



Piotr PAJEWSKI*

Ekonomiczne podstawy fuzji i przejęć

W dzisiejszym świecie zjawiska fuzji i przejęć przedsiębiorstw stały się niemal codziennym elementem życia gospodarczego. Transakcje tego typu nasilają się co pewien okres tworząc tzw. fale fuzji. Kulminacja ostatniej piątej już „fali” przypadła na pierwsze półrocze 2000 r., kiedy to zawarto transakcje na łączną kwotę ok. 1,9 biliona USD. Po trzech latach znacznego spadku liczby i wartości połączeń, obecnie obserwuje się ponowny wzrost aktywności przedsiębiorstw w tym zakresie, co może oznaczać początek kolejnej już – szóstej „fali” fuzji.

Większość firm traktuje transakcje fuzji i przejęć jako prosty i szybki sposób na poprawę kondycji oraz wzmocnienie pozycji na rynku. Głównym celem jest przy tym osiągnięcie tzw. efektów synergicznych, polegających na tym, że wartość łączących się przedsiębiorstw jest wyższa po integracji, niż kiedy działają one oddzielnie. Łącząc się z konkurentem lub kooperantem można natychmiast wykorzystać jego wiedzę techniczną, markę, dostawców, system dystrybucji, zmniejszyć koszty czy też wzmocnić swoje finanse.

Tymczasem według niektórych amerykańskich badań przeprowadzonych w ciągu ostatnich dwudziestu lat, około 50% fuzji nie osiąga zamierzonych celów [Preston, 1997]. Według innych, za udane można uznać około 1/3 połączeń, tyle samo za nieudane, zaś o pozostałych nie można wyrazić jednoznacznej opinii [Blex et al, 1990]. Jakie są zatem motywy, które mimo tak wysokiego ryzyka niepowodzenia skłaniają do łączenia się przedsiębiorstw? W niniejszym artykule w sposób możliwie kompleksowy postaram się wskazać podstawowe motywy fuzji i przejęć.

* Autor jest doktorantem na Wydziale Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego. Artykuł wpłynął do redakcji w styczniu 2004 r.

Podstawowe rodzaje fuzji i przejęć

Na wstępie zdefiniujemy kilka podstawowych pojęć dotyczących transakcji fuzji i przejęć. W języku polskim termin „fuzja” istnieje od dawna i jego konotacja znaczeniowa raczej nie budzi większych wątpliwości. W znaczeniu ogólnym termin ten jest równoznaczny z określeniami „połączenie”, „łączenie”, „integracja” czy „zespolenie”. W ramach nauk ekonomicznych terminem fuzji określamy wszelkiego rodzaju połączenia dwóch lub więcej wcześniej niezależnych przedsiębiorstw. Połączenia takie mogą przybierać dwie podstawowe formy:

- 1) fuzja „właściwa” (ang. *merger*) – zakłada utworzenie na bazie dobrowolności i równorzędności jednego (nowego) przedsiębiorstwa z przedsiębiorstw, które stanowiły do tej pory oddzielne i rozdzielne podmioty gospodarcze. Zwykle fuzję przeprowadzają przedsiębiorstwa o zbliżonej wielkości, które w wyniku tej operacji tracą swoją osobowość prawną i niezależność, a w ich miejsce powstaje całkiem nowa struktura gospodarcza. Akcjonariusze (udziałowcy) łączących się firm otrzymują w zamian za akcje (udziały) obydwu spółek akcje (udziały) nowo utworzonego przedsiębiorstwa.
- 2) przejęcie (ang. *acquisition*) – to w praktyce najczęściej stosowana forma integracji. Polega ona na tym, iż jedno lub więcej przedsiębiorstw przejmuje kontrolę nad innym przedsiębiorstwem lub innymi przedsiębiorstwami. Zasadniczo transakcje tego typu przeprowadza się na drodze kapitałowej, najczęściej poprzez nabycie przez jedno przedsiębiorstwo akcji lub udziałów innego przedsiębiorstwa, w ilości umożliwiającej opanowanie kapitałowe, a tym samym sprawowanie jednolitego kierownictwa. Nabycie może przy tym przyjąć rozmaite formy, począwszy od zwykłej transakcji kupna-sprzedaży, poprzez objęcie akcji (udziałów) w następstwie podniesienia kapitału lub wymiany akcji (udziałów), po ich objęcie w zamian za wierzycelność. Rzadziej spotykanym przypadkiem jest nabycie przedsiębiorstwa w całości lub jego części i ustrukturyzowanie go w postaci spółki zależnej. W wyniku przejęcia wykupione przedsiębiorstwo zostaje w pewien sposób włączone w strukturę przejmującej je firmy – zostaje ono wchłonięte bądź też wchodzi do grupy kapitałowej.

Podział połączeń na fuzje i przejęcia jest oczywiście w pewnej mierze umowny. Biorąc pod uwagę wielość i różnorodność procesów, trudno wskazać dokładnie granice pomiędzy fuzją i przejęciem oraz określić, na ile decyzje o połączeniu są dobrowolne, a na ile wymuszone przewagą partnerów. Sama oferta przejęcia, niezależnie od zasadności ekonomicznej, nie zawsze spotyka się z przychylnym odbiorem zainteresowanych stron. Jeżeli zostanie ona na wstępie odrzucona przez kierownictwo przejmowanej firmy, wówczas mówimy o wrogim przejęciu (*hostile takeover*). Najczęściej z wrogimi przejęciami mamy do czynienia w przypadku spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych. Skuteczne zrealizowanie wrogiego przejęcia możliwe jest przede wszystkim w przypadku spółek o znacznym *free float* (tzn. ilości akcji znajdu-

jących się w obrocie giełdowym) i odpowiednio wysokim stopniu rozproszenia akcjonariatu. Cechą charakterystyczną wrogich przejęć jest z reguły dążenie do wzmocnienia pozycji rynkowej podmiotu przejmującego kontrolę lub też do eksploatacji i wyeliminowania spółki przejmowanej.

Różnorodność celów łączenia się przedsiębiorstw sprawia, iż powiązania między nimi mogą mieć bardzo zróżnicowany charakter. Z tego też względu wyróżnia się trzy podstawowe rodzaje fuzji:

- 1) fuzje poziome (horyzontalne), polegają na łączeniu się przedsiębiorstw z tego samego rynku (branży). Integrujące się jednostki wytwarzają zazwyczaj ten sam lub podobny zestaw wyrobów opartych na tej samej, lub podobnej technologii, służących temu samemu celowi albo uzyskanych z tego samego surowca. Podmioty biorące udział w takiej transakcji rezygnują z dotychczasowej konkurencji, licząc na uzyskanie efektów synergii,
- 2) fuzje pionowe (wertykalne), czyli połączenia przedsiębiorstw, pomiędzy którymi zachodzi relacja kupna-sprzedaży (lub istnieją do tego potencjalne podstawy). Fuzje takie zawierane są zazwyczaj w przemysłach, w których produkcja ma fazowy charakter i obejmują przedsiębiorstwa należące do różnych branż, gałęzi i działów gospodarki, ale połączonych ze sobą więzią produkcyjną,
- 3) konglomeraty są to wszelkiego rodzaju pozostałe formy połączeń. Obejmują one te integrujące się przedsiębiorstwa, pomiędzy którymi nie zachodzą żadne stosunki wymienne (kupna-sprzedaży), ani też stosunki funkcjonalne, ale które podlegają jednolitemu kierownictwu. Zgodnie z podziałem opracowanym przez Federal Trade Commission, wyróżnia się konglomeraty:
 - a) rozszerzające asortyment produktowy, a więc powstałe w wyniku połączenia firm sprzedających niekonkurencyjne towary i wykorzystujących wspólnie swoje kanały marketingowe oraz procesy produkcyjne;
 - b) rozszerzające rynki, czyli powstałe w wyniku połączenia przedsiębiorstw produkujących zbliżony produkt, ale na innych rynkach geograficznych;
 - c) „czyste” – konglomeraty firm, pomiędzy którymi nie zachodzą jakiegokolwiek związki.

