

Reakcja akcjonariuszy na transakcje blokowe – przegląd wyników badań

Agnieszka Perepeczo*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest przegląd wyników badań reakcji akcjonariuszy na transakcje blokowe oraz czynników ją kształtujących.

Metodologia badania – W artykule dokonano przeglądu badań zagregowanej reakcji akcjonariuszy na transakcje blokowe oraz przeglądu literatury dotyczącego czynników kreacji wartości rynkowej, w tym cech samej transakcji, charakterystyki spółki-celu i nabywcy pakietu.

Wynik – Wyniki przeprowadzonego studium literatury wskazują, że transakcje blokowe są postrzegane pozytywnie przez rynek. W sytuacji, kiedy rozliczane są po cenie z dyskontem, reakcja jest wyższa niż dla transakcji z premią. W przypadku kiedy po transakcji następuje transfer kontroli, dodatkowe stopy zwrotu są wyższe w porównaniu do sytuacji, gdy do transferu nie dochodzi. Ponadto cechy sprzedawcy i nabywcy pakietu również wpływają na reakcję akcjonariuszy.

Oryginalność/wartość – Na polskim rynku kapitałowym jest luka w zakresie oceny rynkowej transakcji blokowych. Wiele pytań nadal pozostaje bez odpowiedzi. Przegląd obserwacji na rynkach rozwiniętych jest podstawą do aplikacji i poszukiwań podobnych zależności wśród polskich spółek publicznych.

Słowa kluczowe: transakcje pakietowe, ocena rynkowa, dodatkowe stopy zwrotu

Wprowadzenie

Z badań przeprowadzonych na rynkach rozwiniętych wynika, że w przypadku połowy spółek niefinansowych jest inwestor dominujący, który kontroluje nieco ponad 50% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (Becht, Mayer 2002; Thomsen i in. 2006) lub na poziomie od 20 do blisko 45% (Becht, Mayer 2002; Hamadi 2010). W badaniach przeprowadzonych dla polskiego rynku kapitałowego (Mioduchowska 2013), znajdujemy, że aż 71% spółek posiadało przynajmniej jednego udziałowca dominującego, którego udział wynosił ponad 20%.

Współczesne przedsiębiorstwo, gdzie rozdzielona jest własność i zarządzanie, boryka się z problemem poruszonym w teorii agencji. Jednym z mechanizmów ładu korporacyjnego ograniczającego konflikt pomiędzy pryncypałem i agentem jest koncentracja kapitału, a właściwie kontroli. Dominujący inwestor pełni rolę podmiotu monitorującego działalność firmy i decyzje zarządzających osób. Należy przyjąć, że akcjonariusze większościowi, dążąc do maksymalizacji swoich korzyści, zarządzają firmami tak, aby ich wartość rosła.

* dr Agnieszka Perepeczo, Katedra Zarządzania Finansami, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego, ul. Mickiewicza 64, 71-101 Szczecin, e-mail: perepecz@wneiz.pl.

Jednakże kiedy mamy do czynienia z większościowym akcjonariatem w spółce publicznej, pojawia się ryzyko, że nadużywając on swojej władzy, będzie dbał o interesy spółki i swoje własne z pominięciem akcjonariuszy mniejszościowych.

Efektywność procesu sprawowania kontroli jest oceniana przez rynek pozytywną lub negatywną reakcją akcjonariuszy na zmiany w strukturze akcjonariatu. Czy skala oraz kierunek reakcji zależy od wielkości bloku i tego, czy dochodzi finalnie do transferu kontroli? Jakie inne czynniki decydują o kierunku i sile reakcji, a tym samym kreacji wartości dla akcjonariuszy? Na te i wiele innych pytań poszukiwano odpowiedzi w badaniach przeprowadzonych na rynkach kapitałowych na świecie. Obserwowane wyniki wskazują, że kiedy dochodzi do transakcji i pojawia się akcjonariusz większościowy, to rynek pozytywnie ocenia to zdarzenie. Inwestor większościowy jest postrzegany jako lepiej kontrolujący i zarządzający, w skutek czego ceny akcji spółki-celu rosną. Jednakże nie każda transakcja blokowa łączy się z pozytywną oceną rynku i wzrostem wartości rynkowej akcji przejmowanej spółki. Kiedy uwzględnimy czynniki charakteryzujące spółkę przejmowaną, nabywcę znaczącego pakietu akcji, a także samą transakcję, może się okazać, że rynek, a przede wszystkim akcjonariusze mniejszościowi, obawiając się wykluczenia z partycypacji w korzyściach, mogą różnorodnie ocenić transakcję ze względu jej na cechy. W licznych badaniach przeprowadzonych na świecie znajdujemy dowody na wpływ różnych czynników charakteryzujących samą transakcję oraz strony w niej uczestniczące.

