

KATARZYNA BYRKA-KITA\*  
MATEUSZ CZERWIŃSKI\*\*

---

## Premia z tytułu kontroli na polskim rynku kapitałowym

### Wprowadzenie

Korzyści z tytułu kontroli stanowią przedmiot zainteresowania teorii finansów oraz teorii organizacji już od wielu lat. Analizują je zarówno badacze zajmujący się problemami wyceny, jak i finansów przedsiębiorstw oraz nadzoru korporacyjnego. Już Adam Smith w swoim dziele *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów* (wyd. polskie 1954, 2012), a później Adolf Berle i Gardner Means w *Granice organizacji* (wyd. polskie 1985), podkreślali zagrożenia wynikające z rozproszonego akcjonariatu oraz konfliktu celów pomiędzy agentem i przełożonym. Znaczące pakiety akcji z jednej strony stanowią narzędzie pozwalające chronić interesy akcjonariuszy, a z drugiej strony badania empiryczne (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 1999; Dyck, Zingales, 2004) dowodzą, iż w krajach charakteryzujących się słabym systemem ochrony akcjonariuszy mniejszościowych akcjonariat jest znacznie bardziej skoncentrowany i nawet w największych firmach funkcjonuje akcjonariusz dysponujący kontrolnym pakietem akcji; bywa, że jest nim państwo, ale znacznie częściej jest to rodzina, a przeważnie założyciel firmy lub jego spadkobiercy. Natomiast jedno z podstawowych założeń współczesnej teorii finansów dotyczy rozproszenia własności w spółkach publicznych oraz tego, że wszyscy właściciele otrzymują takie samo wynagrodzenie, proporcjonalnie do udziału w strukturze własności.

Kolejne z fundamentalnych założeń odnosi się do dywersyfikacji. Model wyceny aktywów kapitałowych (*Capital Asset Pricing Model*) oparty został m.in. na przesłance, iż inwestorzy dywersyfikują swoje aktywa w celu eliminacji ryzyka specyficznego. W konsekwencji pojawia się pytanie, dlaczego ktokolwiek miałby zrezygnować z korzyści wynikających z dywersyfikacji i alokować większość swoich funduszy w akcjach pojedynczej firmy. Jednocześnie statystyki wskazują na zgoła odmienne zjawisko – z badań przeprowadzonych przez Becht i Mayer (2002) wynika, że w przypadku połowy spółek publicznych z sektora niefinansowego w Austrii, Belgii, Niemczech oraz we Włoszech inwestor dominujący kontroluje odpowiednio 52%, 56%, 57%, 54% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (WZA).

---

\* Dr Katarzyna Byrka-Kita – Katedra Inwestycji i Wyceny Przedsiębiorstw, Uniwersytet Szczeciński; e-mail: k.byrka-kita@wneiz.pl

\*\* Mgr Mateusz Czerwiński – Katedra Inwestycji i Wyceny Przedsiębiorstw, Uniwersytet Szczeciński; e-mail: matcze@gmail.com

W przypadku korporacji holenderskich, francuskich, hiszpańskich i szwedzkich wartości mediany dla największych akcjonariuszy wynoszą odpowiednio: 43,5%, 20%, 34,5% i 34,9%. Podobne wyniki przedstawiają Thomsen, Pedersen i Kvist (2006) – w ich badaniach udział najbardziej znaczącego akcjonariusza w spółkach niemieckich i francuskich wyniósł średnio 58,1% oraz 52,4%. Również w Belgii mamy do czynienia ze skoncentrowaną strukturą własności – średni udział akcjonariusza dominującego na tym rynku kształtował się na poziomie 21% (Hamadi, 2010). Z kolei badania przeprowadzone w Polsce przez P. Tamowicza i M. Dzierzanowskiego<sup>1</sup> wskazują, że poziom koncentracji własności i kontroli w spółkach notowanych na GPW na koniec 2000 r. był wysoki i zbliżony z poziomem obserwowanym w dużej części rynków kapitałowych krajów Europy kontynentalnej.

W latach 2001–2004 wśród spółek publicznych nie było ani jednej spółki, która posiadałaby całkowicie rozproszony akcjonariat (Wajda, 2006). Według Holdernessa (2003) utrzymywanie przez inwestorów dużych portfeli akcji jest powodowane następującymi czynnikami: (a) korzyści z tytułu kontroli dzielone pomiędzy akcjonariuszy proporcjonalnie do ich udziału w strukturze kapitału własnego firmy; (b) prywatne korzyści z tytułu kontroli, które sprowadzają się do wykorzystywania zasobów przedsiębiorstwa albo korzystania z korzyści generowanych przez przedsiębiorstwo z pominięciem akcjonariuszy mniejszościowych, a w większości przypadków właściwie ich kosztem.

Badania przeprowadzone przez Barclaya i Holdernessa (1991) dowodzą, że gdy przedmiotem transakcji na rynku amerykańskim są duże bloki akcji, skumulowana dodatkowa stopa zwrotu wyniosła średnio 5,6%. Wzrosty cen akcji są wyższe w przypadku gdy kontrola jest przejmowana przez nowego akcjonariusza i gdy zarząd nie przeciwstawia się podejmowanym przez niego działaniom zmierzającym do zmiany kierunków działań firmy oraz gdy w końcowym efekcie przedsiębiorstwo jest w całości przejmowane przez nabywcę bloku akcji. Jeżeli właściciele bloków akcji nie mieliby wpływu na poziom przepływów pieniężnych generowanych przez udziałowców mniejszościowych, wspomniane zmiany cen akcji byłoby trudno w logiczny sposób wyjaśnić. Oznacza to również, że istotnymi determinantami wartości firmy nie jest sama koncentracja własności, lecz umiejętności oraz wiedza i doświadczenie właścicieli znaczących pakietów akcji. Również w tym przypadku Barclay i Holderness (1989, s. 371–395) jako pierwsi podjęli próbę empirycznej weryfikacji twierdzenia, że jeśli wszyscy udziałowcy są wynagradzani proporcjonalnie do ich udziału w strukturze własności, czyli prywatne korzyści z tytułu kontroli nie istnieją, to duże pakiety akcji powinny być sprzedawane po takich samych cenach, jak w danym momencie są notowane akcje spółki. Wyniki przeprowadzonych przez nich badań dowiodły, że duże pakiety akcji są sprzedawane średnio o 20,4% drożej (mediana: 15,7%) niż pakiety mniejszościowe, które stanowią przedmiot obrotu na giełdzie. Kolejne badania (Mikkelson, Regassa, 1991, s. 511–517; Barclay, Holderness, Pontiff, 1993, s. 263–91; Nicodano, Sembenelli, 2004, s. 227–244; Hwang, 2005; Barclay, Holderness, Sheehan, 2001; Dyck, Zingales, 2004; Gregoric, Vespro, 2009, s. 175–210; Huang, Xu, 2009, s. 88–97; Massari, Monge, Zanetti, 2006, s. 77–110; Lauterbacha, Baraka, 2007; Trojanowski, 2008, s. 217–238; Atanasova, 2001) potwierdziły hipotezy stawiane przez Barclaya i Holdernessa. Wszystkie z wyjątkiem badań z wyjątkiem pracy Trojanowskiego, dotyczą takich rynków, jak: amerykański, włoski, chiński, słoweński, izraelski oraz bułgarski. W warunkach polskich – ze względu na brak baz danych, w których tego typu transakcje byłyby odnotowywane – przeprowadzono niewiele badań dotyczących prywatnych korzyści z tytułu kontroli. Pierwszą była praca Trojanowskiego (2008), w której przeanalizowano 54 transakcje zawarte w okresie od lipca 1996 r.

<sup>1</sup> Analiza obejmowała 210 podmiotów niefinansowych: 190 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) i 20 podmiotów notowanych na rynku pozagiełdowym.

do lutego 2000 r. Natomiast badania przeprowadzone przez Jackowicza i Mielcarza (2009) dotyczą 133 obserwacji z okresu 2002–2008. Okresem objętym w badaniu przedstawionym w niniejszym artykule są lata 1995–2009.

## **1. Badanie premii z tytułu kontroli na polskim rynku kapitałowym 1995–2009**

### **1.1. Cel badania**

Celem tego badania było zmierzenie premii z tytułu kontroli w warunkach polskich. Przedstawione wnioski odbiegają od rezultatów wcześniejszych badań dotyczących rynku polskiego. Do oszacowania premii wykorzystano metodologię pierwotnie zaproponowaną przez Barclaya i Holdernessa (1989), a następnie zmodyfikowaną przez Dycka i Zingalesa (2004), Nicodano i Sembenelli (2004, s. 227–244) oraz Massariego, Monge’a i Zanettiego (2006). Podobnie jak w przypadku Barclaya i Holdernessa (1989), skoncentrowano się na transakcjach blokowych, niemniej jednak zmodyfikowano proces selekcji transakcji do badanej próby i wzorem Nicodano Sembenelli (2004) posłużono się indeksem siły Shapleya–Shubika. W niniejszym badaniu skoncentrowano się na transakcjach, w przypadku których istnieje uzasadnione podejrzenie co do tego, że rzeczywiście doszło do przejęcia kontroli. W badaniach innych autorów dotyczących rynku polskiego brano pod uwagę wszystkie transakcje pakietowe, co niewątpliwie miało wpływ zarówno na wielkość badanej próby, jak i na wyniki. Premie liczone na podstawie wszystkich transakcji blokowych były bardzo niskie ze względu na fakt, iż w wielu przypadkach pakiety były sprzedawane poza rynkiem, aby nie zaniżyć ceny rynkowej; wówczas zamiast premii z tytułu kontroli można mówić o dyskoncie z tytułu wielkości transakcji<sup>2</sup>. Badania innych autorów (Holthausen, Leftwich i Mayers, 1987) dowiodły, że gdy przedmiotem transakcji są pakiety akcji o znaczącej wielkości w porównaniu z przeciętną wartością transakcji w trakcie sesji, jednak małe w porównaniu z kapitalizacją spółki, wówczas pojawiają się koszty związane z wielkością transakcji, natomiast niemożliwe jest wpływanie na zarząd i realizowanie prywatnych korzyści z tytułu kontroli (w rezultacie nie stwierdza się występowania premii).

W niniejszym badaniu w bazach uwzględniono następujące zbiory transakcji:

- a) transakcje blokowe, w których możliwe było zidentyfikowanie stron transakcji (co było istotne ze względu na dane niezbędne do obliczenia indeksu Shapleya–Shubika),
- b) transakcje blokowe, w których nastąpił transfer kontroli.

W przypadku transakcji blokowych cena ofertowa powstaje w wyniku procesu negocjacji pomiędzy nabywcami i sprzedającymi blok akcji, w związku z tym ma ona identyfikowalne znaczenie ekonomiczne (określa wartość firmy z perspektywy kupującego w zależności od jego siły przetargowej). Należy tu jednak podkreślić, iż poziom oszacowanej premii w znaczącym stopniu zależy od poprawnej identyfikacji tych transakcji, które skutkują transferem kontroli w spółce. Barclay i Holderness (1989) poradzili sobie z tym problemem w sposób mechaniczny, ograniczając badaną próbę do tych transakcji, które dotyczyły przynajmniej 5% głosów na WZA, natomiast Dyck i Zingales (2004) podnieśli próg do przynajmniej 10% akcji oraz dodali warunek, że nabywca musiał w efekcie transakcji przekroczyć próg 20% udziału w kapitale własnym. Z kolei zdaniem Nicodano i Sembenelli (2004) ten sam udział w głosach na WZA może dawać zupełnie inne możliwości w sferze

---

<sup>2</sup> Dyskonto z tytułu wielkości transakcji (*blockage discounts*) związane jest z realizacją wyjątkowo dużych transakcji kupna-sprzedaży (np. za pośrednictwem rynku giełdowego).

kontrolowania spółki, stąd procedury selekcji wykorzystujące z góry określone sztywne progi mogą dawać rezultat w postaci szacunków premii zanizonych z powodu błędu doboru próby. W niniejszym badaniu wzorem Massari, Monge i Zanetti (2006) podjęto porób ograniczenia wpływu błędu doboru próby na wyniki poprzez wprowadzenie do procedury selekcji transakcji, danych o charakterze jakościowym, co zdecydowanie zwiększyło jej pracochłonność, ale pozwoliło wybrać te transakcje w których rzeczywiście nastąpił transfer kontroli, a co za tym idzie – mogły zostać potencjalnie wypłacone premie.

