

Jarosław Kowalczyk, Lidia Makowiecka,  
Piotr Szczepankowski

Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie

## Motywy ekonomiczne wycofywania spółek z obrotu giełdowego<sup>1</sup>

### Streszczenie

Wraz z rozwojem rynku kapitałowego w Polsce zaczęły na nim występować nowe zjawiska ekonomiczne, do których zalicza się dążenie niektórych spółek do wycofania swoich akcji z obrotu giełdowego. Liczne badania empiryczne koncentrują uwagę na sile, motywach i zakresie wyprowadzania firm z rynku publicznego. Prezentowany artykuł jest próbą systematyzacji przestaneek ekonomicznych wycofania spółki z giełdy. Oparto go na międzynarodowej literaturze przedmiotu oraz wnioskach z licznych badań empirycznych. Celem opracowania była także prezentacja analizy motywów wyprowadzania spółek z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, którą przygotowano od strony znanych przypadków wyprowadzenia firmy z giełdy, jak i wniosków z cytowanego badania empirycznego.

### Wprowadzenie

K. Jansen i S. Klezmer (2003) opisują zjawisko wyprowadzania spółek z obrotu giełdowego (*going private, public to private, P2P*) w następujący sposób: „operacja wycofania spółki z giełdy może zostać zdefiniowana jako przemiana

<sup>1</sup> Artykuł oparty jest na wybranych fragmentach pracy dyplomowej J. Kowalczyka i L. Makowieckiej, studentów Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Warszawie, pt. *Motywy wprowadzania i wycofywania spółek akcyjnych z obrotu giełdowego na podstawie polskiego rynku papierów wartościowych*, napisanej pod kierunkiem P. Szczepankowskiego i obronionej w czerwcu 2006 r.

spółki publicznej w zamknięty, publicznie nieobracany byt.” W ten sposób, próbuje się zamienić publiczną spółkę kapitałową dysponującą szerokim gronem inwestorów, w firmę prywatną mającą wąską grupę właścicielską. Procedura ta pozostawia w konsekwencji tylko tę grupę akcjonariuszy, którzy dotychczas kierowali programem strategicznym rozwoju przedsiębiorstwa. W Polsce przyjęło się określać te transakcje jako wycofywanie lub wyprowadzenie spółek z obrotu giełdowego. Wyprowadzanie spółki z obrotu giełdowego może mieć różny charakter i nie zawsze wiąże się ze zmianą jej statusu prawnego. Zatem w przypadku upadłości spółki, jeśli następuje jej wykluczenie z obrotu giełdowego, to nie zmienia się statut na spółkę niepubliczną, i takie transakcje nie mieszczą się w definicji wycofania firmy z giełdy. W związku z tym, jak pisze O. Kowalewski (2006: 71–72), „przez pojęcie wyprowadzenia spółki z obrotu publicznego należy rozumieć wyłącznie te transakcje, w przypadku których łącznie zachodzą następujące zjawiska: zawieszenie i wycofanie akcji spółki z obrotu giełdowego oraz przejęcie własności spółki przez grupę akcjonariuszy inicjujących proces”.

Pierwsze tego typu transakcje miały miejsce w USA już w 1886 roku, ale do połowy lat siedemdziesiątych XX wieku było niezmiernie trudno znaleźć spółki publiczne, które decydowały się na wycofanie swoich akcji z obrotu giełdowego. Pod koniec 1974 roku indeks giełdowy *Dow Jones Industrial Average*, mimo wysokiej rentowności spółek notowanych, spadł poniżej dolnej granicy 600 punktów i w konsekwencji transakcje wycofania spółki z giełdy zyskały na znaczeniu, ponieważ inwestorzy woleli wykupić spółki przy bardzo niskiej ich wartości rynkowej, aby móc kontynuować ich działanie z mniejszymi obowiązkami dotyczącymi między innymi wymogów informacyjnych. W Stanach Zjednoczonych, operacje wycofywania spółek z obrotu giełdowego osiągnęły swoją dominantę w drugiej połowie lat 80. ubiegłego wieku (ponad 1200 transakcji) i w niektórych latach przewyższały nawet liczbę nowych spółek wprowadzanych na giełdę. Pod koniec lat 90. XX wieku z giełdy nowojorskiej wycofywano średnio rocznie ponad 60 spółek, a w na początku XXI wieku już ponad 100 (Block, 2004: 36). Transakcje *going private* w latach 90. zaczęły również występować w Wielkiej Brytanii, ale ich liczba pozostała stosunkowo niska, osiągając wielkość 10 transakcji wycofania w 1990 r. i wzrastając następnie do 27 i 39 transakcji odpowiednio w 1998 r. i 1999 r. (Andres, Betzer, Hoffman, 2004: 2). W Niemczech, do 1994 r. wycofywanie spółek z obrotu miało marginalny udział w zdarzeniach zachodzących na rynku kapitałowym, głównie z powodu barier formalno – prawnych (Jansen, Klezmer, 2003: 5–6).

W literaturze przedmiotu (Kowalewski, 2006: 72–73), tryby wyprowadzania spółek z obrotu giełdowego przyjęło się dzielić ze względu na dwa podstawowe kryteria: tryb realizacji operacji oraz rodzaj inicjatorów. W pierwszym kryterium podziału wyróżnia się normalne wyprowadzenie oraz wyprowadzenie poprzez przekształcenie formy własności. Normalne wycofanie realizowane jest na wniosek emitenta i nazywane jest alternatywnie formą bezpośrednią wyprowadzenia akcji z obrotu giełdowego. Z kolei wycofanie poprzez przekształcenie formy własności, określane jako forma pośrednia, związane jest z równoległą realizacją

transakcji fuzji i przejęć, zmianą formy prawnej przedsiębiorstwa ze spółki akcyjnej na spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością oraz tzw. *asset deal*, czyli przeniesienia aktywów spółki publicznej do spółki niepublicznej z jednoczesną likwidacją tej pierwszej.