Konglomeraty mogą mieć charakter konglomeratów finansowych lub zarządczych. Finansowe konglomeraty umożliwiają przepływ funduszy do każdego segmentu ich działalności, kontrolują realizację zadań oraz przejmują na siebie ryzyko finansowe. Natomiast konglomeraty zarządcze, nie tylko podejmują decyzje strategiczne, ale również podejmują bieżące decyzje operacyjne.

Niektórzy ekonomiści wymieniają ponadto jeszcze jedną formę połączeń, a mianowicie integrację koncentryczną jako formę pośrednią między fuzjami pionowymi a konglomeratami. Chodzi o przypadek konsolidacji firm, których działalność jest w pewnym stopniu powiązana ze sobą, a jednocześnie nie zachodzą tak ściśle związki, jak w przypadku integracji pionowej. W literaturze fachowej dominuje jednak koncepcja podziału na trzy wcześniej wymienione rodzaje połączeń. W praktyce istnieje bowiem wiele odmian fuzji i przejęć, bę-

dących bądź to jednym z wymienionych typów, bądź też ich kombinacją. Podział na fuzje horyzontalne, wertykalne i konglomeraty najlepiej oddaje jednak istotę różnych sposobów łączenia się przedsiębiorstw oraz motywów i skutków przeprowadzania takich transakcji.

Istota i motywy łączenia się przedsiębiorstw

Wg Michaela C. Jensena przejęcia są logicznym rezultatem dążenia przedsiębiorstw do utrzymania się na wolnym rynku, służą ujawnieniu wartości akcji przedsiębiorstwa-celu, dostarczają unikatowego i silnego mechanizmu relokacji zasobów, wymaganego przez zmiany technologii i preferencje konsumentów. Fuzje i przejęcia mają ekonomiczny sens również dlatego, że służą wzrostowi zamożności akcjonariuszy (przede wszystkim firm przejmowanych), a tym samym wpływają na poprawę efektywności alokacji zasobów w gospodarce. Natomiast nieprzychylnie opinie na temat wielu przejęć biorą się najczęściej z obaw menedżerów o swoje miejsca pracy i ludzi chcących zachować swoją władzę nad przedsiębiorstwami [Lewandowski, 2001, s. 32].

Przejęcie może zapewnić firmie dostęp do nowych produktów i technologii, poszerzyć bazę klientów, przyspieszyć ekspansję geograficzną oraz umożliwić wzrost możliwości produkcyjnych w nieporównywalnym tempie. Wchłonięcie całej organizacji zapewnia przejmującemu natychmiastową przewagę nad konkurencją oraz możliwość skorzystania z zasobów finansowych i technicznych przejętego podmiotu. Rzadziej celem połączeń jest stabilizacja dochodów, czy też próba stworzenia imperium przemysłowego lub finansowego. Mimo iż przejęcia wiążą się zwykle z dużymi kosztami początkowymi, wariant taki może okazać się w ostatecznym rozrachunku korzystniejszy niż tworzenie określonej działalności samodzielnie od początku [Johnson, 2000, s. 72].

Hierarchia i ranga motywów fuzji oraz przejęć ulega zmianom z upływem lat. I tak na przykład udział motywów technologicznych w realizacji fuzji i przejęć staje się obecnie marginalny. Coraz bardziej istotnymi stają się natomiast motywy o charakterze ofensywnym, motywy inwestycyjno-rynkowe, związane z tempem rozwoju przedsiębiorstw i zwiększeniem udziału w segmentach rynkowych. Rośnie także znaczenie motywów związanych z łańcuchem wartości przedsiębiorstwa, jak na przykład zabezpieczenie i kontrola zbytu, oszczędności na kosztach działania, przetwórstwo miejscowych surowców itp. Można wręcz postawić tezę, że motywy połączeń przedsiębiorstw w latach dziewięćdziesiątych ogniskowały się na uzyskaniu strategicznej przewagi przedsiębiorstw na nowych rynkach dzięki tworzeniu bardziej efektywnych ekonomicznie (szczególnie przez strategię niższych kosztów) łańcuchów wartości [Szczepankowski, 2000, s. 133].

Systematyzując ekonomiczne podstawy do przeprowadzania transakcji fuzji i przejęć można dokonać podziału na trzy podstawowe grupy: motywy właścicieli i menedżerów, motywy rynkowo-marketingowe oraz motywy finansowe.

Motywy właścicieli i menedżerów

W spółkach, które dążą do połączenia, istnieje wiele grup interesu żywotnie zainteresowanych powodzeniem całego przedsięwzięcia. I tak dla właścicieli głównym celem jest zazwyczaj zwiększenie wartości firmy. Cel ten nie musi być sprzeczny z interesami innych zainteresowanych stron: pracowników, klientów czy też całej gospodarki. Może on zostać jednak wypaczony przez dążenie menedżerów do odniesienia własnych korzyści. Zgodnie z teorią użyteczności menedżera, transakcje przejęcia mogą być podejmowane w celu zaspokojenia ambicji menedżerskich, żądzy władzy, dążenia do zbudowania firmy-imperium lub z innych powodów związanych z wielkością firmy.

Maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy

Zgodnie z neoklasycznym podejściem wszelkie decyzje podejmowane przez firmy, w tym decyzje dotyczące przejęć, mają na celu maksymalizację wartości dla akcjonariuszy. Postulat ten zgodnie z nowoczesną teorią finansów stanowi racjonalne kryterium podejmowania decyzji inwestycyjnych i finansowych przez menedżerów. Jest ono spełnione wtedy, gdy dodatkowa wartość powstająca w procesie przejęcia przewyższa koszt przejęcia.

Jeszcze do niedawna podstawowymi miernikami wartości firmy były wielkości związane bezpośrednio z zyskiem. Mimo swojej użyteczności w wielu sytuacjach, były one zbyt uproszczone i nie uwzględniały wielu ważnych czynników kształtujących wartość spółki. W wyniku tego kadra zarządzająca mogła podejmować decyzje, które w długim okresie prowadziły do zmniejszenia wartości przedsiębiorstwa, a i krótkoterminowo nie zawsze podbijały cenę spółki. Odpowiedzią na to była rozwinięta w połowie lat 70. w Stanach Zjednoczonych koncepcja oparta na zarządzaniu przez wartość (*Value Based Management – VBM*). Zgodnie z tym podejściem wartość spółki wyznaczana jest przez przewidywane w przyszłości zdyskontowane przepływy gotówkowe i rośnie tylko wtedy, gdy spółka umiejętnie inwestuje kapitał, tj. gdy stopy zwrotu z inwestycji przewyższają koszt tego kapitału. Ukierunkowanie działań przedsiębiorstwa na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy ułatwia podejmowanie zarówno zwykłych bieżących działań operacyjnych, jak również najważniejszych decyzji strategicznych, w tym dotyczących fuzji i przejęć.

Z punktu widzenia akcjonariuszy spółki przejmującej, przejęcie jest korzystne, jeżeli udział procentowy zysku po opodatkowaniu w kapitale własnym ulokowanym w przejęciu przewyższy alternatywny koszt kapitału własnego firmy przejmującej. Wczesne badania wskazują, że z punktu widzenia akcjonariuszy spółki przejmującej transakcje przejęcia w najlepszym przypadku nie wnoszą nic nowego, w najgorszym zaś w niewielkim stopniu obniżają wartość aktywów. Nowsze dane dowodzą jednak, że transakcje przejęcia mogą przynosić korzyść akcjonariuszom spółki dokonującej przejęcia, choć prawdopodobieństwo zwiększenia wartości tą drogą jest niskie [Sudarsanam, 1998, s. 6].

