

*Adam Andrzejuk*  
*Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie*

## **Stopy zwrotu na rynku kapitałowym w kontekście fuzji i przejęć – studium przypadku**

### **RATE OF RETURN FROM CAPITAL MARKETS IN THE CONTEXT OF MERGERS AND ACQUISITIONS – CASE STUDY**

*W artykule została przedstawiona analiza wpływu przejęcia spółki TVN SA przez Scripps Networks Interactive Inc na zyski inwestorów trzymających akcje w różnych okresach czasowych. Z uwagi na fakt, że obie spółki reprezentują branżę dóbr informacyjnych, na początku została zaprezentowana definicja oraz główne cechy tej branży. Dobra informacyjne często charakteryzują się krótkim cyklem życia produktu. Z tego powodu spółki działające w tej branży często stoją przed dylematem czy samodzielnie tworzyć produkt czy też przejąć już gotową firmę posiadającą taki produkt. Samodzielne tworzenie dobra informacyjnego pociąga za sobą wysokie ryzyko kosztów bezpowrotnie utraconych jeśli produkt okaże się kląpą. Przejęcie spółki z gotowym produktem często wiąże się z zaplaceniem premii za przejęcie. Głównym założeniem jest hipoteza efektywności rynków. Celem artykułu było zbadanie jak wezwanie do sprzedaży akcji spółki branży dóbr informacyjnych notowanej na giełdzie papierów wartościowych, wpłynęło na zyski inwestorów trzymających akcje w różnych okresach czasowych, oraz jaką premię za przejęcie musiała zapłacić spółka przejmująca. Posłużono się metodą średnich skumulowanych nadzwyczajnych stóp zwrotu.*

**Słowa kluczowe:** dobra informacyjne, fuzje, przejęcia, koncentracja przedsiębiorstw, stopy zwrotu

#### **Wstęp**

Rozwój Internetu jako medium dystrybucji danych i informacji w postaci oprogramowania, zdjęć, muzyki, filmów stworzył całkowicie nowe szanse dla branży dóbr informacyjnych. Ale czym właściwie są dobra informacyjne? Nad tym problemem pochylili się Varian i Shapiro definiując dobra informacyjne jako wszystko to co można zapisać w wersji cyfrowej. Nie ma wymogu, że informacja ta musi już być zapisane na jakimś nośniku, chodzi przede wszystkim o możliwość zapisu [Varian, 1998].

Dobra informacyjne posiadają także swoistą charakterystykę. Varian wyróżnia trzy główne cechy dóbr informacyjnych:

1. Dobra doświadczeniowe (experience goods) – nie da się bezpośrednio dotknąć dobra informacyjnego, aby je poznać trzeba je doświadczyć. Nabywając dobra

trwale, wiemy, że posiadają one pewną użyteczność. Dla przykładu wiemy, że nabywając talerze, chociażby drogą przez Internet i w sytuacji gdy nie jesteśmy w stanie ich dotknąć, to możemy się spodziewać, że będziemy na nich mogli spożywać posiłki. W przypadku dóbr informacyjnych nie mamy takiego komfortu. Już pierwsze doświadczenie tych dóbr jest jednocześnie ich konsumpcją.

2. Niskie koszty marginalne – wytworzenie dóbr informacyjnych może pochłaniać olbrzymie kwoty jak to ma miejsce w produkcjach filmów hollywoodzkich, ale już wytworzenie kolejnej kopii, biorąc pod uwagę dzisiejszy stan technik cyfryzacji, jest prawie darmowe. W tym sensie można powiedzieć, że dobra informacyjne cechują się wysokimi kosztami stałymi, będącymi jednocześnie kosztami utopionymi (sunk cost), i znikomymi kosztami marginalnymi.
3. Dobro publiczne – dobra informacyjne mogą posiadać cechy dóbr publicznych. Ze względu na niskie koszty marginalne, ich konsumpcja nie uszczupla podstawowego zasobu dobra. Bywają też sytuacje, że niemożliwe staje się ich ograniczenie w konsumpcji.

