

Rozwój transakcji *going private* w Polsce

Adrian Struciński*

Streszczenie: *Cel* – Analiza wpływu tempa wzrostu gospodarczego, koniunktury na rynku giełdowym oraz wysokości stóp procentowych na liczbę oraz wartość spółek wycofywanych z obrotu giełdowego w Polsce w latach 1998–2013.

Metodologia badania – Regresja liniowa liczby i wartości spółek wyprowadzanych z obrotu giełdowego względem stopy wzrostu PKB, stopy zwrotu z indeksu WIG oraz stopy procentowej WIBOR.

Wynik – Uzyskane rezultaty wskazują na ujemną, statystycznie istotną zależność między liczbą spółek wycofywanych z obrotu giełdowego a realną stopą wzrostu PKB w roku poprzedzającym okres zdarzenia oraz stopą zwrotu z indeksu WIG zanotowaną 2 lata przed zdarzeniem. Przy uwzględnieniu wszystkich transakcji żadna ze zmiennych nie miała statystycznie istotnego wpływu na łączną wartość spółek opuszczających rynek giełdowy. Po wykluczeniu przypadku o największej wartości, stopy zwrotu z indeksu WIG w roku bezpośrednio poprzedzającym rok wycofania miały dodatnie i statystycznie istotne oddziaływanie.

Oryginalność/wartość – Dotychczas nie przeprowadzono podobnej analizy w Polsce. Otrzymane wyniki stanowią wstęp do dalszych badań przyczyn wycofywania polskich spółek z obrotu giełdowego.

Słowa kluczowe: wycofywanie podmiotów z obrotu giełdowego, wykupy spółek giełdowych, rynek kontroli korporacyjnej

Wprowadzenie

Przez wiele lat literatura finansowa w części dotyczącej giełd papierów wartościowych koncentrowała się w głównej mierze na badaniu przyczyn wprowadzania spółek do obrotu giełdowego oraz analizowaniu korzyści i kosztów z tym związanych. Pod koniec lat 70. XX wieku zaczęto coraz poważniej interesować się zjawiskiem określanym jako *going private* lub *public-to-private* (PTP), a więc procesami wycofywania podmiotów gospodarczych z obrotu giełdowego, przeprowadzanymi na wniosek zarządzających przy akceptacji właścicieli. Gwałtowny wzrost liczby i wartości tego typu transakcji w USA w latach 80. XX wieku pociągnął za sobą powstanie licznych publikacji poświęconych temu zjawisku. Wzrost rynku PTP w późniejszych latach, nie tylko w USA, ale także w Europie przyczynił się do dalszego rozwoju badań. Zastanawiano się przede wszystkim nad przyczynami decyzji o opuszczeniu przez podmioty gospodarcze obrotu giełdowego oraz analizowano wpływ tych transakcji na bogactwo akcjonariuszy (m.in. Jensen 1989; Lowenstein 1985; Kaplan 1989; Lehn i Paulsen 1989; Amihud 1989).

* mgr Adrian Struciński, doktorant Akademii im. Leona Koźmińskiego, ul. Jagiellońska 57/59, 03-301 Warszawa, e-mail: adrianstrucinski@gmail.com.

Rynek transakcji *going private* w Polsce jest oczywiście znacznie mniejszy niż w krajach rozwiniętych, ale od momentu pierwszego wycofania spółki z GPW, które miało miejsce w 1998 roku, ponad 60 podmiotów zdecydowało się na takie posunięcie. W artykule poddano analizie zmiany w czasie liczby i wartości przedsiębiorstw opuszczających rynek giełdowy. Sprawdzano także charakter zależności między wspomnianymi zmiennymi a następującymi zmiennymi ekonomicznymi: stopą zwrotu z indeksu giełdowego WIG, wzrostem PKB oraz poziomem stóp procentowych.

Dalsza część tekstu zorganizowana jest w następujący sposób. W podrozdziale 1 omówione zostaną tendencje na rynkach zagranicznych. Zdecydowana większość literatury odnosi się do rynków amerykańskiego i brytyjskiego i dla tych dwóch regionów przedstawiona zostanie pokrótce historia rozwoju transakcji *going private*. W części 2 sformułowane zostaną oczekiwania co do kierunku relacji między aktywnością na rynku PTP a wspomnianymi zmiennymi ekonomicznymi. Podrozdział 3 zawiera charakterystykę próby badawczej oraz źródła danych wykorzystanych w badaniu. W kolejnej części przedstawione zostaną wyniki przeprowadzonego badania. Artykuł zamyka krótkie podsumowanie uzyskanych rezultatów.

1. Transakcje *going private* na rynkach zachodnich

Wielkość rynku transakcji *going private* jest powiązana ze stopniem rozwoju rynku finansowego. Najwięcej przypadków wycofywania spółek z obrotu giełdowego oraz największy wolumen transakcji PTP obserwuje się w USA. Drugi pod względem aktywności jest rynek brytyjski. W związku z dominującą pozycją tych dwóch rynków, również zdecydowana większość badań nad rozwojem transakcji *going private*, ich przyczynami oraz skutkami ekonomicznymi dotyczy wspomnianych krajów. Historia rozwoju transakcji PTP na rynkach zagranicznych wiąże się ściśle z rozwojem rynku transakcji lewarowanego wykupu (LBO). Wynika to z faktu, że najważniejszymi inwestorami dokonującymi wycofania spółek z obrotu giełdowego były fundusze *private equity*, a LBO stanowiło najbardziej popularną metodę przejmowania podmiotów publicznych celem ich dalszego wyprowadzenia z giełdy.

