

**Tomasz Jewartowski**

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

---

**REAKCJE INWESTORÓW NA TRANSAKCJE  
O CHARAKTERZE DEZINWESTYCJI  
– DOŚWIADCZENIA RYNKÓW ROZWINIĘTYCH**

---

**Streszczenie:** Transakcje o charakterze dezinvestycji prowadzą na ogół do zwiększenia stopnia koncentracji działalności przedsiębiorstwa. Literatura przedmiotu dostarcza wielu teorii w zakresie korzyści, jakie tego typu transakcje mogą przynieść spółkom ich dokonującym, prowadzących do wzrostu wartości tychże spółek. Celem niniejszego opracowania jest porównanie cech transakcji o charakterze dezinvestycji oraz przedstawienie wyników dotychczasowych badań prowadzonych na rynkach rozwiniętych nad reakcjami inwestorów na upublicznienie informacji o zamiarze dokonania tego typu transakcji przez spółki publiczne. Badania te w przeważającej części wskazują na występowanie statystycznie istotnych, dodatnich skumulowanych anormalnych stóp zwrotu.

**Słowa kluczowe:** dezinvestycje, dywersyfikacja działalności, grupy kapitałowe.

## 1. Wstęp

Badania nad reakcją inwestorów (ryнку) na upublicznienie informacji o zamiarze dokonania przez spółkę publiczną transakcji o charakterze dezinvestycji wpisują się w nurt dyskusji nad finansowymi konsekwencjami odmiennych strategii odnoszących się do zakresu działalności przedsiębiorstw, tj. dywersyfikacji oraz koncentracji.

Analizując dotychczas przeprowadzone badania empiryczne odnoszące się do zagadnienia koncentracji i dywersyfikacji działalności, wyróżnić można dwa najczęściej eksplorowane obszary badań dotyczących pomiaru finansowych konsekwencji przyjętych strategii. Pierwszy dotyczy porównania efektywności działania podmiotów o odmiennym stopniu dywersyfikacji działalności, w oparciu m.in. o metody uwzględniające wskaźnik  $Q$ -Tobina [Lang, Stulz 1994; Berger, Ofek 1995]. Badania takie polegają na ogół na zestawieniu odpowiednich miar konstruowanych na podstawie wskaźnika  $Q$ -Tobina dla spółek zdywersyfikowanych i odpowiadających im sztucznie tworzonych portfeli spółek jednosegmentowych. Drugi nurt badań dotyczy pomiaru krótko- i długoterminowych efektów transakcji skutkujących zwiększeniem stopnia koncentracji działalności [Comment, Jarrell 1995; John, Ofek 1995].

W ramach tego nurtu wykorzystywana jest m.in. analiza zdarzeń w celu pomiaru reakcji inwestorów na dokonywane transakcje o charakterze dezinwestycji, prowadzących do zwiększenia stopnia ich koncentracji, co stanowi zasadniczy przedmiot niniejszego opracowania.

Celem opracowania jest porównanie cech różnych rodzajów transakcji o charakterze dezinwestycji oraz przedstawienie wyników dotychczasowych badań prowadzonych przez różnych autorów na rynkach rozwiniętych nad reakcjami inwestorów na upublicznienie informacji o zamiarze dokonania tego typu transakcji przez spółki publiczne. Większość prowadzonych badań dotyczy rynku amerykańskiego, zdecydowanie mniej badań w tym zakresie prowadzi się na innych rozwiniętych rynkach kapitałowych, a w przypadku rynków wschodzących praktycznie ich nie ma. Jest to częściowo uzasadnione tym, iż liczba tego typu transakcji jest nieporównanie większa w przypadku rynków rozwiniętych (w tym w szczególności rynku amerykańskiego). Transakcje o charakterze dezinwestycji zdarzają się jednak również na rynkach mniej rozwiniętych i wydaje się, że będą pojawiały się coraz częściej na skutek ciągłego ich rozwoju, czego przejawem może być przykład spółki Famur SA, która pod koniec 2010 r. ogłosiła nową strategię rozwoju w oparciu o koncentrację działalności przy jednoczesnym zamiarze przeprowadzenia transakcji typu zarówno *equity carve-out*, jak i *spin-off*.