Z wyników licznych badań opartych na analizach *ex ante*, odzwierciedlających oczekiwania rynku dotyczące nakładów i korzyści wynikających z proponowanego połączenia oraz prawdopodobieństwa dojścia transakcji do skutku wynika, że większość korzyści otrzymują akcjonariusze przejmowanych firm, ponieważ konkurencja między oferentami powoduje wzrost kursów akcji firm przejmowanych do poziomu, przy którym akcjonariuszom firm przejmujących pozostają znikome lub wręcz zerowe korzyści. Akcjonariusze firm przejmowanych otrzymują średnio 20% premię w przypadku wyrażenia zgody na fuzję lub 35% premię w przypadku wrogiego przejęcia. Natomiast akcjonariusze firm przejmujących w przypadku polubownych fuzji otrzymują bardzo mały kilkuprocentowy zysk [Copeland et al., 1994, s. 413]. Wygląda na to, że w okresie następującym bezpośrednio po przejęciu dochodzi do rozdźwięku pomiędzy celem przejęcia a tworzeniem dodatkowej wartości. Oczywiście nie oznacza to, że firmy przejmujące nigdy nie odnoszą sukcesu. Wstępna reakcja rynku może być błędna.

Tablica 1

Wpływ fuzji i przejęć na zmiany kursów akcji przedsiębiorstw

Rodzaj transakcji	Średnia stopa zwrotu akcjonariuszy (%)
Fuzja	
– Firma przejmowana	20%
– Firma przejmująca	2-3%
Oferta przejęcia	
– Firma przejmowana	35%
– Firma przejmująca	3-5%
Podział	
– Spin-off (wydzielenie)	2-5%
– Sprzedaż	
• Sprzedawca	0,5-1,0%
• Nabywca	0,34%
– Equity carve-out (sprzedaż akcji)	2%

Źródło: [Copeland and Weston, 1998, s. 754]

Uzyskiwane przez akcjonariuszy stopy zwrotu zostały naniesione w postaci skumulowanych dodatkowych stóp zwrotu (*CAR – cumulative abnormal return*), będących składnikami resztowymi (e_{jt}) z regresji stóp zwrotu z danego papieru wartościowego względem stóp zwrotu mierzonych indeksem giełdowym:

$$R_{jt} = a_j + b_j R_{mt} + e_{jt}^1$$

Podejście takie pozwala na oszacowanie wartości informacji dotyczącej konkretnej firmy w danym dniu po uwzględnieniu skutków ruchu całego rynku. Składnik resztowy jest określany jako dodatkowa stopa zwrotu, ponieważ je-

¹ gdzie R_{jt} – stopa zwrotu z j-tego papieru wartościowego w dniu t, a_j , b_j – wyraz wolny oraz współczynnik kierunkowy w regresji liniowej R_{jt} względem R_{mt} dla okresu odniesienia, R_{mt} – stopa zwrotu z indeksu reprezentatywnego dla całego rynku.

żeli nie uwzględni się specyficznego dla danej firmy wydarzenia, to średnia różnica między rzeczywistą i prognozowaną stopą zwrotu będzie równa zeru. Skumulowane dodatkowe stopy zwrotu naniesione w tablicy należy interpretować jako dodatkowy dochód osiągnięty przez akcjonariuszy dzięki ogłoszeniu fuzji. Przed nieoczekiwanym ogłoszeniem połączenia CAR oscylują wokół zera, po czym raptownie rosną osiągając nowy poziom, odzwierciedlający oczekiwania rynku *ex ante*, co do wpływu fuzji na wartość łączących się firm.

Pełne informacje o ewentualnym sukcesie bądź niepowodzeniu połączenia dostępne są jednak dopiero po upływie dłuższego okresu od momentu ogłoszenia zamiaru przejęcia. Okazuje się bowiem, iż porównując reakcję rynku *ex ante* z analizą *ex post* w ok. 62% przypadków rynek miał rację, lecz tylko w jednym na pięć przypadków wstępnie ocenionych pozytywnie przez rynek, przejęcie faktycznie kończyło się sukcesem [Copeland et al., 1994, s. 416].

Z badań przeprowadzonych przez McKinsey&Company obejmujących 116 programów przejęć, na które zwykle składało się kilka pojedynczych przejęć przeprowadzonych w latach 1972-1983 wśród firm znajdujących się na listach Fortune Magazine i Financial Times (200 amerykańskich oraz 150 brytyjskich największych przedsiębiorstw przemysłowych) wynika, że 61% programów zakończyło się niepowodzeniem, zaś 23% sukcesem. Przejęcie uznawano przy tym za udane, jeżeli przyniosło ono akcjonariuszom stopę zwrotu równą lub wyższą od kosztu kapitału własnego dla funduszy zaangażowanych w realizację programu przejęć. W przypadku gdy przedmiotem przejęcia była mała firma w pokrewnych branżach, odsetek przejęć zakończonych sukcesem zwiększał się aż do 45%, zaś w przypadku przejęć dużych firm funkcjonujących w obcych branżach spadał do zaledwie 14%. Wskazywałoby to na fakt, iż dywersyfikacja nie jest najlepszym motywem dokonywania fuzji [Copeland et al., 1994, s. 416-418].

Do podobnych wniosków skłaniają dane zebrane w ramach studiów rynkowych prowadzonych przez PricewaterhouseCoopers i przez niezależne instytucje badania rynku. Spośród 150 zbadanych transakcji przekraczających wartość 500 mln USD ponad połowa zmniejszyła wartość łączących się firm, zaś tylko w ok. 25% przypadkach zwróciły się koszty poniesione na integrację firm w okresie badanych 10 lat. Za sukces uznano ok. 20% przejęć lub fuzji, zaś w przypadku pozostałych albo nie można było nic powiedzieć, albo też uznano je za porażki. Dodatkowo zauważono, iż średnio 50% wyższego kierownictwa odchodzi w ciągu 1 roku, a ponad 75% po upływie 3 lat od momentu przeprowadzenia transakcji [PricewaterhouseCoopers, 2000].

Motywy menedżerskie

Rozproszenie własności akcji wśród wielu małych akcjonariuszy powoduje zmniejszenie ich wpływu na działalność przedsiębiorstwa i umacnia rolę zarządu w podejmowaniu niezależnie od interesów akcjonariuszy ważnych decyzji w firmie, również tych o znaczeniu strategicznym. W rezultacie cel, którym jest maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy może zostać wypaczony

przez dążenie menedżerów do odniesienia własnych korzyści. W kontekście fuzji i przejęć może to doprowadzić do zawarcia błędnej transakcji lub zawyżenia jej wartości i powstania tym samym znacznych strat. Menedżerowie mogą po prostu przepłacić lub narazić się na poniesienie zbyt wysokich kosztów transakcyjnych, zgłaszając wrogą ofertę przejęcia lub popełniając błędy w oszacowaniu potencjału tworzenia wartości w wyniku połączenia.

Jednym z podstawowych motywów podjęcia przez menedżerów działań zmierzających do przejęcia innych spółek jest tzw. syndrom budowania imperium. Najczęściej bowiem wynagrodzenie, otrzymywane świadczenia, pozycja oraz władza są funkcją wielkości przedsiębiorstwa. Raport Bakera, Jensena i Murphy'ego *Compensation and incentives: practice and theory*, opracowany na podstawie danych zgromadzonych w Stanach Zjednoczonych stwierdza, że średnia elastyczność wynagrodzenia względem wielkości firmy wynosi 0,3. Oznacza to, że wzrost obrotów firmy o 10% pociąga za sobą 3% wzrost wynagrodzeń kadry menedżerskiej [Baker et al, 1988]. Tę korelację potwierdzają także analizy brytyjskich spółek przeprowadzone przez Meeksa i Whittingtona, choć w tym przypadku sam wzrost płac wynika również z uzyskania przez przedsiębiorstwa wyższych stóp rentowności [Meeks, 1975, s. 1-14].

