

Krzysztof Jackowicz, Paweł Mielcarz

Premie w transakcjach blokowych w Polsce w latach 2002-2008

Ekonomiczne Problemy Usług nr 39, 473-481

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

KRZYSZTOF JACKOWICZ

PAWEŁ MIELCARZ

Akademia Leona Koźmińskiego w Warszawie

PREMIE W TRANSAKCJACH BLOKOWYCH W POLSCE W LATACH 2002–2008

Wprowadzenie

Sprawowanie kontroli nad przedsiębiorstwem tworzy możliwości realizacji tzw. prywatnych korzyści. Mogą one przyjmować postać pieniężną lub niepieniężną. W pierwszym przypadku podstawowymi narzędziami ekspropriacji akcjonariuszy mniejszościowych są: manipulowanie cenami transferowymi, wykorzystanie poufnych informacji o opłacalnych projektach inwestycyjnych oraz wypłacanie niezasadnie wysokich wynagrodzeń. Niepieniężne korzyści kontroli obejmują natomiast: wysoką pozycję społeczną, koneksje polityczne, satysfakcję z faktu znajdowania się u sterów oraz możliwość realizacji przedsięwzięć przynoszących rozgłos.

Zagadnienie pomiaru skali prywatnych korzyści w gospodarce oraz identyfikacji czynników kształtujących ich wysokość od dawna absorbuje uwagę badaczy. Są ku temu dwa zasadnicze powody. Po pierwsze, od rozmiarów prywatnych korzyści zależą w znacznej mierze trudności, jakie napotykają przedsiębiorstwa przy próbie pozyskania zewnętrznych źródeł finansowania. W skali makroekonomicznej zatem brak odpowiednich regulacji prawnych i rozwiązań instytucjonalnych ograniczających prywatne korzyści może skutkować spowolnieniem wzrostu gospodarczego. Po drugie, prywatne korzyści współdecydują o perspektywach rozwoju rynku kapitałowego. Przy dużej ich wysokości relatywnie niewielka liczba spółek skieruje bowiem swoje akcje do publicznego obrotu.

Prowadzenie analiz dotyczących prywatnych korzyści jest zadaniem skomplikowanym. Z jednej strony skuteczne przejęcie zasobów przedsiębiorstwa kosztem akcjonariuszy mniejszościowych jest możliwe z natury rzeczy tylko wtedy, gdy istnienie tego proceduru jest bardzo trudne do wykrycia. Z drugiej zaś oddziaływanie prywatnych korzyści na ceny akcji nie jest łatwe do oddzielenia od wpływu innych czynników. Stąd istniejące sposoby pomiaru prywatnych korzyści nie tylko mają charakter pośredni, ale też nie dają w pełni klarownych rezultatów. Mimo tych ograniczeń, biorąc pod uwagę ekonomiczne znaczenie poruszanej tematyki, zdecydowaliśmy się na wykorzystanie jednego z tego rodzaju niedoskonałych narzędzi w prezentowanym artykule. Bezpośrednią inspiracją do jego napisania

były jednak daleko idące różnice w raportowanych w literaturze przedmiotu szacunkach wartości sprawowania kontroli w Polsce. Uzasadniało to podjęcie próby weryfikacji wcześniejszych ustaleń przy użyciu bardziej aktualnego i obszerniejszego zestawu danych.

Dorobek literatury przedmiotu

Literatura przedmiotu wypracowała dwie metody wnioskowania o skali prywatnych korzyści kontroli. Pierwsza z nich bazuje na cenach akcji obserwowanych w transakcjach pakietowych, druga wykorzystuje ceny akcji o niejednakowych uprawnieniach w zakresie liczby głosów. Ze względu na ograniczone rozmiary tego referatu z obu nurtów badawczych przedstawimy tylko wyniki najważniejszych, najczęściej cytowanych opracowań oraz tych, których ustalenia okazały się pomocne w interpretacji otrzymanych przez nas rezultatów.