Głównym celem badania było zmierzenie wysokości premii z tytułu kontroli w warunkach polskich. Było to zadanie pionierskie ze względu na fakt, iż w poprzednich badaniach dotyczących rynku polskiego mierzono raczej premie transakcyjne w miejsce premii z tytułu kontroli, a wyniki otrzymane przez innych badaczy były niewątpliwie obciążone błędem wynikającym z doboru próby. W niniejszym badaniu przetestowano następującą hipotezę: Na polskim rynku kapitałowym występują korzyści z tytułu kontroli. Ich wartość jest wyższa niż ta, która została udokumentowana w poprzednich pracach, co jest konsekwencją starannej procedury doboru transakcji do bazy.

### 1.2. Źródła i procedura selekcji danych

W pierwszym etapie przeanalizowano 34 481 transakcji blokowych (pakietowych oraz redystrybucyjnych), przeprowadzonych w okresie czerwiec 1995 r. – wrzesień 2009 r. Poszczególne zapisy różniły się pojemnością informacyjną w zależności od roku, w którym była przeprowadzona dana transakcja, jednakże trzon informacji stanowiły zawsze dane dotyczące: daty sesji giełdowej, na której nastąpiła transakcja; kodu ISIN i nazwy spółki, której papiery wartościowe były przedmiotem transakcji; ceny papieru wartościowego; wolumenu transakcji. Z pierwotnej bazy wykluczono pozycje odnoszące się do dłużnych papierów wartościowych, co spowodowało redukcję ilości transakcji blokowych do 19 893.

Po skompletowaniu listy transakcji blokowych dotyczących tylko udziałowych papierów wartościowych przystąpiono do pierwszego etapu selekcji, której efektem było uzyskanie względnej (procentowej) wielkości pakietu, jaki był przedmiotem transakcji:

- 1) transakcje pogrupowano według spółek,
- 2) wykluczono transakcje, które dotyczyły akcji Narodowych Funduszy Inwestycyjnych, spółek z rynku pozagiełdowego oraz których przedmiotem były prawa do akcji (PDA) lub prawa poboru (PP),
- 3) ustalono dla każdej transakcji udział bloku w ilości akcji spółki ogółem.

W efekcie pierwszego etapu selekcji otrzymano zestaw transakcji powiększony o dodatkowy parametr informacyjny: udział w łącznej liczbie akcji. Premię z tytułu kontroli analizowano na podstawie dwóch zestawów danych:

- a) wszystkich transakcji blokowych, w przypadku których możliwe było zidentyfikowanie stron transakcji,
- b) wyłączonego z pierwszej grupy podzbioru transakcji, w przypadku których domniemano, że zaszedł transfer kontroli.

Grupa transakcji pakietowych i redystrybucyjnych przeprowadzonych na więcej niż 5% akcji (efekt pierwszego etapu selekcji) liczyła pierwotnie 957 pozycji. Kolejnym etapem analizy było zweryfikowanie, jaki odsetek tych transakcji dotyczył również pakietu 5% ogólnej liczby głosów, a nie tylko akcji. Krok ten uznano za ważny, ponieważ transakcja blokowa dotycząca aż 10% akcji może w efekcie dawać mniejszy udział na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (WZA), jeżeli znacząca część pozostałych akcji w spółce jest uprzywilejowana co do głosu, a jest to zjawisko dość częste na polskim rynku kapitałowym.

wym. Do dalszego etapu zakwalifikowano więc tylko te transakcje, które dotyczyły 5% głosów na WZA.

W dalszej kolejności następowała bardziej szczegółowa analiza, której celem miała być identyfikacja stron biorących w niej udział. Przeprowadzenie jej jest możliwe jedynie w sytuacji, gdy wymogi ustawowe co do obowiązków informacyjnych są skutecznie egzekwowane. Na tym etapie, na podstawie analizy komunikatów bieżących spółki oraz artykułów prasowych, bazę uzupełniano o następujące informacje:

- a) nazwa kupującego i sprzedającego pakiet,
- b) liczba głosów, jaką nabył kupujący i zbył sprzedający oraz ich stan posiadania przed lub po transakcji, lub liczba głosów, jaką dysponowali kupujący i sprzedający przez i po transakcji.

Jeżeli w komunikacie prasowym lub giełdowym nie pojawiły się informacje o liczbie głosów (np. podana została tylko wiadomość o wielkości pakietu), ale dzięki zestawieniom znaczących akcjonariuszy będącym w posiadaniu Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego (UKNF) możliwe było sprawdzenie struktury akcjonariatu przed transakcją i po niej oraz zidentyfikowanie udziału w głosach obydwu stron transakcji, to taką pozycję klasyfikowano pozytywnie. Na tym etapie analizowano również zestawienia zmian w akcjonariacie spółki publikowane na stronach serwisu Bankier.pl oraz przez Notoria Serwis SA.

Dzięki temu w bazie pozostały 139 transakcje, które z całą pewnością dotyczyły więcej niż 5% głosów oraz znany był zarówno kupujący, jak i sprzedający pakiet akcji. Niemniej jednak w większości z nich trudno się dopatrywać jakichkolwiek znamion procesu przejęcia kontroli nad spółką publiczną. Stąd błędne byłoby mierzenie premii z tytułu kontroli na postawie całej tej zbiorowości.

Wybór transakcji blokowych, którym można przypisać cechy przejęcia kontroli, oparto na analizie przeprowadzanej na trzech poziomach, reprezentujących kolejne kroki selekcji:

1. poziom 1: absolutna i względna siła kupującego po transakcji, oszacowana za pomocą indeksu siły;
2. poziom 2: okoliczności transakcji oraz wypowiedzi prasowe osób zaangażowanych w transakcję;
3. poziom 3: stopień rozdrobnienia (koncentracji) akcjonariatu.

**Ad. 1.** Na tym etapie wykorzystano indeks siły Shapley-Shubika (*Shapley-Shubik Power Index*), należący do grupy narzędzi wywodzących się z teorii gier i służących do matematycznego opisu struktur właścicielskich jako zbioru koalicji<sup>3</sup>. Indeks ten, wprowadzony przez Shapleya (1953, s. 307–317), dla  $n$ -osobowej ważonej gry o funkcji charakterystycznej  $\nu$  został określony następująco:

$$Sh_i(\nu) = \sum_{K \subseteq N} [k!(n-k-1)!/n!] \cdot [\nu(K \cup \{i\}) - \nu(K)], \quad (1)$$

gdzie  $k$  jest liczbą elementów koalicji  $K$ ,  $i = 1, \dots, n$ .

Przy przyjętym schemacie postępowania i założeniu, że wszystkie permutacje są równie prawdopodobne, indeks Shapleya-Shubika pokazuje prawdopodobieństwo, że  $i$ -ty gracz (akcjonariusz) stanowi „języczek u wagi” koalicji, do której należy.

Klasyczna postać indeksu Shapleya została dostosowana przez Gambarellego (1982) do zastosowań w spółkach akcyjnych. Algorytm Gambarellego wyznaczania wartości indeksu siły dla  $i$ -tego gracza jest następujący:

<sup>3</sup> Przegląd indeksów siły można znaleźć w: Hołubiec, Mercik (1992), Mercik (1999) oraz Leech (2002).

$$\varphi_i = \frac{1}{n!} \sum (s-1)!(n-s)!, \quad (2)$$

gdzie:

$n$  – łączna liczba większościowych koalicji ( $K$  we wzorze na  $Sh$ ),

$s$  – liczba graczy w występujących w koalicji.

Zastosowanie tego indeksu umożliwiło zobiektywizowanie pomiaru realnej siły posiadanych głosów na tle całej struktury akcjonariatu. Realną siłą 50,1% udziału jest 100% głosów na WZA, ponieważ niezależnie od rozkładu reszty akcjonariatu (49,9%) pozostali akcjonariusze nie będą w stanie uniemożliwić podjęcia większości decyzji. Natomiast posiadanie 49% głosów w sytuacji, gdy drugi akcjonariusz również posiada 49% głosów, a trzeci tylko 2% głosów, daje realną siłę na poziomie 33%, ponieważ żaden z uczestników sam nie posiada większości i musi zawrzeć z kimś koalicję, jeżeli chce sprawować kontrolę. Stosując opisaną wyżej procedurę określono wartość indeksu siły dla kupującego, sprzedającego oraz „oceanu” (pozostałych akcjonariuszy) przed transakcją i po transakcji, a następnie ustalono różnicę (przyrost) wartości indeksu kupującego. Jeżeli indeks siły kupującego:

- już przed transakcją wynosił więcej niż 50%, to następowało przejście do kroków 2 i 3, niemniej jednak istniało duże prawdopodobieństwo odrzucenia transakcji;
- przed transakcją był mniejszy niż 50%, a w wyniku transakcji następowało zbliżenie realnej siły do tego poziomu, to następowało przejście do kroków 2 i 3, a prawdopodobieństwo przyjęcia transakcji do bazy znacząco wzrastało;
- przed transakcją był mniejszy niż 50%, a w wyniku transakcji nie następowało zbliżenie realnej siły do tego poziomu, to następowało przejście do kroków 2 i 3, a decyzja dotycząca przyjęcia transakcji do bazy pozostawała nierozstrzygnięta.

Jeżeli stosunek przyrostu indeksu siły kupującego do wielkości pakietu głosów był:

- mniejszy niż 1, czyli kupujący realnie zyskał mniej głosów niż wynikało to z rozliczenia transakcji (np. pakiet 10% spowodował przyrost wartości indeksu z 25% do 32%, tj. o 7 pkt. proc.), wówczas następowało przejście do kroków 2 i 3, niemniej jednak transakcja była silnie zagrożona wyłączeniem z bazy;
- równy lub większy od 1, czyli kupujący realnie zwiększył swój udział w głosach bardziej niż wynikałoby to z rozliczenia transakcji (np. pakiet 10% spowodował przyrost wartości indeksu z 25% do 46%, tj. o 21 pkt. proc.), wówczas następowało przejście do kroków 2 i 3, ale transakcja była bliska akceptacji.

Pewną dowolność pozostawiono na interpretację realnej siły sprzedającego na tle akcjonariuszy mniejszościowych, z których żaden nie posiadał na tyle dużego pakietu akcji (lub nie reprezentował ważnego stanowiska w spółce, utrzymując niewielki pakiet), aby mógł wystąpić w zestawieniu znaczących akcjonariuszy. Korzystne dla kupującego są sytuacje, gdy drobni akcjonariusze posiadają w sumie duży udział, rzędu 40–60%, ponieważ zwyczajowo duże rozproszenie akcjonariatu uniemożliwia wykonywanie kontroli. Duże rozdrobienie znaczącego pakietu, jaki posiadają razem akcjonariusze mniejszościowi, umożliwia sprawowanie kontroli nawet w sytuacji gdy w dyspozycji znaczącego akcjonariusza znajduje się stosunkowo niewielki pakiet.

**Ad. 2.** Drugi poziom tego etapu selekcji to przejście z miar ilościowych na jakościowe, dla których nie zbudowano takiego zestawu progów i przedziałów, jak na poziomie pierwszym, ale przyjęto regułę zerojedynkową. Jeżeli w komunikatach prasowych, wypowiedziach medialnych inwestorów lub analityków bądź w raportach bieżących spółki omawiających daną transakcję nie pojawiała się informacja o „przejęciu kontroli” albo „uzyskaniu kontroli” lub sformułowanie „będzie kontrolował” itp., to daną transakcję klasyfikowano jako zagrożoną odrzuceniem. Niemniej jednak nie odrzucano jej auto-

matycznie, tylko przechodzą wówczas do poziomu trzeciego. Jeżeli, natomiast wystąpiły wymienione powyżej komentarze i opisy transakcji, a analiza przeprowadzona na pierwszym poziomie wskazywała na wzrost realnej siły posiadanych głosów na tle całej struktury akcjonariatu, wówczas przyjmowano taką pozycję do bazy transakcji blokowych z przejściem kontroli. Niemniej jednak, w celu potwierdzenia tego przypuszczenia, takie transakcje były poddawane również dalszej analizie na trzecim poziomie.