Internet i technika cyfrowa stworzyły poprzez redukcje kosztów marginalnych, nowe możliwości i szanse dla firm zajmujących się produkcją i handlem dobrami informacyjnymi, takie jak: łączenia zawartości poprzez sprzedaż wiązaną, licencjonowanie, subskrypcje, elektroniczny wynajem, różnicowanie cenowe, różnicowanie produktowe, efekty uwięzienia i inne mechanizmy nieobecne w świecie dóbr trwałych [Bakos et al, 1997]. Powyższe strategie ekonomiczne wytworzyły bardzo konkurencyjne środowisko w którym przychodzi działać przedsiębiorstwom branży dóbr informacyjnych, a motywy konsolidacji kapitałowej mogą być całkowicie odmienne niż w przypadku firm działających w branży dóbr fizycznych. To zjawisko obserwowane jest często w branży startupowej, gdzie powodem do konsolidacji jest nie tylko sam fakt poszerzenia rynku odbiorców końcowych, ale też chęć nabycia nowego dobra informacyjnego w decyzji make-or-buy. Duże wyzwanie stoi przed inwestorami posiadającymi akcje spółek tej branży. Wycena własności intelektualnej takiej jak dobra informacyjne, wraz z możliwymi do zastosowania przez firmę strategiami ekonomicznymi nie należy do łatwych. Często wychodzi na to, że zamiast tworzyć dobro informacyjne od początku, o wiele mniej ryzykownym działaniem wydaje się zakup już ugruntowanej pozycji konkurenta. Jest to jeden z motywów zarządów i właścicieli spółek angażujących się w fuzje i przejęcia.

Głównym problemem niniejszego artykułu było zbadanie jak wezwanie do sprzedaży akcji spółek branży dóbr informacyjnych notowanych na giełdzie papierów wartościowych, wpłynęło na zyski inwestorów trzymających akcje w różnych okresach czasowych. A także jaką premię za przejęcie musiała zapłacić spółka przejmująca. W tym celu stworzono następującą hipotezę: Wezwania do sprzedaży akcji spółek publicznych powiększają zyski inwestorów giełdowych, gdyż powodują zwiększenie się stóp zwrotu z akcji przedsiębiorstw przejmowanych jeszcze przed ogłoszeniem wezwania. Co jest zgodne z teorią efektywności informacyjnej rynków kapitałowych, i jednocześnie zgodne z obserwacjami, że inwestorzy giełdowi dyskontują fakty znane, a obstawiają hipotezy przewidywane. Usystematyzowane i oparte na pewnych założeniach

rozwiązanie teoretyczne, przybliżające do odpowiedzi na pytania, czy i w jakim stopniu rynki są efektywne, zaproponował w 1970 roku E. F. Fama [Kamiński et al., 2010]. W myśl teorii efektywności, spółki notowane na efektywnych rynkach giełdowych są wyceniane z uwzględnieniem wszystkich publicznie dostępnych informacji o charakterze zarówno technicznym, jak i fundamentalnym [Kamiński et al. za Gabryś, 2010]. Teoretycznie inwestorzy kupujący lub sprzedający walory na efektywnym rynku nie powinni móc osiągnąć ponadprzeciętnych stóp zwrotu, ponieważ papiery wartościowe są zawsze wycenione na właściwym poziomie [Kamiński et al. za Cunningham, 2010].

## **Analiza**

W celu zweryfikowania powyższej hipotezy należało obliczyć stopy zwrotu dla inwestorów w różnych odstępach czasowych. W tym celu określono grupę badawczą. Zdecydowano się na wyszukanie spółek publicznych sektora dóbr informacyjnych zgodnych z wyżej omówioną definicją, z amerykańskiego indeksu S&P500, oraz polskiego indeksu WIG. Z uwagi na fakt, że żaden z wyżej wymienionych indeksów nie określa oficjalnie branży dóbr informacyjnych, spółek zajmujących się handlem lub produkcją takich dóbr poszukiwano w sektorach mediów oraz informatyki. W przypadku indeksu S&P500 wyodrębniono 44 spółki działające w branży dóbr informacyjnych. W przypadku indeksu WIG wyodrębniono 37 spółek w tej samej branży. Jak wynika z analizy charakterystyki działalności poszczególnych spółek z rynku amerykańskiego i polskiego, oba sektory stanowią najbardziej przybliżony odpowiednik spółek zajmujących się produkcją i handlem dobrami informacyjnymi.