Pierwsza duża fala transakcji PTP miała miejsce w USA w latach 80. ubiegłego wieku. Pod względem wolumenu amerykański rynek transakcji *going private* rozwinął się wówczas z mniej niż 1 mld USD w roku 1979 do ponad 60 mld USD w roku 1988 (Renneboog i in. 2007). Między rokiem 1979 a 1989 doszło w USA ogółem do ponad 2000 transakcji LBO spółek giełdowych o łącznej wartości wykupów przekraczającej 250 mld USD (Opler i Titman 1993), a udział transakcji lewarowanego wykupu w całym rynku fuzji i przejęć wzrósł z 7,5% w roku 1980 do 27% w roku 1988 (Smith 1990). Po 1988 roku doszło jednak do gwałtownego spadku aktywności na rynku PTP w USA. Wolumen transakcji wykupu, kończących się wycofywaniem amerykańskich przedsiębiorstw z obrotu giełdowego, zmalał do poziomu poniżej 4 mld USD w roku 1990 (Renneboog i in. 2007). Nagły

wzrost liczby i wolumenu transakcji *going private* w USA w latach 80. XX wieku wiązał się z rozkwitem rynku fuzji i przejęć, jaki miał miejsce ok. 20 lat wcześniej, a który doprowadził do znacznej dywersyfikacji działalności uczestniczących w nim podmiotów i powstawania konglomeratów (Shleifer, Vishny 1991; Martynova, Renneboog 2008). Wbrew oczekiwaniom, wspomniane transakcje fuzji i przejęć nie przekładały się pozytywnie na zyskowność spółek biorących udział w tym procesie i już w latach 70. XX wieku niektóre z nich podejmowały działania w celu sprzedaży części swoich aktywów i skupienia się na określonych obszarach działalności (Shleifer, Vishny 1991). Gwałtowny rozwój rynku PTP w latach 80. XX wieku, który opierał się na wrogich przejęciach spółek giełdowych dokonywanych przez fundusze *private equity* w formie lewarowanych wykupów, postrzegany jest często jako jedno z narzędzi służących do odwrócenia wspomnianego procesu powstawania dużych przedsiębiorstw o zdywersyfikowanym profilu działalności. Pozytywny wpływ na skalę tego zjawiska miały także deregulacja sektora finansowego oraz powstawanie nowych instrumentów i rynków, takich jak rynek obligacji śmieciowych (*junk bonds*), który znacznie ułatwił pozyskiwanie finansowania na obciążone relatywnie wysokim ryzykiem transakcje lewarowanego wykupu (Martynova, Renneboog 2008).

Bardzo wysokie stopy zwrotu osiągnęte początkowo przez podmioty przeprowadzające transakcje LBO spółek giełdowych zaczęły przyciągać uwagę innych inwestorów, w związku z czym znacznie zwiększył się napływ kapitału do funduszy *private equity* i wartość przeprowadzanych przez nie transakcji (Kaplan, Stromberg 2009). Doprowadziło to do sytuacji, w której w drugiej połowie lat 80. XX wieku w wielu przypadkach cena płacona za przejmowane przedsiębiorstwa była zbyt wysoka i ostatecznie coraz więcej transakcji kończyło się niepowodzeniem. Kaplan i Stein (1993), analizując największe transakcje menedżerskiego wykupu (MBO) z lat 80. XX wieku, wskazali na rosnący odsetek bankructw z powodu nadmiernego zadłużenia. Wzrastająca liczba przypadków niewypłacalności przedsiębiorstw będących przedmiotem LBO doprowadziła do ostrego publicznego i politycznego oporu wobec tego typu działań, co ostatecznie zakończyło się wprowadzeniem nowych przepisów znacznie utrudniających przejmowanie innych jednostek (Renneboog i in. 2007). Doszło również do załamania na rynku obligacji śmieciowych, co ograniczyło podmiotom przeprowadzającym transakcje lewarowanego wykupu dostęp do finansowania dłużnego (Holmstrom, Kaplan 2001).

Aktywność na rynku transakcji *going private* zaczęła rosnąć ponownie w drugiej połowie lat 90. XX wieku. Sprzyjały temu m.in. zmniejszenie presji politycznej, większa dostępność kapitału obcego czy też ożywienie na rynku obligacji wysokiego ryzyka. Charakter tych transakcji istotnie różnił się jednak od tych z lat 80. XX wieku. Wyraźnie spadła przede wszystkim liczba wrogich przejęć. Wiązało się to ze znacznymi zmianami w nadzorze korporacyjnym. Po doświadczeniach z lat 80. XX wieku w spółkach zaczęto wdrażać nowe praktyki zarządzania, których celem było doprowadzenie do większej zbieżności interesów menedżerów i akcjonariuszy. Fundusze *private equity* nie szukały tym razem

źle zarządzanych przedsiębiorstw, które można zrestrukturyzować, ale ich głównym celem były podmioty o dużym potencjale wzrostu.

