

Jacek PROKOP\*

## Taktyki defensywne przeciwko przejęciom

### Wstęp

Celem niniejszego artykułu jest analiza skutków stosowania taktyk defensywnych przed przejęciami z punktu widzenia interesów akcjonariuszy spółek wykupywanych lub będących potencjalnym celem wykupu.

Przejęcia przedsiębiorstw są zjawiskiem wywodzącym się z kultury anglo-amerykańskiej. W kulturze tej interesy akcjonariuszy dominują nad interesami innych grup, takich jak np. kredytodawcy, pracownicy czy zarząd. Dlatego rynek kapitałowy stanowi niezwykle istotny element finansów przedsiębiorstw, a przejęcia spółek są bardzo ważną częścią kultury korporacji i rynku kontroli nad spółkami. Rynki kapitałowe i przejęcia właściwie nigdy nie spełniały takiej roli poza światem anglojęzycznym.

Tradycyjnie w Europie kontynentalnej zarządy spółek muszą brać pod uwagę nie tylko interesy akcjonariuszy, ale również pracowników, klientów, kooperantów i społeczności lokalnych (ang. *stakeholders*). Tak szeroko pojmowana odpowiedzialność znajduje akceptację nawet w krajach, które zasadniczo uchodzą za bardzo liberalne – jak na przykład Holandia. W związku z tym wrogie przejęcia są tu znacznie trudniejsze do przeprowadzenia<sup>1</sup>. Jeszcze do niedawna były one w Europie kontynentalnej tematem tabu. W państwach Unii Europejskiej przejęcia nazywano często „chorobą angielską” i zawsze podchodzono do nich z dużą rezerwą, gdyż promowanie tego typu transakcji leży w interesie grup, którym przynoszą one dochody<sup>2</sup>. Nie oznacza to jednak, że planowanie przejęć nie odgrywa ważnej roli w strategii przedsiębiorstw kontynentalnych. W przypadku wejścia na nowe rynki krajów europejskich wykupy przedsiębiorstw mogą być niezbędne do osiągnięcia sukcesu<sup>3</sup>. Trzeba jednak podkreślić, że międzynarodowa ekspansja firm poprzez przejęcia i fuzje była zwykle domeną przedsiębiorstw brytyjskich i amerykańskich. Znacznie mniej angażowały się w nie firmy niemieckie i francuskie, nie tracąc jednak przez to na konkurencyjności<sup>4</sup>.

\* Autor jest pracownikiem naukowym Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.

<sup>1</sup> Szerzej na temat barier w krajach Europy kontynentalnej patrz np.: [Sudarsanam, 1998].

<sup>2</sup> Szerzej na temat przejęć na rynku europejskim w latach 80. i na początku lat 90. patrz np.: [Bishop i Kay, 1993], a szczególnie [Geroski i Vlassopoulos, 1993]. Zauważają oni, że nowa fala przejęć, która pojawiła się na rynku europejskim, była tylko częściowo kontynuacją przejęć brytyjskich.

<sup>3</sup> Patrz [Davis, Shore i Thompson, 1993].

<sup>4</sup> Patrz np.: [Franks i Mayer, 1993].

W ostatnich latach narasta skala zjawiska przejęć w Europie. Dokonano wykupów przedsiębiorstw w branży telekomunikacyjnej i w ubezpieczeniach we Włoszech oraz w sektorze bankowym i nośników energii we Francji. Miarą zmian w Europie może być wrogie przejęcie niemieckiego Mannesmanna przez brytyjski Vodafone AirTouch na początku 2000 r., gdzie wartość dokonanej transakcji osiągnęła najwyższy poziom w tej dziedzinie. Stare przedsiębiorstwa zaczynają znikać, a powstają nowe.

W Europie kontynentalnej nastąpił znaczny wzrost skali przejęć i fuzji w drugiej połowie lat 90., osiągając swoje apogeum w 1999 r.; wartość transakcji wyniosła wówczas ponad 1 200 mld dolarów. Stanowiło to przyrost o prawie 50% w stosunku do roku poprzedniego. W porównaniu do wartości całego rynku kapitałowego, wartość przejęć w Europie po raz pierwszy przewyższyła skalę wykupów w Stanach Zjednoczonych. Rok 1999 zaznaczył się również dużym wzrostem wrogich ofert przejęcia. Stanowiły one jedną trzecią wartości wszystkich wykupów.

Pomimo znacznego pobudzenia rynku kontroli nad spółkami akcyjnymi w Europie, nie osiągnął on jeszcze rozmiarów rynku amerykańskiego. Wśród czynników wpływających na odmiennosc rynku europejskiego wymienić należy znaczną siłę związków zawodowych i ochronę rynku pracy<sup>5</sup> oraz silne przekonanie obywateli o potrzebie obrony interesów narodowych. Czynniki tych nie można pominąć, trudno więc oczekiwać, że europejski rynek kontroli nad spółkami w najbliższych latach przybierze kształt swego amerykańskiego odpowiednika. Coraz częściej podkreśla się jednak, że również w Europie przejęcia mogą odegrać ważną rolę w zwiększaniu efektywności zarządzania przedsiębiorstwami. W szczególności, mogą przyczynić się one do zwiększenia odpowiedzialności menedżerów za wyniki finansowe zarządzanych przez nich firm. Taki cel przyświeca próbom uchwalenia kodeksu przejęć w Unii Europejskiej. Próby te były podejmowane przez lata 90. i znacznie się ostatnio nasiliły. Wysuwane propozycje liberalizacji przejęć były jak do tej pory torpedowane głównie przez stanowisko Niemiec, które wydają się najbardziej obawiać skutków takich zmian zarówno w skali makro- jak i mikroekonomicznej.

W samym centrum dyskusji na temat liberalizacji oraz funkcjonowania rynku przejęć zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie, znajduje się problem stosowania środków obrony przed wrogimi wykupami. Sposoby obrony przed wrogim przejęciem były zawsze zagadnieniem kontrowersyjnym, gdyż możliwość ich użycia wywołuje konflikt między interesami zarządu spółki przejmowanej i jej dotychczasowymi właścicielami. Przejęcie kontroli nad spółką może spowodować znaczne straty dla menedżerów, którzy

<sup>5</sup> Warto przypomnieć, że np. przejęcie Mannesmanna przez Vodafone dotyczy tylko dziedziny nowoczesnych technologii, w której związki zawodowe nie odgrywają istotnej roli. Gdyby wykup dotyczył tradycyjnej dziedziny przemysłu, która wcześniej została wydzielona z Mannesmanna, to z pewnością związki zawodowe nie byłyby tak pasywne.

zostaną odsunięci od zarządzania spółką. W Stanach Zjednoczonych średnio około 50% menedżerów najwyższego szczebla jest zwalnianych w ciągu pierwszych 3 lat po przejęciu. Obawa przed tym może skłonić zarządy spółek do stworzenia barier przeciwko „nieprzyjaznym” przejęciom, co spowoduje, iż zneutralizują one dyscyplinujący wpływ rynku kontroli nad spółkami kosztem dotychczasowych akcjonariuszy i efektywności całej gospodarki.