Podstawowym celem artykułu jest przegląd i prezentacja wyników dotychczas przeprowadzonych badań dodatkowych stóp zwrotu realizowanych przez akcjonariuszy w wyniku transakcji blokowych na wybranych rynkach kapitałowych na świecie. Innymi słowy, celem jest przeprowadzenie przeglądu literaturowego i poszukiwanie istniejących dowodów na to, że zdarzenie korporacyjne, jakim jest transakcja blokowa, jest postrzegane przez akcjonariuszy jako źródło kreacji wartości oraz wskazanie, jakie czynniki wpływają na siłę i kierunek reakcji akcjonariuszy.

1. Transakcje blokowe a reakcja akcjonariuszy

Analiza zdarzeń dotyczących spółek publicznych to bogaty zbiór literaturowy. W zbiorze są także transakcje pakietowe, które, w przeciwieństwie do transakcji fuzji i przejęć spółek realizowanych w drodze wezwań do zapisywania się na sprzedaż akcji, były znacznie rzadziej przedmiotem analizy dodatkowych stóp zwrotu zarówno na światowych rynkach, jak i na polskim rynku kapitałowym.

Pomiarem korzyści realizowanych przez akcjonariuszy w przejęciach kontroli zajmowali się Barclay i Holderness (1989). W opublikowanych wynikach badań populacja obejmowała 63 transakcje blokowe na rynku amerykańskim zrealizowane w latach 1978–1982, w tym 13 transakcji, których inicjatorami byli inwestorzy indywidualni, a w pozostałych instytucjonalni. Pakiet przejmowanych akcji stanowił co najmniej 5% liczby akcji w obrocie. Wartości uzyskanych skumulowanych dodatkowych stóp zwrotu (CAR) w oknie zdarzenia

(-5, +5) względem dnia ogłoszenia transakcji ukształtowały się na poziomie od 7,37 do 6,16% w zależności od ceny rozliczenia transakcji.

Kolejne badania opublikowane przez Barclaya i Holdernessa (1991) obejmowały populację 106 transakcji blokowych, w których nabywany pakiet również stanowił co najmniej 5% liczby akcji notowanej spółki. Tym razem w badanej populacji znajdowało się tylko 9 transakcji zrealizowanych przez inwestorów indywidualnych. Analiza zdarzenia miała charakter długo- i krótkookresowy. Najszerze okno zdarzenia obejmowało 240 dni przed i 240 dni po ogłoszeniu transakcji. Dodatkowa stopa zwrotu w krótkoterminowym oknie (-40, +40) dla całej badanej populacji wyniosła 14,4%. Jej dynamiczny wzrost rozpoczął się na około 40 dni przed zdarzeniem.

Cytowane badania dotyczące rynku amerykańskiego to nie jedyne dowody na korzyści osiągnane przez akcjonariuszy spółek przejmowanych w drodze transakcji blokowych. Wśród kontynuatorów byli Bethel, Liebeskind, Opler (1998). Uzyskane przez nich pozytywne wartości dodatkowych stóp zwrotu potwierdzały wcześniejsze obserwacje, że transakcje blokowe są źródłem kreacji wartości dla akcjonariuszy spółek-celów. Także w badaniach przeprowadzonych przez Parka, Selvili i Songa (2008) obserwujemy pozytywne dodatkowe stopy zwrotu w oknie zdarzenia (-30, +30) na poziomie 8,36%.

