

LESZEK CZERWONKA

## WEZWANIA DO SPRZEDAŻY AKCJI – CENY WEZWAŃ A NADZWYCZAJNE STOPY ZWROTU

### Wprowadzenie

Kadra zarządzająca przedsiębiorstwami dąży do rozwoju spółek, którymi zarządza. Często przez rozwój rozumiejąc wzrost przedsiębiorstwa, a jedną z dróg takiego wzrostu są fuzje i przejęcia. Niniejsze opracowanie dotyczy zagadnienia przejęć spółek, a konkretnie: zmian cen towarzyszących wezwaniom do sprzedaży akcji. W przypadku zakupu większych pakietów akcji spółek notowanych na giełdzie prawo nakazuje uczynić to w formie wezwania do sprzedaży akcji. Cena takiego wezwania również nie jest dowolna, musi być wyższa od pewnej wartości minimalnej, wskazywanej przez ustawę. Jednak podmioty wzywające do sprzedaży akcji, mimo pewnych ograniczeń, nadal mają pole manewru pozwalające im ustalić cenę wezwania zależnie od przyjętej przez nie taktyki działania. Z kolei ceny rynkowe akcji spółek, na które ogłoszono wezwanie do sprzedaży akcji, powinny ustalać się pod wpływem wszystkich informacji dotyczących spółki, np. perspektyw połączenia.

Hipoteza badawcza tego opracowania to stwierdzenie, że ceny spółek objętych wezwaniem do sprzedaży akcji podążają w kierunku cen wyznaczonych przez podmioty pragnące zakupić akcje. Zastosowane metody i narzędzia badawcze to analiza statystyczna stóp zwrotu z akcji, ich relacji do ceny wezwania oraz wpływu na nadzwyczajne stopy zwrotu. Dotychczasowe badania wskazują na występujący wzrost nadzwyczajnych stóp zwrotu po ogłoszeniu wezwania do sprzedaży akcji. Poniższe opracowanie wskazuje, że główną przyczyną gwałtownych zmian cen rynkowych akcji nie jest dostosowanie cen do nowych informacji, dotyczących przyszłości spółki i jej udziału w większym podmiocie, a raczej dostosowanie cen giełdowych do cen wezwań do sprzedaży akcji.

### Wezwania do sprzedaży akcji

Łączenie przedsiębiorstw może odbywać się w formie fuzji lub przejęcia. Fuzja jest połączeniem dwóch lub więcej przedsiębiorstw w jeden podmiot. Przejęcie to zdobycie kontroli przez firmę, inwestora lub grupę inwestorów nad innym podmiotem (przedsię-

biorstwo-cel)<sup>1</sup>. W przypadku gdy spółka jest notowana na giełdzie papierów wartościowych przejęcie odbywa się w formie wezwania do sprzedaży akcji, ponieważ prawo narzuca pewne obowiązki wobec podmiotów skupujących akcje. Akcjonariusz posiadający mniej niż 33% udziałów w liczbie głosów, jeżeli chce nabyć więcej niż 10% ogólnej liczby głosów w okresie krótszym niż 60 dni, musi uczynić to w formie wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji. Akcjonariusz, który posiada więcej niż 33% udziałów w ogólnej liczbie głosów, musi ogłosić wezwanie do sprzedaży lub zamiany akcji, jeżeli chce uzyskać akcje dające ponad 5% ogólnej liczby głosów w okresie krótszym niż 12 miesięcy<sup>2</sup>. Ponadto przekroczenie 33% ogólnej liczby głosów w spółce może nastąpić wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji w liczbie zapewniającej osiągnięcie 66% głosów<sup>3</sup>. Przekroczenie 66% ogólnej liczby głosów może nastąpić wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do sprzedaży lub zamiany wszystkich pozostałych akcji spółki<sup>4</sup>. Cena wezwania nie może być niższa od najwyższej ceny, jaką wzywający płacił za akcje w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania czy od średniej ceny rynkowej z okresu 6 miesięcy przed wezwaniem<sup>5</sup>.