**Ad. 3.** Analizując strukturę akcjonariatu obowiązującą w spółkach przed, podczas i po transakcji, zwracano szczególną uwagę na skalę rozdrobnienia oraz charakter udziałowców mniejszościowych, a także na pozycje kupującego i sprzedającego w tej strukturze. Na tym etapie badania przyjęto, że akcjonariatu mniejszościowego nie stanowią akcjonariusze posiadający więcej niż 30% głosów oraz akcjonariusz posiadający największy blok głosów, niezależnie od jego rozmiarów. Do korzystnych zjawisk z punktu widzenia przejmującego, rozstrzygających o zakwalifikowaniu danej transakcji blokowej jako zmierzającej do przejścia kontroli (przy jednoznacznie pozytywnej ocenie z poprzednich poziomów) zaliczono sytuacje, gdy:

- a) kupujący przed transakcją posiadał największy blok akcji w spółce i na skutek transakcji wypracował sobie „bezpieczną” przewagę nad podmiotami od drugiego do piątego w kolejności znaczących pakietów akcji;
- b) sprzedający przed transakcją posiadał większościowy pakiet głosów, ale zbył jego znaczącą część lub całość, przez co stał się akcjonariuszem mniejszościowym (elementem „planktonu”).

Wystąpienie któregoś z wymienionych zjawisk, w sytuacji gdy na poprzednim etapie występowały wątpliwości co do przyjęcia transakcji do badanego zbioru, przybliżyło jej akceptację, ale rozstrzygająca była wielkość pakietu znajdującego się w rękach akcjonariuszy mniejszościowych. W sytuacji gdy stanowił on około połowy wszystkich głosów w spółce (40–60%), decydowano się taką transakcją uwzględnić. W przeciwnym wypadku następowało jej odrzucenie. Odrzucone zostały również transakcje, które na etapie 1 i 2 były zagrożone odrzuceniem, a na poziomie 3 nie wystąpiła żadna z wymienionych wyżej sytuacji.

Wynikiem trzy poziomowej, wielokryterialnej analizy 139 transakcji blokowych było uzyskanie 35 transakcji, którym przypisano przejście kontroli. W dalszej części artykułu przedstawiono analizę strukturalną poszczególnych grup.

## 2. Charakterystyka badanej próby

### 2.1. Transakcje blokowe

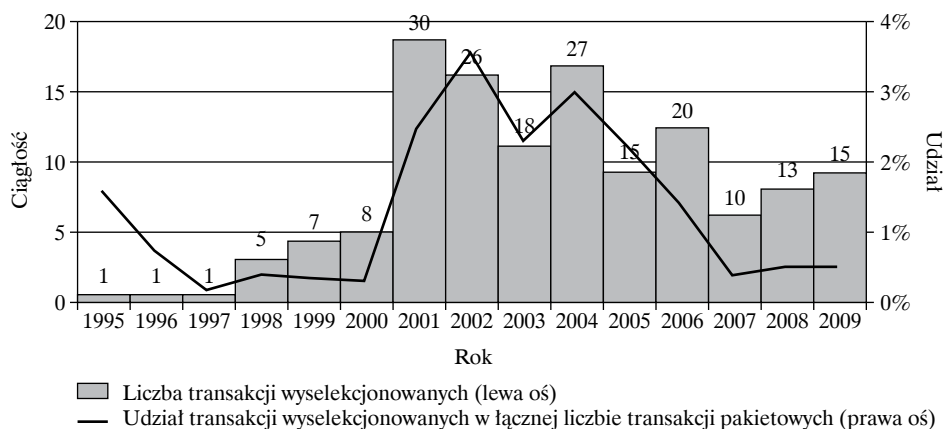
W rezultacie zastosowanej procedury selekcji badana próba objęła 139 sytuacji, w których nabyto znaczące pakiety akcji w drodze transakcji blokowych.

Najwięcej takich transakcji w badanej próbie (rys. 1) zanotowano w latach 2001–2002 (odpowiednio 25 i 19) oraz w 2004 r. (21). Istotny wzrost liczby transakcji włączonych do tej bazy po 2000 r. był spowodowany wprowadzeniem systemów ESNaR w KPWiG oraz Warset na GPW, natomiast wzrost zaobserwowany po 1998 r. to efekt pozytywnych zmian w ustawie „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi”<sup>4</sup>. Z kolei po 2005 r. nastąpił znaczny spadek transakcji, które spełniły warunki selekcji. Rosnąca liczba spółek notowanych na GPW oraz rozwój całego rynku mogłyby sugerować, że liczba transakcji przejścia kontroli również wzrośnie. Zjawisko odwrotne może stanowić konsekwencję

<sup>4</sup> Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. – *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi* (Dz.U. 1997, nr 118, poz. 754).

zmian wprowadzonych Dyrektywą MIFiD, które m.in. doprowadziły do ukonstytuowania działalności wielostronnych platform obrotu (MTF) specjalizujących się w dużych transakcjach pakietowych i niewykluczone, że to za ich pośrednictwem odbywa się obecnie część przejęć kontroli.

**Rysunek 1**  
**Liczba wyselekcjonowanych transakcji i jej udział w łącznej liczbie transakcji pakietowych**



Źródło: Opracowanie własne.

Jeżeli przeanalizować udział wyselekcjonowanych transakcji w ogólnej liczbie transakcji pakietowych zawartych w każdym roku, to okazuje się, iż **wyższe bezwzględne wielkości** obserwowane w latach 2001–2005 nie wynikały z większej aktywności inwestorów na całym rynku, ponieważ w tym okresie była ona najniższa w całej dekadzie – zarówno w Polsce, jak i na świecie. W okresie 2001–2005 udział transakcji wyselekcjonowanych wyniósł 1,9–2,8% i był wyższy od tego, który zaobserwowano w pozostałych z 15 lat objętych badaniem, gdzie przedział ten stanowił 0,0–1,6%. W efekcie, średnio w okresie objętym badaniem, zaledwie 1,1% transakcji blokowych, które zawarto na polskim rynku kapitałowym, faktycznie miało na celu i prowadziło do przejęcia kontroli w spółce, jednakże w połowie z badanych lat odsetek ten zbliżony był do 0,7% (mediana).

Przechodząc do analizy strukturalnej wyselekcjonowanych transakcji poniżej przedstawiono rozkład transakcji według sektorów gospodarki<sup>5</sup>, z których pochodziły przejmowane spółki (tab. 1). Ponad połowa transakcji (55%) dotyczyła przedsiębiorstw zajmujących się przetwórstwem przemysłowym. Kolejnymi pod względem liczebności, choć z dużo mniejszym udziałem, były spółki budowlane, usługowe niespecjalistyczne, handlowe i finansowe.

<sup>5</sup> Przyjęto usystematyzowany zbiór rodzajów działalności społeczno-gospodarczych w postaci Europejskiej Klasyfikacji Działalności (EKD), znanej też jako NACE (fr. *Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne*). Ta statystyczna klasyfikacja działalności gospodarczej jest oficjalnym odpowiednikiem Polskiej Klasyfikacji Działalności w Unii Europejskiej. Przewagą EKD (NACE) nad PKD była stabilność w czasie. Klasyfikacja europejska funkcjonowała praktycznie w nie zmienionej postaci od 1990 r. do 2008 r. (NACE Revision 1.1), podczas gdy jej polski odpowiednik zmodyfikowano dwukrotnie w ostatniej dekadzie. EKD przez większość czasu składała się z 17 branż i taki też pierwotny układ zachowano dla transakcji z 2009 r., niejako sztucznie zmieniając przyporządkowanie spółek do branż.



**Tabela 1**  
**Zestawienie liczby transakcji otrzymanych w wyniku procesu selekcji**  
**według sektorów gospodarki**

Nazwy i numery sekcji EKD	Transakcje blokowe razem		Transakcje blokowe z transferem kontroli	
	liczba	udział (%)	liczba	udział (%)
Przetwórstwo przemysłowe (15–37)	78	56	21	62
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną (40–41)	1	1	0	0
Budownictwo (45–45)	16	12	2	6
Handel hurtowy i detaliczny (50–52)	15	11	5	15
Hotele i restauracje (55–55)	2	1	1	3
Transport, gospodarka magazyno- wa i łączność (60–64)	3	2	0	0
Pośrednictwo finansowe (65–67)	7	5	1	3
Obsługa nieruchomości (70–74)	16	12	4	12
Ochrona zdrowia i pomoc społecz- na (85–85)	1	1	0	0
Ogółem	139	100	34	100

Źródło: Opracowanie własne.

W całym okresie nie zanotowano w ogóle transakcji aż z siedmiu kategorii, czyli: rolnictwa i rybactwa, górnictwa, sektora obronnego, edukacji, działalności komunalnej, zespołów eksterytorialnych i co oczywiste, gospodarstw domowych. Przyczyną takiego stanu rzeczy jest niewielka liczba emitentów z tych sektorów notowanych na głównym parkiecie giełdy. Częściowo ze względów regulacyjnych i realizacji przez te przedsiębiorstwa funkcji publicznych finansowanych z budżetu państwa (np. szkoły wyższe, telewizja publiczna i do niedawna służba zdrowia), ale w dużej mierze za sprawą niewielkich rozmiarów, jednostki te nie uzyskały statusu spółki publicznej, chyba że na rynku alternatywnym, który nie był brany pod uwagę w badaniu.

Jeżeli chodzi o ogólną wartość badanych transakcji, to koncentruje się ona przede wszystkim w dwóch sektorach: finansowym i przetwórstwie przemysłowym (tab. 2). W obu przypadkach łączna wartość analizowanych transakcji wyniosła ok. 1 mld zł.

Transakcje pakietowe i redystrybucyjne ze względu na swój charakter prawny występują przede wszystkim w sytuacji, gdy przedmiotem umowy są akcje o wartości wyższej niż 100 tys. złotych, ale nie stanowiące na tyle znaczącego bloku głosów, aby było konieczne ogłoszenie wezwania na akcje. W procesie selekcji celowo podniesiono dolną granicę wartości pieniężnej do 5% wszystkich głosów w spółce, stąd w badaniu wprowadzono nazwę transakcji blokowej w miejsce pakietowej lub dystrybucyjnej. Zabieg ten przeprowadzono również z tego powodu, aby zapewnić spójność nazewnictwa, a tym samym ułatwić odwołania do analogicznych badań prowadzonych przez innych autorów. Górny pułap dla transakcji blokowych w większości przypadków wyniósł 10%, co stanowiło konsekwencję konieczności ogłaszania wezwania w momencie przekroczenia tego progu w rezultacie zawarcia jednej transakcji. Umowy, które dotyczyły większych pakietów akcji, zostały zawarte dzięki wyjątkom ujętym w ustawie.

**Tabela 2**  
**Ogólna wartość analizowanych transakcji**  
**według sektorów gospodarki (mln zł)**

Nazwy i numery sekcji EKD	Transakcje blokowe razem		Transakcje blokowe z transferem kontroli	
	mln zł	udział (%)	mln zł	udział (%)
Przetwórstwo przemysłowe (15–37)	975,7	31	474,7	54
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną (40–41)	6,7	0	0	0
Budownictwo (45–45)	206,9	7	2,5	0
Handel hurtowy i detaliczny (50–52)	225,9	7	118	13
Hotele i restauracje (55–55)	236,3	8	162,6	18
Transport, gospodarka magazynowa i łączność (60–64)	150,8	5	0	0
Pośrednictwo finansowe (65–67)	1 107,30	36	93,5	11
Obsługa nieruchomości (70–74)	193,2	6	33,5	4
Ochrona zdrowia i pomoc społeczna (85–85)	8	0	0	0
Ogółem	3 110,8	100	884,8	100

Źródło: Opracowanie własne.

**Tabela 3**  
**Podstawowe charakterystyki transakcji blokowych**

Wyszczególnienie	Średnia	Mediana	Min.	Maks.	Odchylenie stand.
Kapitalizacja spółki przejmowanej (w dniu transakcji) (tys. zł)	288 746	62 380	3 805	4 482 372	628 042
Wartość transakcji (tys. zł)	22 380	4 900	500	284 934	49 857
Wolumen pakietu akcji (tys. szt.)	2 215	527	17	42 412	5 397
Udział pakietu akcji w liczbie głosów w spółce (%)	8	7	5	52	5
Wartość księgową długu (tys. zł)	277 126	16 442	0	4 538 929	780 518
Rentowność przychodów netto ze sprzedaży	-0,02	0,01	-0,63	0,66	0,15
Rentowność aktywów ogółem (zł)	-0,02	0,01	-0,53	0,29	0,13

Źródło: Opracowanie własne.

W konsekwencji 95,7% transakcji blokowych, które spełniły kryteria selekcji dotyczyło pakietu mniejszego niż 10% głosów, a największy blok stanowił 52% głosów w spółce. Wynika to ze specyfiki tych transakcji, natomiast wyjątki stanowią najczęściej nabycia akcji od Skarbu Państwa lub podmiotu będącego w tej samej grupie kapitałowej. Potwierdzeniem tej obserwacji jest wskaźnik Giniego na poziomie 79%, co świadczy o bardzo dużej (prawie skrajnej) nierówności w rozkładzie badanego zjawiska (odsetek bliski jedności).