**Tabela 1.** Spółki sektora mediów oraz informatyki z indeksu S&P500

Lp	S&P500	Sektor	Giełda	Kapitalizacja 15.10.2015
1	Adobe Systems Inc	Application Software	NASDAQ	41,80B
2	Autodesk Inc	Application Software	NASDAQ	11,62B
3	Oracle Corporation	Application Software	NYSE	158,90B
4	Symantec Corporation	Application Software	NASDAQ	13,99B
5	Teradata Corporation	Application Software	NYSE	4,02B
6	CBS Corporation	Broadcasting & Cable TV	NYSE	20,65B
7	Comcast Corporation	Broadcasting & Cable TV	NASDAQ	150,44B
8	Discovery Communications	Broadcasting & Cable TV	NASDAQ	11,70B
9	Scripps Networks Interactive Inc.	Broadcasting & Cable TV	NYSE	7,10B
10	Time Warner Inc.	Broadcasting & Cable TV	NYSE	57,93B
11	Viacom Inc.	Broadcasting & Cable TV	NASDAQ	18,85B
12	The Walt Disney Company	Broadcasting & Cable TV	NYSE	178,46B
13	Activision Blizzard	Home Entertainment Softw	NASDAQ	24,07B
14	Electronic Arts	Home Entertainment Softw	NASDAQ	22,00B
15	News Corporation	Publishing	NASDAQ	8,17B
16	Tegna	Publishing	NYSE	5,67B
17	Twenty-First Century Fox	Publishing	NASDAQ	56,75B
18	CA Inc.	Systems Software	NASDAQ	12,64B
19	Microsoft Corporation	Systems Software	NASDAQ	373,35B
20	Red Hat Inc.	Systems Software	NYSE	13,73B
21	Interpublic Group	Advertising	NYSE	8,56B
22	Omnicom Group	Advertising	NYSE	17,22B
23	Amazon.com Inc	Internet Retail	NASDAQ	254,82B
24	TripAdvisor	Internet Retail	NASDAQ	12,06B
25	Akamai Technologies Inc	Internet Software & Service	NASDAQ	12,55B
26	Automatic Data Processing	Internet Software & Service	NASDAQ	39,61B
27	Citrix Systems	Internet Software & Service	NASDAQ	11,82B
28	eBay Inc.	Internet Software & Service	NASDAQ	29,23B
29	Equinix	Internet Software & Service	NASDAQ	16,13B
30	Facebook	Internet Software & Service	NASDAQ	265,05B
31	Fidelity National Information Services	Internet Software & Service	NYSE	19,54B
32	Fiserv Inc	Internet Software & Service	NASDAQ	21,33B
33	Alphabet Inc	Internet Software & Service	NASDAQ	456,39B
34	Intuit Inc.	Internet Software & Service	NASDAQ	25,07B
35	Mastercard Inc.	Internet Software & Service	NYSE	107,58B
36	NetApp	Internet Software & Service	NASDAQ	9,99B
37	Netflix Inc.	Internet Software & Service	NASDAQ	46,96B
38	Paychex Inc.	Internet Software & Service	NASDAQ	17,86B
39	Salesforce.com	Internet Software & Service	NYSE	50,34B
40	Total System Services	Internet Software & Service	NYSE	8,83B
41	Verisign Inc.	Internet Software & Service	NASDAQ	8,44B
42	Visa Inc.	Internet Software & Service	NYSE	180,52B
43	Western Union Co	Internet Software & Service	NYSE	9,57B
44	Yahoo Inc.	Internet Software & Service	NASDAQ	30,21B

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Morningstar, Inc.

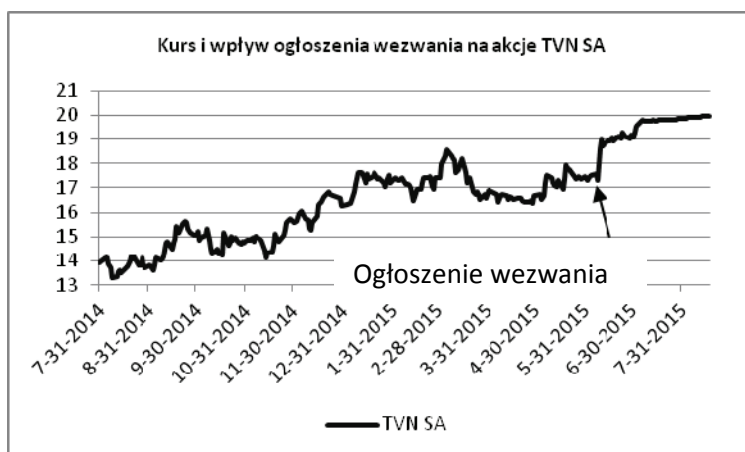
**Tabela 2.** Spółki sektora mediów oraz informatyki z indeksu WIG