W odróżnieniu od badań przeprowadzonych w USA, na rynku australijskim siła reakcji była znacznie niższa, czego dowodzą rezultaty badań Chena i Chena (2005). Zmierzyli oni dodatkowe stopy zwrotu dla 182 transakcji blokowych spółek, w tym 66 zainicjowanych przez kupującego i 116 przez stronę kupującą. Uzyskane wyniki w oknie (-30, +30) wskazują na niską reakcję akcjonariuszy nieistotną statystycznie. W okresie 30 dni po transakcji wprawdzie stopy były dodatnie dla obu podgrup badawczych na poziomie 14,18% w przypadku spółek sprzedających i 10,42% dla stron kupujących, jednakże wyniki te nie były statystycznie istotne. W obserwacji dla dłuższego 6-miesięcznego okresu zarówno dla strony sprzedającej, jak i nabywającej pakiet wartości CAR, wyniki kształtowały się na poziomie około 33% i były statystycznie istotne. Oznacza to, że dopiero w dłuższej perspektywie czasowej dostrzegane są przez rynek korzyści zmian w strukturze własności.

Wpływ transakcji blokowych na ceny rynkowe akcji i związane z tym korzyści dla akcjonariuszy były również przedmiotem badań na europejskich rynkach kapitałowych. Autorka artykułu dotarła do opracowań dotyczących rynków francuskiego niemieckiego i polskiego. Banerjee, Leleux i Vermaelen (1997) poszukiwali odpowiedzi na pytanie, czy w wyniku transakcji blokowych przeprowadzanych przez spółki holdingowe dochodziło do kreacji wartości dla akcjonariuszy spółek wchodzących w skład ich portfela. Próba badawcza liczyła 122 transakcje przeprowadzone przez spółki holdingowe i nieholdingowe we Francji w latach 1988–1992. W całym oknie obserwacji (-30, +30) dodatkowe stopy zwrotu dla całej badanej populacji spółek przejmowanych były nieistotnie różniące się od zera.

W przypadku rynku niemieckiego badania przeprowadzone przez Dreesa i Schierecka (2008) dotyczyły 85 transakcji blokowych w latach 1997–2007. Dodatkowe stopy zwrotu w przyjętym oknie zdarzenia (-20, +20) były pozytywne na poziomie 10,7% i istotne

statystycznie. Również w poszczególnych podoknach wyniki CAAR były dodatnie i statystycznie istotne. Zdecydowana większość wzrostu wartości dla akcjonariuszy przypada na przedział transakcyjny (-1, +1) z dodatkową stopą zwrotu równą 8%.

Biorąc pod uwagę położenie geograficzne i zbliżone rozwiązania ochrony akcjonariuszy mniejszościowych, należałoby oczekiwać podobnych wyników w badaniach przeprowadzonych na polskim rynku przez Trojanowskiego (2008). Analiza reakcji akcjonariuszy została przeprowadzona dla 53 przypadków transakcji pakietowych z okresu od czerwca 1996 do lutego 2000 roku. Dodatkowa skumulowana stopa zwrotu była pozytywna w przyjętym oknie obserwacji (0, +1) na poziomie 1,158% i statystycznie istotna.

Zestawienie wyników badań reakcji akcjonariuszy na transakcje blokowe na rynkach kapitałowych na świecie przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1

Wyniki badań reakcji akcjonariuszy na transakcje blokowe na świecie

Autor (rok, kraj, próba)	Okno zdarzenia	Grupa badawcza	Wyniki (%)
M.J. Barclay, C.G. Holderness (1989, USA, 63)	(-5, +5)	transakcje z premią	6,16
		transakcje z dyskontem	7,37
	(-1, 0)	transakcje z premią	2,73
		transakcje z dyskontem	1,25
M.J. Barclay, C.G. Holderness (1991, USA, 106)	(-40, +40)	cała populacja	14,6
		transakcje bez transferu kontroli	0,4
		transakcje z transferem kontroli	8,1
Bethel, Liebeskind, Opler (1998, USA, 244)	(-30, +30)	aktywny blok akcji	14,2
		finansowy blok akcji	0,4
		strategiczny blok akcji	-0,1
Park, Selvili, Song (2008 USA)	(-30, +30)	cała populacja	8,36
Chen & Chen (2005, Australia, 156+201)	6 miesięcy	spółki nabywające	33,727
		spółki sprzedające	33,319
Banerjee, Leleux & Vermaelen (1997, Francja, 122)	(-30, +1)	cała populacja	n/a
		spółki holdingowe	-1,02
	(-30, +30)	trudne do zidentyfikowania spółki nieholdingowe	-0,25 6,18 2,97
F. Drees, D. Schiereck (2008, Niemcy, 85)	(-20, +20)	cała populacja	10,7
	(-1, +1)		8
G. Trojanowski (2008, Polska, 53)	(0, +1)	cała populacja	1,158
		transakcje z premią	1,123
		transakcje z dyskontem	1,233

Źródło: opracowanie własne na podstawie studium literatury.