Wielkość pakietu akcji będących przedmiotem obrotu w transakcjach blokowych miała także wpływ na średnią wartość transakcji, która wyniosła jedynie 22,3 mln zł (tab. 3). Przedsiębiorstwa, których akcje nabywano, były średnio zadłużone na 277 mln zł i w stosunku do kapitalizacji wynosiło to niemalże 100%.

Średnio badane spółki generowały stratę równą 2 grosze na 1 zł przychodu (oraz posiadanego majątku), ale mimo wszystko w połowie transakcji przejmowana spółka osiągała 1 grosz zysku z każdej złotówki sprzedaży i posiadanych aktywów.

## 2.2. Transakcje blokowe z transferem kontroli

Transakcje blokowe, w których nastąpił transfer kontroli, dotyczyły podmiotów, których łączne zadłużenie było większe niż rynkowa wartość kapitału własnego i wynosiło ponad 279 mln zł (tab. 4). Wyższemu zadłużeniu towarzyszyła wyższa średnia deficytowość sprzedaży, a ponadto nie zaobserwowana w przypadku wszystkich transakcji blokowych obrotowość aktywów powyżej jedności (1,39)<sup>6</sup>. Spółki były rentowne w przypadku połowy transakcji.

Tabela 4

Podstawowe charakterystyki transakcji blokowych z transferem kontroli

Wyszczególnienie	Średnia	Mediana	Min.	Maks.	Odchylenie stand.
Kapitalizacja spółki przejmowanej w dniu transakcji (tys. zł)	233 105	55 033	3 805	2 856 774	516 344
Wartość transakcji (tys. zł)	26 024	4 903	501	280 168	55 135
Wolumen pakietu akcji (tys. szt.)	2 079	646	177	14 195	3 000
Udział pakietu akcji w liczbie głosów w spółce (%)	11	9	5	52	9
Wartość księgowa długu (tys. zł)	279 637	16 442	14	2 504 234	651 047
Rentowność przychodów netto ze sprzedaży	-0,03	0,01	-0,34	0,15	0,12
Rentowność aktywów ogółem (zł)	-0,04	0,00	-0,44	0,29	0,15

Źródło: Opracowanie własne.

W tym kontekście nie powinno dziwić, iż przejmujący potrzebował średnio nabyć tylko 11% głosów, aby przejąć spółkę. Nawet jeżeli inwestor nabywający akcje danej spółki płaci przede wszystkim za przyszłe korzyści ekonomiczne, które będzie generował, to historyczne wyniki również stanowią istotny element wyceny przedsiębiorstwa. Niska rentowność, wysokie zadłużenie i średnio niewielka kapitalizacja każą ostrożnie podchodzić do inwestycji i jeżeli rozproszenie akcjonariatu na to pozwala, to nieracjonalne wydaje się przeprowadzanie wezwania na akcje spółki i skupowanie ponad połowy głosów. Zarówno średnio biorąc, jak i w połowie przypadków nabywający akcje w transakcji blokowej ze zidentyfikowanym transferem kontroli po zrealizowaniu operacji posiadał 27% głosów.

<sup>6</sup> Obrotowość aktywów została wyznaczona jako stosunek średniej rentowności aktywów (ROA) do średniej rentowności sprzedaży (ROS). Wykorzystano w tym celu następującą zależność:

$$\text{Obrotowość aktywów} = \frac{\text{ROA}}{\text{ROS}} = \left( \frac{\text{Wynik netto}}{\text{Aktywa ogółem}} \right) / \left( \frac{\text{Wynik netto}}{\text{Przychody ze sprzedaży}} \right) = \frac{\text{Przychody ze sprzedaży}}{\text{Aktywa ogółem}}$$

Transakcje blokowe z transferem kontroli w 88,2% dotyczyły bloku głosów mniejszego niż 10%, co jest wynikiem zbliżonym dla wszystkich transakcji blokowych, które zostały zakwalifikowane do badanej bazy.

### 3. Oszacowanie wartości premii z tytułu kontroli

Istotą przyjętego tutaj sposobu szacowania premii z tytułu kontroli jest odniesienie ceny nabycia danego pakietu akcji (ceny transakcyjnej), reprezentującego znaczącą ilość głosów w spółce, do ceny rynkowej tych papierów wartościowych w wybranym momencie – okresie (cena odniesienia). Jeżeli w przypadku ceny transakcyjnej można mówić tylko o jednej wartości, czyli o kwocie pieniężnej zapłaconej w transakcji nabycia, rozliczonej przez GPW za jedną akcję, to cen odniesienia jest więcej. Wyróżnić można generalnie dwa rodzaje cen odniesienia dla transakcji blokowych (tzw. bazowe ceny odniesienia), przy czym kryterium podziału stanowi data informacji o transakcji<sup>7</sup>:

- a) cena w dniu transakcji ( $C_t$ ), czyli w dniu, w którym giełda zarejestrowała transakcję nabycia/zbycia akcji spółki w systemie transakcyjnym (Warset). Znane są wówczas: wolumen, cena, nazwa spółki, kod ISIN papieru wartościowego oraz opcjonalnie godzina przeprowadzenia transakcji;
- b) cena w dniu komunikatu ( $C_k$ ), czyli w dniu, w którym opublikowano komunikat prasowy lub raport bieżący potwierdzający warunki transakcji (cena, wolumen) oraz informujący o stronach transakcji, zmianie stanu posiadanych głosów i ewentualnie dalszych zamiarach kupującego/sprzedającego.

W grupie wyselekcjonowanych transakcji blokowych średnia oraz mediana różnicy sesji giełdowych pomiędzy dniem komunikatu a dniem transakcji wyniosła trzy dni, co oznacza, że komunikat o efektach transakcji w badanej zbiorowości występował na trzeciej sesji po zarejestrowaniu transakcji w systemie giełdowym. Wśród każdej z dwóch grup bazowych cen odniesienia występują podgrupy, w których cenami odniesienia są kursy giełdowe akcji na zamknięciach sesji w określonym odstępie czasu od bazowych terminów odniesienia.

Przyjęte ceny odniesienia zostały wykorzystane do ustalenia premii transakcyjnych na podstawie których zostanie wyznaczona później premia z tytułu kontroli). Zestawienie wartości średnich premii transakcyjnych wraz z informacją dotyczącą ich istotności statystycznej przedstawia tabela 5<sup>8</sup>.

Spośród oszacowanych 60 wartości średnich premii 39% (25 wartości) jest większa od zera przy poziomie istotności 0,1, w tym 10 wartości (16%) posiada tę cechę przy poziomie istotności 0,05. Przy poziomie istotności 10%, największy odsetek średnich wartości premii istotnie większych od zera wystąpił w grupie transakcji blokowych z transferem kontroli (47%, tj. 15 z 32 wartości). Grupą transakcji o bezwzględnie najwyższych premiach okazał się zbiór transakcji blokowych z transferem kontroli. Nieistotne statystycznie okazały się wszystkie premie skorygowane o współczynnik  $AF$ . Ponadto ta kategoria premii jako jedyna zawierała ujemne wartości średnich, natomiast pozostałe premie (z wyjątkiem jednej) przy-

<sup>7</sup> Normą na współczesnych rynkach kapitałowych jest informowanie uczestników rynku przez jego organizatora o wolumenie i cenie transakcji zaraz po jej zrealizowaniu. Nie zawsze jednak taki zasób informacji wywołuje u uczestników rynku decyzje inwestycyjne. Ilość i jakość informacji o transakcjach rośnie wprost proporcjonalnie do upływu czasu, czyli wiedza inwestorów o kupującym, sprzedającym, zmianie udziału w głosach oraz ewentualnych motywach kupna pojawia się dopiero w komunikacie bieżącym spółki, której akcjami handlowano lub w informacji prasowej, np. w wywiadzie z nabywcą.

<sup>8</sup> Dla lepszej czytelności podawane w tabelach symbole oznaczające ceny odniesienia zostały zapisane prostą czcionką bez wyróżniania subskryptów.

**Tabela 5**  
**Średnie i mediany wartości premii z tytułu kontroli**  
**wyselekcjonowanych transakcji pakietowych**

Kategoria premii	Cena odniesienia	Średnia		Mediana	
		Transakcje blokowe <sup>a</sup>	Transakcje blokowe z transferem kontroli <sup>b</sup>	Transakcje blokowe	Transakcje blokowe z transferem kontroli
Premia blokowa (BP)	Ck-20	0,0978*	0,2275**	0,0543	0,0740
	Ck-3	0,0239	0,1677***	0,0000	0,0406
	Ck-1	0,0143	0,1688***	-0,0067	0,0268
	Ck	0,0147	0,1665***	-0,0191	0,0251
	Ck+1	0,0056	0,1431****	-0,0214	0,0257
	Ck+2	0,0032	0,1496***	-0,0263	0,0275
	Ck(+7:+30)	0,0204	0,1662***	-0,0153	0,0576
	Ct-20	0,1052*	0,2384**	0,0526	0,0784
	Ct-3	0,0609**	0,1776**	0,0248	0,0346
	Ct-1	0,0445***	0,1734***	0,0000	0,0153
	Ct	0,0441***	0,1925**	0,0000	0,0948
	Ct+1	0,0301	0,1694***	0,0000	0,0434
	Ct+2	0,0209	0,1678***	0,0000	0,0543
Ct(+7:+30)	0,0171	0,1640***	-0,0144	0,0574	
Premia standaryzowana udziałem (SBP)	Ck-20	0,0105*	0,0265***	0,0036	0,0067
	Ck-3	0,0036	0,0187	0,0000	0,0037
	Ck-1	0,0029	0,0195	-0,0005	0,0024
	Ck	0,0014	0,0139	-0,0010	0,0015
	Ck+1	0,0006	0,0115	-0,0019	0,0023
	Ck+2	0,0009	0,0133	-0,0020	0,0024
	Ck(+7:+30)	0,0025	0,0153	-0,0009	0,0057
	Ct-20	0,0111*	0,0275***	0,0042	0,0072
	Ct-3	0,0069**	0,0204****	0,0020	0,0042
	Ct-1	0,0055***	0,0198	0,0000	0,0014
	Ct	0,0046***	0,0178****	0,0000	0,0056
	Ct+1	0,0027	0,0137	0,0000	0,0041
	Ct+2	0,0021	0,0145	0,0000	0,0044
Ct(+7:+30)	0,0023	0,0152	-0,0009	0,0057	
Premia skorygowana o współczynnik AF	Ck	-0,0013	0,0067	-0,0011	0,0009
	Ck+2	-0,0019	0,0060	-0,0020	0,0009
	Ct	0,0020	0,0112	0,0002	0,0084
	Ct+2	-0,0003	0,0083	-0,0005	0,0050

\* Średnia istotnie większa od zera na poziomie 1%; \*\* Średnia istotnie większa od zera na poziomie 5%; \*\*\* Średnia istotnie większa od zera na poziomie 10%; \*\*\*\* Średnia istotnie większa od zera na poziomie 15%; <sup>a</sup> Do weryfikacji poziomu istotności wykorzystano statystykę U; <sup>b</sup> Do weryfikacji poziomu istotności wykorzystano test t-Studenta.

jęły wartości poniżej 1%, stąd w dalszej części artykułu nie zostaną poddane szczegółowym analizom. Wartościowo najwyższe premie zanotowano wśród kategorii premii niestandardyzowanej, co jest naturalne, gdyż wszystkie pozostałe kategorie premii (standardyzowane udziałem oraz korygowane o współczynnik  $AF$ ) stanowią pewną część premii blokowej.

Średnie wartości premii, które były oferowane w wyselekcjonowanych transakcjach, są znacząco wyższe niż zaobserwowane na tych samych transakcjach mediany premii. Na 32 premie oszacowane na podstawie wszystkich transakcji blokowych aż 14 rodzajów premii było ujemnych, co dla miary względnej miało miejsce jedynie w przypadku premii skorygowanych o współczynnik  $AF$ . Ponadto żadna z median premii nie przekroczyła 20%, a jedynie te, które dotyczyły transakcji blokowych z transferem kontroli, zbliżyły się do 10%.