Ze względu na rodzaj inicjatorów operacji wycofania spółki z obrotu giełdowego wyróżnia się transakcje realizowane przez:

- dotychczasowych akcjonariuszy (*insider buy out*), którymi mogą być zarówno założyciele spółki (*owner buy out – OBO*), jak i inwestorzy strategiczni (*shareholder buy out SBO*), menedżerowie (*management buy out – MBO*) i pracownicy (*employee buy out – EBO*),
- nowych akcjonariuszy (*outsider buy out*), którymi zwyczajowo są inwestorzy strategiczni (*third party buy out – TBO*) oraz menedżerowie spoza spółki (*management buy in – MBI*).

Analiza transakcji wycofania akcji spółki z obrotu giełdowego jest prowadzona w różnych ujęciach. W opracowaniu K. Jackowicza i O. Kowalewskiego (2005: 21) możemy przeczytać, iż operacje te rozpatrywane są w trzech zasadniczych perspektywach. Po pierwsze, zwraca się uwagę na ich oddziaływania na gospodarczą rolę giełdowego rynku akcji. Po drugie, bada się determinanty wysokości premii płaconych akcjonariuszom przy przeprowadzaniu omawianego rodzaju transakcji. Po trzecie, analizuje się motywy skłaniające właścicieli, menedżerów lub podmioty dotychczas niezwiązane ze spółką do podjęcia kosztownego procesu wycofania jej akcji z publicznego obrotu. W dalszej części artykułu interesować nas będzie ta ostatnia perspektywa analizy operacji wycofania spółki z giełdy.

Jak podają źródła internetowe w portalu nauka-polska.pl (2006), zjawisko wycofywania spółek z publicznego obrotu jest kojarzone przede wszystkim z rozwiniętymi rynkami finansowymi. Przeprowadzone do tej pory badania empiryczne przyczyn jego występowania bazują w większości przypadków na danych z rynku amerykańskiego lub rynków państw Europy Zachodniej. Biorąc pod uwagę specyfikę systemu gospodarczego w Polsce można stwierdzić, że dominującą rolę w determinowaniu decyzji o wyprowadzeniu spółek powinien odgrywać motyw integracji działalności ze strategicznym właścicielem i ograniczania kosztów. Dodatkowych zachęt powinny zaś dostarczać problemy agencyjne związane z wolnymi przepływami pieniężnymi, nieatrakcyjność rynku akcji jako źródła finansowania oraz asymetria informacyjna i nieefektywność rynku akcji.

W innym serwisie internetowym boston.bizjournals.com (2006) spotykamy skrótową charakterystykę korzyści z wycofania spółki z obrotu giełdowego, opisaną w następujący sposób: „Jeśli jesteś spółką prywatną, nie musisz żyć z kwartału na kwartał. Nie musisz być poddawany publicznym ocenom. Nie musisz przejść przez wszystkie regulacje, a więc zmniejszasz koszty.” Sformułowanie „życie z kwartału na kwartał” odnosi się do sposobu zarządzania przez menedżerów. Akcjonariuszy nie interesuje długofalowa strategia firmy, a jedynie krótkoterminowe zyski, przez co zarządzanie firmą będącą w publicznym obrocie zazwyczaj znacznie różni się od zarządzania firmą prywatną.

O samym podziale motywów K. Jackowicz i O. Kowalewski (2005: 22) piszą, że literatura przedmiotu oferuje bardzo wiele potencjalnych wyjaśnień przyczyn wycofywania spółek z obrotu giełdowego. Można je uporządkować, wyróżniając motywy związane z problemami agencyjnymi powstającymi na tle występowania wolnych przepływów pieniężnych, transferem bogactwa od różnych grup interesariuszy w kierunku akcjonariuszy, asymetrią informacyjną i nieefektywnością rynku, a także dążeniem menedżerów do zachowania kontroli i dywersyfikacji majątku osobistego, ograniczaniem kosztów oraz minimalizacją obciążeń podatkowych.

### **1. Koszty agencyjne jako motyw wycofania spółki z obrotu publicznego**

Hipoteza dotycząca znaczenia kosztów agencyjnych związanych z wolnymi przepływami pieniężnymi w operacjach wycofania spółki z giełdy została po raz pierwszy przedstawiona przez M.C. Jensena (1989: 61–74). Według niego, w spółkach generujących nadwyżki środków pieniężnych i jednocześnie mających słabe perspektywy rozwoju występuje problem niezgodności interesów akcjonariuszy i menedżerów. Ci drudzy zainteresowani są reinwestowaniem gromadzonych środków, nawet w niskorentowne przedsięwzięcia, natomiast właściciele oczekują wypłaty coraz wyższych dywidend. Ten konflikt interesów może zredukować przejście kontroli nad spółką przez inwestora strategicznego lub grupę menedżerów i wycofanie jej akcji z obrotu publicznego. M.C. Jensen scharakteryzował potencjalnych kandydatów do opuszczenia obrotu giełdowego jako spółki działające w stabilnym otoczeniu biznesowym oraz osiągające wysokie wolne przepływy pieniężne. Są to firmy osiągające niską stopę wzrostu, ale dysponujące znacznym poziomem wewnętrznie generowanych funduszy, które pozostają niewykorzystane ze względu na ograniczone możliwości inwestowania. Gromadzenie wolnych przepływów pieniężnych skłania menedżerów do ponadnormatywnego i nie zawsze potrzebnego wzrostu aktywów, którymi zarządzają i w ten sposób zmniejszania stanu zasobów pieniężnych. Podobnie wysoki poziom wypłacanych dywidend zmniejsza wielkość wolnych przepływów pieniężnych, którymi zarządzają menedżerowie, a w konsekwencji wysokie wypłaty mogą wskazywać na ograniczone możliwości inwestycyjne oraz zahamowanie rozwoju spółki. Wykorzystanie tych środków poprzez wyzwanie do wykupu akcji i w konsekwencji wycofanie firmy z obrotu giełdowego likwiduje koszty agencyjne.