## 2. Charakterystyka transakcji o charakterze dezinwestycji

Transakcje o charakterze dezinwestycji (w literaturze polskojęzycznej stosowane jest również pojęcie *dywestycji*), w wyniku których często dochodzi do zwiększenia stopnia koncentracji działalności, przyjmują na ogół następujące formy:

- dezinwestycje *sensu stricto* – prosta sprzedaż (*divestitures*, *sell-off*),
- transakcje typu *spin-off*,
- transakcje typu *equity carve-out*,
- podział spółek (*split-up*).

Warto nadmienić, że niektórzy autorzy wszystkie rodzaje działań restrukturyzacyjnych traktują jako dezinwestycje (*divestitures*) [Copeland i in. 1997; Mulherin, Boone 2000], a inni, tak jak w powyższym podziale, używają tego pojęcia w wąskim ujęciu, utożsamiając je ze sprzedażą aktywów (*sell-off*). W niniejszym opracowaniu stosowane jest to drugie podejście, natomiast w szerszym znaczeniu wykorzystywane jest określenie *transakcji o charakterze dezinwestycji*.

Dezinwestycje *sensu stricto* polegają na prostej sprzedaży wyodrębnionej części przedsiębiorstwa (np. wyodrębnionego segmentu biznesowego) trzeciemu podmiotowi. Warto nadmienić, iż charakter takiej transakcji będzie nieco odmienny w zależności od formy prowadzenia działalności. W przypadku podmiotu prowadzącego działalność w formie pojedynczej spółki kapitałowej za dezinwestycję można uznać sprzedaż tzw. zorganizowanej części przedsiębiorstwa. Z kolei w przypadku grup kapitałowych (holdingów) dezinwestycja polega na sprzedaży całości lub części

udziałów w spółce zależnej. W praktyce ten rodzaj pozbywania się przez przedsiębiorstwa całych segmentów biznesowych występuje najczęściej.

W transakcji typu *spin-off* spółka macierzysta tworzy spółkę w celu realizacji wyodrębnionej działalności, a następnie przekazuje – na ogół w formie specjalnej dywidendy – swoim akcjonariuszom akcje spółki zależnej proporcjonalnie do posiadanych przez nich akcji w spółce macierzystej. Alternatywną techniką stosowaną w takich transakcjach jest oferta zastąpienia części akcji spółki macierzystej akcjami spółki wyodrębnionej (*exchange offer*). Oczywiście w przypadku już funkcjonującej struktury holdingowej transakcja *spin-off* polegałaby tylko na przekazaniu akcjonariuszom akcji w spółce zależnej. Transakcje takie są szczególnie popularne w Stanach Zjednoczonych, m.in. w wyniku szczególnego traktowania podatkowych konsekwencji uzyskanego w ten sposób zysku kapitałowego [Copeland i in. 2005].

Warto nadmienić, że w Polsce i w wielu innych krajach o mniej rozwiniętych rynkach kapitałowych (ryнку kontroli) określenie *spin-off* utożsamiane jest powszechnie z wyodrębnianiem tzw. spółek odpryskowych ze struktur jednostek naukowych (lub przedsiębiorstw) w celu realizacji określonego biznesowego przedsięwzięcia związanego z wykorzystaniem opracowanych (lub opracowywanych) technologii, czyli w tym znaczeniu dotyczy jednej z form komercjalizacji wiedzy naukowej.

Transakcje typu *equity carve-out* polegają na dokonaniu publicznej oferty części akcji spółki zależnej kontrolowanej na ogół całkowicie przez spółkę macierzystą poprzez wprowadzenie spółki zależnej na rynek regulowany. Można zatem określić transakcje typu *equity carve-out* jako szczególny rodzaj IPO, czyli pierwotnej oferty publicznej (*Initial Public Offering*), czasami wręcz stosuje się w tym przypadku określenie *sub-IPO* [Pojezny 2006]. Spółki macierzyste na ogół zachowują pakiet kontrolny w debiutującym na giełdzie podmiocie.

W przypadku każdego debiutu giełdowego oferowane publicznie akcje mogą pochodzić z dwóch źródeł. Pierwszym jest emisja nowych akcji poprzez podwyższenie kapitału przez debiutującą spółkę, a drugim część lub całość (rzadziej) akcji posiadanych przez dotychczasowych akcjonariuszy, często założycieli spółki, którzy w ten sposób częściowo lub całkowicie wycofują się z inwestycji w spółkę. Pochodzenie oferowanych akcji wpływa na kierunek przepływów pieniężnych. W pierwszym przypadku środki pieniężne zasilają debiutującą spółkę, a w drugim – bezpośrednio jej dotychczasowych właścicieli.