Wzorem Barclaya i Holdernessa (1989), Nicodano i Sembenelliego (2004) oraz Massariego, Monge'a i Zanettiego (2006) oszacowane średnie wartości premii podzielono według wielkości pakietu akcji, jakiego dotyczyła dana transakcja, mając na uwadze wykazane wyżej rozkłady pakietów. Do szczegółowej analizy przyjęto dwa przedziały nabywanego odsetka głosów:

- a) pakiet akcji, który uprawniał do więcej niż 5% i mniej niż 10% głosów w przejmowanej spółce, tzw. mały pakiet (5%, 10%);
- b) pakiet akcji uprawniający do nie mniej niż 10% głosów w przejmowanej spółce (<10%; 100%).

Dla wybranych cen odniesienia przedstawiono średnie wartości niestandardyzowanych premii z podziałem na wymienione przedziały (tab. 6). Zastosowany podział transakcji według wielkości pakietu sprawił, że pierwszy podzbiór objął niemalże wszystkie (132) wyselekcjonowane transakcje blokowe, w tym 29 transakcji blokowych z transferem kontroli. Obliczone średnie wartości premii dla transakcji z pierwszego przedziału są dla każdej wyszczególnionej ceny odniesienia niższe niż odpowiednie średnie wykazane w tabeli 6, ustalone dla wszystkich wyselekcjonowanych transakcji. Największa różnica wystąpiła dla ceny odniesienia stanowiącej kurs akcji spółki przejmowanej na zamknięciu 20. sesji przed dniem komunikatu. Było to odpowiednio dla transakcji blokowych z transferem kontroli i w wszystkich transakcji blokowych: 3,75 i 1,68 punktu procentowego<sup>9</sup>.

**Tabela 6**  
**Średnie wartości niestandardyzowanej premii blokowej (BP)**  
**w zależności od pakietu głosów**

Przedział	Transakcje blokowe				
	BPCk-20	BPCk-3	BPCk	BPCk+2	BPCk(+7:+30)
<5%;10%)	8,1%	1,2%	0,9%	-0,5%	0,9%
<10%;100%>	41,6%	25,4%	13,0%	16,0%	22,7%
Przedział	Transakcje blokowe z transferem kontroli				
	BPCk-20	BPCk-3	BPCk	BPCk+2	BPCk(+7:+30)
<5%;10%)	19,0%	13,9%	16,5%	13,9%	15,5%
<10%;100%>	44,5%	33,2%	17,5%	21,0%	23,4%

Źródło: Opracowanie własne.

<sup>9</sup> Odniesienie do danych z tabeli 5: w przypadku transakcji blokowych z transferem kontroli  $C_{k-20} = 22,75\%$  ( $22,75\% - 19\% = 3,75\%$ ) oraz w przypadku transakcji blokowych ogółem  $C_{k-20} = 9,78\%$  ( $9,78\% - 8,1\% = 1,68\%$ ).

Tylko dla transakcji blokowych z transferem kontroli średnie wartości premii w pierwszym wyszczególnionym przedziale znacząco odbiegały od zera, natomiast dla całego podzbioru transakcji blokowych obejmującego „małe pakiety” akcji większość premii oscylowała wokół 1%. W drugim przedziale odnotowano zjawiska przeciwne. Średnie premie dla transakcji z tego przedziału (7 blokowych, w tym 5 z transferem kontroli) były nawet kilkukrotnie wyższe od przeciętnych premii ze wszystkich transakcji. Najwyższe premie w drugim przedziale odnotowano ponownie dla ceny odniesienia na 20. sesji przed dniem komunikatu, natomiast warta podkreślenia jest duża wartość premii również na 3. sesji przed komunikatem oraz w stosunku do średniej z sesji od 7. do 30.

Wszystkie wyselekcjonowane transakcje blokowe poddano analizie z dwóch punktów widzenia – motywu przeprowadzenia transakcji przez kupującego (nabycie strategiczne i finansowe) oraz podobieństwa rodzaju działalności operacyjnej kupującego i podmiotu, którego akcje stanowiły przedmiot transakcji. Szczegółowe wyjaśnienie tych kategorii przedstawiono w tabeli 7.

**Tabela 7**  
**Typ transakcji według motywu oraz rodzaju działalności**

Typ transakcji		Charakterystyka
Motyw	strategiczna	Transakcja, po której fuzja lub połączenie firm jest zawierane na czas nieokreślony i zazwyczaj skoncentrowane na celach, tj. wzrost oraz zwiększenie zyskowności prowadzonej działalności; obniżenie kosztów funkcjonowania w miejsce inwestowania w rozwój.
	finansowa	Transakcja dotycząca kupna firmy jako inwestycji o charakterze finansowym lub inwestycyjnym; może dotyczyć również kupujących, którzy wcześniej nie inwestowali w daną spółkę.
Rodzaj działalności	pozioma	Transakcja nabycia akcji przez bezpośredniego konkurenta spółki przejmowanej, np. przejęcie jednego producenta kabli i przewodów (Elektrim Kable SA) przez drugiego (Krakowska Fabryka Kabli SA).
	pionowa	Elementem wyróżniającym taką transakcją jest fakt, że spółka przejmowana i nabywający znajdują się w jednym łańcuchu produkcyjnym lub handlowym. Przykładem nabycia pionowego może być zakup akcji wydawnictwa przez producenta papieru, jak również inne transakcje z udziałem odbiorcy i producenta oraz dostawcy i producenta.
	konglomeratowa	Występuje w sytuacji, gdy nabywający nie jest podmiotem konkurencyjnym ani komplementarnym w stosunku do spółki będącej celem przejęcia, natomiast podmioty te mają szansę utworzyć konglomerat (grupę kapitałową). Przykładem może być przejęcie kasyna przez producenta stali.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie FactSet Mergerstat® / BVR Control Premium Study™ (<http://www.bvmarketdata.com>).

Zaproponowane powyżej klasyfikacje transakcji według celu oraz rodzaju działalności stanowią pewną modyfikację podejścia stosowanego przez Mergerstat. W prowadzonej przez tę instytucję bazie transakcji fuzji i przejęć (BVR Control Premium) jednym z elementów opisu poszczególnych obserwacji jest cel akwizycji (*transaction purpose*); Mergerstat zdefiniował pięć celów: konglomeratowy, finansowy, horyzontalny (poziomy), strategiczny oraz wertykalny (pionowy). Podobnie jak w Mergerstat, przyporządkowanie transakcji do danego typu w naszym badaniu następowało uznaniowo;

brane były pod uwagę sektory, w jakich działają kupujący oraz spółka przejmowana, komunikaty prasowe wyjaśniające okoliczności transakcji oraz raporty bieżące spółki przejmowanej.

W dalszej części artykułu zostaną przedstawione szczegółowe wyniki dotyczące rodzajów premii dla poszczególnych grup transakcji.

Transakcje blokowe to specyficzny typ transakcji nabycia akcji, którego konstrukcja prawna, w mniejszym stopniu niż w przypadku wezwań do sprzedaży akcji, ma na celu stabilizację kursu akcji, zmieniającego się na skutek efektów popytowych i podażowych, a przede wszystkim zwiększenie płynności większych pakietów akcji spółek publicznych oraz umożliwienie ich wymiany poza rynkiem zorganizowanym (wyłączenie spod przymusu rynku kapitałowego). W niektórych sytuacjach powodem zawarcia transakcji pakietowej nie jest obawa przed obniżeniem ceny, lecz przekonanie, że cena rynkowa jednej akcji nie stanowi rekompensaty za utratę korzyści wynikających z posiadania bloku akcji. Dzieje się tak, ponieważ pakiet ten w zależności od struktury akcjonariatu i statutu spółki może być kluczowy dla uzyskania większości na zgromadzeniu akcjonariuszy przez jednego z udziałowców lub pozwalać na posiadanie swojego reprezentanta w radzie nadzorczej spółki. Skala korzyści wynikających z posiadania akcji danej spółki nie wzrasta wprost proporcjonalnie do ilości posiadanych akcji, niemniej jednak zależność taka występuje, aczkolwiek nie ma ona charakteru liniowego. Zgodnie z regulaminem GPW inwestor może przeprowadzić transakcję redystrybucyjną (blokową), ale dopuszczalne widełki cenowe w przypadku takiej transakcji to  $\pm 10\%$  albo  $\pm 40\%$  w stosunku do bieżącego kursu akcji, w zależności od tego, czy transakcja jest przeprowadzana w czasie sesji giełdowej (10%), czy po zamknięciu notowań w danym dniu (40%). Tym samym organizator rynku dopuszcza możliwość dokonywania transakcji nabycia-sprzedaży większych pakietów akcji po średniej cenie jednego waloru znacząco odbiegającej od aktualnego kursu, czego powodem mogą być korzyści wynikające z posiadania określonego pakietu akcji, które nie znajdują odzwierciedlenia w bieżącym kursie giełdowym lub obawa przed efektem podażowym. Wprowadzenie widełek procentowych do warunków cenowych transakcji blokowych sprawia, że wartość transakcji pośrednio jest uzależniona od aktualnych notowań akcji, podczas gdy cena akcji oferowana w wezwaniu jest determinowana notowaniami historycznymi.

Spośród oszacowanych średnich premii z tytułu kontroli dla wyselekcjonowanych transakcji blokowych ze zidentyfikowanymi stronami transakcji należy wyróżnić wartości premii ustalone dla cen odniesienia na 20. sesji przed dniem transakcji i 20. sesji przed dniem komunikatu. Średni poziom premii w obydwu przypadkach wyniósł około 10%, podczas gdy pozostałe rodzaje premii ukształtowały się na poziomie 2%. Wartościowo wyższe premie występowały ponadto w przypadku cen odniesienia do dnia transakcji niż dnia komunikatu, co wynika ze średniego opóźnienia tego drugiego (średnio 3 sesje) i obserwowanej ogólnej tendencji dynamicznego wzrostu kursu akcji po dniu transakcji (rys. 2). Średnio kurs akcji w ciągu trzech sesji po transakcji blokowej rósł o 5% i kolejny 1 pkt proc. podczas sesji czwartej. W następnych dniach kurs ulegał stabilizacji na wyższym poziomie.

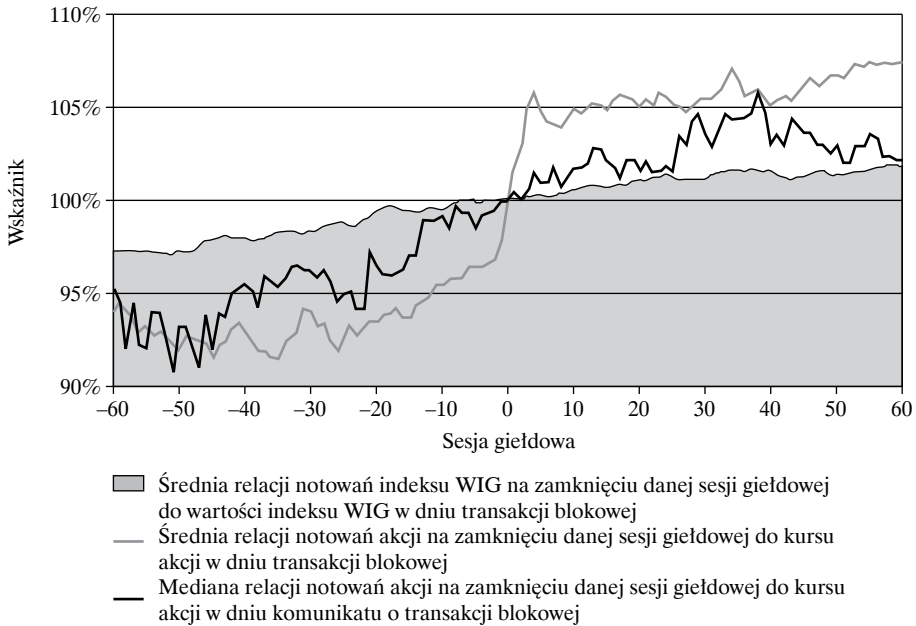
Wspomniane rodzaje premii, które miały najwyższą wartość w przypadku transakcji blokowych, nie posiadały wyraźnie zarysowanej mody. Dla ceny odniesienia na 20. sesji przed dniem komunikatu 44% transakcji posiadało premię z przedziału od  $-5$  do  $+10\%$ , a rozszerzenie przedziału o kolejne 5 pkt. proc. w górę zwiększa odsetek transakcji o połowę.

Koncentracja premii w przedziale  $\pm 10\%$  od zera spowodowana jest przede wszystkim regulacjami prawnymi giełdy, a dodatkowo na skutek braku w Polsce wielostronnych platform obrotu (MTF) i sztywnych godzin funkcjonowania instytucji finansowych większość



transakcji blokowych przeprowadzana jest w trakcie sesji giełdowych, kiedy to widełki cenowe mają węższy przedział.