K. Lehn i A. Poulsen (1989: 771–787) dowodzą słuszność tej teorii. Ich badania udowodniły, że wraz ze wzrostem wielkości nierozdysponowanych przepływów pieniężnych rośnie prawdopodobieństwo wyprowadzenia spółki z giełdy. Ponadto inne badanie S.M. Roa, M.S. Walters i B. Payne'a (1995: 53–59) wskazało, iż wycofanie spółki z rynku publicznego pozwala zażegnać konflikty w zakresie polityki dywidendowej, gdyż przy wykupie akcji płacone są dotychczasowym właścicielom wysokie premie za przejście kontroli nad spółką.

Na temat kosztów agencyjnych jako motywu wyprowadzenia spółki z giełdy K. Jansen i S. Klezmer (2003: 9–10) piszą z kolei w następujący sposób: „We wczesnych badaniach empirycznych zauważono, że akcjonariusze osiągają znaczne korzyści w operacjach wycofania spółki z obrotu giełdowego, które nie mogą być im bezpośrednio dostępne jako efekt synergii w potencjalnych procesach fuzji lub przejęć.”

U K. Jackowicza i O. Kowalewskiego (2005: 22–23) możemy zapoznać się z podobną argumentacją tego motywu wyjścia z giełdy. „Spółka publiczna jako forma organizacyjna działalności gospodarczej przeżyła w wielu sektorach swoją użyteczność. W przypadku branż dojrzałych, wolno rozwijających się, o małej liczbie dostępnych projektów inwestycyjnych dochodzi do szczególnie silnej niezgodności interesów menedżerów i właścicieli. Zarządzający dążą do reinwestowania wygenerowanych przepływów pieniężnych w celu zwiększenia skali działania przedsiębiorstwa i poprawy swojej pozycji na rynku pracy, nawet jeśli kroki te oznaczają podejmowanie przedsięwzięć niszczących wartość dla akcjonariuszy. Dla akcjonariuszy natomiast najkorzystniejszym rozwiązaniem byłoby wypłacenie wolnych środków pieniężnych w postaci dywidendy. Wycofanie spółki z publicznego obrotu może się przyczynić do złagodzenia opisanego problemu agencyjnego w drodze: zwiększenia udziału menedżerów we własności, poddania przedsiębiorstwa kontroli aktywnych inwestorów dysponujących odpowiednio dużym udziałem w strukturze własności. Teoria problemów agencyjnych, związanych z wolnymi przepływami pieniężnymi, upatruje źródeł korzyści dla akcjonariuszy z przeprowadzenia transakcji wycofania spółki z obrotu publicznego głównie w ograniczeniu marnotrawstwa zasobów gospodarczych.”

Problem kosztów agencji występuje głównie w spółkach o rozproszonej strukturze akcjonariuszy. Większy inwestorzy angażują znaczne środki w monitorowanie i nadzór nad poczynaniami menedżerów. Staje się to przy okazji dobrem wszystkich akcjonariuszy. W konsekwencji, inwestorzy posiadający małe ilości akcji nie muszą już angażować dodatkowych środków w kontrolę działalności spółki. Operacja wyjścia z giełdy wywołuje w konsekwencji połączenie posiadanych znacznych praw własności i kontroli nad przedsiębiorstwem. Większa koncentracja akcjonariuszy powoduje, że głównym źródłem wzbogacania się z operacji opuszczenia giełdy jest obniżenie kosztów agencyjnych. Redukcja kosztów realizowana jest poprzez ulepszenie nadzoru dzięki zwiększeniu dostępności i dokładności informacji o osiągnięciach menedżerów oraz aktywności firmy.

Hipoteza większej kontroli nad przedsiębiorstwem i niższym przez to kosztów agencyjnych sugeruje, że zyski z operacji opuszczenia obrotu giełdowego są w dużej mierze skutkiem powiększonej jakości kontroli (Renneboog, Simons, 2005: 11–12).

## 2. Motyw transferu bogactwa od różnych grup interesariuszy w kierunku akcjonariuszy

Kolejną z przyczyn wpływających na wycofanie spółek z obrotu giełdowego upatruje się w teorii transferu bogactwa od różnych grup interesariuszy (pracowników, wierzycieli) w kierunku właścicieli. W literaturze przedmiotu szczególną uwagę poświęca się przy tym transferowi bogactwa powstającemu wskutek wcześniejszego niż planowane zakończenia programów emerytalnych ze zdefiniowanym świadczeniem i przywłaszczenia przez akcjonariuszy ich nadwyżkowych aktywów (Ippolito, James, 1992: 139). Hipoteza transferu bogactwa sugeruje, że zyski z opuszczania obrotu giełdowego są w dużej mierze skutkiem wywłaszczenia ludzi posiadających należności od spółki (Renneboog, Simons, 2005: 13).

Cytując K. Jackowicza i O. Kowalewskiego (2005: 29–30) możemy napisać, że „użyteczność w warunkach polskiej teorii transferu bogactwa od pracowników lub wierzycieli jako wyjaśnienia przyczyn inicjowania procesu wycofywania spółek ograniczają poważnie dwa czynniki: bardzo słabo rozwinięte pracownicze programy emerytalne oraz fakt, że najważniejszym dostarczycielem kapitału pożyczkowego dla przedsiębiorstw wciąż pozostają banki.”