Jednak stworzenie zarządowi możliwości obrony przed próbą nieprzyjaznego przejęcia może okazać się korzystne dla akcjonariuszy. Zarząd mógłby w pewnych przypadkach odeprzeć oferty przejęcia, które uzna za „nieodpowiednie”, gdyż są rezultatem wyceny przedsiębiorstwa opartej głównie na jego krótkookresowej zyskowności, a pomijającej istotne czynniki wpływające na długookresową wartość firmy. Chociaż argument ten jest popularny, w praktyce długoterminowe korzyści z niezależności rzadko się urzeczywistniają.

Ważniejszą zaletą mechanizmów obronnych jest możliwość stworzenia warunków do zwiększenia konkurencji pomiędzy potencjalnymi przejmującymi. Środki blokujące przejęcie pozwoliłyby zarządowi zyskać na czasie, aby otrzymać oferty kupna od innych zainteresowanych. Powyższą hipotezę jest trudniej odrzucić statystycznie. Pojawienie się strat akcjonariuszy po udanej obronie przed przejęciem kontroli, samo w sobie nie jest dobrym argumentem za odrzuceniem tej hipotezy, ponieważ można oczekiwać, iż blokowanie wykupu zawodzi w przypadku, gdy jedyny zainteresowany wykupem zniechęci się i wycofa. Natomiast można odrzucić tę hipotezę, jeśli obrona przed każdą ofertą wykupu będzie wystarczająco częsta i kosztowna, a zyski wynikające z podbicia ceny nie skompensują jej. Należy także rozpatrzyć koszty społeczne braku ofert wykupu ze względu na istniejące sposoby obrony przed nim. Niestety, efekt odstraszenia jest bardzo trudny do zmierzenia.

Ponieważ niektóre środki obronne muszą być uprzednio zaaprobowane w głosowaniu akcjonariuszy, dają im to możliwość zablokowania niekorzystnych dla siebie propozycji wysuniętych przez zarząd. Jednak zaangażowanie każdego akcjonariusza w głosowanie zależy od relacji kosztów, które musi on indywidualnie ponieść (aby zebrać odpowiednie informacje i głosować), do zysków, które może z tego tytułu osiągnąć. Z reguły akcjonariusz z niewielkim udziałem nie będzie angażował się zbyt w proces głosowania, gdyż mała liczba akcji zwykle nie ma wpływu na ostateczny wynik. W przypadku gdy indywidualne koszty pozyskania informacji i głosowania są bliskie zeru, nawet akcjonariusz z małym udziałem może głosować przeciwko propozycjom dla siebie niekorzystnym. Natomiast więksi udziałowcy (np. inwestorzy instytucjonalni) mogą osiągnąć znaczne korzyści z udziału w głosowaniu nad środkami obrony przed przejęciem pomimo wysokich kosztów zbierania informacji i głosowania. Ponieważ w głosowaniu można zablokować szkodliwe środki obrony, za pracą [Jarrella, Brickleya i Nettera, 1988] wyróżniliśmy dwie szerokie grupy sposobów obronnych: 1) środki wymagające aprobaty akcjonariuszy oraz 2) środki jednostronnie wprowadzane przez zarząd, bez wymogu apro-

baty udziałowców<sup>6</sup>. Przeanalizujemy wpływ stosowania środków należących do każdej z wymienionych grup na zyski akcjonariuszy.

### Sposoby obrony wymagające aprobaty akcjonariuszy

Zastosowanie środków obrony przeciwko przejęciu kontroli wiąże się zwykle z pewnymi dodatkowymi warunkami, które muszą zostać spełnione, zanim nastąpi rzeczywista zmiana kontroli nad przedsiębiorstwem. Prawie zawsze proponuje je zarząd, ale muszą być zaaprobowane przez akcjonariuszy większością głosów. Proponowane środki obrony są niezwykle rzadko odrzucane w głosowaniu udziałowców<sup>7</sup>. Przyjrzyjmy się sposobom obrony stosowanym głównie przez firmy amerykańskie.

#### Wymóg większości kwalifikowanej

Większość uregulowań prawnych ustala minimalny procent głosów niezbędnych do podjęcia decyzji wpływających na kontrolę nad spółką na poziomie połowy lub dwóch trzecich głosów. Wymóg większości kwalifikowanej zmienia powyższy próg, podnosząc go do co najmniej dwóch trzecich, a czasami nawet dziewięćdziesięciu procent głosów.

[Jensen i Ruback, 1983] w swoich badaniach nie stwierdzili jednoznacznie, jaki jest wpływ wymogu większości kwalifikowanej na zyski akcjonariuszy. Natomiast [Jarrell i Poulsen, 1987] udokumentowali statystycznie istotny spadek cen akcji o około 3% w momencie wprowadzenia tego wymogu. Jedną z przyczyn, dla których wprowadza się wymóg większości kwalifikowanej (pomimo ich niekorzystnego wpływu na zyski akcjonariuszy), jest fakt, iż zwykle dokonuje się tego w spółkach ze stosunkowo małym udziałem akcjonariuszy instytucjonalnych (średnio około 19%) i dość wysokim udziałem samych menedżerów (średnio około 18%). Zatem dzieje się to w spółkach, w których nie ma na tyle dużych zainteresowanych udziałowców, aby opłacało im się angażować w proces głosowania przeciwko zmianom dotyczącym większości kwalifikowanej. [Jarrell i Poulsen, 1987] słusznie przypuszczają, że wzrost oporu ze strony akcjonariuszy przeciwko niekorzystnym dla nich zmianom dotyczącym większości kwalifikowanej doprowadził do spadku popularności tego środka obrony przed przejęciem na korzyść innych narzędzi, które nie wydają się szkodliwe dla udziałowców.

<sup>6</sup> Inną klasyfikację sposobów obrony można znaleźć w pracach [Rubacka, 1986] oraz [Herzela i Shepro, 1990, rozdz. 8]. Patrz także [Brealey i Myers, 1991, s. 839-840]. Dzielą oni sposoby obrony na środki stosowane przez zarząd przed ogłoszeniem oferty wykupu i po jej ogłoszeniu.

<sup>7</sup> [Brickly, Lease i Smith, 1988], analizując 288 propozycji obrony wysuniętych przez zarządy w 1984 r. stwierdzili, że 96% z nich zostało zaaprobowanych w głosowaniu przez akcjonariuszy.

### Wymóg ceny uczciwej

Jest to wymóg większości kwalifikowanej w przypadku niejednakowych ofert dwutranszowych, którym sprzeciwia się obecne kierownictwo. Oferty jednako- we dla wszystkich akcjonariuszy, które są uważane za „uczciwe”, nie podlega- ją wymogowi większości kwalifikowanej, nawet jeśli zarząd jest im przeciwy. Uczciwość oferty określa się na kilka sposobów. Najczęściej cena uczciwa zdefiniowana jest jako najwyższa cena, którą wykupujący zapłacił za akcje przedsiębiorstwa zakupione w określonym terminie.