Wezwanie do sprzedaży akcji zmusza inwestorów do podjęcia pewnej decyzji. Aspekty, które inwestorzy biorą pod uwagę przy podejmowaniu decyzji to cena wezwania oraz ewentualne konsekwencje podjętej decyzji. Inwestorzy rozważając cenę wezwania, biorą pod uwagę takie kwestie, jak:

- czy cena jest wyższa, czy niższa od bieżącej ceny rynkowej,
- czy cena jest wyższa, czy niższa od ceny, po której inwestor kupił akcje,
- czy cena odpowiada wartości spółki, czy jest zbyt niska.

Konsekwencje podjętej decyzji zależą od tego, co zrobi inwestor. Konsekwencje, które można przypisać do kolejnych etapów rozwoju sytuacji (rys. 1) są następujące:

1. Jeżeli inwestor zdecyduje się odpowiedzieć na wezwanie do sprzedaży akcji, to musi liczyć się z następującymi aspektami swojej decyzji:
  - aspektem pozytywnym takiej decyzji jest możliwość sprzedania dużego pakietu akcji, podczas gdy na giełdzie w niektórych okresach, mimo pozornie atrakcyjnej ceny, nie można z niej skorzystać, ponieważ nie ma zbyt wielu chętnych na dokonanie transakcji;
  - w przypadku posiadania małej liczby akcji trzeba wziąć pod uwagę koszt dojazdu, ponieważ trzeba zjawić się osobiście w biurze maklerskim, które pośredniczy w transakcji, a biuro to może nie mieć oddziału w miejscowości inwestora;

<sup>1</sup> *Ekonomika przedsiębiorstw. Zagadnienia wybrane*, red. L.J. Pawłowicz, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2005, s. 229–230.

<sup>2</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU 2005, nr 184, poz. 1539, art. 72.

<sup>3</sup> *Ibidem*, art. 73.

<sup>4</sup> *Ibidem*, art. 74.

<sup>5</sup> *Ibidem*, art. 79.

- istnieje możliwość, że wezwanie nie dojdzie do skutku (wezwanie warunkowe) albo na skutek redukcji zapisów akcje danego inwestora nie zostaną zakupione przez wzywającego – sytuacja taka powoduje brak możliwości dysponowania akcjami do czasu rozliczenia transakcji;
- wezwanie dojdzie do skutku, akcje zostaną sprzedane, na rynku pozostanie jednak na tyle dużo akcji, że będzie odbywał się płynny handel tymi walorami – jeżeli cena akcji na giełdzie będzie rosła, wówczas inwestor może stracić w stosunku do sytuacji, gdyby sprzedał akcje na giełdzie.



Rys. 1. Analiza decyzji inwestora w odpowiedzi na wezwanie do sprzedaży akcji

Źródło: opracowanie własne.

2. Jeżeli inwestor, w związku z informacją o wezwaniu do sprzedaży akcji i ruchami rynkowej ceny akcji, zdecyduje się sprzedać akcje na giełdzie, to argumenty za oraz przeciw takiej decyzji mogą być następujące:
  - transakcja giełdowa daje pewny zarobek, ponieważ wezwanie może nie dojść do skutku albo może być redukcja, która dla posiadaczy małej liczby akcji może oznaczać, że akcje nie zostaną zakupione;