## 3. Motyw asymetrii informacyjnej i nieefektywności rynku

Bodźcem dla zarządzających do przeprowadzenia operacji wycofania spółki z obrotu giełdowego może być przekonanie o niedowartościowaniu akcji. Potencjalne przyczyny niedowartościowania stanowią: asymetria informacji i nieefektywność rynku. Najważniejszą płaszczyzną przejawiania się asymetrii informacji jest różnica trafności oceny wartości aktywów przez podmioty dysponujące dostępem do wewnętrznych informacji przedsiębiorstwa i obserwatorów zewnętrznych. Nieefektywność rynku w zakresie wyceny przedsiębiorstwa wynika natomiast najczęściej z niewielkich rozmiarów obrotu jego walorami (Jackowicz, Kowalewski, 2005: 23). Tę uwagę można rozszerzyć twierdząc, że liczba wycofywanych spółek stanowi w warunkach nieefektywnego rynku naturalne zjawisko w następstwie wzrostu liczby nowych ofert publicznych i liczby akcji będących przedmiotem obrotu na giełdzie (Grudziński, 2006).

Powszechnie znana hipoteza asymetrii informacji przewiduje, że menedżerowie przygotowują kolejną emisję akcji, kiedy uważać będą, że ich cena na rynku może być wysoka. Z drugiej zaś strony, w warunkach niedowartościowania akcji spółki na rynku, menedżerowie będą podejmować decyzje ich skupowania. W sytuacji pojawiania się braków w informacjach o produktywności majątku, potencjalnym przyszłym dochodzie albo pozytywnym wpływie aktualnie realizowanych inwestycji na wartość spółki, wykup akcji i wycofanie ich z obrotu giełdowego będzie atrakcyjną alternatywą dla inwestorów, szczególnie mniejszościowych. Może przynieść im ponadprzeciętne zyski z tytułu opłacenia przez inwe-

stora strategicznego względnie wysokich premii za wykup akcji. O. Kowalewski (2006: 76–84) udowadnia na podstawie literatury przedmiotu oraz własnego badania statystycznego, że mniejszościowi inwestorzy giełdowi wykorzystują informacje o sytuacji finansowej spółki, cenie jej akcji oraz strukturze własnościowej do antycypowania operacji wycofania przedsiębiorstwa z giełdy i możliwości osiągnięcia wysokich dodatkowych dochodów z upłynnienia walorów na rynku, nie tylko przed ogłoszeniem tej operacji, ale również kilka dnia później.

W licznych opracowaniach sugeruje się dodatkowo w ramach opisywania tego motywu, że koszt ujawnienia informacji determinuje wybór pomiędzy wprowadzeniem i wycofaniem akcji z obrotu. Finansowanie publicznym kapitałem wymaga ujawniania szczegółowych informacji, ażeby przekonać potencjalnych akcjonariuszy o kondycji ekonomicznej przedsiębiorstwa i potencjale generowania istotnych dochodów, a informacje te jednocześnie stają się dostępne dla konkurencji przedsiębiorstwa. Ponadto uczestniczenie w publicznym obrocie wymaga ujawniania wszelkich wymaganych informacji, nie zawsze o kluczowym znaczeniu dla inwestorów. W konsekwencji rozwój spółki publicznej jest powstrzymywany, ponieważ informowanie o celach krótkoterminowych staje się ważniejsze od informowania o stopniu realizacji założeń długoterminowej strategii rozwoju. Z kolei zaletą finansowania się prywatnym kapitałem, poza uniknięciem przepływu informacji do bezpośredniego konkurenta, jest przekazywanie selektywnych danych, ale istotnych dla grup właścicielskich. Z drugiej strony wyłączenie spółki z obrotu pozwala kontrolować wypływ informacji, co m.in. ułatwia prowadzenie działań restrukturyzacyjnych.

Przeważającą liczbę wycofujących się podmiotów z giełdy stanowią spółki o niskiej kapitalizacji. Jest to spowodowane faktem, iż opuszczenie giełdy wiąże się z dość dużymi kosztami, szczególnie, jeżeli chodzi o spłacenie akcjonariuszy mniejszościowych. Koszty te wzrastają wraz ze wzrostem wielkości firmy oraz liczby jej akcjonariuszy. Zatem również wielkość spółek wpływa na asymetrię informacji, a co za tym idzie także na znaczne niedowartościowanie akcji. W szczególności duże firmy, których akcjonariusze są rozproszeni, są bardziej podatne na asymetrię informacji w porównaniu z małymi spółkami z mniejszym, skoncentrowanym akcjonariatem. Tak więc, jeżeli chcemy przewidzieć, która spółka zostanie wycofana, opierając się na teorii asymetrii informacji, transakcja ta byłaby bardziej prawdopodobna dla dużych firm z uwagi na potencjalnie wysokie korzyści z takiej operacji dla mniejszościowych akcjonariuszy (Jansen, Klezmer, 2003: 11–13).

#### **4. Motyw dążenia menedżerów do zachowania kontroli i dywersyfikacji majątku osobistego**

Kolejnym aspektem poruszonym przez badaczy zagadnienia wycofywania spółek z obrotu giełdowego jest dążenie menedżerów do utrzymania się na stanowiskach w firmie. Zakłada się, że menedżerowie, którzy cenią sobie utrzyma-

nie kontroli nad przedsiębiorstwem, starają się zwiększać swój udział w strukturze własności. Transakcja wycofania spółki z giełdy stwarza szansę przekształcenia struktury kapitałowej przedsiębiorstwa w taki sposób, aby menedżerowie utrzymali lub powiększyli procentowy udział w posiadanej własności. W efekcie poprawie ulega stopień dywersyfikacji portfela inwestycyjnego menedżerów (Jackowicz, Kowalewski, 2005: 23–24).

Liczne badania potwierdzają hipotezę, że zarządzający bojący się utraty pracy w momencie, gdy kontrolę przejmuje zewnętrzny inwestor decydują się na prywatyzację spółki i wykup menedżerski. Krótko mówiąc, hipoteza obrony przed wrogim przejęciem sugeruje, że zyski z prywatyzacji są skutkiem woli menedżerów, by wykupić innych akcjonariuszy i pozostać na stanowiskach kierowniczych (Renneboog, Simons, 2005: 15–16).