Wzrost wynagrodzeń podyktowany jest jednak przede wszystkim skalą wzrostu spółki dokonującej przejęcia i ma miejsce nawet wtedy, gdy nie jest z tym związany wzrost wartości dla akcjonariuszy. Z analizy 254 ofert przejęcia zgłoszonych w Wielkiej Brytanii (1974-1980) przeprowadzonych przez Firth'a wynika, że zarządzający spółką zyskują nawet wtedy, gdy w wyniku transakcji przejęcia akcjonariusze ponoszą straty [Firth, 1991, s. 421-428]. Co więcej, zgodnie z badaniami Conyona i Clegga przeprowadzonymi na podstawie obserwacji 170 brytyjskich firm w latach 1985 i 1990, relacja pomiędzy częstotliwością dokonywanych przejęć a wynagrodzeniem jest dodatnia [Conyon et al, 1994].

Obok korzyści finansowych istotnym motywem może być samorealizacja. Zarządzanie większą liczbą podwładnych, uzyskany prestiż lub dysponowanie większym budżetem mogą zaspokoić ambicję niejednego menedżera. Podobnie wykazanie się korzystnie przeprowadzoną transakcją, przyspieszenie rozwoju firmy czy też przejście na nową formę działalności rokująca większe szanse na wzrost, ukazuje nie ujawnione wcześniej zdolności i umiejętności kadry kierowniczej. Z drugiej strony połączenie z innym podmiotem może także pomóc w zamaskowaniu błędów popełnionych przez menedżerów lub bieżących kłopotów finansowych firmy.

Z punktu widzenia bezpieczeństwa zatrudnienia najkorzystniejsza dla menedżerów jest względna stabilność przychodów firmy, minimalizacja kosztów związanych z napięciami finansowymi oraz zabezpieczenie przed przejęciem przez inną firmę. Ryzyko wahań wyników osiąganych przez przedsiębiorstwo można zmniejszyć dzięki dywersyfikacji działalności przedsiębiorstwa w drodze przejęcia firmy, której przepływy gotówkowe nie są silnie dodatnio skorelowane. Obniżona w ten sposób całkowita zmienność przepływów gotówkowych niekoniecznie musi jednak wpływać na zwiększenie wartości firmy dla

akcjonariuszy. Akcjonariusze mogą bowiem sami tworzyć portfele inwestycyjne zawierające akcje obu spółek i osiągnąć tym samym oczekiwany stopień dywersyfikacji przy znacznie niższych kosztach. Jest to jednak niewystarczające dla menedżerów, którzy w przeciwieństwie do akcjonariuszy, nadmiernie inwestując we własną firmę, a także otrzymując często wynagrodzenie w formie akcji lub opcji na akcje zarządzanej firmy, utrzymują wysoce niezdywersyfikowane portfele, obciążone wysokim poziomem ryzyka specyficznym dla danej firmy. Dlatego też są oni gotowi zrezygnować z części zysku w celu realizacji własnych zamierzeń, co jest sprzeczne z preferencjami właściciela.

Zwiększenie wielkości przedsiębiorstwa przez połączenie z innym podmiotem lub też zdecydowany opór w celu podniesienia wysokości premii, utrudniają przeprowadzenie wrogiego przejęcia i w konsekwencji postrzegane są często przez menedżerów jako działania ograniczające ryzyko utraty stanowiska, a tym samym praw do przyszłych zysków. Podejście takie w dłuższym kontekście czasowym jest najczęściej mylne, gdyż po połączeniu stanowiącym obronę przed wrogim przejęciem większość menedżerów wyższego szczebla i tak odchodzi z firmy, zaś oczekiwane rozproszenie własności nie prowadzi do oczekiwanego zwiększenia niezależności kierownictwa. Zgodnie z badaniami Cotter'a i Zenner'a opór kierownictwa jest jednak tym większy, im mniej zmienia się ich poziom bogactwa oraz im mniejsza jest skala zysków kapitałowych wynikających z udziałów menedżerskich w spółce stanowiącej cel przejęcia [Cotter et al., 1993].

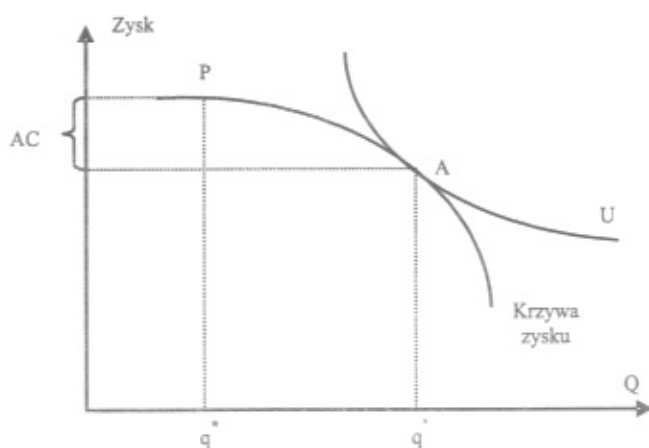
Poprawa efektywności zarządzania

Rozbieżności interesów pomiędzy właścicielami i menedżerami znane są w literaturze pod pojęciem problemu agencji i opisywane w ramach teorii agencji. Pionierskimi pracami w tym zakresie były artykuły Spence'a i Zeckhausera [Spence et al., 1971] oraz S. Rossa [Ross, 1973]. Do klasycznych prac z zakresu teorii agencji należy też artykuł Jensena i Mecklinga [Jensen et al., 1976].

Relacja agencji występuje wówczas, gdy jeden podmiot (zwierzchnik) zależy od działalności drugiego podmiotu (agenta). Relacja taka bardzo często występuje w organizacjach właśnie między kierownikami i pracownikami, między menedżerami różnych szczebli oraz między akcjonariuszami i zarządem przedsiębiorstwa. M. Jensen twierdził, iż w tym ostatnim przypadku istotą konfliktu jest inwestowanie przez menedżerów wolnych środków w przedsięwzięcia o ujemnej wartości bieżącej netto. Menedżerowie akceptują bowiem często niską stopę zwrotu, jeżeli tylko takie działania zapewniają rozwój firmy i jej ekspansję [Wrzesiński, 2000, s. 66]. Konflikt między menedżerami a właścicielami to jednak nie tylko zróżnicowanie celów. W przeciwieństwie do zarządu, właściciele przedsiębiorstwa nie dysponują pełną informacją o możliwościach przedsiębiorstwa, a tym samym o możliwych do wypracowania zyskach. Gdyby taką wiedzą dysponowali, to w sposób oczywisty dążyliby przede wszystkim do maksymalizacji wartości i zysku przedsiębiorstwa. Tymczasem asymetria informacji umożliwia menedżerom manipula-

cję opiniami właścicieli przez prowadzenie odpowiedniej polityki informacyjnej, w tym przedstawianie potencjalnych korzyści z działań służących celom zarządu czy też przemilczanie problemów. W konsekwencji menedżerowie doprowadzają do takich decyzji, które umożliwiają maksymalizację ich użyteczności, a nie wartości dla akcjonariuszy. W sposób graficzny przedstawia to poniższy rysunek:

Rysunek 1. Problem agencji



Źródło: [Viscusi, Vernon, Harrington, Jr., London 1995, s. 201]

Właściciele znając krzywą zysku przedsiębiorstwa, zobowiązaliby zarząd do działań maksymalizujących zysk, a tym samym wyboru produkcji q^* i zysku odpowiadającego punktowi P na wykresie. Jednakże menadżerowie wykorzystując asymetrię informacji podejmują działania umożliwiające maksymalizację ich krzywej użyteczności U. W konsekwencji doprowadzają do podjęcia decyzji odpowiadającej punktowi A na wykresie, co pociąga za sobą określone koszty (AC) zwane kosztami agencji (pośrednictwa).