- transakcja taka jest prostsza, ponieważ można sprzedać akcje przez Internet albo w swoim biurze maklerskim;
  - należy jednak wziąć pod uwagę, że mogą być problemy ze sprzedażą – brak ofert kupna i niemożliwość sprzedania większych pakietów;
  - cena giełdowa może być mniej atrakcyjna od ceny wezwania do sprzedaży akcji.
3. Jeżeli inwestor zdecyduje, żeby czekać na rozwój sytuacji, to wówczas wszystko zależy od tego, czy wezwanie się udało, czy było to wezwanie na 66% głosów, czy na wszystkie akcje (pkt 4, 7, 8).
  4. Przy wezwaniu na wszystkie akcje sytuacja inwestora, który czeka zależy od tego, ile udało się akcji nabyć (pkt 5, 6).
  5. Jeżeli wzywającemu do sprzedaży wszystkich akcji udało się nabyć akcje dające od 80 do 90% głosów, to:
    - możliwe, że kupujący akcje będzie chciał wycofać spółkę z giełdy – wtedy będzie kolejne wezwanie do sprzedaży akcji<sup>6</sup>;
    - istnieje ryzyko braku możliwości sprzedaży akcji, przy jednocześnie ich niższej od oczekiwanej wycenie – jeżeli wzywający nie będzie chciał wycofać spółki z giełdy, to inwestorzy nie mogą sami wnosić o odkupienie akcji, a tymczasem na giełdzie może być mała płynność i przez to niższa wycena spółki (ze względu na mniejszy popyt – inwestorzy instytucjonalni nie kupują akcji spółek, które nie mają określonego obrotu).
  6. Jeżeli wzywającemu do sprzedaży wszystkich akcji udało się nabyć akcje dające powyżej 90% głosów, to akcjonariusz może wnieść o odkupienie akcji po cenie nie niższej niż ceny minimalne obowiązujące przy wezwaniach<sup>7</sup>.
  7. Przy wezwaniach na akcje do 66% głosów, akcje nadal na giełdzie, jednak ich cena może być niższa od ceny wezwania lub ceny giełdowej z okresu wezwania (zwłaszcza jeżeli ceny te zostały podbite informacjami o możliwym wezwaniu).
  8. W przypadku gdy wezwanie do sprzedaży akcji nie spotkało się z oczekiwanym przez wzywającego odzewem posiadaczy akcji, to:
    - możliwe jest kolejne wezwanie z korzystniejszą ceną
    - lub (podobnie jak w pkt 7) – akcje notowane na giełdzie – przy cenie wyższej lub niższej w stosunku do ceny giełdowej z okresu wezwania oraz do samego wezwania.

Próba przejścia przedsiębiorstwa, która odbywa się w formie wezwania do sprzedaży akcji, jest grą pomiędzy wzywającym do sprzedaży a posiadaczami akcji. Wzywający do sprzedaży akcji chce kupić akcje po jak najniższej cenie, biorąc jednak pod uwagę uwarunkowania prawne oraz prawdopodobieństwo sukcesu wezwania. Z kolei właściciele akcji

---

<sup>6</sup> *Ibidem*, art. 91.

<sup>7</sup> *Ibidem*, art. 83.

chcą sprzedać akcje jak najdrożej, w danej chwili lub w przyszłości, jeżeli czekanie przyniesie korzyści. Ogłoszenie wezwania do sprzedaży akcji ma niewątpliwie wpływ na cenę akcji, ponieważ jest pewną nową informacją dotyczącą danej spółki. Natomiast nie oznacza to, że cena giełdowa zbliży się do ceny wezwania. Inwestorzy mogą uznać, że skoro są chętni do zakupu danej spółki, to spółka taka jest perspektywiczna i jej cena w przyszłości może być wyższa. Z drugiej jednak strony właściciele akcji mogą skusić się na możliwość wyjścia z inwestycji, nawet w przypadku posiadania dużych pakietów akcji, czy też wprost przeciwnie – mogą obawiać się zaniku płynności w notowaniach danej spółki. Możliwości jest więc kilka – zostały one przeanalizowane szczegółowo powyżej. Przeprowadzona w następnym rozdziale analiza ma wskazać, który z opisanych wariantów jest wybierany przez właścicieli akcji oraz jaki ma to wpływ na przeciętną cenę akcji.