Lp	WIG	Sektor	Gielda	Kapitalizacja 15.10.2015
1	CYFRPLSAT	Media	Warsaw	15,99B
2	AGORA	Media	Warsaw	517,17M
3	WIRTUALNA	Media	Warsaw	1,11B
4	SMT	Media	Warsaw	192,47M
5	ATMGRUPA	Media	Warsaw	289,99M
6	KINOPOL	Media	Warsaw	272,54M
7	K2INTERNT	Media	Warsaw	32,68M
8	4FUNMEDIA	Media	Warsaw	20,76M
9	MUZA	Media	Warsaw	9,01M
10	ASSECOPOL	Informatyka	Warsaw	4,56B
11	CDPROJEKT	Informatyka	Warsaw	2,54B
12	COMARCH	Informatyka	Warsaw	980,07M
13	MEDICALG	Informatyka	Warsaw	715,29M
14	ASSECOBS	Informatyka	Warsaw	484,56M
15	COMP	Informatyka	Warsaw	334,38M
16	ATM	Informatyka	Warsaw	336,90M
17	LIVECHAT	Informatyka	Warsaw	897,39M
18	CIGAMES	Informatyka	Warsaw	324,92M
19	ASSECOSSE	Informatyka	Warsaw	513,23M
20	SYGNITY	Informatyka	Warsaw	110,54M
21	QUMAK	Informatyka	Warsaw	109,35M
22	ATENDE	Informatyka	Warsaw	92,31M
23	ELZAB	Informatyka	Warsaw	244,96M
24	WINDMOBIL	Informatyka	Warsaw	98,65M
25	WASKO	Informatyka	Warsaw	175,99M
26	MCLOGIC	Informatyka	Warsaw	75,36M
27	CUBEITG	Informatyka	Warsaw	45,21M
28	IVMX	Informatyka	Warsaw	74,36M
29	INDATA	Informatyka	Warsaw	52,01M
30	SIMPLE	Informatyka	Warsaw	40,34M
31	OPTTEAM	Informatyka	Warsaw	72,27M
32	TALEX	Informatyka	Warsaw	53,70M
33	NTTSYSTEM	Informatyka	Warsaw	33,24M
34	BETACOM	Informatyka	Warsaw	21,15M
35	LSISOFT	Informatyka	Warsaw	14,93M
36	PROCAD	Informatyka	Warsaw	14,97M
37	TVN	Media	Warsaw	6,78B

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z gpw.pl

Kolejnym etapem poszukiwania było znalezienie spółek uczestniczących w transakcji fuzji lub przejęcia. Tu z pomocą przyszła niedawna transakcja nabycia akcji polskiej spółki TVN SA, notowanej na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych, przez Scripps Networks Interactive Inc ze Stanów Zjednoczonych notowanej na NYSE, która odbiła się głośnym echem w świecie finansów. Wezwanie do zapisów na sprzedaż akcji spółki TVN SA zostało ogłoszone dnia 6 lipca 2015 roku. Akcje objęte wezwaniem

były nabywane po cenie w wysokości 20,00 zł za jedną Akcję. Cena ta była jednakowa dla wszystkich Akcji Spółki.

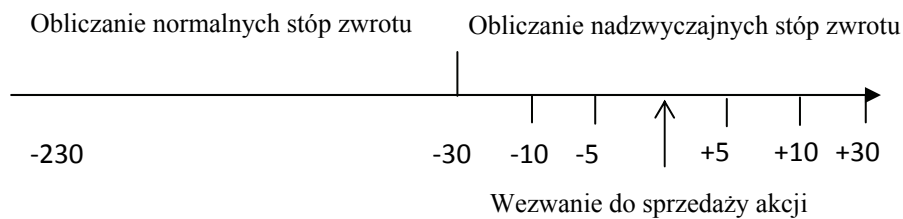


**Wykres 1.** Wpływ ogłoszenia wezwania na kurs akcji spółki TVN SA  
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z gpw.pl

Na wykresie 1 ukazano kształtowanie się kursu akcji spółki TVN SA w okresie od lipca 2014 roku do lipca 2015 roku. Za pomocą strzałki wskazany został czas ogłoszenia wezwania do zapisów na sprzedaż akcji spółki TVN SA. W dalszych badaniach przeprowadzono dogłębną analizę wpływu przejścia spółki TVN SA na stopy zwrotu dla inwestorów giełdowych. W celu realizacji tego zadania podjęto następujące działania:

1. Zdefiniowano okres badań.
2. Obliczono normalne oczekiwane stopy zwrotu z akcji.
3. Obliczono nadzwyczajne stopy zwrotu z akcji.
4. Obliczono nadzwyczajne skumulowane stopy zwrotu z akcji .

Ad 1. Dzień ogłoszenia wezwania określony jest jako dzień zerowy w tym przypadku jest to 6 lipca 2015 roku. Różni autorzy w swoich badaniach przyjmują różne okresy. M. Firth przyjmuje w swoich badaniach okres  $\pm 40$  dni, C.Loderer i H. Zimmermann przyjmują natomiast okres  $\pm 10$  miesięcy [Kraciuk za Neumann, 1994]. Jak ukazano na rysunku 1, długość badanego okresu została przyjęta na 30 dni przed i po ogłoszeniu wezwania do sprzedaży akcji, jak również okresy 10 dni i 5 dni.