Wymóg ceny uczciwej był popularnym środkiem obrony stosowanym przez firmy amerykańskie w latach 1980<sup>8</sup>. [Jarrell i Poulsen, 1987] wykazali jednak, iż wprowadzenie go powoduje nieistotny statystycznie spadek ceny akcji spółki broniącej się przed przejęciem o około 0,73%. Oznacza to, że obronna wartość wymogu ceny uczciwej jest znikoma.

### Rekapitalizacja dualna (ang. dual-class recapitalization)

Jest to zmiana struktury udziałów w spółce, która polega na podziale ak- cji na dwie grupy z niejednakowymi prawami do głosowania<sup>9</sup>. Mimo że sto- suje się tu kilka metod, najczęstszym celem jest wyposażenie zarządu lub ro- dziny właścicieli w prawa głosu nieproporcjonalnie większe, niż wynikałoby to z ich udziałów przy regule „jedna akcja-jeden głos”<sup>10</sup>.

Dane empiryczne potwierdzają fakt, że rynek wycenia zwykle akcje z pra- wem głosu wyżej niż akcje bez tego prawa. [Lease, McConnell i Mikkelson, 1983] zbadali 30 spółek z dualną strukturą udziałów i stwierdzili, iż akcje z pra- wem głosu mają cenę wyższą średnio o 1% – 7% niż akcje bez prawa głosu. W opracowaniu [OCE, 1987a] znajdujemy analizę miesięcznych cen 26 spółek z dualną strukturą kapitału. Ceny akcji zapewniających mniejsze prawo głosu (ang. *low-vote common*) są średnio o 4% – 5% niższe, ale różnica cen maleje, gdy akcje z mniejszym prawem głosu dają tytuł do uprzywilejowanej dywidendy.

Powyższe wyniki nie oznaczają, iż rekapitalizacja dualna powoduje obni- żenie ogólnej ceny akcji. [DeAngelo i DeAngelo, 1985] przeanalizowali 45 spółek, które miały dualną strukturę udziałów w 1980 r. Stwierdzili oni, że po restrukturyzacji zarząd i udziałowcy z nim związani kontrolują 57% głosów i 24% gotówki generowanej dla ogólnego akcjonariatu. Potwierdza to, iż struk- tury dualne dają znaczną siłę głosu obecnemu zarządowi. Jednak cytowani

<sup>8</sup> Patrz [Jarrell i Poulsen, 1987].

<sup>9</sup> Warto podkreślić, że ten środek obrony jest najbardziej popularny w większości krajów Eu- ropy kontynentalnej. Akcje z prawami głosu dającymi pełną kontrolę nad spółką znajdują się zwykle w rękach założycieli, fundacji lub inwestorów zaprzyjaźnionych z obecnym zarządem.

<sup>10</sup> Przez ponad 60 lat Giełda Nowojorska (NYSE) nie zezwalała spółkom na niej notowanym na dualną strukturę kapitałową, lecz przepis ten zmieniono pod wpływem konkurencji ze stro- ny rynku Amex oraz OTC. Amex zezwala na notowania dualne z pewnymi ograniczeniami, zaś rynek OTC praktycznie nie ma żadnych specjalnych ograniczeń pod tym względem.

autorzy sugerują, iż akcjonariusze uznali za korzystne porozumienie z obecnym zarządem o ograniczeniu konkurencji o kontrolę nad ich spółką. Argumentują oni, że udziałowcy zgadzają się na zmniejszenie groźby przejęcia w zamian za inne korzyści, np. stworzenie bodźców dla obecnego zarządu do ściśle określonych inwestycji długookresowych w kapitał ludzki. W istocie zatem [DeAngelo i DeAngelo, 1985] stwierdzają, iż rekapitalizacja dualna jest korzystna dla akcjonariuszy.

Skutki istnienia struktur dualnych dla udziałowców są również przedmiotem analizy dwóch innych opracowań. [Partch, 1987] rozpatruje wpływ ogłoszenia rekapitalizacji dualnej na ceny akcji 44 spółek. Autorka nie stwierdza spadku ich wartości rynkowej. Jednak [Jarrell i Poulsen, 1988], rozszerzając analizę [OCE, 1987a, 1987c], odnotowują spadek cen akcji w momencie ogłoszenia rekapitalizacji dualnej. W przypadku 89 spółek analizowanych w latach 1976-1987, średni skorygowany spadek ich notowań wyniósł 0,93%.

Jeśli rekapitalizacja dualna jest używana głównie do obrony przed przejęciem, to po jej ogłoszeniu powinien nastąpić spadek ceny akcji, podobnie jak w przypadku wprowadzenia poprawki o większości kwalifikowanej. Trzeba jednak zwrócić uwagę na fakt, że firmy wprowadzające rekapitalizację dualną mają pewne specyficzne cechy. Mianowicie, [Jarrell i Poulsen, 1988] wskazują, iż średni wzrost ich wartości skorygowany o indeks giełdowy wyniósł ponad 37% w ciągu roku poprzedzającego rekapitalizację. Zarówno [Jarrell i Poulsen, 1988], jak też [Partch, 1987] stwierdzają, że średnio 44% akcji było w rękach zarządu i akcjonariuszy z nim związanych (ang. *insiders*), a rekapitalizacja znacznie zwiększa ich siłę głosu. Te dwie obserwacje sugerują, iż przeciętna spółka dokonująca rekapitalizacji dualnej jest już kontrolowana przez zarząd i udziałowców z nim związanych, a rekapitalizacja pozwala na pozyskanie kapitału potrzebnego na korzystne przedsięwzięcia, bez utraty kontroli nad spółką.

### Zmiana siedziby spółki

Zmiana siedziby może wpłynąć na relacje między zarządem i udziałowcami. Szczególną rolę odgrywa to w przypadku spółek w Stanach Zjednoczonych, gdzie firmy mogą stosunkowo łatwo przerejestrować swoją siedzibę z jednego stanu na inny. Na przykład, prawo niektórych stanów, takich jak Ohio, Indiana czy Nowy Jork sprawia, że przejmowanie kontroli nad spółkami jest tam trudniejsze niż w innych. [Dodd i Leftwich, 1980] zauważyli, że firmy przenoszą swoją siedzibę do innego stanu po okresie doskonałych wyników, co przyczynia się do niewielkiego, dodatkowego wzrostu ich wartości. [Romano, 1985] stwierdził statystycznie istotny wzrost ceny akcji spółki po ogłoszeniu zmiany siedziby bez względu na motywy dokonania tej zmiany. Jednak w przypadku gdy przyczyną było przeciwdziałanie przejęciu kontroli, wzrost ceny akcji był nieznaczny i statystycznie nieistotny. Rezultaty badań są więc niejednoznaczne, ale wskazują, iż zmiana siedziby spółki na ogół nie szkodzi akcjonariuszom.