### **Analiza stóp zwrotu z akcji spółek, na które ogłoszono wezwanie do sprzedaży**

Analiza możliwych zachowań posiadaczy akcji, przeprowadzona w poprzednim rozdziale, wskazuje, że właściciel akcji w reakcji na wezwanie do sprzedaży akcji może sprzedać akcje na giełdzie, odpowiedzieć na wezwanie lub czekać na rozwój sytuacji. W przypadku gdy inwestor zechce odpowiedzieć na wezwanie do sprzedaży akcji, wówczas cena, po której sprzeda akcje jest mu znana. Jeżeli jednak wybierze sprzedaż akcji na giełdzie, to może mieć do czynienia z sytuacją bardzo dynamicznych ruchów cenowych akcji, na które ogłoszono wezwanie. Zdarzenie, jakim jest wezwanie do sprzedaży akcji, mogło być w pewnym stopniu przewidywane przez uczestników rynku, jednak samo ogłoszenie wezwania ma niewątpliwą wpływ na cenę akcji. Jest to zgodne z hipotezą rynku efektywnego, która stwierdza, że ceny akcji w pełni odzwierciedlają dostępne informacje<sup>8</sup>. W takim przypadku nadejście nowej, istotnej, informacji będzie natychmiast wykazane w cenie akcji. Przeprowadzone dotychczas badania zachowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu dla wezwań do sprzedaży akcji wskazują na istotną reakcję inwestorów i wzrost przeciętnej nadzwyczajnej stopy zwrotu z akcji objętych wezwaniem do sprzedaży akcji. Zauważono to zarówno wśród akcji notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (analiza Piecka dla wezwań z lat 1998–2002<sup>9</sup> czy Perepeczy i Zarzeckiego dla wezwań do sprzedaży akcji w latach 1998–2004<sup>10</sup>), jak i wśród akcji notowanych na świeczie, gdzie można przykładowo przywołać analizę Goergena i Rennebooga (wezwania do sprzedaży

<sup>8</sup> E.F. Fama: *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, "The Journal of Finance" 1970, vol. 25, nr 2, s. 383–417.

<sup>9</sup> G. Piecek: *Analiza ponadprzeciętnych stóp zwrotu w wyniku reakcji na informację o przejęciach i fuzjach – badania dotyczące polskiego rynku kapitałowego (cz. III)*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2004, nr 4/5, s. 84–91.

<sup>10</sup> A. Perepeczo, D. Zarzecki: *Wyniki badań efektów finansowych przejęć na podstawie danych rynkowych spółek notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych*, [w:] *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, t. 1, red. D. Zarzecki, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2006.

na giełdach europejskich w latach 1993–2000<sup>11</sup>) czy też słynny artykuł Jensena i Rubacka, którzy przeanalizowali kilkanaście programów badań przejęć oraz fuzji<sup>12</sup>.

W związku z wynikami przytoczonych powyżej badań, przeanalizowane zostaną zmiany cen akcji spółek objętych wezwaniami do sprzedaży akcji w latach 2007–2008. Analizę przeprowadzono na próbie 37 spółek, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, na których akcje ogłoszono wezwania do sprzedaży w latach 2007–2008 (bez akcji, które były notowane zbyt krótko, aby dokonać estymacji modelu oraz bez wezwań do sprzedaży własnych akcji, dokonywanych w celu umorzenia akcji). Lista wezwań do sprzedaży akcji pochodzi z Roczników Giełdowych 2008–2009, publikowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Ceny akcji oraz wartości indeksu WIG pochodzą z archiwum serwisu GPW InfoStrefa, będącego serwisem informacyjnym na temat spółek notowanych na GPW, powstałym w wyniku współpracy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie oraz Polskiej Agencji Prasowej.