### **5. Motyw ograniczenia kosztów oraz minimalizacji obciążeń podatkowych**

Ostatnimi opisywanymi motywami opuszczania giełdy przez spółkę są czynniki ze sfery ogólnej racjonalności gospodarowania, takie jak ograniczenie kosztów i zmniejszenie obciążeń podatkowych. Wycofanie spółki z giełdy umożliwia redukcję zarówno kosztów bezpośrednio związanych z publicznymi notowaniami, takich jak: koszty emisji akcji, regularne opłaty i prowizje giełdowe, nakłady na utrzymywanie relacji inwestorskich, koszty częstszego przygotowywania sprawozdań finansowych, organizacji i przeprowadzenia walnych zgromadzeń dla dużej liczby akcjonariuszy, jak też pośrednio z nich wynikających, takich jak: koszty utraconych możliwości biznesowych w efekcie zwiększonych obowiązków informacyjnych i asymetrii informacyjnej w sytuacji, gdy główni konkurenci działają jako spółki niepubliczne (Kowalewski, 2006: 75). Z kolei zmniejszenie obciążeń podatkowych towarzyszące operacjom wyprowadzenia spółek z publicznego obrotu jest głównie następstwem zmiany struktury finansowania spółki i zwiększenia się udziału zobowiązań w strukturze kapitałów (Jackowicz, Kowalewski, 2005: 24; Kowalewski, 2006: 74). Zmiany te mogą być zarówno skutkiem zaciągania nowych kredytów i pożyczek na sfinansowanie wykupu akcji (Kaplan, 1989: 611–632), jak również zmniejszeniem bilansowej wartości kapitału własnego po wykupie akcji i wycofaniu spółki z giełdy.

W pracach H.L. DeAngelo i L. DeAngelo (1987: 38–49) oraz L. Rennebooga i T. Simonsa (2005: 15) zwraca się uwagę na koszty utrzymywania spółki na giełdzie. Koszty te są bardzo wysokie i w konsekwencji obniżają wartość firmy na rynku. Można stwierdzić na prostym przykładzie, że jeśli spółka ponosi koszty obowiązków informacyjnych w wysokości 100 000 zł rocznie, to przy stopie oczekiwanego zwrotu równej 10% rocznie, daje to wzrost wartości spółki po wycofaniu z rynku publicznego o 1 mln zł. Motyw ograniczania bezpośrednich i pośrednich kosztów notowania spółki na giełdzie potwierdzają badania rynku amerykańskiego, gdzie jako przesłankę najważniejszą wycofania się z rynku publiczne-



go wskazano w 110 przedsiębiorstwach na 236 wyprowadzonych z giełd USA w latach 2001 – 2003, co stanowi prawie 47% przypadków (Block, 2004: 37). Ten sam motyw dominował w latach 80. XX wieku, co wykazały analizy empiryczne R.J. Maupin (1987: 319–327).

Przy okazji należy dodatkowo zauważyć, że wycofywaniu spółek z obrotu sprzyjają niskie kursy akcji. Kiedy wartość spółki jest mała, inwestorowi strategicznemu opłaca się często skupić pozostałe akcje i wycofać spółkę z giełdy, a później w wyniku ograniczenia kosztów informacyjnych osiągnąć wzrost wartości podmiotu i zaangażowanego w niego kapitału. Takie motywy strategiczne wycofania akcji dotyczą przeważnie spółek średnich i małych (Dancewicz i in., 2004: 31–32).

L. Renneboog i T. Simons (2005: 10–12) zajęli się także kosztami związanymi z korzyściami podatkowymi. W swoim opracowaniu piszą, że ogromna większość transakcji wyjścia z obrotu giełdowego wiąże się z konkretnym wzrostem dźwigni finansowej (zadłużenia), a może to tworzyć ważne źródło dodatkowego wzrostu zysków akcjonariuszy. Oszczędności na podatku dochodowym z tytułu odsetek od nowych pożyczek tworzą główną osłonę podatkową powiększającą wartość spółki.

Krótko mówiąc, hipoteza kosztów transakcji sugeruje, że zyski pochodzące z wycofania spółki z giełdy są w dużej mierze skutkiem eliminacji kosztów wiążących się z utrzymywaniem spółki na giełdzie i spełnianiem wszelkich jej wymogów. Z kolei hipoteza korzyści podatkowych stwierdza, że zyski z opuszczenia obrotu giełdowego są w dużej mierze skutkiem korzyści podatkowych powiązanych ze strukturą finansową, leżącą u podstaw przeprowadzonej operacji. Nadal, pomimo oczywistych korzyści wysokiej dźwigni w wykupach spółek, nie jest do końca pewne, czy jest to prawdziwy motyw, aby opuścić obrót giełdowy. W rzeczywistości, na konkurencyjnym rynku możliwe do uzyskania osłony podatkowe będą przywłaszczane przez inwestora już przed wykupem spółki, nie zostawiając żadnej dodatkowej korzyści występującej po wycofaniu spółki z giełdy.

O. Kowalewski (2006: 75) zwraca uwagę na jeszcze jeden fakt związany z dążeniem do ograniczania kosztów funkcjonowania spółki. Wycofanie jej akcji z obrotu giełdowego upraszcza procedury podejmowania ważnych decyzji, zarządzanie napotyka mniej barier formalnych, co ogranicza powstawanie utraconych korzyści z tytułu podejmowania opóźnionych przedsięwzięć na rynku.