Na podstawie przeprowadzonego przeglądu literatury i zagregowanych wartości dodatkowych stóp zwrotu, znajdujemy dowody na to, że transakcje pakietowe są oceniane przez rynek pozytywnie. Należy zatem przyjąć, że nowy akcjonariuszy obejmujący pakiet większościowy jest traktowany jako efektywny podmiot monitorujący, dbający o interesy

spółki, własne i akcjonariuszy mniejszościowych. W większości cytowanych badań, obok reakcji zagregowanej, analizowano wpływ wybranych czynników na wartość uzyskanych dodatkowych stóp zwrotu. Niektóre z nich dotyczyły samej transakcji, inne analizowały charakterystykę podmiotu przejmowanego lub podmiotu nabywającego pakiet akcji.

2. Charakterystyka transakcji blokowej a reakcja akcjonariuszy

Konflikt z teorii agencji pomiędzy pryncypałem a agentem obserwujemy pomiędzy większościami a mniejszościami akcjonariuszami. Z procesem przejęcia kontroli w spółce w drodze nabycia pakietu akcji związana jest teoria wykluczenia akcjonariuszy mniejszościowych. Jej istnienie testował m.in. Trojanowski (2008). W przypadku polskiego rynku, gdzie akcjonariat jest rozproszony, nabycie nawet niewielkiego pakietu akcji daje już kontrolę na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy. Trojanowski znalazł dowody na to, że transakcje pakietowe dotyczące spółek, w których prawdopodobieństwo wykluczenia akcjonariuszy wywłaszczenia jest większe, postrzegane są w sposób mniej korzystny, niż tam, gdzie koncentracja głosów na WZA jest niższa. Jednocześnie, zdaniem Trojanowskiego, koszty nadmiernej koncentracji własności częściowo są zrównoważone korzyściami związanymi z aktywnością dominującego akcjonariusza jako efektywnego monitora. Ponadto wiele wskazuje na to, że zmiany wartości względnej siły posiadacza bloku mogą wpływać na poziom premii, którą inwestor nabywający blok jest gotów zapłacić lub którą strona sprzedająca zaakceptować. Im większą relatywnie siłę głosów na WZA osiąga nabywca pakietu, tym wyższa będzie premia za przejęcie akcji.

Jednocześnie zarówno Barclay & Holderness (1989), jak i Trojanowski (2008), definiując hipotezy odwoływali się do efektu sygnalizacji związanego z ceną rozliczenia. W teorii znajdujemy, że jeżeli premia nie wynika z prywatnych korzyści akcjonariuszy, lecz z dobrych prognoz co do sytuacji firmy, wówczas cena płacona za akcje w transakcji blokowej to informacja o perspektywach co do przyszłych przepływów pieniężnych spółki. Zgodnie z efektem sygnalizacji, jeżeli transakcja jest rozliczna po cenie z dyskontem, oznacza to, że dotychczasowi akcjonariusze chcą upłynnić posiadane akcje ze względu na złe perspektywy spółki. Odwrotnie zaś jest, kiedy dochodzi do sprzedaży akcji po cenie z premią. Wówczas jest to sygnał o dobrej kondycji i perspektywach danej spółki.

Wyniki przeprowadzonych badań na rynku amerykańskim i polskim wskazywały na brak w analizowanych transakcjach efektu sygnalizacji. Barclay i Holderness (1989) zaobserwowali, iż transakcje sprzedawane z dyskontem a te, gdzie płacona była premia, są rzeczywiście inaczej oceniane przez rynek. W dwudniowym oknie zdarzenia $(-1, 0)$ stopa CAR była wyższa dla transakcji rozliczanych z premią. W nieco dłuższym okresie $(-5, +5)$ to transakcje z dyskontem generowały większe korzyści dla akcjonariuszy na poziomie 7,37%. Również Trojanowski (2008) uzyskał w swoich badaniach różnice w wysokości dodatkowych stop zwrotu w zależności od ceny rozliczenia transakcji. W oknie zdarzenia

(0, +1) reakcja akcjonariuszy była nieco wyższa dla transakcji z dyskontem w porównaniu do transakcji rozliczanych z premią.