Są to w szczególności koszty związane z monitorowaniem menedżerów przez właścicieli, koszty, jakie musi pokryć zarząd, aby stać się wiarygodnym dla właścicieli oraz koszty strat, jakie powstają, gdy mimo wysiłków właścicieli nie udaje im się skłonić menedżerów do działania, zgodnie z ich celami [Iwanek, 1997, s. 100-101]. Koszty agencji są szczególnie wysokie w branżach rozwiniętych lub znajdujących się w schyłkowej fazie rozwoju, gdyż przedsiębiorstwa działające w tych branżach charakteryzują się generowaniem wysokich wolnych przepływów pieniężnych i dużą wewnętrzną presją organizacji na rozszerzanie działalności.

Asymetria informacji oraz konflikt pośrednictwa powodują, iż normalny mechanizm kontroli właścicielskiej oparty na zasadach kodeksowych i realizowany przez funkcję kontrolną rady nadzorczej oraz walnego zgromadzenia akcjonariuszy jest najczęściej niewystarczający. Dlatego właściciele uciekają się

do rozmaitych wewnętrznych oraz zewnętrznych mechanizmów kontroli [Sudarsanam, 1998, s. 19-22]. Mechanizmy wewnętrzne obejmują przede wszystkim systemy godzące w interesy właścicieli i menedżerów (np. programy opcji menedżerskich) oraz systemy rygorystycznego nadzoru postępowania kadry menedżerskiej. W ostatnich latach bardzo popularne były systemy uzależniające wynagrodzenia menedżerów od wzrostu wartości firmy. Właściciele kierując się własnym interesem tak konstruowali kontrakty menedżerskie, aby motywować menedżerów do działań jak najbardziej zgodnych ze swoimi interesami. I tak np. przyznawali menedżerom części akcji w prowadzonych przez nich spółkach, włączali w motywujące programy opcji pracowniczych lub też uprawiali do udziału w zyskach firmy, co umożliwiało przynajmniej na częściowe zbliżenie interesów obu grup.

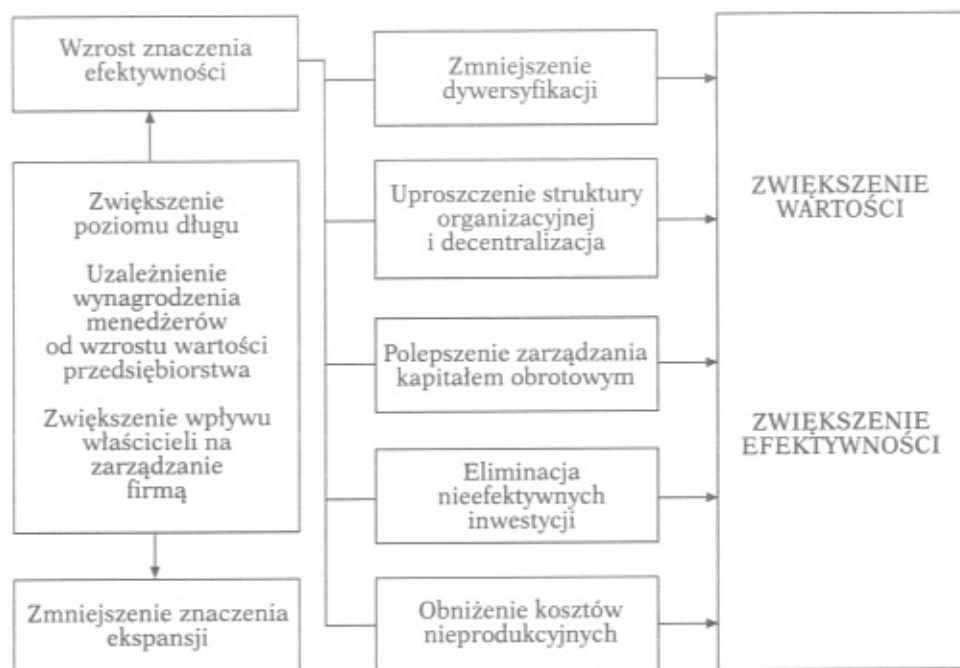
Mechanizmy zewnętrzne opierają się natomiast na dyscyplinie narzuconej menedżerom przez rynek, na którym spółka sprzedaje swoje wyroby, rynek pracy, na którym menedżerowie cieszący się najlepszą opinią mogą żądać najwyższych zarobków, oraz rynek walki o kontrolę nad przedsiębiorstwami, na którym zespoły menedżerów rywalizują ze sobą o prawo do zarządzania aktywami spółki. Istnieje powszechne przekonanie, iż to właśnie strach przed tym, że rynki potrafią zemścić się za błędy popełnione przez menedżerów, wymuszając wymianę kadry zarządzającej, ma odstręczać od realizowania partykularnych interesów. Zespoły, które zarządzając tymi aktywami potrafią wytworzyć większą dodatkową wartość będą eliminowały mniej efektywne zespoły menedżerów, wykazujące słabsze umiejętności w tym zakresie. Widoczne jest to właśnie przy transakcjach przejęć, których jednym z motywów jest często chęć redukcji niewydajnego zarządzania poprzez skoncentrowanie działań w rękach najzdolniejszych menedżerów. Dotyczy to zarówno firm nowych w danej branży, które poszukują doświadczonego sprzymierzeńca, mogącego zapewnić im lepsze kierownictwo i rozwój, jak również firm już dłużej funkcjonujących na rynku. Tym samym zwykła groźba przejęcia stanowi dla menedżerów zachętę do działań mających na celu dobro firmy, zaś powstały w ten sposób „rynek kontroli nad przedsiębiorstwem” zmniejsza niebezpieczeństwo konfliktu pomiędzy właścicielami i zarządem przedsiębiorstwa.

Mechanizmem redukującym skutki problemu agencji w nowoczesnych korporacjach stał się także wykup lewarowany (LBO), w wyniku którego, poprzez koncentrację własności akcji w rękach grupy aktywnych inwestorów finansowych, zwiększa się ich wpływ na całokształt działań podejmowanych przez przejęte przedsiębiorstwo. Dodatkowo sama forma transakcji pociąga za sobą konieczność obsługi długów zaciągniętych dla sfinansowania przejęcia i ogranicza tym samym poziom dostępnych wolnych środków pieniężnych, co zmusza menedżerów do wprowadzenia restrykcyjnej dyscypliny finansowej, ograniczającej do minimum zbędne koszty stałe i nieprodukcyjne. Nie podejmowane są tym samym inwestycje odbiegające od podstawowej działalności przedsiębiorstwa, a wręcz przeciwnie – większość nieprodukcyjnych aktywów jest wyłączana i sprzedawana. Eliminowane są zbyteczne zapasy produktów, wprowadzana jest bardziej restrykcyjna polityka ściągania należności, w większym

stopniu finansuje się działalność tanim kredytem handlowym. Ogólnie mówiąc, poprawia się zarządzanie kapitałem obrotowym, co ma najczęściej pozytywny wpływ na zwiększenie wyceny rynkowej przejętego przedsiębiorstwa.

Transakcje LBO związane są również ze zmianą sposobu zarządzania przedsiębiorstwem. W większości firm przejętych poprzez wykup lewarowany wprowadzana jest decentralizacja decyzji, dająca większe kompetencje średniej kadry menedżerskiej. Spłaszczenie struktury organizacyjnej poprawia jakość przepływu informacji, zmniejsza czas potrzebny do podejmowania kluczowych decyzji, a także umożliwia redukcję nadmiernego zatrudnienia w działach administracyjnych. W konsekwencji rośnie produktywność i efektywność. Fakt, iż efekty te są często realizowane przez tych samych menedżerów, którzy wcześniej zarządzali tymi przedsiębiorstwami, wskazuje, iż to właśnie zmiany struktury finansowania i metody sprawowania kontroli związane z przeprowadzeniem LBO wpływają pozytywnie na zwiększenie operacyjnej efektywności firmy [Wrześniński, 2000, s. 60-69].