Podobnie rzecz się ma w przypadku transakcji typu *equity carve-out*. Jeżeli spółka zależna emituje nowe akcje, taką transakcję określa się mianem oferty pierwotnej (*primary offering* lub *primary equity carve-out*), jeżeli w ofercie sprzedawane są akcje posiadane przez spółkę macierzystą, transakcję określa się mianem oferty wtórnej (*secondary offering* lub *secondary equity carve-out*). W praktyce, tak jak w przypadku tradycyjnych IPO, bardzo często dochodzi do połączenia obydwu sposobów, czyli oferowania części posiadanych przez spółkę macierzystą akcji przy jednoczesnej emisji nowych akcji przez spółkę zależną, co ma znaczący wpływ na wielkość i strukturę przepływów pieniężnych.

*Equity carve-out* bywa często wstępem do transakcji *spin-off*, szczególnie w Stanach Zjednoczonych, gdzie spółki macierzyste po wprowadzeniu do obrotu publicznego części akcji spółek zależnych pozostały pakiet przekazują swoim akcjonariuszom, tak jak w transakcji typu *spin-off*.

Na mniej rozwiniętych rynkach kapitałowych takie połączenie transakcji spotyka się dużo rzadziej, jednak zaczynają się również pojawiać. Dobrym tego przykładem może być komunikat polskiej spółki giełdowej Famur SA z 30.11.2010 r. dotyczący przyjętej strategii rozwoju spółki poprzez zwiększenie stopnia jej koncentracji, w którym spółka informuje, że: „Zarząd Famur informuje, że w przyjął strategię dalszego rozwoju grupy, która oparta jest na koncentracji Grupy Famur w obszarze produkcji maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego. Realizacja strategii w roku 2011 będzie prowadzona poprzez zaproponowanie przez zarząd walnemu zgromadzeniu wypłaty dywidendy niepieniężnej w postaci akcji spółek Polska Grupa Odlewnicza SA oraz Zamet Industry SA, tj. spółek, które wraz ze swoimi podmiotami zależnymi prowadzą działalność w innych segmentach aniżeli produkcja maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego. (...) Przed wypłatą dywidendy zarząd Famur podejmie działania w celu wprowadzenia akcji obu spółek na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Planowana wypłata dywidendy powinna nastąpić w III kwartale 2011 roku i jej wartość przekroczy 250 mln zł”.

Dalsza część komunikatu informowała o zamiarze koncentracji na podstawowej działalności spółki m.in. poprzez nabycie akcji REMAG SA i zakup zorganizowanej części przedsiębiorstwa PEMUG SA, a także poprzez rozwój nowoczesnych technologii w zakresie produkcji maszyn i urządzeń, w szczególności poprzez uruchomienie nowego zakładu produkcyjnego (FAMUR II).

Warto dodać, że rynek bardzo dobrze przyjął te informacje. Dzień przed ich ogłoszeniem cena akcji spółki na zamknięciu notowań wynosiła 2,49 zł, a dzień po ogłoszeniu – 2,74 zł, co oznacza wzrost o ponad 10%. W ciągu niespełna dwóch miesięcy cena akcji spółki przekroczyła 3,20 zł, co oznacza niemalże 30-procentowy wzrost (w analogicznym okresie indeks WIG wzrósł o 5%). Wielu analityków podkreślało tuż po ogłoszeniu informacji, iż taka forma rozwoju strategii koncentracji działalności nie poprzez prostą sprzedaż spółek zależnych, ale poprzez transakcje wypłaty niepieniężnej dywidendy w postaci akcji spółek zależnych i to z zamiarem wprowadzenia ich do obrotu giełdowego stanowi *novum* na polskim rynku kapitałowym.

Ostatnią z podstawowych form działań restrukturyzacyjnych o charakterze dezinwestycji, które mogą skutkować wzrostem stopnia koncentracji działalności, a które spotyka się dużo rzadziej niż wymienione wcześniej, jest całkowity podział spółki (*split-up*). W wyniku takiej transakcji w miejsce jednego podmiotu powołuje się nowe (na ogół dwa), które przejmują jego majątek i zobowiązania, a pierwotny podmiot przestaje funkcjonować w dotychczasowej formie prawnej.

Istnieją jeszcze inne formy restrukturyzacji przedsiębiorstwa, które stanowią przedmiot opracowań z zakresu finansów i strategii przedsiębiorstw, gdyż mogą

przyczyniać się do wzrostu wartości firm dokonujących restrukturyzacji [Copeland i in. 1997; Garstka 2006], jednak na ogół nie prowadzą one do zmiany stopnia koncentracji działalności, zatem nie stanowią przedmiotu analizy w ramach niniejszego opracowania.