Pionierami pomiaru prywatnych korzyści przy użyciu różnicy cen w transakcjach blokowych i cen obserwowanych *ex post* na rynku giełdowym są M.J. Barclay i C.G. Holderness¹. W przeanalizowanej przez nich próbie 63 transakcji pakietowych dokonanych w Stanach Zjednoczonych w latach 1978–1982 akcje należące do bloków sprzedawane były z premią wynoszącą średnio 20,4%. Wspomniana premia stanowiła przeciętnie 4% wartości rynkowej kapitału własnego przedsiębiorstw z próby oraz rosła w miarę zwiększania się rozmiaru bloku i poprawy kondycji spółki będącej przedmiotem transakcji. Najobszerniejsze, jak do tej pory, badanie wartości kontroli omawianą metodą przeprowadzili A. Dyck i L. Zingales². Zebrali oni bowiem informacje aż o 412 transakcjach, które miały miejsce w 39 krajach w latach 1990–2000. Średnio premia w transakcjach blokowych stanowiła 14% kapitału własnego spółek. Zakres wahań premii był jednak duży. W 10 krajach przekraczały one 25% wartości kapitałów własnych, w 14 były niższe od 3%. W krajach rozwijających się przeciętna premia kształtowała się na poziomie 18%, rozwiniętych zaś 3,8%. Analiza regresji pozwoliła dodatkowo ustalić, że ograniczająco na skalę prywatnych korzyści oddziałują: lepsze standardy rachunkowe, silniejsza prawna ochrona akcjonariuszy mniejszościowych, presja opinii publicznej oraz sprawnie działający system podatkowy. Wśród krajów, z których pochodziły dane wykorzystane przez A. Dycka i L. Zingalesa, była też Polska. Na podstawie zaledwie 5 obserwacji wspomniani autorzy podają, że średnia wysokość premii w transakcjach blokowych w naszym kraju kształtuje się na poziomie 11% wartości kapitałów własnych. Zasadniczo odmienne szacunki możemy odnaleźć w artykule G. Trojanowskiego, który dysponował danymi o 53 transakcjach blokowych dokonanych w Polsce od lipca 1996 do lutego 2000 roku³. Wyliczona przez niego średnia premia

¹ Zob. M.J. Barclay, C.G. Holderness: *Private benefits from control of public corporation*. „Journal of Financial Economics” 1989, Vol. 25, s. 371–395.

² Zob. A. Dyck, L. Zingales: *Private benefits of control: an international comparison*. „The Journal of Finance” 2004, Vol. 59, s. 537–600; E. Benos, M.S. Weisbach: *Private benefits and cross-listings in the United States*. „Emerging Markets Review” 2004, Vol. 5, s. 217–240.

³ Zob. G. Trojanowski: *Equity block transfers in transition economies: Evidence from Poland*. „Economic Systems” 2008, Vol. 32, s. 217–238.

wyniosła zaledwie 0,98% kapitałów własnych podmiotów z próby, ale była statystycznie istotnie różna od zera. Warto zaznaczyć, że w jednej trzeciej z rozważanych przypadków ceny w transakcjach blokowych były niższe niż obserwowane następnie na giełdzie. G. Trojanowski te nieco zaskakujące wyniki, sytuujące nasz kraj w gronie państw najlepiej chroniących akcjonariuszy mniejszościowych, tłumaczy ograniczoną płynnością dużych pakietów akcji. Znaczenie czynnika płynnościowego potwierdzają też rezultaty dwóch badań przeprowadzonych na podstawie danych pochodzących z Chin. I tak Z. Huang i X. Xu ustalili, że bloki tzw. akcji zastrzeżonych (tj. niedopuszczonych do swobodnego obrotu giełdowego) sprzedawane były przeciętnie z 70% dyskontem w stosunku do akcji zwykłych⁴. Występowanie wspomnianego dyskonta nie oznaczało jednak braku prywatnych korzyści w Chinach, a jedynie większe znaczenie dla inwestorów ryzyka płynności. Porównanie cen akcji w transakcjach blokowych prowadzących do zmiany podmiotu sprawującego kontrolę nad przedsiębiorstwem i transakcjach bez tego rodzaju skutków, dokonane przez H. Weifenga, H. Zhaoguo i Z. Shashę, pokazało bowiem, że w Chinach wartość kontroli równa się średnio 18,5% kapitałów własnych danego podmiotu⁵. Ciekawą modyfikacją standardowo stosowanej metodologii posłużył się V. Atanasov⁶. Proces masowej prywatyzacji rozpoczęty w II połowie lat 90. XX wieku w Bułgarii stworzył temu autorowi szansę zestawienia cen płaconych w tym samym czasie za duże i małe pakiety akcji danej spółki. Rozmiary oszacowanych w ten sposób prywatnych korzyści kontroli były ogromne i sięgały 85% wartości kapitałów własnych.