### Ograniczenie praw głosowania kumulacyjnego

Głosowanie kumulacyjne (ang. *cumulative voting*)<sup>11</sup> pozwala akcjonariuszom mniejszościowym na wybór dyrektorów, nawet jeśli akcjonariusze posiadający większość udziałów głosują przeciwko. W przypadku prób przejęcia kontroli akcjonariusze mniejszościowi mogą próbować wybrać niektórych dyrektorów za pomocą głosowania kumulacyjnego<sup>12</sup>. [Bhagat i Brickley, 1984] zbadali wpływ wyeliminowania lub ograniczenia zakresu głosowania kumulacyjnego na cenę akcji spółki. Ponieważ powoduje to zmniejszenie wpływu akcjonariuszy mniejszościowych na wybór dyrektorów, ograniczenie prawa głosowania kumulacyjnego zwiększa zdolność zarządu do przeciwstawienia się próbom przejęcia kontroli. [Bhagat i Brickley, 1984] stwierdzili statystycznie istotny, negatywny wpływ na zyski w wysokości około 1% w momencie wprowadzenia tych poprawek.

### Sposoby obrony nie wymagające aprobaty akcjonariuszy

Aprobaty akcjonariuszy nie wymagają cztery następujące typy środków obrony: zaskarżenie do sądu (ang. *litigation*), „okup” (ang. *greenmail*), pigułka trująca (ang. *poison pill*) oraz przepisy prawne regulujące wykup przedsiębiorstw (ang. *antitakeover laws*). Z wyjątkiem zaskarżenia do sądu, powyższe metody obronne w przypadku ich zastosowania zazwyczaj wpływają negatywnie na ceny akcji, a więc w większości przypadków są niekorzystne dla akcjonariuszy.

### Zaskarżenie do sądu przez zarząd

Jak już wspomniano, zaskarżenie może być szkodliwe dla akcjonariuszy ze względu na wyeliminowanie prób przejęcia kontroli i przesunięcie zainteresowania potencjalnych wykupujących na inne przedsiębiorstwa. [Jarrell, 1985] zbadał 89 przypadków, w których nastąpiło zaskarżenie „wrogiego” wykupującego o przestępstwo w zakresie handlu akcjami, pogwałcenie prawa antymonopolowego lub reguł wykupu spółek akcyjnych. Wyniki wskazują, że zaskarżenie zwykle znacznie opóźnia proces przejęcia kontroli, a przedsiębiorstwa zaskarżające często korzystają na pobudzeniu innych chętnych do składania konkurencyjnych ofert. Próby wykupienia 59 spółek, w których zarząd zyskał na czasie i skłonił innych do złożenia konkurencyjnych ofert, przyniosły 17%

<sup>11</sup> Na przykład, przy wyborze pięciu dyrektorów, udziałowiec ze 100 akcjami ma  $5 \cdot 100 = 500$  głosów. W systemie głosowania większościowego można przeznaczyć maksimum 100 głosów na jednego kandydata, a w systemie głosowania kumulacyjnego można wszystkie 500 głosów oddać na jednego kandydata.

<sup>12</sup> Innym sposobem ograniczenia możliwości usunięcia dotychczasowego zarządu jest ustanowienie rady dyrektorów o zazębiających się kadencjach (ang. *staggered board*). Członków rady klasyfikuje się do jednej z trzech równej wielkości grup. Każdego roku wybierana jest tylko jedna grupa. Zatem wykupujący nie jest w stanie uzyskać kontroli nad spółką natychmiast po wykupieniu pakietu większościowego.

zysku ponad początkowo oferowaną cenę kupna, podczas gdy 21 spółek, których kupna zaniechano, straciło prawie całą 30-procentową premię, którą za nie oferowano. Jarrell konkluduje, że nie można odrzucić hipotezy, iż średnio biorąc zaskarżenie jest zgodne z celem maksymalizacji zysku dla akcjonariuszy, ale może być społecznie niekorzystne ze względu na wyeliminowanie bodźców do przejmowania oraz koszty postępowania sądowego.

Jednak pewnego typu zaskarżenia obronne mogą mieć skutki negatywne dla akcjonariuszy. [Netter, 1987] udowodnił, że zaskarżenie do sądu rzekomej niezgodności z prawdą oświadczenia 13D może być niekorzystne dla akcjonariuszy spółki będącej celem próby przejęcia<sup>13</sup>. Wykazał on, że akcjonariusze odnoszą większe korzyści w przypadku, gdy ich zarząd przegra sprawę w sądzie niż w przypadku wygranej. Mianowicie w przypadku sprawy wygranej przez zarząd cena akcji spółki przejmowanej spadała o statystycznie istotną wartość 3,37% (skorygowaną o indeks giełdowy) w ciągu dwóch dni (tj. w dniu ogłoszenia wykupu i w dniu poprzednim), zaś w przypadku przegranej zarządu cena akcji wzrastała o 3,15%.

### Odkupienie bloku udziałów („okup”)

„Okup” (ang. *greenmail*)<sup>14</sup> ma miejsce wówczas, gdy zarząd udaremnia próbę wrogiego przejęcia kontroli nad spółką poprzez odkupienie akcji zgromadzonych przez wykupującego, zwykle po cenie znacznie przewyższającej cenę rynkową. Jednocześnie wykupujący, od którego odkupiono pakiet akcji, podpisuje zobowiązanie, że nie będzie posiadał żadnych akcji przedsiębiorstwa przez okres nawet do pięciu lat. „Okup” jest jednym z najbardziej znaczących przykładów działań menedżerów, które są powszechnie uważane za sprzeczne z interesem akcjonariuszy<sup>15</sup>. Jest on kosztowny i prawdopodobnie powoduje, że potencjalni nabywcy przedsiębiorstwa nie podejmują prób jego przejęcia. W związku z tym, praktyka stosowania „okupu” wydaje się służyć jedynie interesom menedżerów kosztem akcjonariuszy. Z tego też powodu techniki te spotykają się z silnym sprzeciwem tych ostatnich.

Ta kontrowersyjna praktyka była analizowana przez różne instytucje (sądy, komisje parlamentarne itp.) i generalnie nie przysparza dobrego imienia zarówno tym, którzy oferują „okup”, jak też tym, którzy go przyjmują. Wielu autorów podejrzliwie spogląda na „okup” i inne taktiki eliminowania nabywców przedsiębiorstwa. Na przykład [Jensen i Ruback, 1983, s. 36] piszą: „Trudno uzasadnić, że działania eliminujące potencjalnego nabywcę są prowadzone w interesie akcjonariuszy”. W literaturze prawniczej również rozpowszechnił się

<sup>13</sup> Oświadczenie 13D (ang. *Schedule 13D filing*) musi złożyć w Komisji Papierów Wartościowych (SEC) każdy, kto stanie się posiadaczem co najmniej 5% akcji spółki giełdowej. Jednym z wymagań jest tu ujawnienie właściciela oraz jego dalszych zamiarów co do danej spółki.