## **6. Przypadki wycofania spółek z obrotu giełdowego w Polsce i ich motywy**

Począwszy od 2000 roku nasilała się skłonność na polskim rynku kapitałowym do wycofywania spółek z giełdy (por. tabela 1). Żadne bariery formalne oraz ustne i pisemne zobowiązania nie mogły zatrzymać tego zjawiska, gdyż rządził nim rachunek ekonomiczny. Taki był strategiczny wybór po stronie dominują-

**Tabela 1.** Liczba wprowadzonych i wycofanych spółek z obrotu na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2000–2006

Rok	Liczba spółek wprowadzonych do obrotu	Liczba spółek wycofanych z obrotu
2000	13	9
2001	9	4
2002	5	19
2003	6	19
2004	36	9
2005	35	10
2006	38	b.d.
<b>Razem</b>	<b>142</b>	<b>70</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pochodzących z GPW oraz portalu www.bossa.pl

**Tabela 2.** Przestanki wycofania spółek z obrotu giełdowego w Polsce w latach 2000–2005

Rok	Powód wycofania spółki z giełdy i liczba wycofań			
	wykluczenie	przejęcie	własny wniosek	upadłość
2000	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
2001	0	1	2	1
2002	8	1	10	0
2003	1	2	8	8
2004	0	8	0	1
2005	0	5	0	5
<b>Razem</b>	<b>9</b>	<b>17</b>	<b>20</b>	<b>15</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pochodzących z GPW.

cych, zwłaszcza zaś zagranicznych właścicieli, dokonujących przejęć spółek krajowych (por. tabela 2). Największe nasilenie tego zjawiska można było zaobserwować w latach 2002–2003. Od 2000 roku na warszawskim parkiecie panowała bessza, liczba nowych emisji zmniejszyła się, a poziom kapitalizacji uległ stagnacji. W tym czasie na naszym rynku kapitałowym nasiliły się pewne niekorzystne procesy. Mieliśmy do czynienia z niewielką liczbą nowych debiutów oraz pewnym odwrótem indywidualnych inwestorów od giełdy. Częściowo było to spowodowane stanem gospodarki światowej i globalnego odejścia od inwestowania w akcje po pęknięciu „bańki internetowej” i aferach z tzw. kreatywną księgowością w latach 2000–2002.

Jednak istotną rolę odegrały również decyzje, albo raczej ich brak, dotyczące prywatyzacji oraz prawnego otoczenia giełdy. Nadzieją polskiego rynku miały być Otwarte Fundusze Emerytalne (OFE), które rozpoczęły swoją działalność w połowie 1999 roku. Do października 2001 roku zainwestowały na giełdzie około 1,5 mld zł. Ale już wtedy można było zaobserwować ich malejącą skłonność do angażowania się w akcje. Udział akcji w portfelach OFE spadł z 33% na począt-

ku 2001 roku do mniej niż 25% pod koniec tego roku. Zachodni inwestorzy zaczęli zamykać swoje pozycje i już w kwietniu 2001 roku saldo inwestycji portfelowych było ujemne.

Na polskim rynku nastąpił głęboki kryzys. Odbiło się to też na przedsiębiorstwach. Szczególnie jest to widoczne w 2003 roku, gdzie aż 8 spółek spośród 19 opuściło parkiet z powodu upadłości. Nie wszyscy inwestorzy narzekali, gdyż spadek cen akcji spowodowany kryzysem dawał możliwość taniego wycofania spółek z giełdy (dzięki niskiej cenie akcji nie trzeba było angażować bardzo dużych środków, a nawet wręcz, tak jak było to opisane w motywach, był to proceder opłacalny, ponieważ rynkowa cena akcji nie odwzorowywała prawdziwej wartości firmy). Lata 2004–2005 przyniosły widoczną poprawę nie tylko koniunktury, ale i zaufania do rynku kapitałowego w Polsce.

Poniżej zamieszczono trzy przykłady, które zdaniem autorów, najlepiej przedstawiają motywy, jakimi kierują się spółki opuszczające publiczny rynek kapitałowy. Są to przypadki „Domplast” S.A., „Bakoma” S.A. i „Sokołów” S.A.

Spółka „Domplast” zadebiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w celu pozyskania kapitału na dalszy rozwój. W następnej kolejności właściciel postanowił pozyskać inwestora strategicznego, który zapewniłby przedsiębiorstwu nowoczesne technologie oraz wsparcie kapitałowe. W 1995 roku założyciel i właściciel „Domplast” S.A. sprzedał swoje udziały amerykańskiemu koncernowi „Rubbermaid”, który miał zapewnić mu poszukiwane wsparcie technologiczne. Jako, że firma „Rubbermaid” kupiła od razu 75% akcji firmy, postanowiła kontynuować wykupywanie akcji, aby w 1999 roku wycofać je z obrotu giełdowego, gdyż ten nie zapewniał firmie żadnych korzyści. Firma „Rubbermaid” była w stanie sama zaspokoić ewentualne potrzeby kapitałowe „Domplastu”. Natomiast wyjście z giełdy pozwalało na redukcję kosztów bezpośrednich związanych z utrzymywaniem spółki na giełdzie, jak na przykład konieczności częstego sporządzania sprawozdań finansowych, czy organizacji i przeprowadzania walnych zgromadzeń dla dużej liczby akcjonariuszy, a także pośrednich, wynikających z obowiązków informacyjnych nakładanych na każdą spółkę publiczną, co objawiało się między innymi utrudnioną konkurencją z firmami działającymi jako spółki niepubliczne, które takich obowiązków nie mają. Dodatkowo fakt, iż firma „Rubbermaid” jest notowana na giełdzie amerykańskiej powoduje, że notowanie wykupionego przedsiębiorstwa na polskiej giełdzie daje wątpliwe korzyści. „Rubbermaid” przeprowadził dwa wezwania do sprzedaży akcji. Pierwsze wezwanie w 1995 roku zakończyło się osiągnięciem przez „Rubbermaid” pod koniec roku 1995 prawie 90% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu. W roku 1999 po drugim wezwaniu do sprzedaży akcji „Rubbermaid” osiągnął prawie 97% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu i postanowił wycofać akcje „Domplastu” z obrotu publicznego, a następnie przekształcić spółkę akcyjną w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością.

Motywy przedstawione powyżej potwierdza sam inwestor amerykański. Jego zdaniem, koszty wynikające z publicznego statusu „Domplast” S.A. są nieproporcjonalne do wynikających z niego korzyści. Ponadto uważa, że może sam za-

pewnić dodatkowy kapitał dla „Domplastu” i w związku z tym nie ma żadnych planów pozyskania kapitału za pośrednictwem rynku publicznego.