Innym czynnikiem opisującym transakcje i rozważanym w analizie zdarzenia był skutek transakcji związany z wielkością pakietu i siłą głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy. Innymi słowy, rozważano dwie sytuacje, tj. transakcje, w których dochodziło do transferu kontroli lub też nie. Zakładając ponownie, że kiedy w grę wchodzi większościowy akcjonariusz, który przejmuje kontrolę, a celem jego jest poprawa sprawności działania firmy a nie prywatne korzyści z tytułu kontroli z wykluczeniem mniejszościowych akcjonariuszy, transakcja blokowa z transferem kontroli powinna być pozytywnie przyjęta przez rynek. Kiedy jednak pojawia się ryzyko prywatnych korzyści i większościowy akcjonariusz wykluczy mniejszościowych z wpływu na losy spółki, to w porównaniu do sytuacji z transferem kontroli reakcja akcjonariuszy powinna być niższa. Wyniki badań opublikowane przez Barclaya i Holdernessa (1991) potwierdzały te założenia. W transakcjach, gdzie miało miejsce przejęcie kontroli, wartości CAR były wyższe niż w sytuacji, gdy do przejęcia nie dochodziło, a transakcja miała jedynie charakter nabycia znaczącego pakietu akcji. Akcjonariusz godził się na wykluczenie, ale w zamian oczekiwał wyższej stopy zwrotu i ceny akcji rosły. Jednocześnie nabywający pakiet, chcąc przejąć kontrolę, gotów był zapłacić więcej. W tych samych badaniach znajdujemy, że wartości CAR były wyższe dla spółek, które zostały przejęte na przestrzeni jednego roku w porównaniu do spółek, które pozostały niezależne, co w pewnym stopniu potwierdza teorię wywłaszczenia.

3. Charakterystyka nabywcy. Pakiet większościowy w transakcjach blokowych a reakcja akcjonariuszy

Inną istotną grupą determinant kreacji wartości dla akcjonariuszy jest charakterystyka podmiotu nabywającego pakiet akcji. W szczególności wydaje się mieć tutaj znaczenie motyw, jakim kieruje się nabywca. Jednym z nich może być zainwestowanie wolnych środków i zyskanie dodatkowych wpływów, kiedy nabywcą jest bank lub fundusz inwestycyjny. Innym motywem kierować będzie się tzw. inwestor strategiczny, który jest zainteresowany zaangażowaniem w sprawy zarządcze.

Tego typu czynniki opisujące podmiot dokonujący transakcji były przedmiotem badań Trojanowskiego (2008). Zaobserwował on, że transakcje blokowe, gdzie do gry wchodzi nowy inwestor strategiczny, są oceniane bardziej pozytywnie w porównaniu do pozostałych transakcji. Z kolei Banerjee, Leleux i Vermaelen (1997) obserwowali, jak reaguje rynek na transakcje blokowe, w których uczestniczą spółki holdingowe i nieholdingowe. Wyniki, które uzyskali wskazywały, że tylko wówczas, gdy transakcje pakietowe przeprowadzane są przez spółki nieholdingowe, generują wartość dla akcjonariuszy spółek-celów. Uzyskane przez autorów dodatkowe stopy zwrotu były dodatnie i statystycznie istotne w całym oknie obserwacji na poziomie 2,97%, a w oknie (-30, +1) miernik CAR wynosił 6,18%.

Z kolei w swoich badaniach Bethel, Liebeskind i Opler (1998) analizowali wpływ motywu i celu podmiotu nabywającego pakiet większościowy, dzieląc badaną populację na trzy podgrupy badawcze. Pierwsza z nich to transakcje aktywnych inwestorów, w których podmiot nabywający jest zainteresowany zaangażowaniem się w zarządzanie firmą. Druga grupa to podmioty traktujące transakcję jako inwestycję finansową, w której znalazły się banki, fundusze emerytalne, zarządzający aktywami oraz inwestorzy indywidualni niezainteresowani wpływem na politykę gospodarczą spółki. Trzecia grupa to akcjonariusz strategiczny, którego przejęcie kontroli nie spotkało się z oporem i sprzeciwem zarządzających. Uzyskane wyniki pozwalają zaobserwować istotny statystyczny wzrost cen akcji w przypadku transakcji realizowanych przez aktywnych inwestorów. Dodatkowa stopa zwrotu CAR w oknie zdarzenia (-30, +5) wynosiła 15,7%. W nieco dłuższym oknie obserwacji (-30, +30) nadal była istotnie pozytywna na poziomie 14,2%. Jednocześnie zarówno dla przejęć pakietów o charakterze finansowym, jak i strategicznym wyniki nie były statystycznie istotne.