Wartość przeprowadzanych transakcji PTP zaczęła gwałtownie rosnąć w roku 2004 ze szczytem w roku 2007 na poziomie 400 mld USD (Mehran, Peristiani 2013). Tak wysoki, rekordowy wolumen wynikał przede wszystkim z przeprowadzenia kilku bardzo dużych transakcji. Na szybki wzrost rynku transakcji PTP w latach 2004–2007 złożyły się przede wszystkim dwa czynniki, które pozytywnie wpłynęły na zdolność do finansowania tych działań. Po pierwsze, nastąpił znaczny napływ kapitału do funduszy *private equity* (Kaplan, Stromberg 2009). Po drugie, znaczny wzrost rynku instrumentów CLO (*collateralized loan obligations*) także zwiększył wielkość dostępnego kapitału. Nie bez znaczenia był także niski poziom stóp procentowych (*Reshuffling...* 2011; Mehran, Peristiani 2013). W roku 2008 na rynku transakcji *going private* nastąpiło jednak załamanie. Wolumen spadł do poziomu znacznie poniżej 100 mld USD, po czym po roku 2009 ponownie zaobserwowano wzrost aktywności. W latach 2010–2012 wartość transakcji PTP w USA utrzymywała się na poziomie zbliżonym do 100 mld USD rocznie (Mehran, Peristiani 2013). Gwałtowny spadek w latach 2008–2009 wynikał przede wszystkim z kryzysu na rynkach kredytowych, w tym na rynku CLO, co znacznie zmniejszyło dostępność kapitału niezbędnego do finansowania lewarowanych wykupów. Ożywienie gospodarcze, poprawa sytuacji na rynkach kredytowych, niskie stopy procentowe oraz mniejsza awersja do ryzyka ze strony inwestorów są często wskazywane jako główne czynniki wpływające na ponowny wzrost aktywności na rynku transakcji PTP po 2009 roku (*Reshuffling...* 2011).

Cykliczne zmiany w liczbie spółek wycofywanych z obrotu giełdowego i wartości przeprowadzonych wykupów w Wielkiej Brytanii są bardzo zbliżone do tych zaobserwowanych w USA. Pierwsza fala PTP miała miejsce w latach 80. XX wieku z maksymalną wartością przeprowadzonych transakcji na poziomie ok. 4 mld GBP, osiągniętą w roku 1989. Ponowny wzrost liczby i wartości wykupów zakończonych wyprowadzeniem spółek z obrotu giełdowego nastąpił w drugiej połowie lat 90. XX wieku. Jako główny powód wysokiej aktywności w latach 1997–2005 wskazuje się problemy z pozyskiwaniem kapitału na rynku giełdowym przez mniejsze przedsiębiorstwa w związku ze słabym zainteresowaniem tymi podmiotami przez inwestorów instytucjonalnych. Z tego względu spółki te często zwracały się do funduszy *private equity* w celu pozyskania środków niezbędnych do dalszej ekspansji (Renneboog i in. 2007). Rozwój rynku transakcji PTP na początku XXI w. możliwy był także dzięki rosnącemu zaangażowaniu amerykańskich funduszy *private equity* w krajach europejskich. Wobec coraz większej konkurencji na rodzimym rynku podmioty te zaczęły szukać okazji inwestycyjnych w innych regionach świata (Wright i in. 2006).

Z przedstawionych informacji wynika, że rozwojowi transakcji *going private* w krajach rozwiniętych, zwłaszcza w ostatnich latach, sprzyjały m.in. korzystna koniunktura na rynkach finansowych oraz dostępność kapitału finansującego przedsięwzięcia wysokiego ryzyka. Celowa wydaje się zatem analiza wpływu uwarunkowań ekonomicznych na aktywność na polskim rynku PTP.

2. Hipotezy badawcze

Pierwsza transakcja *going private* przeprowadzona została w Polsce w 1998 roku. Od tego momentu co roku z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie wyprowadzana była przynajmniej jedna spółka. W pierwszych latach za wszystkimi transakcjami PTP stali inwestorzy strategiczni. Były to głównie zagraniczne korporacje, które stopniowo wykupywały, a następnie wycofywały z giełdy polskie przedsiębiorstwa o zbliżonym profilu działalności. Dopiero od 2007 roku zaczęły pojawiać się transakcje przeprowadzane przez inwestorów finansowych. W badanej grupie stanowią one jednak jedynie ok. 10% wszystkich tego typu operacji. Polski rynek różni się zatem pod tym względem istotnie od krajów rozwiniętych, w których za większość transakcji *going private* odpowiadają fundusze *private equity*, a więc typowi inwestorzy finansowi. Można wobec tego oczekiwać, że trendy na polskim rynku PTP nie będą w pełni odpowiadać tendencjom obserwowanym na rynkach w państwach o wyższym stopniu rozwoju gospodarczego.

W artykule przeanalizowany zostanie wpływ następujących zmiennych ekonomicznych na liczbę i wartość spółek wycofywanych z obrotu giełdowego: realnej stopy zwrotu z indeksu WIG, będącej oceną koniunktury giełdowej, realnej stopy wzrostu PKB obrazującej sytuację gospodarczą oraz realnej stopy procentowej jako rynkowego kosztu kapitału.