**Rysunek 2**  
**Średnia i mediana wskaźnika notowań**  
**na wybranej sesji giełdowej do ceny w dniu wyselekcjonowanej transakcji blokowej**



Uwaga: Wartość wskaźnika dla każdej wyselekcjonowanej transakcji blokowej ustalono według relacji kursu akcji na zamknięciu danej sesji giełdowej ( $C_n$ ) do kursu akcji na zamknięciu sesji giełdowej w dniu transakcji ( $C_t$ ), tj.:  $\frac{C_n}{C_t} - 1$ , gdzie  $n$  oznacza numer sesji w stosunku do sesji w dniu transakcji. Tym samym dla  $n = 0$ ,  $C_n = C_t$ .

Źródło: Opracowanie własne.

Przy transakcjach blokowych odsetek obserwacji z dyskontem wzrasta w miarę zbliżania się dnia transakcji z 31 do 48% oraz z 29 do 53% w przypadku dnia komunikatu. Oznacza to, że w dniu transakcji w połowie wyselekcjonowanych transakcji blokowych nie oferowano premii za nabywany pakiet. Średnie dyskonta dla wybranych cen odniesienia kształtowały się w przedziale od -23 do -17%. Standaryzacja ujemnych premii nabywanym udziałem głosów zmniejszyła średnią wartość dyskonta do ok. 1-2%. Zestawienie transakcji z dyskontem przedstawia tabela 8.

Liczba transakcji blokowych, jaką otrzymano w wyniku procesu selekcji (139 obserwacji), jest na tyle duża, że pozwala scharakteryzować próbę wg przynależności sektorowej spółki, której akcje były przedmiotem nabycia (tab. 9). Wśród sektorów gospodarki, dla których zanotowano więcej niż 10 transakcji blokowych, szczególnie wyróżniał się handel hurtowy i detaliczny. Średnie premie dla tego działu niezależnie od ceny odniesienia wyniosły ponad 30%. Grupą, w przypadku której również wszystkie wyszczególnione premie przyjęły wartość dodatnią, było wytwarzanie i zaopatrywanie w energię, niemniej jednak zostały one obliczone na podstawie jednej transakcji.

**Tabela 8**

**Zestawienie ujemnych wartości premii (dyskont) z tytułu kontroli dla transakcji blokowych**

Wyszczególnienie	Cena odniesienia					
	Ck-20	Ck-3	Ck-1	Ck	Ck+2	Ck(+7:+30)
Liczba transakcji z dyskontem	52	64	72	73	75	71
Odsetek transakcji z dyskontem	37%	46%	52%	53%	54%	51%
Średnia wartość dyskonta niestandardyzowanego	-17%	-22%	-21%	-21%	-20%	-23%
Średnia wartość dyskonta standaryzowanego	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%

Źródło: Opracowanie własne.

**Tabela 9**

**Średnie wartości niestandardyzowanych premii dla transakcji blokowych według sektorowej przynależności spółki**

Nazwa i numery sekcji EKD	<i>n</i>	BPCk-20	BPCk+1	BPCk+2	BPCk(+7:+30)
Przetwórstwo przemysłowe (15-37)	78	7,0%	-4,1%	-4,4%	-5,0%
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną (40-41)	1	7,4%	2,1%	6,3%	4,6%
Budownictwo (45-45)	16	16,8%	-6,4%	-7,2%	-4,3%
Handel hurtowy i detaliczny (50-52)	15	39,9%	32,3%	34,7%	47,9%
Hotele i restauracje (55-55)	2	-4,7%	-1,7%	-3,6%	-4,4%
Transport, gospodarka magazynowa i łączność (60-64)	3	1,8%	-3,6%	-5,5%	-15,2%
Pośrednictwo finansowe (65-67)	7	-1,0%	10,6%	6,1%	8,8%
Obsługa nieruchomości (70-74)	16	-2,6%	-2,0%	-2,2%	0,7%
Ochrona zdrowia i pomoc społeczna (85-85)	1	-7,8%	-18,2%	-9,1%	-1,8%
<i>n</i> – liczba wyselekcjonowanych transakcji blokowych dotycząca spółek z danej branży (łącznie 139).					

Źródło: Opracowanie własne.

Najbardziej liczna zbiorowość transakcji blokowych na akcjach spółek działających w ramach przetwórstwa przemysłowego charakteryzowała się średnimi premiami niemalże o 3 pkt proc. niższymi od analogicznych średnich obliczonych dla wszystkich transakcji blokowych (por. tab. 5). Najwyższymi premiami, poza spółkami z sektora handlu, wyróżniały się podmioty zajmujące się budownictwem (16,8% dla BPCk-20) oraz pośrednictwem finansowym (10,6% dla BPCk+1). Z drugiej strony najwyższe dyskonta wystąpiły w nielicznie reprezentowanych gałęziach ochrony zdrowia i transportu.

Analiza premii według rodzaju transakcji (tab. 10) pozwoliła stwierdzić, iż zdecydowanie dominowały transakcje konglomeratowe (76% obserwacji), czyli takie, które dotyczyły przedsiębiorstw prowadzących całkowicie odmienną działalność operacyjną. Niemniej jednak spośród wybranych rodzajów premii w transakcjach konglomeratowych tylko wartość przeciętna dla ceny odniesienia na 20. sesji przed komunikatem była dodatnia. Pozostałe premie przyjęły wartości ujemne, co może mieć uzasadnienie w istocie tego typu transakcji. Jeżeli bowiem podmiot nabywa akcje spółki prowadzącej zupełnie inną działalność operacyjną, z którą nie nawiąże więzi strategicznych, to oczekiwany zwrot z inwestycji znajduje się w obszarze potencjalnego przyszłego wzrostu kursu akcji przejmowanej spółki oraz zwiększenia jej zyskowności na skutek np. działań restrukturyzacyjnych. W rezultacie podstawowy warunek brzegowy dla podjęcia takiej decyzji inwestycyjnej to kwota płacona za nabywany pakiet akcji (głosów), a strategią inwestycyjną jest maksymalizowanie korzyści (finansowych) przy możliwie najniższych wydatkach. Najwyższe przeciętne wartości premii zaobserwowano w przypadku transakcji dotyczących podmiotów konkurencyjnych (poziome), co można wyjaśnić:

- a) mniejszymi trudnościami w dokonaniu przez kupującego oceny korzyści z tytułu kontroli, które jest on w stanie osiągnąć w rezultacie transakcji. Wynika to z faktu, że prowadzi on podobne pod względem operacyjnym przedsiębiorstwo, a dodatkowo funkcjonuje na tym samym rynku i w konsekwencji dysponuje znacznie większą wiedzą dotyczącą możliwości generowania prywatnych korzyści z tytułu kontroli niż podmiot działający komplementarnie (któremu raczej zależy na korzyściach związanych z fuzją przedsiębiorstw);
- b) potencjałem, jaki wciąż tkwi w procesach koncentracji polskich przedsiębiorstw, szczególnie tych, które działają jako konkurenci. Polskie firmy wykorzystują efekt skali jako główny mechanizm wzrostu, podczas gdy efekty zakresu działalności (częściej związane z rozwojem przedsiębiorstw) nie generują jeszcze wystarczającej dynamiki przychodów, aby pokryć wymagane w takim przypadku wysokie jednostkowe koszty zmienne.

**Tabela 10**

**Średnie wartości wybranych premii dla transakcji według typu transakcji**

Typ transakcji	<i>n</i>	udział	BPCk-20	BPCk+1	BPCk+2	BPCk(+7:+30)
Konglomeratowa	106	76%	6,8%	-2,8%	-3,5%	-2,3%
Pozioma	30	22%	20,4%	12,7%	14,1%	18,0%
Pionowa	3	2%	10,1%	-1,2%	-2,8%	-5,3%
Strategiczna	66	47%	8,5%	-0,9%	-0,4%	2,5%
Finansowa	73	53%	11,0%	1,9%	1,0%	1,7%

*n* – liczba wyselekcjonowanych transakcji dotycząca spółek z danego rodzaju (łącznie 139).

Źródło: Opracowanie własne.

Z kolei podział premii ze względu na motywy transakcji nie pozwolił zdiagnozować żadnych prawidłowości, mamy tu bowiem do czynienia ze słabym zróżnicowaniem premii. Transakcji blokowych typu strategicznego oraz finansowego była podobna liczba, odpowiednio 66 i 73 obserwacje. Trzy rodzaje premii charakteryzowały wyższe średnie warto-

ści w transakcjach typu finansowego, a dodatkowo wszystkie średnie w tej zbiorowości były dodatnie. Transakcje typu strategicznego wyróżniała większa średnia wartość premii BPCk(+7: +30), ale różnica w stosunku do nabycia celem korzyści finansowych wyniosła jedynie 0,8 p.p. (2,5% – 1,7%).

Analizę szeregów czasowych wybranych rodzajów premii można podzielić na trzy okresy:

1. W latach 1995–2000 średnie wartości premii wykazywały trend rosnący, niemniej jednak łączna liczba wyselekcjonowanych transakcji wyniosła zaledwie 11.
2. Kolejny okres (2001–2007) to tendencja spadkowa średnich premii ze znaczącym nasileniem w 2004 r., kiedy to zaczęły dominować ujemne wartości premii. Częściowo był to skutek panującej wówczas słabszej koniunktury giełdowej.
3. Wydaje się, iż osiągnięte w 2007 r. historycznie najwyższe dyskonta stanowią jednocześnie początek kolejnego cyklu kształtowania się premii. Wyraźny wzrost średnich wartości premii w 2008 r. pokrył się z bessą na polskiej giełdzie i kryzysem finansowym na świecie, a sam spadek kursów stanowił przyczynę dodatnich premii<sup>10</sup>.

Średnie wartości premii dla transakcji blokowych z transferem kontroli były znacząco wyższe niż analogiczne premie dla wszystkich wyselekcjonowanych transakcji. Najwyższe wartości średnich odnotowano dla ceny odniesienia na 20. sesji przed transakcją (23%) i komunikatem (22%), ale niewiele niższą wartość przyjęła premia oszacowana dla dnia transakcji (19%).

Zjawiskiem wyróżniającym transakcje blokowe z transferem kontroli w zbiorze wszystkich transakcji blokowych był wyraźnie niższy odsetek obserwacji z dyskontem w zbiorowości dla poszczególnych cen odniesienia. Maksymalnie, dla piątej sesji po dniu transakcji, udział transakcji z dyskontem wynosił 47%, tj. 16 obserwacji. Ponadto odsetek transakcji z dyskontem w odstępnie ±60 sesji od momentu transakcji kształtował się wyraźnie poniżej analogicznego udziału dla wszystkich wyselekcjonowanych transakcji blokowych.

Większość wyselekcjonowanych transakcji blokowych z transferem kontroli dotyczyła spółek działających w sektorze przetwórstwa przemysłowego (62%), podczas gdy dwa sektory (finansowy i hotelarski) reprezentowały pojedyncze transakcje (tab. 11). Ujemne średnie premie odnotowano tylko dla sektora hotelarskiego i związanego z obsługą nieruchomości.

Najwyższe premie zaobserwowano w transakcjach dotyczących spółek handlowych i dotyczyły one transakcji typu poziomego (tab. 12). Nie zanotowano natomiast ani jednej transakcji typu pionowego.

Wartość przeciętnych premii dla wyselekcjonowanych transakcji blokowych, w których zidentyfikowano transfer kontroli, była istotnie wyższa od premii w całej grupie 139 transakcji, szczególnie gdy dotyczyły one przejęć podmiotów konkurencyjnych (poziome) oraz nakierowanych na korzyści finansowe. W przypadku tych typów transakcji poziom premii liczonej na podstawie kursu akcji na 20. sesji przed dniem komunikatu wyniósł odpowiednio 56,6% i 33,9%. Ponadto wszystkie przeciętne wartości premii były dodatnie.

<sup>10</sup> Na przykład premia ustalona jako odniesienie ceny transakcyjnej do kursu akcji na zamknięciu drugiej sesji po dniu komunikatu wzrosła z –26% w 2007 r. do +10% w roku następnym, tj. o 36 pkt proc. Kurs indeksu WIG w analogicznym okresie spadł o 51%, co oznacza, że o tyle średnio tańsze stały się akcje spółek notowanych na GPW. Przy założeniu utrzymania w 2008 r. cen transakcyjnych z roku poprzedniego średnie wartości premii mogły wynieść nawet 25% tylko na skutek spadku bieżącego kursu walorów. Realnie zatem premie w 2008 r. spadły o 15 pkt proc. (odnotowane 10%, potencjalnie 25%). Przedstawiony przykład należy traktować bardzo ogólnie, ponieważ generalnie przyjętą zasadą jest ustalanie premii poprzez odnoszenie cen transakcyjnych do cen rynkowych obowiązujących w momencie przeprowadzania transakcji, jednak ocena otrzymanych wartości powinna być prowadzona również z uwzględnieniem panującej sytuacji rynkowej.