<sup>14</sup> Angielski termin *greenmail* pochodzi od słowa *blackmail*, czyli szantaż, tj. żądanie okupu w zamian za zwrot zawłaszczonych rzeczy. *Greenmail* polega na odkupieniu akcji za „zielone” (oznaczające slangowo dolary), oczywiście po zawyżonej cenie.

<sup>15</sup> Patrz [Boland, 1984] oraz [Kirkland, 1984].



pogląd, że zarząd nie powinien mieć prawa przeciwdziałania ofertom wykupu<sup>16</sup>. Podsumowując wyniki zawarte we wcześniejszych opracowaniach [Jensen i Ruback, 1983] konkludują, że „okup” ma negatywny wpływ na cenę akcji spółki płacącej (prawdopodobnie, dlatego że eliminują potencjalną ofertę wykupu) i pozytywny wpływ na cenę akcji spółki odsprzedającej blok udziałów. Ten negatywny wpływ „okupu” kontrastuje wyraźnie ze wzrostem ceny akcji, który zwykle ma miejsce w sytuacji typowej oferty odkupienia akcji bez konkretnego adresata.

Dyskusja nad wpływem „okupu” na wartość akcji spółki będącej celem próby przejęcia nie została jednak zamknięta i pojawiły się nowsze badania, w których stwierdzono, iż wprowadzenie zakazu płacenia może nie leżeć w interesie akcjonariuszy. Zakaz ten może sprawić, że zewnętrzni inwestorzy oczekujący zapłaty „okupu” przestaną interesować się spółką, zatem może zostać osłabiona dyscyplinująca rola rynku kontroli nad przedsiębiorstwami.

[Mikkelson i Ruback, 1985] analizują 39 przypadków „okupu” na podstawie deklaracji 13D złożonych w latach 1978-1980. Stwierdzają oni statystycznie istotny spadek cen akcji o 2,3% po ogłoszeniu odkupienia bloku udziałów. Jednocześnie odnotowują średni wzrost ceny akcji o 1,7% w ciągu całego okresu od ogłoszenia pierwotnego wykupu. Również badania [Holderness i Sheehana, 1985] potwierdzają wyniki uzyskane przez [Mikkelsona i Rubacka, 1985]. Mimo iż same transakcje „okupu” są niekorzystne dla akcjonariuszy, to ich zyski netto uwzględniające początkowy wykup i następujące po nim wydarzenia są dodatnie. Pełniejszą próbę aż 89 firm płacących „okup” w latach 1979-1983 zawiera opracowanie [OCE, 1984]. W tej próbie pierwotna oferta wykupu powoduje wzrost wartości akcji o 9,7%, a transakcja „okupu” obniża cenę akcji o 5,2%.

[Shleifer i Vishny, 1986] poddają weryfikacji hipotezę, że wyeliminowanie potencjalnego nabywcy nie może służyć interesom akcjonariuszy przedsiębiorstwa i udowadniają, że jest ona nieprawdziwa. W szczególności pokazują, jak zapłata „okupu”, może zostać wykorzystana do zwiększenia oczekiwanego zysku dla akcjonariuszy w wyniku wykupu przedsiębiorstwa. Z przeprowadzonej przez nich analizy wynika, że argumenty używane do uzasadnienia, iż „okup” jest niekorzystny dla udziałowców przedsiębiorstwa, które go płaci, w rzeczywistości można interpretować zupełnie odwrotnie. Chociaż analiza Shleifera i Vishny’ego jest skoncentrowana na przypadku „okupu”, to uzyskane wnioski odnoszą się również do wszelkich działań eliminujących potencjalnego nabywcę.

Jednym ze sposobów, w jaki obecny zarząd może zwiększyć zyski akcjonariuszy w przypadku wykupu przedsiębiorstwa, jest doprowadzenie do konkurencji między nabywcami. Czasami dokonuje się tego przez zaproszenie nie poinformowanych, potencjalnych nabywców do złożenia oferty kupna w zamian za informacje niezbędne do zrealizowania zysku z przejęcia kontroli nad przedsiębiorstwem. Ponadto, dotychczasowy zarząd może zachęcić innych inwestorów do zbadania możliwości nabycia przedsiębiorstwa. Potencjalni na-

<sup>16</sup> Patrz [Bebchuk, 1982].

bywcy mogą zniechęcić się do zbierania kosztownych informacji, jeśli przewidują ostrą licytację z innymi. Eliminując jednego z potencjalnych nabywców, przedsiębiorstwo może zachęcić pozostałych do zbadania możliwości jego wykupu. Zwiększone prawdopodobieństwo pojawienia się konkurencyjnych ofert może być wystarczające do skompensowania akcjonariuszom strat wynikających z wyeliminowania jakiegoś nabywcy, jak też bezpośrednich kosztów zniechęcenia go. W szczególnym przypadku „okupu”, menedżerowie mogą zwiększyć oczekiwany zysk dla akcjonariuszy przez odkupienie udziałów jednego potencjalnego nabywcy przedsiębiorstwa, usunięcie go i zachęcenie innych do rozważenia możliwości przejęcia kontroli nad tym przedsiębiorstwem.

Nie jest to jedyny sposób, za pomocą którego wyeliminowanie jednego, potencjalnego nabywcy może zachęcić innych. Jeśli przedsiębiorstwo będące celem wykupu będzie eliminowało tych wykupujących, którzy według prywatnej informacji tego przedsiębiorstwa nie zapewnią maksymalnego wzrostu jego wartości (tzw. eliminacja selektywna), to może ono wiarygodnie sygnalizować tę informację rynkowi i przez to zachęcić innych do zainteresowania się możliwością wykupu. W szczególności, [Shleifer i Vishny, 1986] wykazują, że wyeliminowanie potencjalnego nabywcy umożliwia przedsiębiorstwu sygnalizowanie, że jeszcze nie odkryło ono źródła zysku z przejęcia kontroli nad przedsiębiorstwem przez tzw. białego rycerza (ang. *white knight*).

Termin „biały rycerz” określa zwykle potencjalnego nabywcę zaproszonego przez obecny zarząd do złożenia oferty wykupu wyższej niż odrzucona. To, że „biały rycerz” czeka na zaproszenie przedsiębiorstwa do złożenia oferty konkurencyjnej oznacza, że potrzebuje on współpracy z tym przedsiębiorstwem, aby maksymalnie skorzystać na przejęciu kontroli. Kooperacja jest konieczna, ponieważ firma będąca przedmiotem zainteresowania nabywców dysponuje prywatną informacją o źródłach zysków z wykupu przez „białego rycerza”. Ponadto, argumentuje się, że przedsiębiorstwo może skorzystać na opóźnieniu przekazania informacji odpowiedniemu potencjalnemu nabywcy, aby zachęcić innych do jej zbierania. W ten sposób ukrywa ono „białego rycerza” w nadziei, że pojawi się inny nabywca i tym samym pozwoli dotychczasowym akcjonariuszom osiągnąć większy zysk w wyniku przejęcia.