Rysunek 2. Schemat wzrostu wartości akcji z tytułu zmian w operacyjnej działalności przedsiębiorstwa przejętego w wyniku wykupu lewarowanego (LBO)



Źródło: [Wrześniński, Warszawa 2000, s. 70]

W teorii agencji problem agencji ma zasięg znacznie szerszy i występuje także w relacjach rynkowych. Tym samym opisane wcześniej relacje pomiędzy przełożonym i podwładnym mają także swoje odzwierciedlenie we wza-

jemnych relacjach przedsiębiorstw. Również i w tym przypadku połączenie stanowi efektywny sposób redukcji kosztów agencji. Integracja umożliwia bowiem przemieszczenie zasobów w kierunku najefektywniejszych sposobów wykorzystania, pozwala na zbliżenie funkcji celu obu jednostek oraz usprawnienie przepływu informacji, eliminując tym samym dzielący je konflikt. Według Jensena to właśnie kwestia agencji odegrała istotną rolę w wyjaśnieniu dużej liczby przejęć w latach 80. w branży naftowej. Koncerny dysponowały wówczas znaczną nadwyżką funduszy na badania i rozwój. Menedżerowie mając na względzie rozmiary przedsiębiorstw oraz nie chcąc, aby ich działania odebrane zostały jako symptom upadającej firmy, sprzeciwiali się właścicielom preferującym redukcję tych inwestycji i przeznaczenie wolnych środków na dywidendy [Viscusi et al, 1995, s. 202].

Wiele z firm w wyniku złego zarządzania nie wykorzystuje swoich możliwości zmniejszenia kosztów, czy też zwiększenia sprzedaży i zarobków. Firmy te są naturalnymi kandydatami do przejęć przez firmy dysponujące lepszym zarządem. Nabywanie przedsiębiorstwa może umożliwić nabywcy podjęcie działań naprawczych lub restrukturyzacyjnych, które wydają się konieczne lub których skuteczność została sprawdzona w firmie-nabywcy. Połączenie może zatem stanowić efektywny środek przekazania kontroli nad kapitałem jednego przedsiębiorstwa innemu, przy czym zastąpienie zarządu w nabytej spółce może prowadzić do lepszego wykorzystania jej środków. Poprawę zarządzania operacyjnego można uzyskać przez wzmocnienie kontroli kosztów wytwarzania i kosztów ogólnych, bardziej rygorystyczne zarządzanie finansami, redukcję niektórych stanowisk, wyzbycie się zbędnych aktywów itp. Nabywca może zmienić priorytety strategiczne nabytego przedsiębiorstwa, jego segmentację strategiczną, wprowadzić nowe produkty lub zrezygnować z dotychczasowych. Jeżeli nabywca uznaje, że w wyniku błędów strategicznych aktywa firmy są słabo wykorzystane, to może dokonać ich przemieszczenia i skoncentrować je na kluczowych dla firmy obszarach. Rezygnacja z marginalnych dziedzin działalności może poprawić rentowność nabytej firmy. Nie oznacza to oczywiście, że fuzje są jedynym sposobem poprawy zarządzania. Często jednak jest to najprostsza i najbardziej praktyczna droga.

Motywy rynkowe i marketingowe

Kolejną grupę motywów fuzji i przejęć stanowią czynniki związane z otoczeniem rynkowym, pozycją przedsiębiorstwa na rynku oraz możliwościami jego dalszego rozwoju.

Ochrona i rozszerzenie rynków działalności

Badania przeprowadzone przez Merrill Lynch w latach 1987-1988 obejmujące analizę 380 przypadków fuzji i przejęć stanowiących ok. 40% wartości wszystkich ówczesnych połączeń wskazały, iż decydujące znaczenie dla przeprowadzenia transakcji mają rynki zbytu oraz dążenie do omijania barier han-

dlowych. Wynika stąd, iż celem ekspansji przedsiębiorstw jest przede wszystkim ochrona aktualnych rynków działania oraz rozszerzanie aktywności na nowe segmenty rynkowe. Dopiero kolejną grupę motywów stanowią czynniki zorientowane na obniżkę kosztów produkcji, a na jeszcze dalszych miejscach znajdują się motywy wynikające z oczekiwania wysokich zysków, czy też pozyskania i zastosowania najnowszych technologii.

Tablica 2

Ranking motywów fuzji i przejęć wg Merrill Lynch Inc. (1987-1988)

I. Ochrona rynków działania przedsiębiorstwa	34,6 %
II. Rozszerzenie aktywności w nowych segmentach rynkowych	21,2 %
III. Sprostanie nasilającej się konkurencji	15,4 %
IV. Rozszerzanie bazy surowcowej	12,1 %
V. Możliwości pozyskania nowych technologii	7,1 %
VI. Oczekiwanie zwiększenie zysków	6,8 %
VII. Utrzymanie dotychczasowych więzi kooperacyjnych	2,8 %

Źródło: [Merrill Lynch Inc., 1988]

Uzyskanie względnie silnej pozycji na nowym rynku lub też w nowym segmencie drogą wewnętrznego rozwoju wymaga wiele czasu i znacznych nakładów finansowych, a w przypadku występowania dodatkowych barier celnych lub prawnych, może okazać się nieopłacalne lub wręcz niemożliwe. W takiej sytuacji korzystne jest wejście na ten rynek poprzez nabycie przedsiębiorstwa posiadającego na nim rozpoznawalną markę, mającego ustabilizowaną pozycję rynkową oraz rozbudowaną sieć dystrybucji. Dodatkową korzyścią takiego rozwiązania może być zmniejszenie kosztów produkcji i transportu. Przykładem tego typu działań jest przenoszenie do Polski produkcji przez wielkie koncerny samochodowe (np. Opel, Daewoo), czy też szerokie inwestycje takich korporacji działających na rynku środków czystości, jak Henkel (przejęcie Polleny Racibórz), Unilever (Pollena Bydgoszcz) czy Benckiser (Pollena Nowy Dwór Mazowiecki) przeprowadzone po wprowadzeniu przez polski rząd wysokich ceł importowych (1991 r.).

Jednakże nie tylko występowanie ograniczeń w dostępie oraz wysokie koszty są przyczyną wchodzenia firm na zagraniczne rynki w drodze przejęć krajowych podmiotów. Istotnym motywem może być dążenie przedsiębiorstwa do realizacji polityki sprzedaży opartej na bliskości rynku poprzez możliwość bliższej integracji producenta z jego rynkiem [Szczepankowski, 2000, s. 117]. Przewaga produkcji za granicą nad eksportem towarowym polega nie tylko na tym, że dzięki tej pierwszej można lepiej dopasować politykę zbytu do lokalnych warunków, ale również na wzroście wartości i wolumenu sprzedaży.

Zabezpieczenie pozycji rynkowej

Równie istotny jest defensywny motyw zabezpieczenia poprzez fuzje i przejęcia aktualnego udziału w rynku i pozycji przedsiębiorstwa.

Tablica 3

Ranking motywów fuzji i przejęć wg H. Heinena (1998)

I. Zabezpieczenie pozycji rynkowej	20 %
II. Zdobywanie nowych rynków	16 %
III. Ulgi podatkowe i celne	15 %
IV. Motywy z grupy <i>goodwill</i>	14 %
V. Niskie płace	13 %
VI. Zabezpieczenie dostaw surowców	6 %
VII. Stworzenie lepszych możliwości zbytu produktów	6 %
VIII. Motywy czysto prywatne	5 %
IX. Niedobór taniej lub fachowej siły roboczej w macierzystej firmie	3 %
X. Niskie ceny surowców i materiałów do produkcji	2 %

Źródło: [Heinen, 1998, s. 203-206]

Przy obecnym ustawodawstwie niewyobrażalne jest, aby fuzje mające na celu monopolizację mogły dokonywać się w sposób jawny. Nie oznacza to jednak, iż współczesne przedsiębiorstwa nie zabiegają o tak wygodną dla nich wyłączność na rynku. Wobec licznych badań potwierdzających fakt, iż w wyniku zdecydowanej większości fuzji i przejęć nie dochodzi do osiągnięcia planowanych wcześniej synergii, osiągnięcie dominującej pozycji rynkowej poprzez ograniczenie konkurencji wydaje się być niejednokrotnie kluczowym czynnikiem przyświecającymi idei połączenia. Zwiększenie w ten sposób udziału w rynku w zdecydowanym stopniu poprawia pozycję przetargową firmy wobec dostawców i odbiorców, a tym samym pozwala podejmować bardziej agresywną politykę cenową. Wylimitowanie lub przynajmniej ograniczenie konkurencyjnych przedsiębiorstw poprzez włączenie ich do firmy nabywającej lub przynajmniej uzyskanie nad nimi kontroli, może w skrajnym przypadku prowadzić wręcz do uzyskania przez nabywcę korzyści z tytułu renty monopolistycznej. Cele te są jednak skrzętnie ukrywane przed władzami antytrustowymi.