Wydaje się, że kolejnym motywem wykupienia, a następnie wycofania akcji „Domplastu” z publicznego obrotu mogła być niska cena walorów. Od daty emisji akcji do dnia pierwszego wezwania do wykupu akcji indeks WIG stracił około 30%, natomiast akcje Domplastu obniżyły swoją wartość prawie o 70%.

W odróżnieniu od spółki „Domplast”, spółka „Bakoma” nie została przejęta. W dniu wycofania założyciele spółki posiadali ok. 76% głosów na walnym zgromadzeniu, natomiast drugi inwestor – grupa „Danone” tylko 18%. Wycofanie spółki wiązało się raczej z brakiem potrzeby notowania jej na parkiecie. Spółka pozyskała inwestora strategicznego i nie potrzebowała dodatkowych kapitałów, które mogłaby pozyskać na giełdzie. Utrzymywanie spółki nie miało żadnego uzasadnienia z powodu niskiej płynności walorów – dominujący akcjonariusze nie sprzedawali swoich akcji. Skoro zatem z notowania akcji na rynku nie płynęły żadne korzyści, utrzymywanie ich w obrocie było ekonomicznie nieuzasadnione. Wysokie koszty uczestniczenia w publicznym obrocie przemawiały za wycofaniem się z Giełdy Papierów Wartościowych. Dziwi jedynie fakt tak późnego wyjścia z rynku. Możliwe jest, że właściciele czekali na przyszłe ożywienie rynku w Warszawie, aby sprzedać posiadane aktywa z dużym zyskiem, ale pogłębiający się kryzys po roku 2000 skłonił inwestorów do opuszczenia publicznego obrotu.

Z kolei głównym motywem przy wycofywaniu spółki „Sokołów” S.A. z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie było przejęcie przez duńsko-fińską spółkę „Saturn Nordic Holding” ponad 91% akcji. Potwierdzają to informacje docierające od obecnego większościowego właściciela pakietu akcji „Sokołowa”. W Internecie czytamy, że przedstawiciele „Saturn Nordic Holding” kilkakrotnie informowali publicznie, że obecność „Sokołów” S.A. na polskiej giełdzie będzie utrudnieniem zwłaszcza, że duńsko-fińska spółka nie musi szukać środków pieniężnych na polskim rynku kapitałowym.

Z powyższego komunikatu oraz z faktu, iż duży holding posiada większą część akcji, co powoduje utratę ich płynności na rynku możemy wywnioskować, że korzyści płynące z utrzymania tych akcji na giełdzie są niewymiernie niskie w porównaniu z kosztami wynikającymi z obowiązku publikowania informacji dla akcjonariuszy, co w konsekwencji znacząco utrudnia konkurencyjność na rynku. Kolejną przesłanką, która wskazuje na brak konieczności notowania spółki „Sokołów” na giełdzie jest to, że „HK Ruokatalo”, fińska spółka giełdowa, która wraz z duńską spółdzielnią mięsną „Danish Clown” tworzące „Saturn Nordic Holding” zapewniają pełne wsparcie w kwestii rozwiązań technologicznych i motywy pozostawiania na giełdzie w celu pozyskania środków na *know-how* także przestają mieć sens.

Dodatkowo warto zwrócić uwagę na fakt, iż mimo znacznych wzrostów indeksu WIG po 2003 roku, a w szczególności w 2005 i 2006 roku, ceny akcji Sokołowa miały niską wartość, co także ułatwiło podjęcie decyzji o wycofaniu się z giełdy.

Podsumowując główne motywy, którymi kierował się „Saturn Nordic Holding” wycofując „Sokołów” S.A. z obrotu na giełdzie, to były nimi ograniczenie kosztów oraz brak konieczności wypełniania obowiązków informacyjnych ciążyących na uczestnikach obrotu giełdowego.

## 7. Analizy empiryczne motywów wycofania spółki z obrotu giełdowego w Polsce. Próba podsumowania

K. Jackowicz i O. Kowalewski przeprowadzili za pomocą skonstruowanego modelu ekonometrycznego testowanie empiryczne motywów wycofywania spółek z obrotu giełdowego w Polsce.<sup>2</sup> Analiza obejmowała wszystkie przypadki wyjścia przedsiębiorstwa z giełdy. Badania potwierdziły, że najsilniejsze motywy związane są z procesami integracyjnymi oraz motywem ograniczania kosztów, w mniejszym zaś stopniu z teorią problemów agencyjnych i nieatrakcyjności rynku akcji jako źródła pozyskiwania kapitałów na rozwój firmy. Ponadto, prawdopodobieństwo wyprowadzenia spółki z obrotu publicznego wzrastało statystycznie istotnie wraz z podnoszeniem się poziomu wolnych przepływów pieniężnych, natomiast malało wraz ze wzrostem stopnia zadłużenia długoterminowego przedsiębiorstw. Negatywny wpływ na prawdopodobieństwo wycofania spółki z publicznego rynku kapitałowego miała relacja wartości rynkowej firmy do jej wartości księgowej, znana powszechnie jako wskaźnik J. Tobina o symbolu  $Q$ . Spółki o wysoki współczynnik  $Q$  nie były wycofywane z rynku.