W przypadku stóp zwrotu z indeksu giełdowego oraz stopy wzrostu PKB można oczekiwać ich ujemnego wpływu na liczbę podmiotów opuszczających rynek publiczny w Polsce. Wynika to z kilku czynników. Po pierwsze, ujemne stopy zwrotu na rynku akcyjnym czynią go mniej atrakcyjnym jako źródło pozyskiwania kapitału. Po drugie, niższe wyceny rynkowe obniżają koszt przeprowadzenia całej operacji. Po trzecie, słabnąca koniunktura gospodarcza może skłaniać inwestorów strategicznych do przeprowadzania restrukturyzacji w podmiotach zależnych, w tym obniżenia kosztów i poprawienia efektywności operacyjnej poprzez zwiększenie stopnia integracji z jednostką dominującą. W przypadku inwestorów finansowych stawianie podobnych hipotez może nie być prawidłowe. Spadające ceny akcji zmniejszają naturalnie wielkość kapitału potrzebnego do przejęcia danego podmiotu, ale z drugiej strony należy pamiętać o tym, że horyzont inwestycyjny w przypadku inwestorów finansowych jest znacznie krótszy i obejmuje zazwyczaj okres co najwyżej kilku lat. Słabe perspektywy dla rynku akcyjnego mogą zatem utrudnić późniejsze wyjście z inwestycji po cenach gwarantujących zysk odpowiednio wysoki w porównaniu do ryzyka towarzyszącego tego typu inwestycjom. O ile oczekiwanie ujemnej relacji między stopą zwrotu z indeksu WIG a liczbą spółek wycofanych z obrotu giełdowego na polskim rynku kapitałowym wydaje się uzasadnione, o tyle sformułowanie podobnych oczekiwań co do negatywnego wpływu omawianej zmiennej na wartość przeprowadzonych transakcji może być błędne. Niższa wycena rynkowa skutkuje niższą wartością transakcji PTP. Wysokie stopy zwrotu na rynku giełdowym mogą prowadzić zatem do sytuacji, w której wycofywanych jest mniej podmiotów, ale o większej wartości.

Większa zbieżność oczekiwań dla obu typów inwestorów dokonujących wykupu i wyprowadzania spółek z obrotu giełdowego występuje w przypadku wysokości stóp procentowych. Powinny one negatywnie oddziaływać na liczbę transakcji PTP. Niższe stopy, zarówno dla inwestorów strategicznych, jak i też finansowych, oznaczają bowiem niższy koszt kapitału potrzebnego do sfinansowania wykupu wycofywanego przedsiębiorstwa.

3. Charakterystyka badanych transakcji i źródła danych

Prezentowane badanie obejmuje transakcje *going private* przeprowadzone w latach 1998–2013. Za moment wycofania spółki z obrotu giełdowego przyjęto dzień zawieszenia notowań obrotu akcjami danego podmiotu. W większości przypadków formalne wykluczenie z obrotu następowało po zawieszeniu notowań, ale z ekonomicznego punktu widzenia wraz z zawieszeniem akcje danego przedsiębiorstwa przestawały być przedmiotem obrotu giełdowego. Rok, w którym zaszło opisywane zdarzenie, będzie w dalszej części tekstu oznaczany jako rok *t*.

W badaniu uwzględnione zostały wszystkie przypadki wyprowadzenia spółki z obrotu giełdowego, które spełniały następujące kryteria:

- a) podmiot notowany był na regulowanym rynku giełdowym;
- b) spółka w momencie wycofania była podmiotem krajowym;
- c) wycofanie było dobrowolne i nastąpiło w związku z decyzją akcjonariuszy o opuszczeniu rynku giełdowego;
- d) podmiot dokonujący wykupu i wycofania spółki nie był w momencie przeprowadzania transakcji notowany na rynku giełdowym w Polsce, a akcje nowo powstałego podmiotu nie były przedmiotem obrotu giełdowego w Polsce bezpośrednio po połączeniu;
- e) spółka nie prowadziła działalności w branży finansowej, a więc podstawowa działalność spółki nie obejmowała działalności bankowej, ubezpieczeniowej, pośrednictwa finansowego, pośrednictwa w obrocie instrumentami finansowymi, działalności funduszy inwestycyjnych, *asset management*, działalności holdingów finansowych oraz pozostałej działalności finansowej;
- f) istnieje możliwość określenia podstawowego obszaru działalności i ma ona charakter trwały; wykluczone zostały spółki, które często zmieniały obszar działalności na inny, znacznie odbiegający od dotychczasowego.

Kryteria b), e) i f) zastosowano także przy określeniu liczby i wartości wszystkich spółek giełdowych dla potrzeb przeprowadzonej analizy regresji. Kryterium e) zostało dodane ze względu na specyfikę działalności podmiotów z branży finansowej. Kryterium f) ma z kolei na celu wyeliminowanie podmiotów, które nie prowadziły podstawowej działalności w konkretnej branży lub branżach przez dłuższy czas, ale często zmieniały profil na taki, który mógł być w danym momencie uważany za atrakcyjny przez inwestorów giełdowych. Zmiany te zazwyczaj dokonywane były w okresach trudności finansowych i miały na celu

ułatwienie pozyskiwania nowego kapitału. Przy tak określonych kryteriach uzyskano ostatecznie 66 przypadków transakcji PTP.