Tabela 1 przedstawia przeciętne stopy zwrotu z opisanej próby badawczej w okresach od  $-2$  do  $+2$ , w stosunku do dnia ogłoszenia wezwania do sprzedaży akcji. Wyniki te wskazują, że najsilniejsza reakcja cenowa była w dniu  $+1$  oraz słabsza w dniu  $0$ . Jednak na zmiany cen tych spółek, oprócz informacji o wezwaniu do sprzedaży, miały wpływ zmiany ogólnej sytuacji rynkowej. Aby pozbyć się wpływu całego rynku na te konkretne akcje, obliczono nadzwyczajne stopy zwrotu AR, zgodnie z metodologią stosowaną w analizie zdarzeń (*event studies*). Nadzwyczajna stopa zwrotu jest to różnica między „normalną” stopą zwrotu z akcji, która powinna wystąpić, gdyby żadne nadzwyczajne zdarzenie nie wystąpiło, a rzeczywistą stopą zwrotu<sup>13</sup>. Dla wyznaczenia „normalnych” stóp zwrotu konieczny jest model, który pozwoli je obliczyć. Najbardziej popularnym modelem w analizach zdarzeń jest model rynkowy (*Market Model*, zwany też modelem Sharpe’a), który został użyty w niniejszej analizie. Okno estymacyjne, umożliwiające estymację parametrów modelu, miało długość 150 notowań, od  $-210$  do  $-60$  notowania akcji w stosunku do dnia wezwania.

Analiza nadzwyczajnych stóp zwrotu potwierdza, że najsilniejsza (i istotna statystycznie reakcja – przy poziomie istotności  $0,125$ ) występuje w dniach  $0$  oraz  $+1$ , w przeciwieństwie do pozostałych dni z badanego okna, gdzie rozrzut wyników jest tak duży dla poszczególnych spółek, że poziomy  $p$  są powyżej  $0,7$  (tab. 1). Do wartości  $p$ , umożliwiających ocenę istotności statystycznej, należy podchodzić z ostrożnością, ponieważ większość zmiennych nie spełnia warunku rozkładu normalnego. Tym niemniej warto zwrócić uwagę,

---

<sup>11</sup> M. Goergen, L. Renneboog: *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids*, “EIFC – Technology and Finance Working Papers” 20, United Nations University, Institute for New Technologies, 2003.

<sup>12</sup> M.C. Jensen, R.S. Ruback: *The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence*, “Journal of Financial Economics” 1983, vol. 11, s. 5–50.

<sup>13</sup> A. Perepeczo: *Ocena efektów fuzji i przejęć. Istota metodologii analizy zdarzenia*, [w:] *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw...*

gdzie wartości p wskazują na możliwość spełnienia warunku braku podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej, a gdzie wskazują na konieczność odrzucenia hipotezy zerowej.

Tabela 1

Test średnich względem wartości odniesienia równej zero

Dzień	Przeciętna stopa zwrotu	p-value	Przeciętna nadzwyczajna stopa zwrotu AR	p-value
-2	-0,001376	0,841166	-0,001819	0,782
-1	0,005334	0,243751	0,001924	0,706
0	0,009315	0,214590	0,013150	0,104
+1	0,024755	0,062197	0,023928	0,068
+2	0,004236	0,419201	0,000770	0,854

Źródło: opracowanie własne.

Skumulowana nadzwyczajna stopa zwrotu dla okna zdarzenia obejmującego dni 0 oraz +1 wynosi 3,7%, co oznacza, że przeciętnie stopa zwrotu z akcji spółek, na które ogłoszono wezwania do sprzedaży, była o 3,7% wyższa w porównaniu z sytuacją, gdyby nie ogłoszono wezwania. Wynik ten jest statystycznie istotnie różny od zera (tab. 2).

Tabela 2

Podstawowe statystyki nadzwyczajnych stóp zwrotu oraz różnic cen wezwań w stosunku do cen rynkowych w okolicy dnia wezwania

	CAR (0, +1)	Cena wezwania wyższa od dnia (-1)	Cena wezwania wyższa od dnia (+2)
Średnia (p-value)	0,0370778 (p = 0,01)	0,065206 (0,056457)	0,018835 (0,472401)
Mediana	0,0213056	0,025284	0,015549
Odsetek ujemnych	0,297	0,324	0,351
Odsetek dodatnich	0,703	0,622	0,649
Korelacja z CAR (0, +1)	1,0000	0,5791 (p = 0,000)	0,1327 (p = 0,434)

Źródło: opracowanie własne.