Cytowane badania potwierdziły, iż dominującą rolę w determinowaniu decyzji o wyprowadzeniu spółki odgrywa motyw głębszej integracji działalności i integracji kapitałowej z kluczowym, strategicznym inwestorem, głównie zagranicznym oraz ograniczanie nakładów na obowiązki informacyjne i unikanie publicznej prezentacji planowanych do realizacji strategii rozwoju. Dodatkowa zachęta związana jest z chęcią przejęcia większej kontroli nad aktualnymi i przyszłymi wysokimi przepływami gotówki osiąganymi przez przedsiębiorstwo oraz asymetria informacyjna i nieefektywność rynku akcji, koncentrująca się na niskiej sygnalizacji w wartości akcji wyników fundamentalnych osiąganym przez spółki. Zatem prawdopodobieństwo wycofania spółki z obrotu giełdowego rośnie w Polsce wraz ze wzrostem koncentracji własności, podnoszeniem się wartości przepływów pieniężnych, spadkiem stopnia zadłużenia długoterminowego, obniżaniem się rentowności majątku i zwieszaniem się nie płynności obrotu akcjami. Dzięki wynikom tych analiz możliwe jest dość precyzyjne zidentyfikowanie podmiotów, które podejmą decyzję o opuszczeniu giełdy i tych, które takiej decyzji nie podejmą.

<sup>2</sup> Szczegółowy opis badania realizowanego w ramach projektu finansowanego przez KBN pt. „Wycofywanie spółek giełdowych z obrotu publicznego w Polsce w latach 1992–2003” o nr 1 H02C 099 26 i jego wyniki zaprezentowane są w pracy K. Jackowicza i O. Kowalewskiego (2005: 31–39).

W porównaniu z giełdami rozwiniętymi, takimi jak giełda w USA, czy w Wielkiej Brytanii lub Niemczech, polska giełda jest mała i podatna na spekulacje. Polski rynek jest rynkiem ciągle niedojrzałym. Stąd też motywy wycofywania się spółek są także niedojrzałe. Brak jest motywów, jakimi kierują się przedsiębiorstwa na rynkach rozwiniętych, takich jak np. wykupy menedżerskie czy wykupy pracownicze. Także sama struktura gospodarki powoduje, że np. motyw wycofania spółki z powodu wolnych przepływów pieniężnych, który zakłada nieefektywne inwestowanie kapitału przez menedżerów, nie występuje ze względu na ciągle rozwijającą się gospodarkę, w której inwestycje są bardzo potrzebne i generują dużo większą rentowność niż na rynkach rozwiniętych.

Mimo licznych zalet, wycofanie spółki z obrotu giełdowego ma także negatywne konsekwencje. O. Kowalewski (2006: 76) zwraca przede wszystkim uwagę na fakt, iż w wyniku tej transakcji istotnie ograniczona zostaje zdolność do finansowania przyszłych inwestycji za pośrednictwem rynku kapitałowego. Dodatkowo spółka ponosi wysokie koszty i nakłady związane z wyprowadzeniem swoich akcji z rynku publicznego.

## Bibliografia

- Andres Ch., Betzer A., Hoffman M., *Going Private via LBO – Shareholder Gains in the Europe Markets*, 7<sup>th</sup> Conference, Zurich SWX Swiss Exchange, 2 kwietnia 2004.
- Block S.B., *The Latest Movement to Going Private: an Empirical Study*, „Journal of Applied Finance” 14 (1), Spring 2004.
- Dancewicz, J. i in., *Pomysły na polską giełdę*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2004.
- DeAngelo H.L., DeAngelo L., *Management Buyout of Publicly Traded Corporations*, „Financial Analysts Journal”, vol. 43 (3), 1987.
- Grudziński M., *Going private*, Magazyn CEO, marzec 2006.
- Ippolito R.A., James W.H., *LBOs, Reversions and Implicit Contracts*, The Journal of Finance, vol. 47, nr 1, March 1992.
- Jackowicz K., Kowalewski O., *Motywy wyprowadzania spółek z obrotu giełdowego w Polsce w latach 1999–2004*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Szkoła Główna Handlowa, Zeszyt Naukowy nr 55, Warszawa 2005.
- Jansen K., Klezmer S., *Motives for Going Private In Germany*, Department of Finance, Maastricht University, Limburg Institute of Financial Economics, LIFE Working Paper 03-016, Maastricht 2003.
- Jensen M.C., *Eclipse of Public Corporation*, „Harvard Business Review” 67 (5), September–October 1989.
- Kaplan S.N., *Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value*, „Journal of Finance”, vol. 44, 1989.
- Kowalewski O., *Wartość dla akcjonariuszy mniejszościowych w procesie wycofywania spółek z obrotu giełdowego*, „Bank i Kredyt”, luty 2006.
- Lehn K., Poulsen A., *Free Cash Flows and Stockholder Gains in Going Private Transactions*, „The Journal of Finance”, vol. 44 (3), July 1989.
- Maupin R.J., *Financial and Stock Market Variables as Predictors of Management Buyout*, „Strategic Management Journal”, nr 8, 1987.

Renneboog L., Simons T., *Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs*, Tilburg University and ECGI, Tilburg 2005.

Roa S.M., Walters M.S., Payne B., *Going Private: a Financial Profile*, „Journal of Financial and Strategic Decisions”, vol. 8 (3), Fall 1995.

**Materiały źródłowe z Internetu:**

[www.boston.bizjournals.com/boston/stories/2003/11/03/story2.html](http://www.boston.bizjournals.com/boston/stories/2003/11/03/story2.html) z dnia 18.03.2006 r.

[www.info.siedlce.pl/index.php?option=com\\_content&task=view&id=1865&Itemid=2](http://www.info.siedlce.pl/index.php?option=com_content&task=view&id=1865&Itemid=2),  
z dnia 30.06.2006 r.

[www.nauka-polska.pl/raporty/opisy/synaba/122000/sn122819.htm](http://www.nauka-polska.pl/raporty/opisy/synaba/122000/sn122819.htm) z dnia 22.03.2006 r.

[www.peninet.penetraator.com.pl/serwis/archiwum/wydarzen/domp\\_dns.doc](http://www.peninet.penetraator.com.pl/serwis/archiwum/wydarzen/domp_dns.doc) z dnia 30.06.2006 r.

## Going Private Economic Motives

### **Summary**

*The article presents main economic motives for going private strategies. The problem is presented from empirical point of view. We are also been interested in Polish cases of going private, which are presented in the last part of article.*