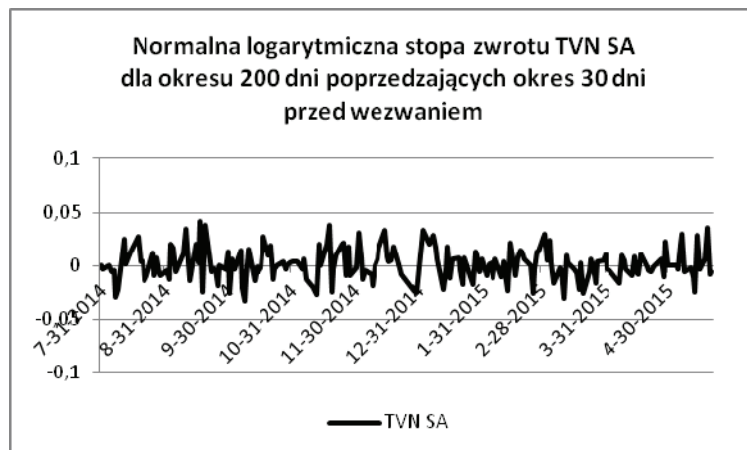


**Rysunek 1.** Okresy czasu przyjęte do obliczania normalnych i nadzwyczajnych stóp zwrotu  
 Źródło: J.Kraciuk na podstawie [Neuman 1994].

Ad 2. W celu obliczenia normalnej stopy zwrotu, przyjęto za Neumanem okres (-230) – (-30) dni od dnia zerowego [Kraciuk za Neuman 1994]. Ponadto, posłużono się wzorem na tzw. logarytmiczną stopę zwrotu, ma to na celu wykorzystanie m.in. właściwości addytywnych funkcji wykładniczych. Jednocześnie, zastosowano model średnich skorygowanych polegający na obliczeniu rzeczywistych logarytmicznych stóp zwrotu dla okresu 200 dni poprzedzających okres 30 dni przed wezwaniem do sprzedaży akcji.

$$R_{jt} = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$$

Gdzie  $P_t$  – stanowi cenę waloru w dniu  $t$ , a  $P_{t-1}$  cenę tego waloru w dniu poprzednim.



**Wykres 2.** Normalna stopa zwrotu dla akcji spółki TVN SA  
 Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z gpw.pl

Statystyka opisowa dla normalnych logarytmicznych stóp zwrotu akcji spółki TVN SA	
Średnia	0,001185915
Błąd standardowy	0,001052403
Odchylenie standardowe	0,014883226
Wariancja próbki	0,00022151
Kurtoza	0,05290322
Skośność	0,275459219
Zakres	0,074820883
Maksimum	0,041382497
Suma	0,237183058
Licznik	200

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z gpw.pl

Następnie dokonano obliczenia średniej logarytmicznej stopy zwrotu dla spółki TVN SA dla okresu poprzedzającego okres 30 dni przed wezwaniem do sprzedaży.

$$\hat{R}_j = \frac{1}{200} \sum_{t=-200}^{-31} R_{jt}$$

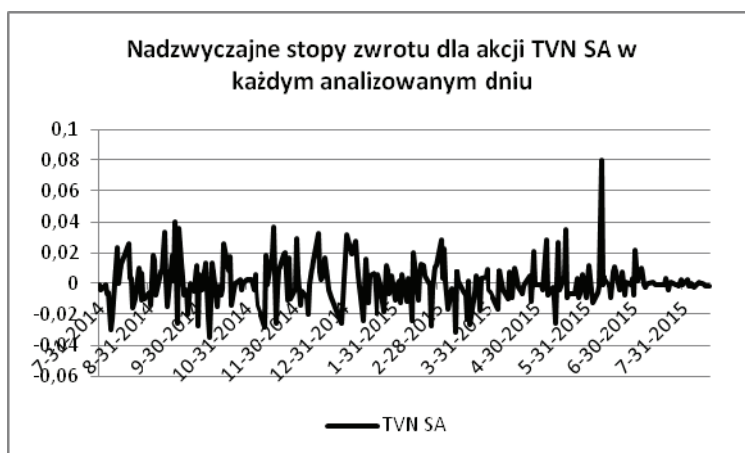
Gdzie  $\hat{R}_j$  – stanowi średnią logarytmiczną stopę zwrotu j-tej spółki w okresie 200 dni poprzedzających badany okres obliczoną według modelu średnich skorygowanych. Średnia logarytmiczna stopa zwrotu TVN w okresie 200 dni poprzedzających badany okres wyniosła 0,001185915.

