Wrzesiński M. (2008), *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
- Zasepa P. (2010), *Venture capital – sposoby dezinwestycji*, CeDeWu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa.

DYNAMICS OF THE *PRIVATE EQUITY* FUNDS' DIVESTMENT OF ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

Abstract: *Purpose* – The main objective of the study is to recognize the factors affecting the dynamics of the divestment process of *private equity* funds on the stock exchange.

Design/Methodology/approach – To assess the dynamics of the divestment process by the IPO and the factors affecting it, the methods of descriptive statistics, correlation analysis (Spearman's rank correlation coefficient) and multiple regression analysis have been used.

Findings – The period in which the *private equity* funds achieve the full exit from investments by stock market is in a meaningful way associated with the adopted strategy of the initial public offering, especially with the factors characterizing the changes of the portfolio companies' ownership structure.

Originality/value – The process of the exit from the investment of *private equity* funds after the introduction of the portfolio company's shares to public trading is an issue so far hardly recognized in the literature, both Polish and foreign. In this paper are presented the first results of empirical research on the factors influencing the pace of the *private equity* funds' divestment through the Warsaw Stock Exchange.

Keywords: divestment, initial public offerings, private equity

Cytowanie

Sosnowski T. (2014), *Dynamika dezinwestycji funduszy private equity na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 803, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 66, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 185–196; www.wneiz.pl/frfu.