Ponieważ potencjalni nabywcy boją się konkurencji z „białym rycerzem”, przedsiębiorstwo zrobi wszystko, aby stworzyć wrażenie, że jest słabe, tj. bez „białego rycerza”. Gdyby nabywcy przypuszczali, że „biały rycerz” istnieje, to ograniczą, a nawet powstrzymają się od prób zbierania informacji o przedsiębiorstwie. Z drugiej strony, jeżeli przedsiębiorstwo, które nie znalazło „białego rycerza”, może wiarygodnie poinformować o tym rynek, to jest w stanie zachęcić potencjalnych nabywców do zbierania informacji. Sygnalizowanie tego typu może się dokonać, np. wówczas gdy słabe przedsiębiorstwo zyskuje na zapłaceniu „okupu”, a silne nie.

Analiza przeprowadzona przez [Shleifera i Vishny'ego, 1986] wskazuje, że jeśli działania podjęte przez dotychczasowy zarząd ujawniają jego prywatną informację, iż nie znalazł jeszcze „białego rycerza”, to spadek ceny akcji może być zwyczajną reakcją rynku na ujawnienie tego faktu, a nie negatywną

oceną tego działania samego w sobie. Udowadniają oni, że w stanie tzw. równowagi sygnalizującej (ang. *signaling equilibrium*) ceny akcji zawsze spadają po zapłaceniu „okupu”, nawet jeśli zarząd działa w interesie akcjonariuszy. Stąd analiza Shleifera i Vishny'ego podważa wnioski formułowane w studiach zdarzeń (ang. *event studies*). Na podstawie zaobserwowanego faktu, iż ceny akcji często spadają natychmiast po zapłaceniu „okupu”, wnioski te sprowadzają się do tezy, że jego zapłata nie leży w interesie akcjonariuszy<sup>17</sup>.

Chociaż „okup” może być korzystny dla dotychczasowych udziałowców, to nie oznacza to, że nie może on być nadużywany. Na podstawie analizy przedstawionej przez [Shleifera i Vishny'ego, 1986] nie wiadomo, czy sytuacja akcjonariuszy byłaby korzystniejsza, gdyby zarząd nie miał do dyspozycji opcji zapłaty „okupu”. Można uzasadnić tezę, że nawet jeśli zapłata „okupu” jest lepsza niż pasywność, to mogą istnieć inne formy porozumienia między firmą wykupywaną a potencjalnym nabywcą, które są korzystniejszym rozwiązaniem dla wszystkich zainteresowanych stron. W przypadku bardzo małej liczby potencjalnych nabywców kontrakt, który daje jednemu z nich opcję kupna przedsiębiorstwa po wcześniej ustalonej cenie, bez względu na to, czy pojawiają się inni (ang. *a lock-up contract*), może być korzystniejszym rozwiązaniem niż „okup”. Jednak w przypadku większej liczby zainteresowanych nabywców może nie istnieć szansa na tego typu rozwiązanie.

Ponadto, trzeba pamiętać, że wnioski wyciągnięte przez Shleifera i Vishny'ego opierają się na założeniu, iż zarząd działa w interesie akcjonariuszy. Akcjonariusze mogą wyrazić zgodę na wprowadzenie zakazu płacenia „okupu”, jeśli podejrzewają, że egoistyczni menedżerowie zechcą odrzucić zyskową sprzedaż przedsiębiorstwa. Jednocześnie należałoby zwrócić uwagę, że lista korzystnych sposobów posłużenia się „okupem” jest dłuższa. Na przykład, może on być również użyty jako środek rekompensaty dla potencjalnych nabywców, którzy początkowo nie znają skali korzyści z wykupu. W celu zachęcenia ich do zdobycia tej informacji może być korzystne, aby zakupili część akcji i potem je odsprzedali w przypadku, gdyby ich obecność stała na przeszkodzie sprzedaży przedsiębiorstwa bardziej pożądanemu nabywcy. Wówczas jednak znalazłyby się osoby, które wcale nie mają zamiaru przejmowania kontroli nad przedsiębiorstwem, ale kupują akcje w celu uzyskania „okupu”. Jeśli jest to poważny problem, to prawny zakaz płacenia „okupu” mógłby być korzystny. Z powyższych rozważań wynika, iż nie można wyciągnąć jednoznacznych wniosków co do korzyści z „okupu” dla akcjonariuszy spółki będącej celem przejęcia.

Przedstawiona wyżej analiza dotyczyła skutków „okupu” dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa będącego celem przejęcia. Określenie optymalnych uregulowań prawnych z punktu widzenia interesu społecznego jest bardziej skomplikowane. Społeczeństwo jest przeciwne poświęcaniu środków na zdobywanie informacji, jeśli już inne przedsiębiorstwo znalazło źródło korzyści z przejęcia kontroli. Ze społecznego punktu widzenia, firmy, które mają przewagę w zbie-

<sup>17</sup> Patrz np. [Dann i DeAngelo, 1983] oraz [Bradley i Wakeman, 1983].

raniu informacji (tj. ponoszą niskie koszty przy wysokim prawdopodobieństwie znalezienia źródła korzyści z przejęcia), powinny być w stanie przechwycić znaczną część korzyści z wykupu.

### Trujące pigułki

„Trująca pigułka”, zastosowana po raz pierwszy w 1982 r., stała się jednym z najbardziej popularnych, a zarazem najbardziej kontrowersyjnych środków obronnych przeciwko próbom przejęcia kontroli nad spółką. „Trująca pigułka” oznacza całą rodzinę praw dla akcjonariuszy, które są wykorzystywane w przypadku pojawienia się pewnych zdarzeń – np. oferta wykupu pakietu kontrolnego lub zebranie określonego odsetka akcji przez wykupującego. Prawa te mają na celu uczynienie przedsiębiorstwa mniej atrakcyjnym dla wykupującego. Pozwalają one akcjonariuszom kupić dodatkowe akcje lub sprzedać spółce dotychczasowe udziały po bardzo atrakcyjnej cenie. Nakładają więc one znaczne koszty na wykupującego spółkę. Wśród działań podejmowanych przez zarząd wprowadzający trującą pigułkę można wymienić: sprzedaż atrakcyjnych części majątku<sup>18</sup>, fuzję z innym przedsiębiorstwem w celu stworzenia dla wykupującego przeszkód wynikających z prawa antymonopolowego, zaciągnięcie długu na dużą sumę, wprowadzenie w przedsiębiorstwie usprawnień, których dokonanie planował wykupujący<sup>19</sup>, uchwalenie znacznych odpraw dla obecnego zarządu w postaci tzw. złotych spadochronów.