Ad 3. W kolejnym kroku obliczono nadzwyczajne stopy zwrotu dla akcji TVN SA w każdym analizowanym dniu. Stanowi ją różnica między stopą zwrotu rzeczywiście zaobserwowaną w danym dniu a normalną stopą zwrotu obliczoną przy zastosowaniu modelu średnich skorygowanych.

$$r_{jt} = R_{jt} - \hat{R}_j$$

Gdzie  $r_{jt}$  – stanowi nadzwyczajną stopę zwrotu z akcji j w czasie t





Wykres 3. Nadzwyczajne stopy zwrotu dla akcji spółki TVN SA  
 Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z gpw.pl

Na wykresie 3 przedstawiono obliczenia nadzwyczajnych stóp zwrotu dla każdego dnia z przedziału  $\pm 30$  dni względem daty ogłoszenia wezwania. Największy wzrost nadzwyczajnych stóp zwrotu można zaobserwować jeszcze przed ogłoszeniem wezwania. Po ogłoszeniu wezwania zakres wahań kursów akcji ulega znacznemu spłaszczeniu.

Statystyka opisowa dla nadzwyczajnych stóp zwrotu dla akcji TVN SA	
Średnia	0,000176
Błąd standardowy	0,000878
Odchylenie standardowe	0,014179
Wariancja próbki	0,000201
Kurtoza	3,687345
Skośność	0,898695
Zakres	0,114053
Maksimum	0,079429
Suma	0,045862
Licznik	260

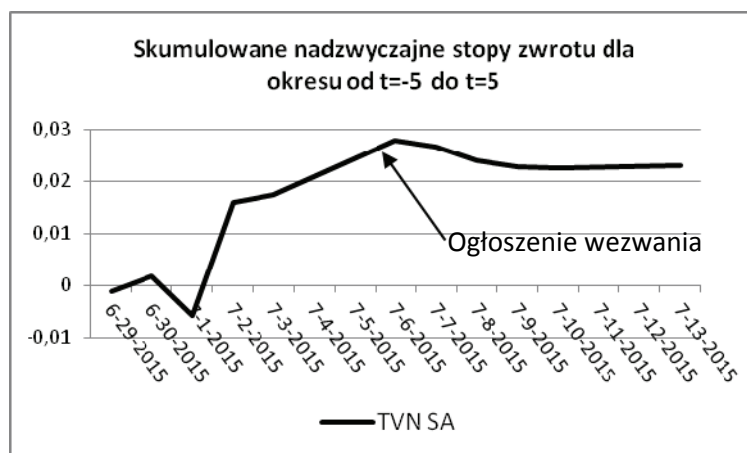
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z gpw.pl

Ad 4. Finalnym etapem badań było obliczenie skumulowanych nadzwyczajnych stóp zwrotu dla okresu od  $t = -30$  do  $t = 30$ , od  $t = -10$  do  $t = 10$  oraz od  $t = -5$  do  $t = 5$ .

$$r_t^* = \sum_{t=-30}^{30} r_{jt}$$

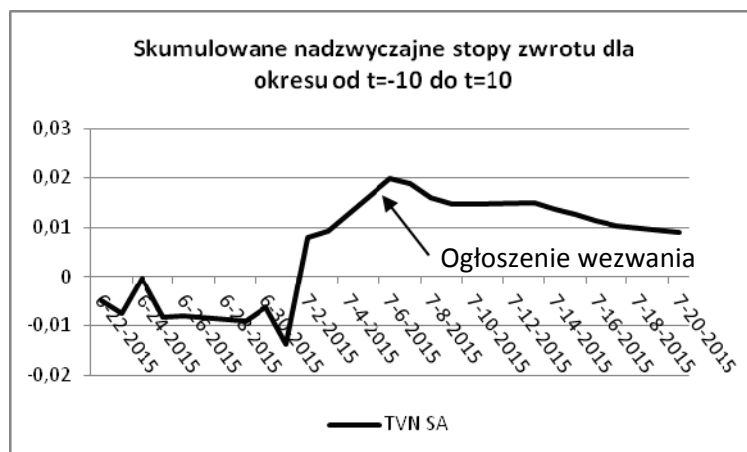
$$r_t^* = \sum_{t=-10}^{10} r_{jt}$$

$$r_t^* = \sum_{t=-5}^5 r_{jt}$$



**Wykres 4.** Skumulowane nadzwyczajne stopy zwrotu dla akcji spółki TVN SA w okresie 5 dni  
 Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z gpw.pl