Odpowiednikiem rozbudowanego, przekrojowego w sensie geograficznym opracowania A. Dycka i L. Zingalesa w nurcie badań wykorzystujących fakt emitowania przez spółki akcji o różnych uprawnieniach w zakresie liczby głosów jest artykuł T. Nenovej⁷. Autorka ta na podstawie danych o 661 podmiotach z 18 krajów oszacowała wartość głosów budujących pakiet kontrolny akcji. Podobnie jak poprzednio, otrzymane miary prywatnych korzyści kontroli wykazywały duże zróżnicowanie. Najniższe wartości w okolicach zera otrzymano dla krajów skandynawskich i anglosaskich, najwyższe, rzędu kilkudziesięciu procent wartości kapitałów własnych dla krajów rozwijających się (np. Korea 48%, Meksyk 36%, Brazylia 23%). Konieczność zachowania ostrożności w interpretacji rezultatów analiz empirycznych o charakterze przekrojowym sugerują wyniki kilku kolejnych badań. Pokazują one bowiem, że oszacowania wartości sprawowania kontroli na podstawie rynkowej ceny głosu są niestabilne w czasie i wrażliwe na czynniki makroekonomiczne oraz specyficzne uwarunkowania instytucjonalne. Przykładowo L. Caprio i E. Croci na

⁴ Zob. Z. Huang, X. Xu: *Marketability, control, and the pricing of block shares*. „Journal of Banking and Finance” 2009, Vol. 33, s. 88–97.

⁵ Zob. H. Weifeng, H. Zhaoguo, Z. Shasha: *Ownership structure and the private benefits of control: an analysis of Chinese firms*. „Corporate Governance” 2008, Vol. 8, s. 286–298.

⁶ Zob. V. Atanasov: *How much value can blockholders tunnel? Evidence from the Bulgarian mass privatization auctions*. „Journal of Financial Economics” 2005, Vol. 76, s. 191–234.

⁷ Zob. T. Nenova: *The value of corporate voting rights and control. A cross-country analysis*. „Journal of Financial Economics” 2003, Vol. 68, s. 325–351.

bazie zestawu danych obejmujących lata 1974–2003 dowodzą, że premia, z jaką nabywane były we Włoszech akcje uprzywilejowane co do liczby głosów, wahała się w zależności od rozpatrywanego podokresu od 20 do 100%⁸. Niekorzystne warunki makroekonomiczne, sprzyjające przesunięciu kontroli nad przedsiębiorstwami w kierunku wierzycieli, spowodowały, jak demonstrują J.M. Pinegar i R. Ravichandran, że kwity depozytowe opiewające na akcje uprzywilejowane co do głosu meksykańskich przedsiębiorstw sprzedawane były ze średnim dyskontem 5,8%⁹. W Danii, w świetle wyników uzyskanych przez R. Neumanna, wobec braku groźby wrogiego przejęcia, ryzyko płynności redukowało dla wielu przedsiębiorstw w długim okresie wartość akcji uprzywilejowanych w zakresie głosu do poziomu niższego niż cena akcji zwykłych¹⁰. Ograniczenia w nabywaniu akcji przez inwestorów zagranicznych i idąca w ślad za tym segmentacja rynku przyczyniła się z kolei w Norwegii, jak wynika z pracy B.A. Ødegaarda, do ukształtowania się interesującej anomalii rynkowej¹¹. Polegała ona na tym, że w latach 1988–1994 akcje pozbawione praw głosu, ale dostępne dla inwestorów zagranicznych były wyżej wyceniane niż akcje z prawem głosu zarezerwowane dla nabywców krajowych.