**Tabela 11**  
**Wybrane średnie wartości niestandardyzowanych premii dla wyselekcjonowanych transakcji blokowych z transferem kontroli w zależności od sektorowej przynależności spółki**

Nazwa i numery sekcji EKD	<i>n</i>	BPCk-20	BPCk+1	BPCk+2	BPCk(+7: +30)
Przetwórstwo przemysłowe (15-37)	21	10,9%	0,7%	0,9%	1,5%
Budownictwo (45-45)	2	36,5%	18,3%	20,3%	15,0%
Handel hurtowy i detaliczny (50-52)	5	101,1%	89,6%	92,4%	94,5%
Hotele i restauracje (55-55)	1	-8,7%	-1,3%	-5,6%	-1,8%
Pośrednictwo finansowe (65-67)	1	42,6%	43,0%	45,0%	49,5%
Obsługa nieruchomości (70-74)	4	-16,7%	-13,6%	-12,9%	-4,1%
<i>n</i> – liczba wyselekcjonowanych transakcji blokowych dotycząca spółek z danej branży (łącznie 34)					

Źródło: Opracowanie własne.

**Tabela 12**  
**Średnie wartości wybranych premii dla transakcji blokowych z transferem kontroli według typu transakcji**

Typ transakcji	<i>n</i>	Udział	BPCk-20	BPCk+1	BPCk+2	BPCk(+7: +30)
Konglomeratowa	25	74%	10,6%	4,1%	3,7%	3,3%
Pozioma	9	26%	56,6%	42,8%	46,2%	53,8%
Pionowa	0	0%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Strategiczna	20	59%	14,9%	6,1%	7,5%	11,8%
Finansowa	14	41%	33,9%	26,0%	25,6%	23,6%
<i>n</i> – liczba wyselekcjonowanych transakcji dotycząca spółek z danego rodzaju (łącznie 34)						

Źródło: Opracowanie własne.

#### 4. Weryfikacja hipotez badawczych

Poniżej przedstawiono wyniki weryfikacji przyjętej hipotezy badawczej. Sprawdzeniu poddano:

- istnienie korzyści z tytułu kontroli na polskim rynku kapitałowym, które utożsamia się z dodatnimi wartościami oszacowanych średnich premii z tytułu kontroli,
- poziom wybranych, oszacowanych w tym badaniu średnich wartości premii w odniesieniu do poziomu premii odnotowanych w innych badaniach.

**Ad. a)** Weryfikacja została przeprowadzona przy zastosowaniu testu parametrycznego dla wartości średniej, oznaczonej jako  $\mu$ , dla każdego rodzaju premii. Hipoteza zerowa ( $H_0$ ) dla poszczególnych zbiorowości zakładała, że średnia wartość premii jest równa zero ( $\mu = 0$ ), co należy rozumieć jako brak występowania korzyści z tytułu kontroli. W odniesieniu do hipotezy alternatywnej ( $H_1$ ) przyjęto, że na polskim rynku kapitałowym istnieją korzyści z tytułu kontroli, które przejawiają się dodatnimi premiami ( $\mu > 0$ ). Wątpliwości może budzić przyjęcie takiej hipotezy alternatywnej w odniesieniu do średnich premii,

które miały znak ujemny, a wartości takie odnotowano w przypadku kategorii premii standaryzowanej udziałem i korygowanej o współczynnik  $AF$ .

Należy tutaj przypomnieć, że koncepcja tej kategorii premii, nieobciążonej zmianami zachodzącymi na rynku jako całości oraz wartością akcji szacowaną z punktu widzenia inwestorów mniejszościowych przed transakcją i po jej zawarciu, została wprowadzona przez Dycka i Zingalessa i przedstawia tylko korzyści osiągnane w wyniku przeprowadzenia transakcji przez kupującego (co stanowi konsekwencję przeprowadzenia korekty premii standaryzowanej o parametr  $\lambda$  oraz o zmiany w indeksie rynkowym w czasie, gdy była przeprowadzana transakcja). W rezultacie nie można wykluczyć, że część korzyści wynikających z przejścia kontroli nad daną spółką, które były zawarte w cenie i miały potwierdzenie w premii, została zredukowana na skutek dokonanych korekt, przez co wartość premii przyjęła znak ujemny. Daleko idącym nadużyciem byłoby jednak przypisanie ujemnej wartości premii do metodologii jej szacowania, a nie ekonomicznej interpretacji, dlatego też zachowano konsekwencję podejścia do weryfikacji hipotezy pierwszej i występowanie korzyści z tytułu kontroli (niezależnie od postaci analitycznej) utożsamiane jest tylko z dodatnią wartością premii.

Testowanie hipotezy przeprowadzono dla transakcji blokowych ( $n = 139$ ) oraz wyszczególnionych transakcji blokowych z transferem kontroli ( $n = 34$ ). W związku z różną liczebnością tych zbiorowości w weryfikacji zastosowano:

- **statystykę  $t$ -Studenta ( $t$ )** dla grup o liczbie obserwacji mniejszej lub równej 119, tj. dla transakcji blokowych z transferem kontroli:

$$t = \frac{\bar{x} - \mu_0}{S(x)} \cdot \sqrt{n - 1}$$

- **statystykę  $U(u)$**  dla grup o liczbie obserwacji większej od 119, czyli dla wszystkich wyselekcjonowanych transakcji oraz wyselekcjonowanych transakcji blokowych (por. Greń, 1987, s. 380–430):

$$u = \frac{\bar{x} - \mu_0}{S(x)} \cdot \sqrt{n}$$

gdzie:

$\bar{x}$  – średnia wartość premii dla danej ceny odniesienia i zbiorowości, np.  $BPC_w$  dla wezwań na akcje;

$\mu_0$  – przyjęty poziom odniesienia (dla pkt a) to  $\mu_0 = 0$ );

$S(x)$  – odchylenie standardowe danej premii;

$n$  – liczba obserwacji w danej grupie transakcji.

Ostatecznie spośród przeprowadzonych 64 testów tylko w 4 przypadkach (6,25%) zaistniała podstawa do odrzucenia hipotezy zerowej na korzyść alternatywnej, przy poziomie istotności 1% ( $\alpha = 0,01$ ).

Podsumowując można stwierdzić, że podstawy do odrzucenia hipotezy zerowej, jakoby na polskim rynku kapitałowym nie występowały (dodatnie) korzyści z tytułu kontroli, przy poziomie istotności 0,1, występują w przypadku 25 średnich. Zwiększenie skali niepewności i dopuszczalnego błędu o 10 pkt. procentowych ( $\alpha = 0,2$ ) zwiększa liczbę średnich istotnych statystycznie do 39.

**Ad. b)** Drugą część sprawdzianu stanowi próba odpowiedzi na pytanie, czy średnie wartości premii oszacowane w tym badaniu są wyższe od rezultatów, jakie osiągnęli w tym samym zakresie inni autorzy. Celem tego sprawdzianu było uzyskanie potwierdzenia wiarygodności otrzymanych wartości premii poprzez porównanie z niezależnym materiałem statystycznym. Prawidłowa weryfikacja wymagałaby przeprowadzenia testów na podobieństwo struktur oraz wartości przeciętnych. Wykonanie takich testów nie było jednak możliwe na skutek

braku wystarczających parametrów opisujących zbiorowości statystyczne analizowane przez innych autorów. W rezultacie zmieniono koncepcję drugiej części hipotezy i w miejsce testu dla dwóch średnich stestowano średnie wartości premii w sposób analogiczny do przedstawionego w ad a) z tą różnicą, że za punkt odniesienia ( $\mu_0$ ) przyjęto nie wartość zero, a konkretną wartość premii danego rodzaju wskazaną w badaniu porównawczym.

Na potrzeby tej weryfikacji przeprowadzono powtórnie obliczenia dla wskazanych grup transakcji z uwzględnieniem analizowanego przez innych autorów okresu. Innymi słowy, spośród wyselekcjonowanych transakcji blokowych wybrano dla analizy porównawczej tylko te transakcje, które wystąpiły w tym samym przedziale czasowym. W efekcie ze 139 zbadanych transakcji blokowych do porównania wartości premii z wynikami podanymi przez Jackowicza i Mielcarza (2009) wybrano 99 transakcji, natomiast w odniesieniu do wyników podanych przez Trojanowskiego były to tylko 3 obserwacje. Ponieważ dla tych testów liczba obserwacji ( $n$ ), na podstawie których obliczono wartości średnie, nie wynosiła więcej niż 100, za podstawę weryfikacji przyjęto statystykę  $t$ .

W przypadku wyselekcjonowanych transakcji blokowych wyniki uzyskane dla  $BPC_k$  i  $SBPC_k$  porównano:

- z przeciętną wartością premii, liczoną na podstawie ceny rynkowej z dnia ujawnienia informacji o transakcji blokowej z lat 2002–2008, oszacowaną przez Jackowicza i Mielcarza (2009), która w postaci niestandardyzowanej ( $BP_{JM}$ ) wyniosła  $-3,981\%$ , a po standaryzacji ( $SBP_{JM}$ )  $-0,394\%$ .
- ze średnią wartością premii blokowej ( $BP_T = 6,803\%$ ) i standaryzowanej udziałem ( $SBP_T = 0,984\%$ ), obliczonej przez Trojanowskiego (2008) dla okresu 1996–2000.

Wskazane wartości stanowiły poziom odniesienia ( $\mu_0$ ) w hipotezie zerowej, natomiast alternatywnie założono znak większości dla wartości premii oszacowanej w naszym badaniu.

Wyniki przeprowadzonych testów przedstawia tabela 13.

W przypadku premii  $BPC_k$  i  $SBPC_k$  ustalonych dla transakcji blokowych pokrywających się z okresem badanym przez Jackowicza i Mielcarza wartości średnie były ujemne i wyniosły odpowiednio  $-1,84\%$  oraz  $-0,21\%$ . Wartości te były w wielkościach bezwzględnych wyższe od średnich wskazanych w badaniu porównawczym, ale statystyka  $t$  potwierdza istotność tego zjawiska dopiero przy poziomie istotności 57 i 53%. Taki wynik nie uprawnia do odrzucenia hipotezy zerowej. Dla transakcji z transferem kontroli wartość  $P(\alpha)$  jest znacząco mniejsza i przy  $\alpha$  równym 10% można założyć odrzucenie hipotezy zerowej.

Weryfikacja średnich wartości premii w odniesieniu do badań Trojanowskiego wykazała ujemne wartości statystyk  $t$ , co przy założeniu testowania tylko prawostronnego obszaru krytycznego nie uprawnia do odrzucenia hipotezy zerowej. W tabeli 13 podano zatem, że nie istnieje (n.d.) taka wartość  $P(\alpha)$ , przy której zaszłaby podstawa do odrzucenia hipotezy zerowej, tj. nawet gdy  $\alpha = 100\%$  test  $t$  wskazuje na wartość zero, a otrzymane statystyki  $t$  są ujemne.

Podsumowując, przeprowadzone testy prowadzą do następujących wniosków:

- w przypadku średnich dla transakcji blokowych porównanych z wynikami Jackowicza i Mielcarza oraz Trojanowskiego nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej o równości średnich z wartościami wskazanymi w przywołanych badaniach. Ponadto w okresie badanym przez Trojanowskiego zidentyfikowano tylko 3 transakcje blokowe;
- istotne statystycznie podstawy do odrzucenia hipotezy zerowej zaistniały tylko przy weryfikacji wartości średnich uzyskanych dla transakcji blokowych z transferem kontroli w porównaniu z wartościami uzyskanymi przez Jackowicza i Mielcarza. Wraz z odrzuceniem hipotezy zerowej uzasadnione staje się postawienie tezy, iż uzyskane w tym badaniu wyższe średnie wartości premii z tytułu kontroli wynika-

ją z przyjętej procedury selekcji, dzięki której zidentyfikowano sytuacje przejścia kontroli.