Globalizacja procesów gospodarczych

Przesłanek licznych fuzji i przejęć należy również szukać we współczesnej globalizacji procesów gospodarczych, która powoduje coraz szersze uznanie fuzji i przejęć za naturalny sposób wzrostu i rozwoju przedsiębiorstw oraz zbliżenie do siebie systemów gospodarczych w kierunku liberalnym, kładącym nacisk na efektywność i wartość. Wzrost wymagań nabywców oraz postępujący spadek cen w połączeniu z agresywnymi metodami wyścigu technologicznego forsowanymi przez światowe koncerny, doprowadzają do wzrostu kosztów ekspansji, skracania cyklu życia produktu i technologii, a w rezultacie – do zagrożenia zyskowności. W tej sytuacji fuzje stanowią często jedyny skuteczny sposób na utrzymanie się przedsiębiorstwa na światowym rynku i stawienia czoła międzynarodowej konkurencji. Można mówić obecnie o dwóch podstawowych trendach. Zgodnie z nimi duże korporacje dokonują połączeń, aby w ten sposób bronić się przed atakiem nowych rywali, natomiast mniejsze przedsiębiorstwa łącząc się z większymi chcą przetrwać na tym wysoce konkurencyjnym rynku.

Wzrost prestiżu

Przejęcie przedsiębiorstwa wiąże się zwykle z zapłatą za tzw. wartość firmy (*goodwill*), czyli nadwyżki ceny nad wartością księgową kapitałów własnych. Przejmujące firmy są gotowe zapłacić tę nadwyżkę w uznaniu faktu, że znaczna część wartości przedsiębiorstwa nie wynika z pozycji bilansowych, a wiąże się z takimi, najczęściej trudno mierzalnymi rzeczami, jak prestiż, wizerunek przedsiębiorstwa, uznana marka, lojalność klientów itp. Znaczenie tego motywu polega na tym, iż firma o dużym prestiżu łatwiej osiąga założone cele. Znajomość przedsiębiorstwa, jego marki i nazwy oraz jakości wytwarzanych produktów daje pierwszeństwo i uprzywilejowanie przy rozdziale zamówień, otrzymywaniu zleceń oraz jest siłą atutową w negocjacjach i różnego typu przetargach. Prestiż firmy ulega też wzmocnieniu poprzez wykup kontrolnego pakietu akcji konkurencyjnego przedsiębiorstwa. Za pomocą takiej operacji spółka podkreśla jeszcze bardziej swoją rynkową obecność.

Dywersyfikacja ryzyka

Nie wszystkie z deklarowanych celów przejęcia lub fuzji są jednakowo racjonalne. W niektórych wypadkach zastrzeżenia są na tyle daleko idące, iż podawana jest w wątpliwość sama możliwość wystąpienia jakichkolwiek korzyści. Najwięcej chyba kontrowersji budzi dywersyfikacja ryzyka wskazywana jako motyw przejęcia, mający w rezultacie przynieść ograniczenie ryzyka, wyrównanie przepływów pieniężnych oraz uniezależnienie od cykli koniunkturalnych.

Przedsiębiorstwa dokonujące przejęć i połączeń polegających na wyjściu poza dotychczasową działalność różnicują w ten sposób swoje źródła przychodów, co pozwala skompensować ewentualny spadek dochodów z jednego rodzaju działalności wzrostem dochodów z innej, zredukować skutki sezonowości sprzedaży czy też cykliczności koniunktury. Chęć dywersyfikacji produkcji może być też motywem podjęcia działalności inwestycyjnej za granicą. Przedsiębiorstwo rekompensując sobie straty ponoszone na jednym rynku zwiększonymi zyskami na innym, nie tylko ogranicza swoje ryzyko, ale również zwiększa swoje szanse uzyskania przewagi nad rodzimymi konkurentami. Transferowane zyski są szczególnie korzystne w sytuacji, w której zyski pochodzące z zagranicy są wyższe od zysków utraconych na skutek zaniechania różnych form inwestycji w kraju macierzystym.

Przeciwnicy dywersyfikacji jako motywu połączeń wskazują, iż przy obecnych licznych powiązaniach pomiędzy branżami gospodarki, nie istnieje chyba taka działalność, która nie podlegałaby cykлом. Dywersyfikacja nie zmniejsza też ryzyka niesystematycznego, gdyż firma, której produkty są niezależnie projektowane, wytwarzane i sprzedawane, musi rywalizować z nowymi konkurentami. Tym samym wchodzenie w zupełnie nowe dziedziny działalności niesie za sobą także znaczne ryzyko polegające na rozdrobnieniu i rozproszeniu sił i środków, których w krytycznej sytuacji może zabraknąć na kluczowych obszarach. Dodatkowo kadra managerska zmuszona jest zajmować się biznesami mającymi inną specyfikę i wymagającymi niekiedy odmiennych kom-

petencji. Zdywersyfikowane przedsiębiorstwo staje się mniej czytelne dla rynku kapitałowego, co może wpłynąć na spadek jego wartości. Natomiast sami akcjonariusze pragnąc zdywersyfikować ryzyko, mogą zdywersyfikować swoje własne portfele inwestycyjne, chyba że zależność zysku od ryzyka działalności w zdywersyfikowanej firmie zawiera korzyści niedostępne dla akcjonariuszy portfelowych.

Motywy finansowe

Do najważniejszych motywów przeprowadzania fuzji i przejęć zalicza się również możliwość osiągnięcia korzyści finansowych. Mogą one wynikać zarówno z polepszenia sytuacji finansowej przedsiębiorstw uczestniczących w połączeniu, jak i – w przypadku spółek notowanych na giełdzie – z wyższej oceny ich wartości rynkowej przez inwestorów.

Oszczędności kosztów

Najczęściej wysuwany argument na rzecz fuzji są oszczędności kosztów przybierające – w zależności od rodzaju fuzji oraz specyfiki danej transakcji – wiele różnorodnych form. Do dwóch podstawowych kategorii należą oszczędności finansowe (*pecuniary economies*) i oszczędności realne (*real economies*) [Viscusi et al, 1995, s. 200]. Pierwsze z nich to pieniężne oszczędności wynikające z możliwości tańszego zakupu dóbr i usług. Osiągane są one w różnorodny sposób. I tak np. pionowa integracja z dostawcą daje firmie m.in. możliwość tańszego zakupu dóbr i usług, jak również redukcję kosztów transakcyjnych. Podobnie większe rozmiary wynikające z fuzji mogą przynieść połączonym jednostkom relatywnie większą siłę przetargową w stosunku do dostawców i odbiorców, a tym samym umożliwić uzyskanie znacznych oszczędności finansowych. Korzyści te powstają jednak na skutek redystrybucji dochodów między kupującymi i sprzedającymi, a tym samym nie przynoszą korzyści społecznych. Z kolei oszczędności realne wiążą się ze wzrostem specjalizacji i efektami skali (*economies of scale*). Ulegają one zwiększeniu wraz ze wzrostem skali produkcji, lepszym podziałem pracy i rozłożeniem kosztów stałych w przedsiębiorstwie. Tym samym stanowią one rzeczywiste źródło oszczędności i są społecznie pożądane.