Narzędzia badawcze i źródła danych

W części empirycznej wykorzystamy rozwiązania wypracowane przez nurt literatury przedmiotu zapoczątkowany przez M.J. Barclaya i C.G. Holdernessa. W tym ujęciu podstawą wnioskowania jest obliczenie premii w transakcjach blokowych (*PB*) i jej standaryzowanej wersji (*SPB*). Sposób kalkulacji *PB* i *SPB* ukazują wzory (1) i (2):

$$PB = \frac{C_b - C_r}{C_r} \quad (1),$$

$$SPB = PB \times u_b \quad (2),$$

gdzie C_b oznacza cenę akcji w transakcji blokowej, C_r – cenę rynkową akcji zanotowaną w dniu po ujawnieniu informacji o sprzedaży pakietu akcji, u_b – procent akcji zmieniających właściciela w transakcji blokowej. C_r odzwierciedla skutki transakcji odczuwane przez wszystkich akcjonariuszy. Różnica między C_b i C_r powinna zaś teoretycznie oddawać skalę korzyści, na które mogą liczyć tylko nabywcy pakietu akcji. Zabieg standaryzacji *PB* pozwala z kolei wyrazić prywatne korzyści w procencie bieżącej rynkowej wartości kapi-

⁸ Zob. L. Caprio, E. Croci: *The Determinants of the voting premium in Italy: The evidence from 1974 to 2003*. „Journal of Banking and Finance” 2008, Vol. 32, s. 2433–3443.

⁹ Zob. J.M. Pinegar, R. Ravichandran: *U.S. Investors' perceptions of corporate control in Mexico: Evidence from sibling ADRs*. „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2003, Vol. 38, s. 213–230.

¹⁰ Zob. R. Neumann: *Price differentials between dual-class stocks: voting premium or liquidity discount*. „European Financial Management” 2003, Vol. 9, s. 315–332.

¹¹ Zob. B.A. Ødegaard: *Price differences between equity classes. Corporate control, foreign ownership and liquidity?* „Journal of Banking and Finance” 2007, Vol. 31, s. 3621–3645.

tału własnego spółki. Pomiar skali prywatnych korzyści za pomocą wzorów (1) i (2) jest, niestety, obciążony wadami. Po pierwsze, jak pokazuje dorobek literatury przedmiotu, na otrzymane rezultaty zakłócająco mogą wpływać: ryzyko płynności i brak dywersyfikacji po stronie kupujących, sytuacja makroekonomiczna lub też zmiany instytucjonalne. Po drugie, dodatnia różnica C_b i C_r nie musi być wynikiem oczekiwanej ekspropriacji akcjonariuszy mniejszościowych, a może być związana z uprzywilejowaniem informacyjnym stron transakcji pakietowej lub systematycznym przepłacaniem przez nabywców, których reprezentują słabo kontrolowani menedżerowie dążący do budowy imperiów, a przez to umocnienia własnej pozycji zawodowej. Biorąc pod uwagę powyższe argumenty oraz to, że w ramach tego wstępnego badania nie byliśmy w stanie przetestować wszystkich hipotez objaśniających powstawanie różnicy między C_b i C_r , interpretacje i wnioski zaproponowane w kolejnym podpunkcie należy traktować jako robocze.