Spółki wycofane z obrotu giełdowego oraz liczba i wartość spółek giełdowych ustalone zostały na podstawie danych Giełdy Papierów Wartościowych SA w Warszawie (GPW). Wartość transakcji *going private* równa rynkowej wartości wycofywanego przedsiębiorstwa obliczona została jako iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji zwykłych, gdzie oba składniki iloczynu ustalone zostały na moment wycofania, zdefiniowany według podanych wcześniej kryteriów. Do oceny koniunktury giełdowej wykorzystano realną stopę zwrotu z indeksu WIG, natomiast jako miarę tempa wzrostu gospodarczego przyjęto realną stopę wzrostu PKB. Realne stopy procentowe oszacowane zostały na podstawie efektywnych stóp rocznych, do kalkulacji których wykorzystano notowania 3-miesięcznej stopy WIBOR na początek każdego kwartału danego roku oraz na podstawie indeksu cen konsumpcyjnych (CPI) jako estymatora stopy inflacji. Zastosowanie 3-miesięcznej stopy WIBOR wiązało się z koniecznością pozyskania spójnych danych dla okresu rozpoczynającego się od 1996 roku. Ze względu na brak danych, dla każdego kwartału roku 1996 przyjęto 3-miesięczną stopę WIBOR równą poziomowi odnotowanemu na początku ostatniego kwartału tegoż roku. Informacje dotyczące tempa wzrostu gospodarczego oraz stóp procentowych pozyskane zostały z baz danych i publikacji Głównego Urzędu Statystycznego, Eurostatu, Narodowego Banku Polskiego oraz portali internetowych bankier.pl oraz money.pl. Stopy zwrotu z indeksu WIG obliczone zostały dzięki informacjom publikowanym przez GPW, a liczba akcji zwykłych ustalona została na podstawie sprawozdań finansowych oraz danych z roczników giełdowych.

4. Rynek PTP w Polsce

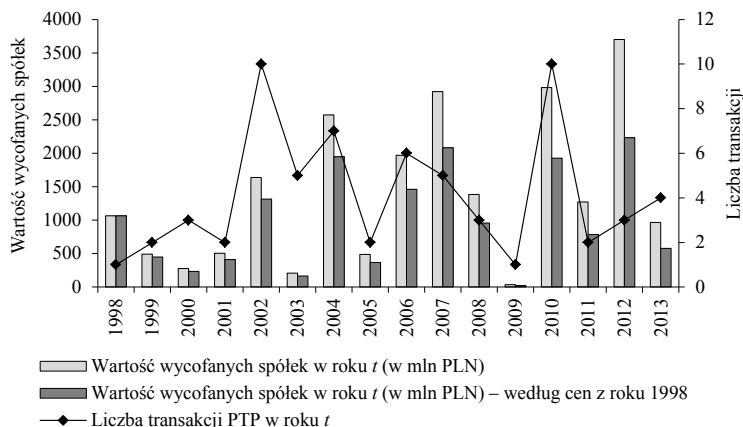
Przed rozpoczęciem analizy danych odnoszących się do ewolucji polskiego rynku transakcji *going private*, warto zwrócić uwagę na podstawowe cechy wycofywanych podmiotów. Informacje te zostały przedstawione w tabeli 1. Średnia wielkość transakcji wynosiła według cen nominalnych 341 mln zł oraz 242 mln zł według cen z roku 1998. Mediana wartości jest znacznie niższa i wynosi odpowiednio: 161 i 113 mln zł. W 75% przypadków wartość wycofywanej spółki nie przekroczyła 453 mln zł. Warto zwrócić uwagę na bardzo dużą wartość maksymalną, która wynosi ponad 3,5 mld zł. Z przedstawionych danych wynika, że rozkład wielkości transakcji charakteryzuje się dużą, prawostronną asymetrią. Potwierdza to także wartość współczynnika asymetrii, który wyniósł 4,22 (3,37 przy zastosowaniu cen z roku 1998).

Po omówieniu podstawowych cech podmiotów wyprowadzonych z GPW, można przejść do bardziej szczegółowej analizy trendów na rynku PTP w Polsce. Liczbę oraz wartość transakcji *going private*, jakie miały miejsce w poszczególnych latach, zaprezentowano na rysunku 1.

Tabela 1Podstawowe statystyki rozkładu analizowanych transakcji *going private*

Statystyka	Ceny nominalne (mln zł)	Ceny z roku 1998 (mln zł)
Średnia	341	242
Mediana	161	113
Wartość maksymalna	3550	2143
Wartość minimalna	3	2
3 kwartyl	453	330
1 kwartyl	61	46
Współczynnik asymetrii	4,22	3,37

Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 1.** Liczba i wartość transakcji PTP w Polsce w latach 1998–2013

Źródło: opracowanie własne.

Najwięcej przypadków wycofywania spółek z obrotu giełdowego w analizowanym okresie miało miejsce w latach 2002 oraz 2010, kiedy to w każdym z nich z obrotu giełdowego zniknęło 10 podmiotów. Pod względem wartości, liczonej zarówno w cenach nominalnych, jak i realnych, szczyt osiągnięty został w roku 2012, kiedy z obrotu giełdowego wycofane zostały 3 przedsiębiorstwa o łącznej wartości ok. 3,7 mld zł (ok. 2,2 mld zł przy zastosowaniu cen z roku 1998). Tak wysoki poziom wynika jednak z jednej transakcji. 2012 rok był ostatnim, w którym na GPW notowana była spółka Mondi Świecie. Jej rynkowa wartość w momencie wyprowadzenia z obrotu wynosiła ponad 3,5 mld zł. Była to zdecydowanie największa transakcja *going private* na polskim rynku kapitałowym. Pomijając ten przypadek, rynek transakcji PTP w Polsce wykazywał się największą aktywnością w latach 2002–2004 (przy czym w roku 2003 wyłącznie pod względem liczby transakcji),

a następnie, po chwilowym osłabieniu w roku 2005, liczba i wartość transakcji ponownie znalazły się na relatywnie wysokim poziomie w latach 2006–2007. Ostatni duży skok aktywności miał miejsce w roku 2010.