„Złote spadochrony” stanowią rekompensatę dla zarządu w przypadku utraty pracy w wyniku wykupu spółki. Kontrakty gwarantujące rekompensatę menedżerom w przypadku ich zwolnienia po przejęciu spółki mogą być korzystne, gdyż pomagają osłabić konflikt interesów między akcjonariuszami i menedżerami w czasie próby wykupu przedsiębiorstwa. Dane empiryczne wskazują, że ceny akcji firm, które wprowadziły kontrakty rekompensacyjne dla menedżerów, rosną średnio o 3% w momencie ogłoszenia tego faktu<sup>20</sup>. Trudno jest jednak stwierdzić czy większy wpływ na wzrost cen akcji ma ograniczenie konfliktu interesów między akcjonariuszami a menedżerami, czy też może uznanie przez uczestników rynku takiego kontraktu jako sygnału, iż wzrosło prawdopodobieństwo złożenia oferty wykupu.

„Trujące pigułki” są uważane za bardzo skuteczny środek obrony przeciwko przejęciu kontroli z dwóch ważnych powodów. Po pierwsze, w razie potrzeby „pigułki” mogą być tania i szybko zmienione przez zarząd. Ta cecha zmusza potencjalnych nabywców spółki do bezpośrednich negocjacji z zarządem. Po drugie, użycie „pigułki” w większości przypadków czyni przejęcie spółki niezwykle drogim. Jako bariera przeciwko nieprzyjaznym próbom prze-

<sup>18</sup> Np. niektóre spółki naftowe sprzedały swoje rezerwy surowcowe, aby stać się mniej atrakcyjnym celem wykupu.

<sup>19</sup> Patrz np.: [Harris i Raviv, 1988].

<sup>20</sup> Zob. [Lambert i Lacker, 1985].

jęcia, „trująca pigułka” nie ma sobie równych z wyjątkiem rekapitalizacji dużej lub posiadania bezpośredniej większości udziałów przez obecny zarząd.

Najbardziej wyczerpujące opracowanie na temat „trujących pigułek” przedstawił [Ryngaert, 1988]. Autor opisuje w nim 380 „trujących pigułek” zastosowanych w latach 1982-1986. Dzieli on swoją próbę na „pigułki dyskryminujące” (ang. *discriminatory pills*) i „pigułki odwracalne” (ang. *flip-over pills*). Ponadto, bierze pod uwagę fakt istnienia podejrzeń próby przejęcia spółki tuż przed wprowadzeniem „trującej pigułki”. W 283 przypadkach, w których nie istniały takie podejrzania, wpływ na ceny akcji był statystycznie istotny i wyniósł -0,34%. W 57 przypadkach, w których miały miejsce podejrzania próby przejęcia spółki, średnia strata wyniosła 1,51% i również była statystycznie istotna. Wyniki te zostały także potwierdzone przez badania [Malatesty i Walklinga, 1988].

„Pigułki dyskryminujące”, które grożą „wrogiemu” wykupującemu poważnymi stratami, mają bardziej niekorzystny wpływ na zyski akcjonariuszy niż pigułki odwracalne, które są znacznie mniej restrykcyjne. Pomimo to, „pigułki dyskryminujące” stają się coraz bardziej popularne jako środek obrony przed wrogim przejęciem. [Ryngaert, 1988] stwierdza, że zarządy wprowadzające „pigułkę” posiadają zaskakująco małe udziały w kierowanej przez siebie spółce (zaledwie około 3%). Fakt ten, wraz z istnieniem dużych udziałowców instytucjonalnych sugeruje, że wiele z takich spółek miałoby trudności z uzyskaniem aprobaty większości akcjonariuszy, gdyby do wprowadzenia „pigułki” było wymagane głosowanie.

Wyniki uzyskane przez Ryngaerta nie potwierdzają teorii głoszących, że „trujące pigułki” są korzystne dla akcjonariuszy, gdyż wzmacniają pozycję negocjacyjną zarządu w przypadku próby wrogiego przejęcia. Chociaż straty akcjonariuszy spółki wykupywanej są relatywnie nieduże, to przywoływane badania empiryczne prowadzą do wniosku, że „trujące pigułki” są niekorzystne dla akcjonariuszy spółek broniących się przed przejęciem.

### Przepisy prawne dotyczące wykupu przedsiębiorstw

W Stanach Zjednoczonych, oprócz regulacji wynikających z Ustawy Williamsa, istnieją jeszcze dodatkowe przepisy stanowe dotyczące ofert wykupu spółek. Dwie prace, [Ryngaerta i Nettera, 1990]<sup>21</sup> oraz [Schumanna, 1987] przedstawiają bezpośrednie dane na temat wpływu prawa stanowego na zyski akcjonariuszy<sup>22</sup>. [Ryngaert i Netter, 1990] stwierdzają, że uchwalenie przepisów dotyczących przejęć w stanie Ohio spowodowało statystycznie istotny spadek cen akcji spółek z siedzibą w Ohio o 3,24%. Wyniki te potwierdza praca [Schumanna, 1987], który zaobserwował 1% spadek wartości akcji spółek

<sup>21</sup> Praca [Ryngaerta i Nettera, 1990] została oparta na danych zawartych w opracowaniu [OCE, 1987b].

<sup>22</sup> Wcześniejsze badania nad wpływem prawa stanowego na ceny wykupu spółek zostały przeprowadzone przez [Jarrella i Bradleya, 1980].

firm z siedzibą w stanie Nowy Jork, po uchwaleniu ustaw ograniczających zakres przejęć. Chociaż ustawy te mogą być korzystne z punktu widzenia danego stanu lub kraju (gdy utrzyma się poziom zatrudnienia w wyniku wyeliminowania przejęć), to ich skutki dla akcjonariuszy są negatywne.

Menedżerowie próbują opracowywać coraz lepsze metody obrony przed próbami przejęcia<sup>23</sup>. Prawo wielu stanów pozwala odebrać prawa głosu inwestorom, których udziały w spółce przekroczą pewien poziom. Ponadto, prawo niektórych stanów zezwala zarządom zablokować próbę przejęcia nawet na kilka lat oraz pozwala im wziąć pod uwagę interesy pracowników, klientów, poddostawców i społeczeństwa przy decyzji o przeciwstawieniu się przejęciu spółki. Należy oczekiwać, że tendencja do stosowania coraz skuteczniejszych sposobów obrony utrzyma się w przyszłości.

### Konsekwencje wprowadzenia środków obrony

Analogicznie do wyników uzyskanych przez [OCE, 1985], [Mahoney, Sundaramurthy i Mahoney, 1995] stwierdzają, że rynek reaguje negatywnie na zastosowanie przez spółkę środków obrony przed przejęciem. Nie oznacza to, że akcjonariusze spółki stosującej środki obrony zawsze tracą z tego powodu. [Mahoney, Sundaramurthy i Mahoney, 1995] w swoich wnioskach wyrażają jednak sceptycyzm wobec możliwości odniesienia korzyści przez akcjonariuszy spółki wykupywanej z wprowadzenia środków obrony przed przejęciem.

[Mahoney, Sundaramurthy, Mahoney, 1995] nie stwierdzają statystycznie istotnych różnic między wpływem środków obrony wymagających akceptacji akcjonariuszy a wpływem środków nie wymagających takiej akceptacji na wartość spółki. Obydwie grupy środków obrony wpływają w równym stopniu negatywnie na wartość akcji.