4. Charakterystyka spółki-celu w transakcjach blokowych a reakcja akcjonariuszy

W kwestii charakterystyki spółki, której akcje są przedmiotem obrotu w transakcjach blokowych, tutaj analiza czynników zwykle dotyczyła jej kondycji finansowej mierzonej wskazaniem rentowności ROE, wielkości spółki, czy też jest stopnia zadłużenia. W badaniach przeprowadzonych przez Baraka i Lauterbacha (2007) dla 54 transakcji pakietowych zrealizowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Tel Awiwie-Jafie obserwujemy, że korzyści dla akcjonariuszy mierzone miernikiem CAR są ujemne, gdy kolejno rośnie wielkość firmy, dźwignia finansowa oraz rentowność. W sytuacji, kiedy firma jest kontrolowana przez jednego inwestora lub rodzinną spółkę, wówczas korzyści te rosną.

Analizę czynników dotyczących kondycji finansowej spółki-celu znajdujemy w badaniach przeprowadzonych przez Banerjee'a, Leleuxa i Vermaelena (1997), w szczególności wskaźnik zadłużenia liczony jako relacja długu do kapitału, wskaźnik rentowności kapitałów własnych ROE, wskaźnik CASH jako relacja sumy gotówki i inwestycji przeznaczonych do obrotu do wartości księgowej aktywów. Uzyskanie wyniki wskazują, iż wzrost wskaźnika zadłużenia ujemnie wpływa na reakcję akcjonariuszy, podobnie jak wzrost rentowności. W przypadku wskaźnika CASH brak statystycznej istotności wyników nie pozwala przyjąć negatywnej relacji.

W badaniach Dreesa, Mitznera i Schierecka (2012) determinanty zostały podzielone na kilka grup czynników, w tym opisujących spółkę-cel. Wśród cech analizowano wartość rynkową do wartości księgowej, wartość rynkową, logarytm naturalny relatywnej wielkości spółki oraz wskaźnik *Free Cash Flow* jako relację wartości przepływów pieniężnych do wartości księgowej aktywów. Wyniki analizy regresji dowodzą, że wzrost wskaźnika *Free Cash Flow* pozytywnie i istotnie statystycznie wpływa na dodatkowe stopy zwrotu.

W przypadku logarytmu naturalnego relatywnej wielkości, wyniki wskazują na zależność odwrotną, tj. każdy wzrost wskaźnika negatywnie wpływa na wartości miernika CAR.

Uwagi końcowe

Na podstawie przeprowadzonego przeglądu literatury i wyników empirycznych oceny rynkowej transakcji blokowych możemy sformułować ogólną konkluzję, że w opinii akcjonariuszy mniejszościowych zdarzenie to jest pozytywne. Przejęcie większościowego pakietu akcji oznacza bowiem poprawę monitoringu zarządzania firmą. Przez akcjonariuszy preferowane jest rozliczenie transakcji ceną z dyskontem niż z premią. Transakcje pakietowe, w wyniku których dochodzi do przejścia kontroli, są oceniane przez rynek wyżej niż transakcje pakietowe, gdzie przejście kontroli nie następuje. Nabycie pakietu akcji przez holding nie generuje dodatkowych korzyści dla akcjonariuszy spółek-celów w przeciwieństwie do transakcji przeprowadzanych przez spółki spoza holdingu. W sytuacji, kiedy nabywca pakietu, tzw. aktywny inwestor, jest zainteresowany zaangażowaniem się w nadzorowanie i zarządzanie spółką, ceny akcji spółki-celu istotnie statystycznie rosną, w odróżnieniu od inwestorów o charakterze finansowym i strategicznym. W kwestii charakterystyki spółki-celu i jej kondycji finansowej, wzrost wskaźnika zadłużenia, rentowności kapitału własnego negatywnie wpływa na ocenę rynkową. Natomiast wraz ze wzrostem wskaźnika rentowności opartego na przepływach pieniężnych rośnie cena rynkowa i dodatkowe stopy zwrotu.