Mimo że przeciętnie wynik jest pozytywny, to 30% spółek uzyskało ujemne nadzwyczajne stopy zwrotu w badanym oknie zdarzenia. W celu weryfikacji hipotezy o dostosowywaniu się ceny akcji do ceny wezwania wprowadzone zostały dwie zmienne: procentowa różnica ceny wezwania w stosunku do ceny rynkowej z dnia (-1) oraz procentowa różnica ceny wezwania w stosunku do ceny rynkowej z dnia (+2). Przeciętna wartość różnicy ceny wezwania w stosunku do ceny rynkowej z dnia (-1) wyniosła 6,5%, na co złożyły się jednak wyniki, wśród których około 30% było ujemnych. Tak więc istnieje duże podobieństwo w strukturze wyników nadzwyczajnych stóp zwrotu z dni, w których zauważono reakcję

cenową oraz różnice cen wezwania i cen rynkowych sprzed okresu reakcji inwestorów. Przeprowadzona została więc analiza korelacji pomiędzy skumulowanymi nadzwyczajnymi stopami zwrotu z okna zdarzenia (0, +1) dla poszczególnych spółek a różnicami ceny wezwania w stosunku do ceny rynkowej z dnia przed ogłoszeniem wezwania. Analiza ta wskazała na znaczący stopień korelacji na poziomie 0,58 (istotny statystycznie) (tab. 2). Następnie wyznaczono przeciętną wartość różnicy ceny wezwania w stosunku do ceny rynkowej z dnia (+2), czyli z okresu po zdecydowanej reakcji inwestorów. Wartość przeciętna tej zmiennej jest zdecydowanie niższa od różnicy ceny wezwania w stosunku do ceny rynkowej przed ogłoszeniem wezwania, co oznacza, że ceny giełdowe akcji podążyły w kierunku cen wezwania. Obliczona wartość przeciętna różnicy ceny wezwania w stosunku do ceny rynkowej z dnia (+2) po ogłoszeniu wezwania wyniosła około 1,9%, jednak nie jest ona statystycznie istotnie różna od zera, przy poziomach istotności 0,05, czy 0,1. Ponadto nie zaobserwowano statystycznie istotnej korelacji pomiędzy skumulowanymi nadzwyczajnymi stopami zwrotu z okna zdarzenia (0, +1) dla poszczególnych spółek a różnicami ceny wezwania w stosunku do ceny rynkowej z dnia (+2) po ogłoszeniu wezwania. Oznacza to, że po dostosowaniu się cen rynkowych do cen wezwań, różnice między tymi cenami, które nie były statystycznie istotnie różne od zera, nie mogły być w istotny sposób powiązane z nadzwyczajnymi stopami zwrotu z okna zdarzenia (0, +1). Różnice między cenami rynkowymi a cenami wezwań były, po dostosowaniu, niewielkie i losowe.

Powyższa analiza może być potwierdzeniem stwierdzenia, że w bezpośrednim otoczeniu dnia ogłoszenia wezwania wpływ na rentowność akcji ma podjęta przez wzywającego taktyka przeprowadzenia wezwania. O ile w dłuższym okresie cena akcji zależy będzie od opcji wybranych przez dotychczasowych właścicieli (rys. 1), o tyle na krótkoterminową stopę zwrotu wpływ ma strona zamierzająca kupić akcje.

## Podsumowanie

Decyzja dotycząca ceny wezwania, podejmowana przez inwestora zamierzającego kupić akcje innej spółki, nie jest prosta. Z jednej strony jest ona ograniczona przepisami, z drugiej – cena nie może być zbyt niska, tak aby wezwanie do sprzedaży akcji zakończyło się sukcesem.