### 3. Wyniki dotychczasowych badań empirycznych dotyczących reakcji inwestorów na transakcje o charakterze dezinwestycji na rynkach rozwiniętych

Pierwsze badania nad reakcją inwestorów na transakcje o charakterze dezinwestycji prowadzone były na rynku amerykańskim na początku lat 80. [Schipper, Smith 1983, 1986; Rosenfeld 1984; Jain 1985] i dotyczyły wszystkich opisanych powyżej typów transakcji. Okres badań obejmował głównie lata 70., a wykorzystywano powszechnie już wówczas stosowaną metodę analizy zdarzeń. Większość badaczy stosowała jako miarę reakcji m.in. skumulowaną nadwyżkową stopę zwrotu wyznaczoną na podstawie tzw. modelu rynkowego (CAR – *Cumulative Abnormal Return*). Oczywiście w ramach swoich badań różnicowali oni m.in. okna zdarzenia, przedstawiając skumulowane nadwyżkowe stopy zwrotu dla wielu wariantów. W niniejszym opracowaniu w celu umożliwienia porównywalności wyników spośród wszystkich wariantów zaprezentowane zostały te o najkrótszym oknie zdarzenia, czyli w zdecydowanej większości przypadków od dnia poprzedzającego dane zdarzenie do dnia zdarzenia  $[t_{-1}, t_0]$  lub do dnia po danym zdarzeniu  $[t_{-1}, t_1]$ . W dalszej części odrębnie przedstawiono wyniki badań dotyczących dezinwestycji *sensu stricto* (tab. 1), transakcji typu *spin-off* (tab. 2) oraz transakcji typu *equity carve-out* (tab. 3).

**Tabela 1.** Wyniki badań dotyczących reakcji rynku na informacje o zamiarze dokonania dezinwestycji na bazie sprzedaży segmentu działalności (*divestiture, sell-off*) na rynkach rozwiniętych

Autorzy	Kraj	Okres	Liczba transakcji	Okno zdarzenia	CAR (%)
Rosenfeld (1984)	US	1969-1981	62	[-1,0]	2,33 (**)
Jain (1985)	US	1976-1978	1062	[-1,0]	0,53 (b.d.)
Lang, Poulsen, Stulz (1995)	US	1984-1989	93	[-1,1]	2,80 (***)
Kaiser, Stouraitis (1995)	UK	1984-1987	76	[-5,0]	1,48 (b.d.)
Kaiser, Stouraitis (1995)	G	1984-1993	36	[-15,0]	3,58 (b.d.)
Mulherin, Boone (2000)	US	1990-1998	139	[-1,1]	2,60 (***)
Gadad, Thomas (2005)	UK	1985-1991	74	[-1,0]	0,66 (*)
Cao, Owe Yawson (2008)	UK	1992-2003	398	[-1,1]	1,58 (***)

Istotność na poziomie: 10% (\*), 5% (\*\*), 1% (\*\*\*)

Źródło: opracowanie własne.

W odniesieniu do transakcji polegającej na sprzedaży wyodrębnionego segmentu działalności (głównie poprzez sprzedaż stronie trzeciej udziałów w spółkach zależnych) większość badań prowadzonych na przestrzeni kilkudziesięciu lat na rynkach rozwiniętych wskazywała wyraźnie na pozytywną reakcję inwestorów na dokonywane dezinwestycje. Dla znacznej części badań uzyskane rezultaty okazywały się istotne statystycznie, przy czym na ogół posługiwano się testem rangowanych znaków Wilcozona do weryfikacji hipotezy o zerowej medianie. Badania na rynkach innych niż amerykański (brytyjskim, niemieckim) również dawały w większości przypadków zbliżone rezultaty.

Również w przypadku badań nad transakcjami typu *spin-off* zaobserwowane rezultaty pozwalały na wyciągnięcie wniosku o jednoznacznie pozytywnej reakcji inwestorów na zamiar ich dokonania. Co więcej, można zauważyć, iż uzyskane nadwyżkowe stopy zwrotu są średnio wyższe od stóp uzyskanych dla transakcji sprzedaży, przy wyższym poziomie istotności uzyskanych rezultatów.