W celu wskazania tych zmiennych rynkowych, które statystycznie istotnie wpływają na aktywność na rynku transakcji *going private* w Polsce, zaprezentowane zostaną modele regresji liniowej. W analizie tej wykorzystane zostaną miary aktywności i zmienne ekonomiczne omawiane w poprzednim podrozdziale. Jako zmienne zależne przyjęto zatem liczbę i wartość transakcji PTP. Zmiennymi objaśniającymi są natomiast: realna stopa zwrotu z indeksu WIG, realna stopa wzrostu PKB oraz realna stopa procentowa oszacowana przy wykorzystaniu stóp WIBOR. Ze względu na to, że proces wyprowadzenia spółki z obrotu giełdowego od momentu zainicjowania do momentu finalizacji transakcji może być znacznie rozciągnięty w czasie, w badaniu wykorzystano wspomniane zmienne niezależne zarówno dla roku bezpośrednio poprzedzającego rok wycofania ($t - 1$), jak również dla okresu 2 lata przed zdarzeniem ($t - 2$). Przeprowadzono również analizę regresji po wprowadzeniu do modeli dwóch dodatkowych zmiennych egzogenicznych: liczby spółek notowanych na GPW oraz ich wartości. Miało to na celu uwzględnienie ewentualnego trendu w aktywności na rynku PTP związanego z rozwojem rynku akcji w Polsce¹.

Tabela 2

Macierz korelacji zmiennych egzogenicznych wykorzystanych w modelach regresji

	LPG ($t - 1$)	WSG ($t - 1$)	RW ($t - 1$)	RW ($t - 2$)	RP ($t - 1$)	RP ($t - 2$)	R ($t - 1$)	R ($t - 2$)
LPG ($t - 1$)	1,00	0,86	-0,02	-0,21	-0,19	-0,02	-0,71	-0,69
WSG ($t - 1$)	0,86	1,00	0,32	0,06	0,07	-0,03	-0,77	-0,68
RW ($t - 1$)	-0,02	0,32	1,00	-0,09	-0,12	-0,39	-0,34	0,00
RW ($t - 2$)	-0,21	0,06	-0,09	1,00	0,79	0,06	-0,14	-0,28
RP ($t - 1$)	-0,19	0,07	-0,12	0,79	1,00	0,41	-0,11	-0,16
RP ($t - 2$)	-0,02	-0,03	-0,39	0,06	0,41	1,00	0,24	-0,16
R ($t - 1$)	-0,71	-0,77	-0,34	-0,14	-0,11	0,24	1,00	0,57
R ($t - 2$)	-0,69	-0,68	0,00	-0,28	-0,16	-0,16	0,57	1,00

Oznaczenia zmiennych: rok t – rok przeprowadzenia transakcji PTP; LPG ($t - 1$) – liczba spółek giełdowych na koniec roku $t - 1$; WSG ($t - 1$) – wartość spółek giełdowych na koniec roku $t - 1$ (mln zł) według cen na koniec roku 1998; RW ($t - 1$) – realna stopa zwrotu z WIG w roku $t - 1$; RW ($t - 2$) – realna stopa zwrotu z WIG w roku $t - 2$; RP ($t - 1$) – realna stopa wzrostu PKB w roku $t - 1$; RP ($t - 2$) – realna stopa wzrostu PKB w roku $t - 2$; R ($t - 1$) – realna stopa procentowa w roku $t - 1$; R ($t - 2$) – realna stopa procentowa w roku $t - 2$.

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 2 zamieszczono macierz korelacji wykorzystanych zmiennych niezależnych. Należy zwrócić uwagę na wysoką korelację między wysokością stóp procentowych a liczbą spółek notowanych na GPW oraz ich wartościami. Wynika to z faktu, że wszystkie 3 zmienne charakteryzowały się trendem czasowym. Stopy procentowe dla kolejnych lat były także

¹ Wyniki analizy regresji wykorzystującej zmienne niezależne: liczba i wartość spółek giełdowych na koniec roku $t - 1$, dostępne u autora.

skorelowane ze sobą. Wysoka korelacja odnotowana została także między realną stopą wzrostu PKB w roku poprzedzającym rok wycofania spółki z obrotu a stopą zwrotu z indeksu WIG w roku $t - 2$. Wydaje się to naturalne, gdyż zachowania i decyzje inwestorów giełdowych oraz determinowane nimi ceny akcji są uzależnione od oczekiwań co do zmian w sytuacji gospodarczej danego regionu i dalszych perspektyw rozwoju. Na podstawie przedstawionej tabeli korelacji, modele regresji zostały tak skonstruowane pod względem doboru zmiennych objaśniających, aby żaden z nich nie zawierał zmiennych nadmiernie ze sobą skorelowanych.

Tabela 3

Regresja liniowa liczby transakcji PTP względem wybranych zmiennych ekonomicznych

Y	Liczba transakcji PTP w roku t					
	Model					
X	1	2	3	4	5	6
Stała	4,36*** (0)	4,10*** (0,002)	4,31*** (0,001)	8,50*** (0)	8,66*** (0,001)	8,23*** (0,002)
RW ($t - 1$)	3,71 (0,11)	4,00 (0,122)	3,71 (0,125)			
RW ($t - 2$)	-5,13** (0,019)	-5** (0,029)	-5,09** (0,031)			
RP ($t - 1$)				-107,54*** (0,008)	-110,21** (0,011)	-106,48** (0,012)
RP ($t - 2$)				1,95 (0,957)	5,61 (0,886)	2,96 (0,937)
R ($t - 1$)		4,14 (0,746)			-3,68 (0,766)	
R ($t - 2$)			0,83 (0,947)			3,15 (0,794)
R-kwadrat	0,46	0,46	0,46	0,47	0,47	0,47
Skorygowany R-kwadrat	0,38	0,33	0,32	0,39	0,34	0,34
Statystyka F	5,51** (0,018)	3,46* (0,051)	3,39* (0,054)	5,75** (0,016)	3,6** (0,046)	3,58** (0,047)

W nawiasach znajdują się wartości p-value.