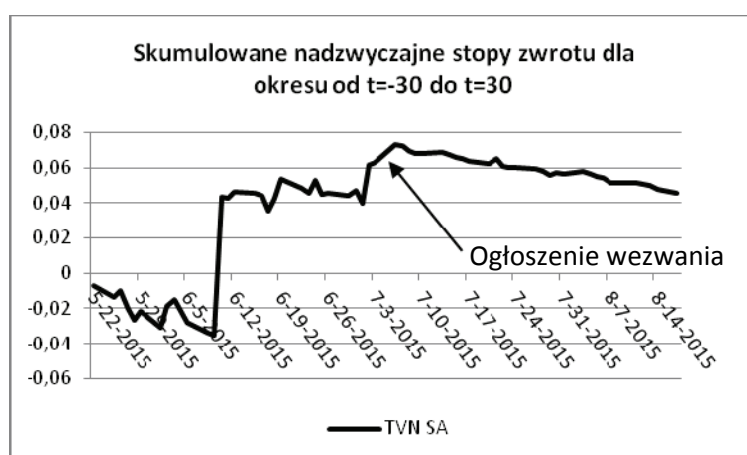
Analizując wykres 4 oraz dane za okres od  $t=-5$  do  $t=5$ , uzyskano skumulowaną nadzwyczajną stopę zwrotu w wysokości 2,3%. Wynika z tego, że inwestorzy którzy dokonali transakcji kupna walorów spółki TVN SA tuż przed ogłoszeniem wezwania, mogli liczyć na zysk nadzwyczajny.



**Wykres 5.** Skumulowane nadzwyczajne stopy zwrotu dla akcji spółki TVN SA w okresie 10 dni  
 Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z gpw.pl

Analizując wykres 5 oraz dane za okres od  $t=-10$  do  $t=10$ , uzyskano skumulowaną nadzwyczajną stopę zwrotu w wysokości 0,9%. W tym przypadku stopa

zysku nadzwyczajnego jest niższa niż stopa zysku nadzwyczajnego z okresu  $\pm 5$  dni. Wpływ na to miał wcześniejszy spadek cen akcji spółki TVN SA w oczekiwaniu na ogłoszenie wezwania.



**Wykres 6.** Skumulowane nadzwyczajne stopy zwrotu dla akcji spółki TVN SA w okresie 30 dni

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z gpw.pl

Analizując wykres 6 oraz dane za okres od  $t=-30$  do  $t=30$ , uzyskano skumulowaną nadzwyczajną stopę zwrotu w wysokości 4,6%. Była to najwyższa skumulowana stopa zwrotu spośród analizowanych okresów. Według badań Lewandowskiego, który przytacza m.in. wyniki nadzwyczajnych stóp zwrotu dla firm nabywanych na rynku amerykańskim, stopy te w przypadku fuzji i przejęć wynoszą od 20% do 35% [Lewandowski, 2001]. Zatem nadzwyczajna stopa zwrotu w wysokości 4,6% dla inwestorów trzymających akcje TVN SA przez okres  $t=\pm 30$  dni na rynku polskim nie jest wygórowana w stosunku do rynku amerykańskiego. Jednocześnie w tym kontekście premia jaką musiała zapłacić spółka Scripps Networks Interactive za przejęcie TVN SA również nie wydaje się być zbyt wygórowana. Trzeba jednak zaznaczyć, że badania Lewandowskiego przeprowadzone były dla rynku amerykańskiego.

## Podsumowanie

Przeprowadzone badania wykazały, że inwestorzy posiadający akcje spółki TVN SA mieli okazję do uzyskania nadzwyczajnych stóp zwrotu w wyniku wezwania do sprzedaży akcji ogłoszonego przez spółkę Scripps Networks Interactive. Jednocześnie spółka przejmująca chcąc pozyskać aktywa spółki TVN SA, które można zaliczyć do kategorii dóbr informacyjnych, musiała zapłacić premię dotychczasowym inwestorom, ponad kurs akcji z okresu przed wezwaniem. Nawet z obecna premia za przejęcie, spółka