Szczególnie ciekawe są wyniki badań Desai i Jaina [1999]. Uzyskali oni dla całkowitej próby wartość skumulowanej nadwyżkowej stopy zwrotu na poziomie 3,84%, a następnie przeprowadzili badania na dwóch podgrupach: transakcjach skutkujących zwiększeniem stopnia koncentracji działalności oraz pozostałych. Dla tej pierwszej grupy uzyskali znacznie wyższą średnią wartość nadwyżkowej stopy zwrotu w wysokości 4,45% wobec 2,17% dla pozostałych transakcji.

**Tabela 2.** Wyniki badań dotyczących reakcji rynku na informacje o zamiarze dokonania transakcji typu *spin-off* na rynkach rozwiniętych

Autorzy	Kraj	Okres	Liczba transakcji	Okno zdarzenia	CAR (%)
Schipper, Smith (1983)	US	1963-1981	93	[-1,0]	2,84 (***)
Rosenfeld (1984)	US	1963-1981	35	[-1,0]	5,56 (**)
Slovin, Sushka, Ferraro (1995)	US	1980-1991	37	[0,1]	1,32 (**)
Daley, Mehrotra, Sivakumar (1997)	US	1975-1991	85	[-1,0]	3,40 (***)
Krishnaswami, Subramaniam (1999)	US	1979-1993	118	[-1,0]	3,15 (***)
Desai, Jain (1999)	US	1975-1991	144	[-1,1]	3,84 (***)
Mulherin, Boone (2000)	US	1990-1998	106	[-1,1]	4,51 (***)
Veld, Veld-Merkoulova (2004)	UK	1987-2000	70	[-1,1]	2,54 (***)
Veld, Veld-Merkoulova (2004)	G	1987-2000	13	[-1,0]	2,56 (**)
Qian, Sudarsanam (2007)	UK	1987-2005	72	[-1,1]	5,48 (***)

Istotność na poziomie: 10% (\*), 5% (\*\*), 1% (\*\*\*)

Źródło: opracowanie własne.

Także w przypadku transakcji typu *equity carve-out* większość badań wskazuje na istotne statystycznie dodatnie nadwyżkowe stopy zwrotu, niezależnie od rynku i okresu, dla których przeprowadzane były badania.

**Tabela 3.** Wyniki badań dotyczących reakcji rynku na informacje o zamiarze dokonania transakcji typu *equity carve-out* na rynkach rozwiniętych

Autorzy	Kraj	Okres	Liczba transakcji	Okno zdarzenia	CAR (%)
Schipper, Smith (1986)	US	1965-1983	76	[-4,0]	1,83 (**)
Slovin, Sushka, Ferraro (1995)	US	1980-1991	32	[0,1]	1,23 (***)
Allen, McConnel (1998)	US	1978-1993	186	[-1,1]	1,90 (***)
Mulherin, Boone (2000)	US	1990-1998	125	[-1,1]	2,27 (***)
Vijh (2002)	US	1980-1997	336	[-1,1]	1,94 (***)
Wagner (2005)	G	1984-2002	81	[-1,1]	1,71 (***)
Pojezny (2006)	G	1984-2004	69	[-1,1]	0,4 (bd)
Pojezny (2006)	UK	1984-2004	28	[-1,1]	3,8 (bd)

Istotność na poziomie: 10% (\*), 5% (\*\*), 1% (\*\*\*)

Źródło: opracowanie własne.

Należy nadmienić, iż nie zawsze uzyskiwane rezultaty były tak jednoznaczne, jak wynikałoby to z powyższych zestawień. Niektórzy badacze przedstawiali wyniki swoich obserwacji dla różnych przedziałów okna zdarzenia i w niektórych przypadkach uzyskiwali ujemne nadwyżkowe stopy zwrotu, jednak w ostatecznych konkluzjach podkreślali, że uśredniając, uzyskiwali wyniki świadczące o pozytywnym odbiorze przez inwestorów (rynek) informacji o transakcjach o charakterze dezinvestycji. Warto także na koniec zwrócić uwagę, iż podobne badania wykorzystujące podobne metody stosowane do analizy reakcji inwestorów na informacje o zamiarze dokonania transakcji fuzji lub przejęć skutkujących zwiększeniem stopnia dywersyfikacji działalności również, co ciekawe, w większości przypadków wykazywały dodatnie nadwyżkowe stopy zwrotu.

## Literatura

- Allen J.W., McConnel J.J., *Equity carve-outs and managerial discretion*, „Journal of Finance” 1998, vol. 53, s. 163-186.
- Berger P.G., Ofek E., *Diversification's effect on firm value*, „Journal of Financial Economics” 1995, vol. 37, s. 39-65.