Wykorzystane dane o transakcjach pakietowych zrealizowanych w latach 2002–2008 zostały zakupione od firmy *Analizy Online Sp. z o.o.* Informacje o cenach rynkowych akcji w dniu po dokonaniu transakcji pakietowej pobrano z serwisu *gpwinforefa.pl*. W celu wyeliminowania z próby operacji skupu przez przedsiębiorstwa własnych akcji dla każdej transakcji przeanalizowano komunikaty spółek zamieszczane na stronach internetowych: *bankier.pl* oraz *money.pl*. Z próby usunięto także te transakcje, dla których istniało uzasadnione podejrzenie, że informacje o ich warunkach zostały przekazane do wiadomości inwestorów przed dniem dokonania transakcji. Zastosowanie opisanych procedur selekcyjnych ograniczyło rozmiar próby do 133 obserwacji.

Rezultaty badawcze

Wyniki przeprowadzonego badania premii w transakcjach blokowych w Polsce przedstawia tabela 1 i rysunek 1. Tabela informuje o zaobserwowanych wartościach średnich oraz median w całej próbie i wyróżnionych w niej podpróbach, a także o statystycznej istotności użytych miar położenia rozkładu i różnic między nimi zanotowanych w poszczególnych podpróbach. Rysunek prezentuje z kolei rozkład empiryczny premii w transakcjach blokowych. W części A zobrazowany jest on za pomocą histogramu, w części B zaś – Gaussowskiego estymatora jądrowego. Jak widać w tabeli 1, do wyodrębnienia podrób zastosowaliśmy dwa kryteria. Podział próby z uwagi na procent głosów transferowanych w transakcji pakietowej wynikał z udokumentowanego w literaturze przedmiotu wpływu tego czynnika na kształtowanie się wysokości analizowanych premii. Drugie kryterium podziału, związane z ogólnymi tendencjami na rynku akcji, według naszej wiedzy, nie było do tej pory wykorzystywane. Jego użycie wydało nam się jednak zasadne w warunkach istotnych zmian nastrojów inwestycyjnych w okresie badania oraz prawdopodobnej asymetrii informacji między stronami transakcji pakietowej a drobnymi akcjonariuszami. Cztery zdefiniowane w ten sposób podokresy odpowiadają w przybliżeniu: dominacji trendu bocznego na rynku akcji (do połowy 2003 r.), umiarkowanemu wzrostowi wartości indeksów na

warszawskiej giełdzie (od połowy 2003 do połowy 2005 r.), bardzo szybkiemu wzrostowi wartości indeksów (od połowy 2005 r. przez kolejne dwa lata) oraz silnej dekonjunkturze na rynku akcji (od połowy 2007 r. do końca horyzontu badania).

Tabela 1

Wyniki badania premii w transakcjach blokowych w Polsce w latach 2002–2008

A. Cała próba					
Rodzaj premii:	średnia	mediana			
			odchylenie standardowe	minimum	maksimum
PB	-0,03981*	-0,04959**	0,24837	-0,63857	0,61702
SPB	-0,00394	-0,00501*	0,04290	-0,30159	0,17628
B. Podokresy wyróżnione według kryterium tendencji na rynku akcji					
SPB			Statystyczna istotność różnic średnich w podokresach ^b		
Podokres:	średnia	mediana	06.2003–06.2005	06.2005–06.2007	06.2007–12.2008
01.2002–06.2003	0,012025**	0,00064*	2,288**	3,028***	-0,54347
06.2003–06.2005	-0,00472	-0,00713**		1,981*	-1,112
06.2005–06.2007	-0,02523**	-0,00968**			-1,716*
06.2007–12.2008	0,00639	0,00031			
C. Podpróby wyróżnione według kryterium procentu głosów w rozpatrywanym pakiecie akcji					
SPB			Statystyczna istotność różnic średnich w podpróbach ^b		
Podpróba:	średnia	mediana	II kwartył	III kwartył	IV kwartył
I kwartył	-0,00220	-0,00052	0,918	-0,090	0,652
II kwartył	-0,00711**	-0,00748**		-0,720	0,382
III kwartył	-0,00252	-0,00365			0,659
IV kwartył	-0,00393	-0,00052			