Scripps Networks Interactive dokonując transakcji nabycia ugruntowanej marki telewizyjnej w Polsce, wraz z szeregiem towarzyszących jej programów i stron internetowych wydaje się ponosić mniejsze ryzyko niepowodzenia, niż w przypadku podjęcia próby budowy sieci od podstaw. Średnie skumulowane nadzwyczajne stopy zwrotu przedstawione na wykresach 4, 5 i 6 pokazują jak zmieniały się ceny akcji spółki TVN SA w antycypacji na ogłoszenie wezwania do ich sprzedaży. Wykresy obrazują, że wraz z ogłoszeniem wezwania inwestorzy mogą spodziewać się dodatkowego dochodu będącego wynikiem wezwania. Analiza wykazuje, że publiczne ogłoszenie wezwania do sprzedaży akcji wywołuje wyraźny wzrost stopy zwrotu, znacząco poprawiając zyski akcjonariuszy. Ale co ciekawsze, jak wykazuje analiza największy przyrost wartości dla akcjonariuszy nastąpił jeszcze przed ogłoszeniem wezwania do sprzedaży, znamienne jest również to, że sam wzrost wartości akcji spółki TVN SA nie był płynny lecz następował skokowo w dwóch etapach. W przypadku tej spółki wysoki wzrost nadzwyczajnych skumulowanych stóp zwrotu nastąpił na 4 dni przed ogłoszeniem wezwania do sprzedaży, czyli w okresie od  $t = -5$  do  $t = 5$ . Jeszcze bardziej znaczący skok nadzwyczajnych skumulowanych stóp zwrotu nastąpił 22 dni przed ogłoszeniem wezwania, czyli w okresie  $t = -30$  do  $t = 30$ , co może świadczyć o tym, że inwestorzy przewidywali i obstawiali pozytywne zakończenie negocjacji o przejęciu spółki. Innym wyjaśnieniem tego zjawiska, może być fakt trudnego ukrycia negocjacji handlowych w środowisku rozmów międzynarodowych i wykorzystanie tej sytuacji przez insiderów. Można zatem wyciągnąć wniosek, że inwestorzy antycypują w pewnym stopniu przyszłe zachowania rynku, dlatego zmiany cen akcji następują wcześniej niż wezwanie do sprzedaży.

## Bibliografia

- Bakos J., Brynjolfsson E., Aggregation and Disaggregation of Information Goods: Implications for Bundling, Site Licensing and Micropayment Systems, MIT Press. In press, 1997, [Tryb dostępu] <http://people.stern.nyu.edu/bakos/aig.pdf> [data dostępu] 14.10.2015
- Kamiński J, Komorowski J, Hipoteza rynku efektywnego w chaosie rzeczywistości gospodarczej, Studia i Prace Kolegium Zarządzania Finansów, Zeszyt Naukowy 97, SGH w Warszawie, 2010, s.9
- Kraciuk J., Rola fuzji i przejęć w procesach koncentracji w polskim przemyśle spożywczym, Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2010, s.18
- Lewandowski M., Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych, WIG-Press, 2001, s.145
- Neuman A., Fusionen und fusionsähnliche Unternehmenszusammenschlüsse unter besonderer Berücksichtigung finanzieller Aspekte, P. Haupt. Bern, 1994
- Ślepaczuk R., Anomalie rynku kapitałowego w świetle hipotezy efektywności rynku, Katedra Bankowości i Finansów, Wydział Nauk Ekonomicznych, Uniwersytet Warszawski 2006, [Tryb dostępu] <http://www.e-finanse.com/artykuly/41.pdf> [data dostępu] 14.10.2015
- Varian Hal R., Markets for Information Goods, 1998 [Tryb dostępu] <http://people.ischool.berkeley.edu/~hal/Papers/japan/japan.html#SECTION00020000000000000000> [data dostępu] 14.10.2015

## Summary

This paper investigates through a case study, the acquisition of TVN SA company by Scripps Networks Interactive Inc. The material presented discusses the impact of the acquisition on profits of investors who held shares of the company in different periods of time. Since both companies represent the sector of information economy, the article starts with the definition of information goods, and the main characteristics of the industry. Information goods are often characterized by short product life cycle. For this reason, companies operating in this sector often face the dilemma of make/buy decision for a product. Due to the nature of information goods and the role that sunk costs play in the development of such goods, organic growth in the information goods sector, especially in new geographic location entails a high risk of failure. On the other hand, the acquisition of a company with a finished product often involves paying a premium. The aim of the article was to examine how a call for take-over in the information goods industry impacts the profits of investors holding shares in different periods of time, and what premium for the acquisition has to be paid by the acquiring company.

**Key words:** information goods, mergers, acquisitions, industry concentration, rate of return

Informacja o autorze:

**Adam Andrzejuk**

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Katedra Ekonomiki Rolnictwa i Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych

ul. Nowoursynowska 166, 02-787 Warszawa

e-mail: adam\_andrzejuk@sggw.pl