Poczynając od lat dziewięćdziesiątych, fuzje i przejęcia przedsiębiorstw niemal automatycznie wiązały się ze znaczącymi zwolnieniami pracowników. Praktykowana wcześniej racjonalizacja zatrudnienia poszła znacznie dalej w kierunku likwidacji jak największej liczby dublujących się funkcji, co zaczęło stanowić jedno z podstawowych źródeł oszczędności kosztów.

Poprawa sytuacji finansowo-kredytowej

W wyniku połączenia może powstać wiele nowych możliwości do efektywniejszego zarządzania aktywami. Przejawem tych możliwości może być zmniejszenie majątku obrotowego poprzez bardziej racjonalne gospodarowanie za-

pasami, wierzycelnościami i gotówką. Firma nabywająca może dysponować pewnymi aktywami, których koszty utrzymania po fuzji relatywnie spadną. W latach osiemdziesiątych przeprowadzono przykładowo wiele fuzji w przemyśle naftowym w celu zwiększenia możliwości ponoszenia wydatków na badania i nowe odwierty.

Często podnoszonym motywem fuzji przedsiębiorstw jest dążenie do pozyskiwania kapitałów obcych po niższym koszcie, niż miałyby to miejsce w wypadku firm działających oddzielnie. Większe jednorazowe emisje papierów wartościowych pozwalają uzyskać kosztową ekonomię skali ze względu na proporcjonalnie niższe koszty emisji czy gwarancji. Ponadto koszty obsługi długu są niższe w połączonych firmach dzięki redukcji różnicowania aktywów firm, co zmniejsza prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu finansowego. Obniżenie ryzyka tego kryzysu zwiększa atrakcyjność i wiarygodność firmy na rynkach finansowo-kredytowych, zmniejsza ryzyko pożyczkodawców i umożliwia uzyskanie korzystniejszych warunków zaciągnięcia często większego kredytu. Dzięki większej dostępności środków, zintegrowane przedsiębiorstwa są w stanie realizować bardziej ambitne projekty, co ma szczególnie istotne znaczenie w przemysłach wysoko zaawansowanych technologicznie.

Potencjalny nabywca przejmując przedsiębiorstwo o wysokiej płynności finansowej może także pozyskać w ten sposób nowe źródło finansowania. Nie wykorzystana gotówka może być źródłem spłaty długu, wykorzystanego do sfinansowania połączenia. Przykładem są liczne wykupy lewarowane (LBO) kreujące wzrost wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy wskutek wzrostu efektywności operacyjnej oraz z zastosowania wysokiej dźwigni finansowej.

Korzyści podatkowe

Mocnym argumentem do przeprowadzenia fuzji mogą być korzyści wynikające z relatywnej obniżki płaconych podatków. Powstają one przede wszystkim w sytuacji, gdy zostanie przejęta firma, która ponosiła straty i które obniżą dochód do opodatkowania generowany przez połączone przedsiębiorstwa. Możliwość obniżenia podatków mogą być związane również ze wzrostem odpisów amortyzacyjnych od połączonych zasobów. Aktywa nabytej firmy mogą być przeszacowane w celu ustalenia ich rzeczywistej wartości rynkowej. Jeżeli wartość aktywów trwałych wzrośnie, to naliczona od nich wyższa amortyzacja obniży podstawę opodatkowania. Kolejne szanse obniżki podatków tkwią w zwiększeniu zdolności nowej firmy do zaciągania kredytów zmniejszających podstawę opodatkowania oraz lepszemu wykorzystaniu nadwyżek kapitałowych, o ile przejmowana firma takimi dysponuje.

* * *

Podsumowując należy podkreślić, iż mimo częstych opinii, że fuzje przeprowadza się na siłę ze względu na modę, zaś kwoty wymieniane przy takich okazjach wielokrotnie przekraczają ewentualne korzyści, to transakcje tego ty-

pu nadal będą mieć miejsce – z mniejszą lub większą intensywnością. Nie są one bowiem dokonywane dla siebie samych. Stanowią przemyślaną i skuteczną strategię działania, pozwalającą na utrzymanie lub przyspieszenie tempa wzrostu firmy, umocnienia jej pozycji rynkowej, czy też na racjonalizację kosztów. Stanowią często też jedyny skuteczny sposób na utrzymanie się przedsiębiorstwa na światowym rynku i stawienia czoła międzynarodowej konkurencji.

Bibliografia

- Baker G.P, Jensen M.C., Murphy K.J., [1988], *Compensation and incentives: practice and theory*, „Journal of Finance” 43.
- Blex W., Marchal G., [1990], *Risiken im Akquisitionprozess – Ein Überblick*, „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis”, nr 2.
- Canyon M.J., Clegg P., [1994], *Pay at the top: a study of the sensitivity of top directors remuneration to company specific shocks*, „National Institute of Economic Review”, August.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., [1994], *Measuring and managing the value of companies*, McKinsey&Company.
- Cotter J.F., Zenner M., [1993], *How managerial wealth affects the tender offer process*, University of North Carolina.
- Firth M., [1991], *Corporate takeovers, stockholders returns and executive rewards*, „Managerial and Decosom Economics”, 12.
- Iwanek M., Wilkin J., [1997], *Instytucje i instytucjonalizm w ekonomii*.
- Jacquemin A.P., [1990], *Merger and Competition Policy in the European Community*.
- Jagoda H., Haus B., [1995], *Holding. Organizacja i funkcjonowanie*.
- Jenkinson T., Mayer C., [1998], *Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym*.
- Jensen M., [1983], *Organizational Theory and Methodology*, „Accounting Review”, April.
- Jensen M., Meckling W., [1976], *The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, 3.
- Johnson H., [2000], *Fuzje i przejęcia. Narzędzie podejmowania decyzji strategicznych*.
- Lewandowski M., [2001], *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowej*.
- Matuschka A.G., [1990], *Risiken von Unternehmensakquisitionen*, „Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis”, nr 2.
- Meeks G., Whittington G., [1975], *Directors' pay, growth and profitability*, „Journal of Industrial Economics”, 24, 1.
- PricewaterhouseCoopers, [2000], *Materiały szkoleniowe z konferencji Zarządzanie strategiczne*, „Prawo i Gospodarka”, 27.06.
- Ross S., [1973], *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, „American Economic Review”, May.
- Skoczny T., [1995], *Wprowadzenie do wspólnotowego prawa kontroli połączeń*, „Kontrola połączeń przedsiębiorstw”.
- Spence M., Zeckhauser R., [1971], *Insurance, Information and Individual Action*, „American Economic Review”, May.
- Sudarsanam S., [1998], *Fuzje i przejęcia*.
- Szczepankowski P.J., [2000], *Fuzje i przejęcia*.
- Viscusi W.K., Vernon J.M., Harrington J.E., Jr., [1995], *Economics of regulation and antitrust*.
- Wrzesiński M., [2000], *Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany (LBO) i menedżerski (MBO)*.

ECONOMIC FOUNDATIONS OF MERGERS AND ACQUISITIONS

Summary

Mergers and acquisitions transactions have become an almost everyday feature of economic life. However, according to some studies approximately 50% of such transactions do not bring expected results. According to other studies, only some one third of mergers can be considered successful. This article is an attempt to explain why companies merge despite such a high failure risk for this type of transactions. The reasons for mergers and acquisitions have been presented in a breakdown into three major groups: the reasons of owners and managers, market and marketing reasons and financial reasons. Such a breakdown allows for a detailed analysis of particular factors making up the final decision to merge with another firm. Obviously, the hierarchy and rank of specific reasons for mergers and acquisitions has been changing over years. Nevertheless, merger transactions always constitute a deliberate and effective strategy for maintaining or speeding up the growth rate of a company, strengthening its market position or rationalising costs. For companies they are often the only effective way to survive on the world market and to face international competition. Therefore, irrespective of the frequently voiced opinions that mergers motivated by prevailing trends are carried out without sufficient justification, and the costs involved exceed by far the possible gains, such transactions are still to be the case to a greater or smaller extent.