- Cao J., Owen S., Yawson A., *Analysing the wealth effects of UK divestitures: An examination of domestic and international sales*, „Research in International Business and Finance” 2008, vol. 22, s. 68-84.
- Comment R., Jarrell G.A., *Corporate focus and stock returns*, „Journal of Financial Economics” 1995, vol. 37, s. 67-87.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997.
- Copeland T., Weston J.F., Shastri K., *Financial Theory and Corporate Policy*, Pearson Addison Wesley, 2005.
- Daley L., Mehrotra V., Sivakumar R., *Corporate focus and value creation: Evidence from spinoffs*, „Journal of Financial Economics” 1997, vol. 45, s. 257-281.
- Desai H., Jain P.C., *Firm performance and focus: long-run stock market performance following spinoffs*, „Journal of Financial Economics” 1999, vol. 54, s. 75-101.
- Gadad A.M., Thomas H.M., *Sources of shareholders wealth gains from assets sales*, „Applied Financial Economics” 2005, vol. 15, s. 137-141.
- Garstka M., *Restrukturyzacja przedsiębiorstwa. Podział przez wydzielenie*, CeDeWu, Warszawa 2006.
- Jain P.C., *The effect of voluntary sell-off announcements on shareholder wealth*, „Journal of Finance” 1985, vol. 40, s. 209-224.
- John K., Ofek E., *Asset sales and increase in focus*, „Journal of Financial Economics” 1995, vol. 37, s. 105-126.
- Kaiser K., Stouraitis A., *Value creation through corporate restructuring: European divestitures*, „European Management Journal” 1995, vol. 13, s. 164-174.
- Krishnaswami S., Subramaniam V., *Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision*, „Journal of Financial Economics” 1999, vol. 53, s. 73-112.
- Lang L., Poulsen A., Stulz R.M., *Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion*, „Journal of Financial Economics” 1995, vol. 37, s. 3-37.
- Lang L., R. Stulz, *Tobin's q, corporate diversification, and firm performance*, „Journal of Political Economy” 1994, vol. 102, s. 1248-1280.
- Mulherin J.H., Boone A.L., *Comparing acquisitions and divestitures*, „Journal of Corporate Finance” 2000, vol. 6, s. 117-139.
- Pojezny N., *Value Creation in European Equity Carve-Outs*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2006.
- Rosenfeld J.D., *Additional evidence on the relation between divestiture announcements and shareholder wealth*, „Journal of Finance” 1984, vol. 39, s. 1437-1448.
- Qian B, Sudarsanam S., *Catering Theory of Corporate Spinoffs: Empirical Evidence from Europe*, Cranfield University Working Paper, 2007.
- Schipper K., Smith A., *A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings*, „Journal of Financial Economics” 1986, vol. 15, s. 153-186.
- Schipper K., Smith A. *Effects of recontracting on shareholder wealth: The case of voluntary spin-offs*, „Journal of Financial Economics” 1983, vol. 12, s. 437-467.
- Slovin M.B., Sushka M.E., Ferraro S.R., *A comparison of the information conveyed by equity carve-outs, spin-offs and asset sell-offs*, „Journal of Financial Economics” 1995, vol. 37, s. 89-104.
- Veld C. Veld-Merkoulova Y.V., *Do spin-offs really create value? The European case*, „Journal of Banking & Finance” 2004, vol. 28, s. 1111-1135.
- Vijh A.N., *The positive announcement-period returns of equity carveouts: Asymmetric information or divestiture gains?*, „Journal of Business” 2002, vol. 75, s. 153-190.
- Wagner H.F., *The Equity Carve-Out Decision*, Bocconi University Working Paper, 2005.

## **INVESTORS REACTION TO DIVESTITURES ANNOUNCEMENT – EVIDENCE FROM DEVELOPED MARKETS**

**Summary:** Restructuring such as divestitures, spin-offs and equity carve-outs often leads to an increase in company's focus. Existing literature offers a lot of explanations of positive investors reactions due to the positive wealth effect expectations. The main aim of the paper is to compare different forms of refocusing transactions as well as to compare the results of previous research studies on investors reactions to divestitures, spin-offs and equity carve-outs conducted on the developed markets. These research studies, which commonly use an event analysis methodology, reveal in general positive and significant cumulative abnormal returns, confirming that refocusing may increase the shareholder value.