*, **, *** oznacza statystyczną istotność parametru na poziomie istotności, odpowiednio 10%; 5%; 1%.

Oznaczenia zmiennych: Y – zmienna zależna; X – zmienna niezależna; pozostałe oznaczenia jak w tabeli 2.

Źródło: opracowanie własne.

We wszystkich modelach przedstawionych w tabeli 3, w których jako zmienną zależną wykorzystano liczbę spółek wycofanych z obrotu giełdowego, parametry przy realnej stopie wzrostu PKB w roku poprzedzającym okres przeprowadzenia transakcji *going private* oraz przy stopie zwrotu z indeksu WIG dla roku $t - 2$ są, zgodnie z oczekiwaniami, ujemne i statystycznie istotne na poziomie istotności 5% lub niższym. Oznacza to, że liczba spółek wycofanych z obrotu giełdowego rosła bezpośrednio po spowolnieniu gospodarczym, który wcześniej sygnalizowany był niskimi stopami zwrotu na rynku akcji. Statystycznie

nieistotny okazał się z kolei wpływ na badaną zmienną zależną zarówno stóp procentowych, jak i też liczby spółek giełdowych, co wskazuje na to, że w przyjętym horyzoncie analizy liczba przedsiębiorstw opuszczających w danym roku rynek publiczny nie zależała od jego wielkości mierzonej liczbą notowanych podmiotów. Należy także zauważyć, że w pierwszej połowie okresu analizy realne stopy procentowe podlegały dużym wahanom. Ponadto większość inwestorów wycofujących spółki z obrotu giełdowego w Polsce to podmioty zagraniczne. Skorygowany R-kwadrat wahał się w przedziale od 0,32 do 0,39. Wszystkie regresory są łącznie statystycznie istotne na poziomie 10% w modelach 2 i 3 oraz 5% w modelach 1, 4, 5 i 6.

Odmienne rezultaty uzyskano, gdy jako zmienną endogeniczną przyjęto wartość przeprowadzonych transakcji *going private*. Parametry przy wszystkich uwzględnionych zmiennych objaśniających były statystycznie nieistotne². Wymienić można dwie główne przyczyny takiego stanu rzeczy. Po pierwsze, wyniki mogą być zaburzone uwzględnieniem w próbie transakcji znacznie odstającej od innych pod względem wartości. Po drugie, stopy zwrotu z WIG mogą, jak było wspomniane, niejednoznacznie wpływać na wartość spółek wycofywanych z obrotu giełdowego. W celu zweryfikowania przedstawionych rezultatów pod kątem wpływu na nie obserwacji odstającej, przeprowadzono analizę regresji po wyeliminowaniu z badanej próby przypadku największej transakcji³. Aktywność na rynku PTP mierzona wartością wycofanych podmiotów i tym razem nie zależała od koniunktury gospodarczej oraz poziomu stóp procentowych. Dodatni i statystycznie istotny, na poziomie istotności 5% lub niższym, okazał się za to parametr przy stopie zwrotu z indeksu WIG w roku poprzedzającym rok przeprowadzenia transakcji. Wraz ze wzrostem cen akcji rosła zatem wartość podmiotów decydujących się na opuszczenie GPW. Stopa zwrotu z WIG dla okresu $t - 2$ tym razem miała statystycznie nieistotny wpływ na aktywność na rynku PTP. Oznacza to, że efekt spadku wartości wycofywanych podmiotów w związku z malejącą ich liczbą, gdzie spadek ten poprzedzony był polepszeniem się nastrojów na rynku akcji, był zdominowany przez efekt wzrostu wartości transakcji *going private* w związku z rosnącymi cenami akcji na giełdzie papierów wartościowych.

Uwagi końcowe

Pierwsza poważna fala transakcji *going private* na świecie miała miejsce w USA w latach 80. XX wieku. Znaczny wzrost liczby spółek wycofywanych z obrotu giełdowego wzbudził duże zainteresowanie tym zjawiskiem, a zwłaszcza przyczynami podejmowania decyzji o opuszczeniu publicznego obrotu. W Polsce pierwsza transakcja PTP została przeprowadzona w roku 1998. Od tego momentu ponad 60 innych podmiotów również zdecydowało

² Wyniki analizy regresji wykorzystującej jako zmienną endogeniczną wartość przeprowadzonych transakcji dostępne u autora.

³ Wyniki analizy regresji przeprowadzonej po usunięciu największej pod względem wartości obserwacji dostępne u autora.

się zrezygnować ze statusu spółki publicznej. Pierwszy znaczny wzrost liczby spółek wycofanych z obrotu giełdowego miał miejsce w roku 2002. Przeprowadzono wówczas 10 transakcji. Poziom ten został następnie osiągnięty jeszcze tylko jeden raz – w roku 2010. Relatywnie dużą liczbę transakcji odnotowano także w latach 2003–2004 oraz 2006–2007. Pod względem wartości przedsiębiorstw opuszczających GPW rekordowy był rok 2012 – łączna wartość transakcji przekroczyła wówczas 3,5 mld zł. Za prawie całą tą kwotą stoi jednak jedno przedsiębiorstwo – Mondi Świecie, a więc podmiot o największej kapitalizacji spośród wszystkich wycofanych dotychczas z obrotu giełdowego w Polsce.