**Tabela 13**  
**Wyniki testów dla średnich premii z tytułu kontroli**  
**w odniesieniu do wartości premii notowanych w badaniach porównawczych**

Badanie porównawcze				
Jackowicz, Mielczar				
Grupa transakcji	Transakcje blokowe (zidentyfikowane strony transakcji)		Transakcje blokowe (transfer kontroli)	
Okres	2002–2008			
$\mu_0$	-0,0398	-0,0039	-0,0398	-0,0039
$\mu$	BPC <sub>k</sub>	SBPC <sub>k</sub>	BPC <sub>k</sub>	SBPC <sub>k</sub>
$\bar{x}$	-0,0184	-0,0021	0,1914	0,0125
$S(x)$	0,3688	0,0272	0,5488	0,0362
$n$	99	99	23	23
Statystyka $t$	0,57	0,66	1,98	2,12
$P(\alpha)1$	57%	53%	6,1%	4,6%
Trojanowski				
Grupa transakcji	Transakcje blokowe (zidentyfikowane strony transakcji)			
Okres	1996–2000			
$\mu_0$	0,0680		0,0098	
$\mu$	BPC <sub>k</sub>		SBPC <sub>k</sub>	
$\bar{x}$	-0,0035		-0,0002	
$S(x)$	0,0413		0,0024	
$n$	3		3	
Statystyka $t$	-2,45		-5,87	
$P(\alpha)$	n.d.		n.d.	

Uwaga: Parametr  $P(\alpha)$  można interpretować jako minimalny poziom istotności  $\alpha$ , przy którym zachodzi podstawa do odrzucenia hipotezy zerowej na korzyść alternatywnej, według której średnia wartość premii jest wyższa od  $\mu_0$ .

Źródło: Opracowanie własne.

### Podsumowanie

Celem badania przedstawionego w tym artykule był pomiar wartości korzyści z tytułu kontroli uzyskiwanych dzięki przejściu kontrolnego pakietu akcji w spółkach notowanych na GPW w Warszawie. W celu zmierzenia wielkość premii z tytułu kontroli dokonano modyfikacji metody zaproponowanej przez Barclaya i Holdernessa (1989), a następnie rozwiniętej przez Nicodano i Sembenelliego (2004). Uzyskane szacunki premii blokowej oscylują między 0,46% a 22,75%, w zależności od dnia odniesienia oraz rodzaju transak-



cji. W przeciwieństwie do badań przeprowadzonych przez Jackowicza i Mielcarza (2009) ani razu zarówno w przypadku średniej premii blokowej (BP), jak i standaryzowanej (SBP) nie odnotowano wartości ujemnej. Jednocześnie z całą pewnością możemy stwierdzić, iż standardowa procedura doboru transakcji, polegająca na akceptowaniu wszystkich transakcji, które przekroczyły próg 5%, prowadzi do zaniżenia wartości premii. Realizacja korzyści z tytułu kontroli jest uzależniona od możliwości efektywnego wpływania na działania zarządu, a to przy jakiej wielkości bloku akcji będzie to możliwe, zależy od wielkości pakietu znajdującego się w rękach akcjonariuszy mniejszościowych oraz od tego, czy w strukturze akcjonariatu są inni znaczący właściciele. Stąd też zaproponowano wielostopniową, opartą zarówno na kryteriach jakościowych, jak i ilościowych procedurę selekcji transakcji do bazy danych.

Celem badania była próba zmierzenia zarówno „czystej premii”, jak i premii synergicznej na podstawie dwóch zestawów transakcji: wszystkich transakcji blokowych, które dotyczyły akcji reprezentujących przynajmniej 5% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, oraz wybranych spośród nich takich transakcji, w przypadku których istniało uzasadnione podejrzenie transferu kontroli. Niemniej jednak analiza premii ze względu na motywy transakcji nie pozwoliła zdiagnozować żadnych prawidłowości. W badanym zbiorze wszystkich transakcji blokowych mamy do czynienia ze słabym zróżnicowaniem premii. Natomiast w odniesieniu do transakcji blokowych, w których doszło do transferu kontroli, wystąpiło zjawisko odwrotne w stosunku do zakładanego: w przypadku transakcji zawieranych z przyczyn *stricte* finansowych zaobserwowano wyższe premie.

Ważnym czynnikiem istotnie wpływającym na pomiar premii jest wybór kursu odniesienia. Naszym zdaniem powinno się pomijać w analizach notowania z dni następujących zaraz po transakcji. Dlatego też analityk powinien koncentrować się albo na kursie z 20. dnia przed datą transakcji lub komunikatu, albo brać pod uwagę średnie z kursów od 7. do 30. dnia po transakcji lub komunikacie. Tu z kolei należy pamiętać o tym, że premie liczone na podstawie kursów przed i po transakcji nie są ze sobą z teoretycznego punktu widzenia tożsame. Barclay i Holderness (1989) podkreślają, iż premia liczona na podstawie ceny sprzed transakcji odzwierciedla zarówno wspólne korzyści z tytułu kontroli, jak i prywatne korzyści z tytułu kontroli. Z kolei po ogłoszeniu transakcji rynek uwzględnia w cenie prawdopodobieństwo zmiany wartości wynikające ze zmienionej struktury własności. Dlatego też różnica pomiędzy ceną na rynku po zawarciu transakcji oraz ceną zapłaconą za akcję w bloku bardziej precyzyjnie uwzględnia prywatne korzyści z tytułu kontroli, ujmuje bowiem jedynie nadwyżkę powyżej ceny postrzeganej przez rynek (inwestorów) jako wycena korzyści przypadających wszystkim akcjonariuszom.

Ze względu na ograniczoną porównywalność podmiotów i warunków transakcji, na podstawie których szacuje się wartość premii z tytułu kontroli, eksperci zajmujący się szacowaniem wartości firm stoją przed trudnym zadaniem obliczenia wartości premii z tytułu kontroli albo dyskonta z tytułu braku kontroli bez względu na to, czy stosują średnie wartości premii czy też korzystają z informacji o premiach obserwowanych w przypadku bezpośrednich benchmarków. Jeśli analityk jest konserwatywny i woli polegać na średniej z publikowanych opracowań, uznając ją za najbardziej obiektywny materiał, musi podjąć decyzję, z którego źródła skorzystać. Ale bez względu na wybrane źródło danych przedział zmienności średniej premii w czasie jest bardzo szeroki, a – z wyjątkiem kilku branż, takich jak bankowość oraz szeroko pojęty handel w warunkach polskich – liczba transakcji jest niewystarczająca dla wyciągnięcia jakichkolwiek wniosków co do średnich premii dla jakiegokolwiek sektora.

Tradycyjna literatura przedmiotu jest nieprecyzyjna w swoich opisach sposobów korygowania publikowanych średnich pod kątem konkretnej sytuacji wycenianego podmiotu. Zazwyczaj jest to proces subiektywny, za którym nie stoi żaden zobiektywizowany system służący do uwzględniania w wartości premii różnic zachodzących pomiędzy średnią oszacowaną na podstawie zaobserwowanych transakcji a charakterystyką analizowanej firmy. Obiektywizując wprowadzanie korekt, wyceniający powinni wziąć pod uwagę wpływ na premię z tytułu kontroli lub dyskonto każdego czynnika powodującego odchylenie.

Tekst wpłynął: 24 stycznia 2012 r.

## Bibliografia

- Agrowill Group pozyskała z oferty ponad 15 mln zł*, 29.06.2011 (<http://www.portalspozywczy.pl/zboza-oleiste/wiadomosci/agrowill-group-pozyskala-z-oferty-ponad-15-mln-zl,53252.html>).
- Atanasov V., *Valuation of Large Blocks of Shares and the Private Benefits of Control*, Unpublished working paper, Pennsylvania State University, 2001 ([http://mba.tuck.dartmouth.edu/ccg/PDFs/2002Conference/Atanasov\\_valueofblocks.pdf](http://mba.tuck.dartmouth.edu/ccg/PDFs/2002Conference/Atanasov_valueofblocks.pdf))
- Barclay M.J., Holderness C.G., Sheehan D.P., *The Block Pricing Puzzle*, „Simon School of Business Working Paper” 2001, March, No. FR 01–05 (<http://ssrn.com/abstract=265712> or doi:10.2139/ssrn.265712)
- Barclay M., Holderness C.G., *Private Benefits from Control of Public Corporations*, „Journal of Financial Economics” 1989, nr 25.
- Barclay M., Holderness C.G., Pontiff J., *Private Benefits from Block Ownership and Discounts on Closed-End Funds*, „Journal of Financial Economics” 1993, nr 33.
- Barclay M., Holderness C.G., *Negotiated Block Trades and Corporate Control*, „Journal of Finance” 1991, nr 25.
- Becht M., Mayer C., *Corporate Control in Europe*, „Revue d’Economie Politique” 2002, nr 112(4).
- Dyck A., Zingales L., *Private Benefits of Control: An International Comparison*, „The Journal of Finance” 2004, April, nr 59(2).
- Dyck A., Zingales L., *Control Premiums and the Effectiveness of Corporate Governance Systems*, „Journal of Applied Corporate Finance”, 2004, nr 16(2–3).
- Gambarelli G., *Portfolio Selection and Firms Control*, „Finance” 1982, nr 31.
- Gregoric A., Vespro C., *Block Trades and the Benefits of Control in Slovenia*, „Economics of Transition” 2009, nr 17(1).
- Holderness C.G., *A Survey of Blockholders and Corporate Control*, „Economic Policy Review” 2003 April, nr 9(1), 54.
- Holthausen R., Leftwich R., Mayers D., *The Effect of Large Block Transactions on Security Prices: A Cross-sectional Analysis*, „Journal of Financial Economics” 1987, nr 19(2).
- Holubiec J.W., Mercik J.W., *Techniki i tajniki głosowania*, Omnitech Press, Warszawa 1992.
- Huang Z., Marketability X., *Control and the Pricing of Block Shares*, „Journal of Banking & Finance” 2009, nr 33(1).
- Hwang, Joon Ho, *Private Benefits – Ownership vs. Control*, March 2005 (<http://ssrn.com/abstract=549983> or doi:10.2139/ssrn.549983).
- Kujawa J., *Astarta Holding – zagraniczny debiut na GPW*, eGospodarka.pl 2006 (<http://www.finance.egospodarka.pl/16721,Astarta-Holding-zagraniczny-debiut-na-GPW,1,48,1.html>).
- Jackowicz K., Mielcarz P., *Premie w transakcjach blokowych w Polsce w latach 2002–2008*, „Zeszyty Naukowe” nr 549, „Ekonomiczne Problemy Usług” nr 39, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego 2009.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, October, nr 3(4).

- Lauterbach, Beni and Barak, Ronen, *Estimating the Private Benefits of Control from Block Trades: Methodology and Evidence*, „EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper” 2007, January (<http://ssrn.com/abstract=965668>).
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., *Corporate Ownership around the World*, „Journal of Finance” 1999, nr 54(2).
- Leech D., *Shareholder Voting Power and Ownership Control of Companies*, „Warwick Economic Research Papers” 2002 (<http://www.warwick.ac.uk/fac/soc/Economics/leech>).
- Massari M., Monge V., Zanetti L., *Control Premium in Legally Constrained Markets for Corporate Control: The Italian Case (1993–2003)*, „Journal of Management and Governance” 2006, nr 10(1).
- Mercer Z.Ch., Harms T.W., *Business Valuation, An Integrated Theory*, John Wiley&Sons Inc., Hoboken 2008.
- Mercik J.W., *Sila i oczekiwania*, Wrocław 1991, PWN.
- Mikkelson W., Regassa H., *Premiums Paid in Block Transactions*, „Managerial and Decision Economics” 1991, nr 12.
- Nicodano G., Sembenelli A., *Private Benefits, Block Transaction Premiums and Ownership Structure*, „International Review of Financial Analysis” 2004, nr 13(2).
- Shapley L.S. *A Value for n-person Games*, w: *Contributions to the Theory of Games II*, red. H. Kuhn, A. Tucker, Princeton University Press, Princeton, New Jersey 1953.
- Tamowicz P., Dzierżanowski M., *Własność i kontrola polskich korporacji ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, IBnGR, Gdańsk 2002.
- Trojanowski G., *Equity Block Transfers in Transition Economies: Evidence from Poland*, „Economic Systems” 2008, September, nr 32(3).
- Wajda D., *Problemy związane z uczestnictwem akcjonariuszy mniejszościowych w walnych zgromadzeniach*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2006, lipiec.
- Ukraińska Agrarian Investments może zadebiutować na warszawskiej giełdzie*, Polska Agencja Prasowa, 9.06.2011 (<http://gielda.onet.pl/ukrainska-agrarian-investments-moze-zadebiutowac-n,18726,4413832,1,news-detal>).