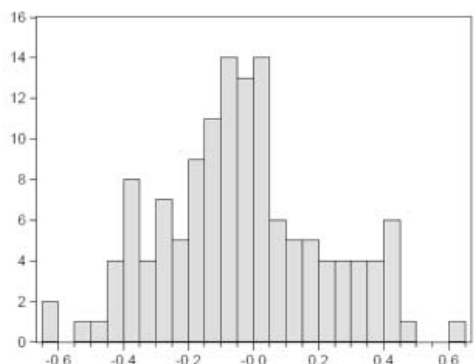
Uwaga: symbole *, **, *** oznaczają występowanie podstaw do odrzucenia hipotez zerowych w testach statystycznej istotności i testach istotności różnic; statystyczna istotność średnich i różnicy średnich oceniana jest za pomocą standardowego testu t, statystyczna istotność median z użyciem testu Wilcoxona; ^b w częściach tabeli dotyczących różnic średnich podane są wartości statystyk testowych.

Źródło: opracowanie własne.

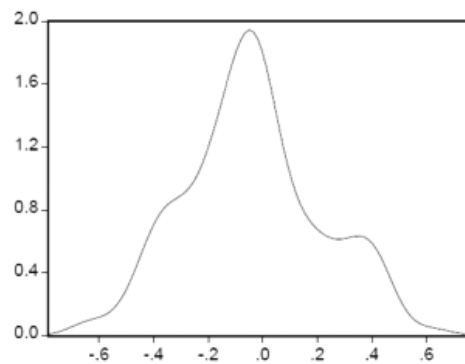
Rozkład premii w transakcjach blokowych (*PB*) nie ma charakteru jednomodalnego. Najsilniej zaznaczona moda odpowiada wartościom *PB* nieco poniżej zera. Dwie dalsze mody zarysowują się przy wartościach *PB* ok. -40% i 40%. Taki kształt rozkładu *PK* wraz znaczącą rozpiętością *PB* i dużym odchyleniem standardowym wskazują na niejednorodną naturę badanych transakcji. Średnie *PB* i *SPB* dla całej próby wynoszą odpowiednio:

–3,98% oraz –0,39%. Podstawy do odrzucenie hipotezy o zerowej wartości średniej istnieją tylko w przypadku *PB*. Wartości median są niższe i kształtują się na poziomach –4,96% dla *PB* i –0,5% dla *SPB*. Obie mediany są przy tym statystycznie istotne.

A. histogram



B. estymator jądrowy



Rys. 1. Rozkład premii w transakcjach blokowych (*PB*) w Polsce w latach 2002–2008

Źródło: opracowanie własne.

Należy podkreślić, że wyliczona wartość średnia *SPB* w Polsce jest zdecydowanie bliższa podawanej przez G. Trojanowskiego niż przez A. Dycka i L. Zingalesa. W odróżnieniu jednak od wyników G. Trojanowskiego, nasze badanie wskazuje na dominację na polskim rynku kapitałowym dyskont w transakcjach blokowych. Przypomnijmy, że w badaniu G. Trojanowskiego tylko ok. 30% transakcji dokonanych w latach 1996–2000 cechowało się ujemnymi premiami. G. Trojanowski tłumaczy istnienie ujemnych premii niską płynnością dużych pakietów akcji. Wyniki wyliczeń dla podokresów wyróżnionych z uwagi na tendencje na rynku akcji sugerują jednak możliwość sformułowania alternatywnego lub uzupełniającego wyjaśnienia tego zjawiska. Średnia i mediana *SPB* w okresie 01.2002–06.2003 są dodatnie i statystycznie istotne, podczas gdy wartości miar położenia rozkładu dla kolejnych dwóch podokresów są ujemne, i, poza średnią dla podokresu 06.2003–06.2007, również statystycznie istotne. Średnia *SPB* w pierwszym podokresie (przewagi trendu bocznego) jest ponadto statystycznie istotnie różna od średnich obliczonych dla kolejnych dwóch podokresów (umiarkowanego i szybkiego wzrostu wartości indeksów giełdowych). W czasie dekonjunkury giełdowej nabywcy pakietów, w świetle naszych wyników, są zatem skłonni płacić wyższe ceny w transakcjach blokowych niż w okresach silnego, często spekulacyjnego wzrostu cen akcji. Obserwację tę potwierdzają w pewnym stopniu wyniki uzyskane dla podokresu rozpoczynającego się w czerwcu 2007 roku, niestety, bazujące na skromnej liczbie obserwacji. W tym czasie indeks WIG znajdował się w trendzie spadkowym, natomiast średnia i mediana *SPB* były dodatnie, choć statystycznie nieistotne. W całości uzyskane