Z kolei decyzje właścicieli akcji również są decyzjami wieloaspektowymi. Inwestorzy mogą odpowiedzieć na wezwanie i sprzedać swoje akcje wzywającemu, mogą też spróbować sprzedać swoje akcje na giełdzie. Mogą wreszcie przeczekać ten trudny okres, aby sprzedać lub kupić akcje, gdy ich ceny znowu będą mniej podatne na wahania po wyczerpaniu się głównego impulsu wpływającego na cenę akcji.

Przeprowadzona analiza daje podstawy do twierdzenia, że w krótkim okresie, bezpośrednio sąsiadującym z dniem ogłoszenia wezwania, bezpośredni wpływ na cenę akcji i ich stopy zwrotu, ma ustalona przez wzywającego cena wezwania. Ceny rynkowe generalnie dążą do ceny wezwania. Tak więc w tym krótkim, kilkudniowym okresie na zmianę cen nie



mają wpływu informacje dotyczące przyszłych zachowań spółek, za to głównym punktem wyznaczającym ceny akcji w tym okresie jest cena wezwania do sprzedaży akcji.

## Literatura

- Ekonomika przedsiębiorstw. Zagadnienia wybrane*, red. L.J. Pawłowicz, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2005.
- Fama E.F.: *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, "The Journal of Finance" 1970, vol. 25, nr 2.
- Goergen M., Renneboog L.: *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids*, "EIFC – Technology and Finance Working Papers 20", United Nations University, Institute for New Technologies, 2003.
- GPWInfoStrefa*, <http://www.gpwinfostrefa.pl> (stan na dzień 25.02.2010).
- Jensen M.C., Ruback R.S.: *The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence*, "Journal of Financial Economics" 1983, vol. 11.
- Piećek G.: *Analiza ponadprzeciętnych stóp zwrotu w wyniku reakcji na informację o przejęciach i fuzjach – badania dotyczące polskiego rynku kapitałowego (cz. III)*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2004, nr 4/5.
- Perepeczo A.: *Ocena efektów fuzji i przejęć. Istota metodologii analizy zdarzenia*, [w:] *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, t. 1, red. D. Zarzecki, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2006.
- Perepeczo A., Zarzecki D.: *Wyniki badań efektów finansowych przejęć na podstawie danych rynkowych spółek notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych*, [w:] *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, t. 1, red. D. Zarzecki, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2006.
- Roczniki GPW (2007–2009)*, <http://www.gpw.pl> (stan na dzień 10.12.2009).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU 2005, nr 184, poz. 1539.

dr Leszek Czerwonka  
Uniwersytet Gdański  
Katedra Mikroekonomii

## Streszczenie

Przyjmuje się, że ceny akcji odzwierciedlają przyszłe zdyskontowane zyski spółek. Stąd wszelkie informacje, które wskazują, że przyszłe zyski mogą się zmienić, powodują zmianę cen akcji. Dotychczasowe badania wskazują, że informacja o wezwaniu do sprzedaży akcji spółki powoduje wzrost nadzwyczajnych stóp zwrotu spółki, która ma zostać przejęta. Hipoteza badawcza tego opra-

cowania to stwierdzenie, że ceny spółek objętych wezwaniem do sprzedaży akcji podążają w kierunku cen wyznaczonych przez podmioty pragnące zakupić akcje. Tak więc wzrost nadzwyczajnych stóp zwrotu nie jest spowodowany przewidywanym wzrostem efektywności łączących się spółek.

**TENDER OFFERS  
– PRICES OF OFFERS AND CUMULATIVE ABNORMAL RETURNS**

**Summary**

It is assumed that stock prices reflect discounted future profits of companies. Hence, any information that suggests that future earnings may change causes a change in share prices. Previous studies indicate that information about a tender offer increases the cumulative abnormal returns. Research hypothesis of this study states that prices of companies under tender offer move toward the offer prices. Thus, increase of abnormal returns is not due to expected increase in the efficiency of the merging companies.