Podsumowując, wiele pytań nadal pozostaje bez odpowiedzi. Na rynku polskim jest luka badawcza w tym zakresie. Badania Trojanowskiego (2008) obejmowały transakcje pakietowe z pierwszego dziesięciolecia funkcjonowania GPW SA, kiedy to inwestorzy, emitenci i organizatorzy rynku uczyli się i udoskonalali zasady jej funkcjonowania. Obserwacje na rynkach rozwiniętych są podstawą do aplikacji i poszukiwań podobnych zależności wśród polskich spółek publicznych.

Literatura

- Barak R., Lauterbach B. (2007), *Estimating the Private Benefits of Control from Block Trades: Methodology and Evidence*, <http://ssrn.com/abstract=965668>.
- Barclay M.J., Holderness C.G. (1989), *Private benefits from of public corporations*, „Journal of Financial Economics” no. 25, s. 371–395.
- Barclay M.J., Holderness C.G. (1991), *Negotiated Block Trades and Corporate Control*, „The Journal of Finance” vol. XLVI, no. 3, s. 861–878.
- Becht M., Mayer C. (2002), *Corporate control in Europe*, „Revue d’Economie Politique” vol. 112, no. 4, s. 471–512.
- Benerjee S., Leleux B., Vermaelen T. (1997), *Large shareholdings and corporate control: An analysis of stake purchases by French holding companies*, „European Financial Management” vol. 3, no. 1, s. 23–43.
- Bethel J.E., Liebeskind J.P., Opler T. (1998), *Block share purchase and corporate performance*, „The Journal of Finance” vol. 53, s. 605–634.
- Chen J., Chen D-H., (2005), *The effect of block trades on share prices, Australian Evidence*, „The International Journal of Finance” vol. 17, no. 4, s. 3788–3805.
- Drees F., Mietzner M., Schiereck M. (2012), *Effects of corporate equity ownership on firm value*, „Review of Managerial Science”, June 20, s. 1–32, DOI 10.1007/s11846-012-0080-2.

- Drees F., Schiereck D. (2008), *New outside blockholders, performance and governance in Germany*, „Journal of Business Management” iss. 1, s. 129–143.
- Kim W., Kim W., Kwon K.S. (2009), *Value of outside blockholder activism: Evidence from the switchers*, „Journal of Corporate Finance” vol. 15, iss. 4, s. 505–522.
- Mioduchowska-Jaroszewicz E. (2013), *Przepływy pieniężne w grupie kapitałowej (Cash flows in a group of companies)*, Volumina.pl Daniel Krzanowski, Szczecin.
- Park Y.W., Selvili Z., Song M.H. (2008), *Large outside blockholders as monitors: Evidence from partial acquisitions*, „International Review of Economics and Finance” no. 17, s. 529–545.
- Thomsen S., Pedersen T., Kvist H.K. (2006), *Blockholder ownership: effects on firm value in market and control based governance systems*, „Journal of Corporate Finance” vol. 12, iss. 2, s. 246–269.
- Trojanowski G. (2008), *Equity block transfers in transition economies: Evidence from Poland*, „Economic Systems” vol. 32, s. 217–238.

SHAREHOLDERS' REACTION TO BLOCK TRADES – THE REVIEW OF RESEARCH RESULTS

Abstract: *Purpose* – The purpose of the article was to review research results of the shareholders' reaction to block trades and its factors.

Design/methodology/approach – In the beginning of the article the aggregate shareholders' reaction to block trades were discussed. In the following sections, the review of value creation factors, including characteristics of transaction, targets and purchasers of the block were described.

Findings – Results of literature study indicate that block trades are considered positively by shareholders. Trades concluded at a discount premium are followed by a positive and higher abnormal return than those at a premium. Moreover block trades concluded with a control transfer are followed by a positive and higher abnormal returns than those where a control transfer did not occur. In addition, characteristics of seller and buyer have also an impact on shareholders' reaction and abnormal returns.

Originality/value – There is a gap in the market performance and block trades in the Polish capital market. Many questions still remain unanswered. Literature review and observations made in developed markets are the basis for the application and exploration of similar correlations among the Polish public companies.

Keywords: block trades, market performance, abnormal returns

Cytowanie

- Perepeczo A. (2015), *Rynkowa ocena ładu korporacyjnego w spółkach publicznych – przegląd wyników badań*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 161–169; www.wneiz.pl/firfu.