przez nas rezultaty wskazują na niedoskonałość polskiego rynku kapitałowego w zakresie równego dostępu do informacji inwestorów marginalnych oraz posiadaczy znaczących pakietów akcji. Uprawdopodobniają bowiem uprzywilejowanie informacyjne tych ostatnich. Dobrze korespondują też z zaobserwowaną w cytowanej już pracy L. Caprio i E. Crociego dużą zmiennością w czasie premii głosu na rynku włoskim.

Niespodziewanie, nie zaobserwowaliśmy zależności pomiędzy wielkością pakietu akcji, mierzoną procentem głosów przekazywanych w danej transakcji, a wielkością premii. Średnia i mediana *SPB* statystycznie istotnie różnią się od zera tylko dla transakcji należących do drugiego kwartyla pod względem procentu transferowanych głosów. Co ważniejsze jednak, w żadnej z par złożonych z wyróżnionych według omawianego kryterium podprób nie zanotowano statystycznie istotnych różnic wartości średnich *SPB*. Być może wnioski w tym zakresie byłyby inne, gdyby nasze dane umożliwiały precyzyjniejsze odzwierciedlenie strategicznego znaczenia pakietów akcji będących przedmiotem transakcji.

Podsumowanie

Literatura przedmiotu w większości przypadków stwierdza istnienie dodatnich premii w transakcjach blokowych. Ich występowanie może być skutkiem m.in. realizacji przez dużych inwestorów prywatnych korzyści kontroli. Przeprowadzone badanie pokazuje jednak, że na polskim rynku kapitałowym w latach 2002–2008 średnia premia w tego rodzaju transakcjach była ujemna. Fakt ten, zdaniem autorów, nie stanowi dowodu wyjątkowej sprawności polskiego systemu ochrony akcjonariuszy mniejszościowych i absencji prywatnych korzyści w gospodarce. Obserwowane dyskonta w transakcjach blokowych w całym okresie analizy mogą być objaśnione dwojako: brakiem płynności dużych pakietów akcji oraz uprzywilejowaniem informacyjnym stron transakcji blokowych, pozwalającym im dokonywać lepszej niż przeciętna analizy fundamentalnej wartości akcji. Sugestię istotnego znaczenia pierwszego czynnika odnajdujemy we wspomnianych już pracach: G. Trojanowskiego, Z. Huanga i X. Xu oraz R. Neumanna. Argumentów na rzecz prawdziwości drugiego wyjaśnienia zaobserwowanego zjawiska dostarczają wyniki naszych dociekań empirycznych dowodzące związku wysokości standaryzowanej premii w transakcjach blokowych z ogólną koniunkturą na rynku akcji.

BLOCK PREMIUMS IN POLAND FROM 2002 TO 2008

Summary

This paper investigates block premiums in Poland. The literature on value of corporate control regards blocks premiums as an approximate measure of private benefits. We find that block premiums in 2002–2008 period are on average negative and statistically significant. In this respect our results resemble more those reported by G. Trojanowski (Economic Systems, Vol. 32, 2008) than those presented by A. Dyck and L. Zingales (The Journal of Finance, Vol. 59, 2004). We argue that

discounts in block transactions do not constitute a proof of the non-existence of private benefits in Poland. We propose two explanations for the observed phenomenon. Firstly, discounts may reflect big investors' liquidity risks. Secondly, they can be associated with information asymmetry between parties of block transactions and marginal shareholders. The latter hypothesis is supported by an evident influence of the capital market conditions on the size of block premiums.