Przeprowadzona analiza regresji wskazała na ujemną i statystycznie istotną zależność między liczbą transakcji PTP a realną stopą wzrostu PKB w roku poprzedzającym moment wycofania, a także stopą zwrotu z indeksu WIG w roku $t - 2$. Wzrost liczby spółek wycofanych z obrotu giełdowego był zatem poprzedzony pogorszeniem się nastrojów na rynku giełdowym oraz zmniejszeniem się tempa wzrostu gospodarczego. Ze względu na to, że transakcje *going private* w Polsce przeprowadzane są przede wszystkim przez inwestorów strategicznych, taka zależność ekonomiczna wydaje się racjonalna. Istnienia podobnych relacji nie stwierdzono w przypadku wartości transakcji PTP. Zarówno stopa wzrostu PKB, jak i stopa zwrotu z indeksu WIG nie wpływały istotnie na wspomnianą zmienną. Przyczyną tego może być uwzględnienie obserwacji znacznie odstającej od pozostałych przypadków oraz niejednoznaczny wpływ stóp zwrotu na rynku akcji na wartość przeprowadzanych transakcji. Wyniki uzyskane przy ponownej analizie regresji, przeprowadzonej po wykluczeniu spółki o największej kapitalizacji, wskazały na dodatni, statystycznie istotny wpływ stopy zwrotu z indeksu WIG w roku poprzedzającym moment wycofania na wartość podmiotów opuszczających GPW. We wszystkich przedstawionych modelach regresji stopy procentowe nie wpływały istotnie na aktywność na rynku PTP.

Literatura

- Amihud Y. (1989), *Leveraged Management Buyouts and Shareholders' Wealth*, w: *Leveraged Management Buyouts. Causes and Consequences*, red. Y. Amihud, Dow Jones-Irwin, Homewood, s. 3–34.
- Holmstrom B., Kaplan S.N. (2001), *Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s*, „The Journal of Economic Perspectives” vol. 15, no. 2, s. 121–144.
- Jensen M.C. (1989), *Eclipse of the Public Corporation*, „Harvard Business Review”, September–October (Revised 1997).
- Kaplan S.N. (1989), *Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value*, „The Journal of Finance” vol. XLIV, no. 3, s. 611–632.
- Kaplan S.N., Stein J.C. (1993), *The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s*, „The Quarterly Journal of Economics” vol. 108, no. 2, s. 313–357.
- Kaplan S.N., Stromberg P. (2009), *Leveraged Buyouts and Private Equity*, „The Journal of Economic Perspectives” vol. 23, no. 1, s. 121–146.
- Lehn K., Poulsen A. (1989), *Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions*, „The Journal of Finance” vol. 44, no. 3, s. 771–787.
- Lowenstein L. (1985), *Management Buyouts*, „Columbia Law Review” vol. 85, s. 730–784.
- Martynova M., Renneboog L. (2008), *A Century of Corporate Takeovers: What Have we Learned and Where Do We Stand?*, „Journal of Banking & Finance” vol. 32, s. 2148–2177.

- Mehran H., Peristiani S. (2013), *U.S. Leveraged Buyouts: The Importance of Financial Visibility*, Liberty Street Economics.
- Opler T., Titman S. (1993), *The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs*, „The Journal of Finance” vol. XLVIII, no. 6, s. 1985–1999.
- Renneboog L., Simons T., Wright M. (2007), *Why Do Public Firms Go Private in the UK? The Impact of Private Equity Investors, Incentive Realignment and Undervaluation*, „Journal of Corporate Finance” vol. 13, s. 591–628.
- Shleifer A., Vishny W. (1991), *Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications*, „Strategic Management Journal” vol. 12, s. 51–59.
- Smith A. (1990), *The Effects of Leveraged Buyouts*, „Business Economics” vol. 25, iss. 2, s. 19.
- Reshuffling the Debt: The Credit Implications of the New Wave of LBOs* (2011), Standard & Poor's Ratings Direct on the Global Credit Portal.
- Wright M., Burrows A., Ball R., Scholes L., Burdett M., Tune K. (2006), *Management Buy-outs 1986–2006. Past Achievements, Future Challenges*, Centre for Management Buy-out Research.

EVOLUTION OF GOING PRIVATE TRANSACTIONS IN POLAND

Abstract: *Purpose* – this paper examines the impact of economic growth, situation at the stock exchange and level of interest rates on number and value of companies going private in Poland from 1998 to 2013.

Design/Methodology/approach – linear regression analysis between number and value of companies going private and selected explanatory variables: GDP growth rate, WIG rate of return and interest rate measured by WIBOR.

Findings – obtained results reveal negative, statistically significant relationship between number of companies going private and both GDP real growth rate in year preceding the event and WIG rate of return 2 years before the public-to-private transaction. No explanatory variable had statistically significant influence on the value of companies going private when all transactions were considered. After excluding the highest value case, the relation between mentioned dependent variable and WIG rate of return in year preceding the event was positive and statistically significant.

Originality/value – similar research haven't been conducted in Poland yet. The results of this examination are introduction to further research on what motivates polish companies to go private.

Keywords: public-to-private transactions, buyouts of public companies, market for corporate control

Cytowanie

- Struciński A. (2015), *Rozwój transakcji going private w Polsce*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 757–769; www.wneiz.pl/frfu.