Innym argumentem na rzecz stosowania taktyk defensywnych jest fakt, że groźba przejęcia spółki może wywołać krótkowzroczne zachowania menedżerów. Można znaleźć przykłady, w których wykup spółki jest korzystny *ex post*, lecz niepożądany *ex ante*, ze względu na możliwość powstania zakłóceń w procesie podejmowania decyzji. Jest to niekorzystne zarówno dla akcjonariuszy spółki wykupywanej, jak i ze społecznego punktu widzenia. Zatem, jeśli groźbę przejęcia można zmniejszyć za pomocą »trujących pigułek« albo jeśli prawdopodobieństwo przejęcia spółki można zmienić za pomocą »złotych spadochronów«, to zastosowanie tych środków będzie korzystne ze społecznego punktu widzenia.

Krótkowzroczność menedżerów polega na tym, że groźba wykupienia spółki po obniżonej cenie skłania zarząd do przywiązywania znacznie większej wagi do bieżących zysków przedsiębiorstwa niż do realizacji celów długookresowych. Menedżerowie obawiają się spadku zysków w krótkim okresie, gdyż

<sup>23</sup> Patrz np.: [Herzel i Shepro, 1990]. Jedną z często stosowanych taktyk defensywnych jest tzw. obrona Pacmana, która polega na złożeniu kontroferty kupna spółki wykupującej przez spółkę będącą pierwotnym celem przejęcia.

może to spowodować obniżkę wartości akcji, nawet jeżeli długookresowe zyski firmy nie są zagrożone. Niska cena może dość łatwo doprowadzić do wykupu przedsiębiorstwa, a to z kolei stwarza zagrożenie dla pozycji zawodowej członków obecnego zarządu. Menedżerowie rezygnują więc z wielu korzystnych dla przedsiębiorstwa decyzji długookresowych, jeżeli są one sprzeczne z celem w postaci maksymalizacji zysku krótkookresowego.

[Stein, 1988] buduje formalny model zjawiska krótkowzrocności menedżerów<sup>24</sup>. Z jego analizy wynika, że reakcja zarządu na zagrożenie wykupem może mieć niepożądane skutki. Chociaż w momencie próby wykupu spółki akcjonariusze byłiby w korzystniejszej sytuacji, gdyby zarząd mógł zastosować środki obronne przed przejęciem, to *ex ante* możliwość stosowania taktyk defensywnych prowadzi do gorszych wyników z punktu widzenia akcjonariuszy oraz społeczeństwa. Sytuacja jest tu więc podobna do analizowanego przez [Shleifera i Vishny'ego, 1986] problemu odrzucenia oferty i zapłaty „okupu”. Nawet jeśli zarząd działa w interesie akcjonariuszy, to *ex ante* lepszym wyjściem jest zakaz odkupywania pakietów akcji od potencjalnych wykupujących.

Powyższe argumenty potwierdzają tezy takich autorów, jak [Easterbrook i Fischel, 1981], którzy propagują reguły „pasywności menedżerskiej”, całkowicie zabraniające menedżerom reakcji na oferty wykupu. Z punktu widzenia tych autorów, zdolność menedżerów do zakłócania procesu wykupu pozbawia społeczeństwo korzyści, które mogą płynąć z przejęcia kontroli nad przedsiębiorstwem. Proponowana przez nich recepta jest prosta: należy zabronić działań obronnych zarządu i pozwolić na swobodne funkcjonowanie mechanizmu wykupu.

Mimo podobieństw między problemem krótkowzrocności menedżerów analizowanym przez [Steina, 1988] i problemem zapłaty »okupu« rozważanym przez [Shleifera i Vishny'ego, 1986], każdy z nich prowadzi do innych postulatów dotyczących optymalnego zakresu regulacji przejęć. Należy zwrócić uwagę, że zapłata „okupu” i inne manewry obronne podejmowane w momencie pojawienia się oferty wykupu są zwykle dobrze widoczne, a zatem łatwe do wykrycia i udokumentowania. Zakaz stosowania takich form menedżerskiego oporu jest więc możliwy do wyegzekwowania.

Zjawisko krótkowzrocności menedżerów jest z kolei stosunkowo mało widoczne. Może ono występować w wielu przedsiębiorstwach, które nigdy nie stają się celem wykupu. Trudno też krótkowzrocność udokumentować w sądzie, gdyż menedżerowie są lepiej poinformowani o perspektywach rynkowych ich przedsiębiorstw i mają prawo do pewnej swobody w podejmowaniu decyzji.

Jeśli krótkowzrocność menedżerów jest rzeczywiście poważnym problemem i nie da się jej wyeliminować, to pewna doza kontroli nad mechanizmem wykupu może być mniejszym złem. Jeśli nie istnieją odpowiednie regulacje prawne, to spółki same mogą dokonać odpowiednich zapisów w swym

<sup>24</sup> Inne prace badające krótkowzrocność menedżerów to np.: [Laffont i Tirole, 1988] oraz [Hermalin, 1987].

statucie<sup>25</sup>. O ile zezwalanie menedżerom na praktyki blokowania wykupu może nie być pożądane w warunkach braku zjawiska krótkowzroczności, to w przypadku działania czynników opisanych przez [Steina, 1988] obrona przed przejęciem jest korzystna dla akcjonariuszy spółki.

[Daley i Subramaniam, 1989] zauważyli, że wśród spółek notowanych na giełdzie nowojorskiej, które zastosowały środki obrony przed przejęciem, a mimo to zostały wykupione przez inne firmy, aż 70% przyznało swoim menedżerom „złote spadochrony”. Powstaje wobec tego pytanie, dlaczego akcjonariusze zgadzają się na wprowadzenie środków obrony przed przejęciem, a jednocześnie przyznają »złote spadochrony« zarządowi spółki?

Pytanie to wynika z tzw. problemów agencji, które powstają w momencie próby przejęcia spółki. Na podstawie literatury<sup>26</sup> wiadomo, że akcjonariusze firm przejmowanych otrzymują znaczną premię za swoje akcje. Menedżerowie tych firm są jednak narażeni na ogromne straty po przejęciu, gdyż mogą zostać zwolnieni ze swojej intratnej posady. Zatem dotychczasowy zarząd może chcieć blokować przejęcia, które są korzystne dla akcjonariuszy. Zastanawiające jest więc, dlaczego akcjonariusze w ogóle chcą stosować środki obrony przed przejęciem ich firm wiedząc, że wiele z tych środków stwarza większe możliwości menedżerom, aby zablokować przejęcie.

„Złote spadochrony” są uważane za środek pomagający rozwiązać „problem agencji”<sup>27</sup>. Jeśli menedżer otrzyma dużą sumę pieniędzy, gdy utraci pracę w wyniku przejęcia, to nie będzie podejmował prób blokowania wykupu. Jeżeli jednak zaakceptujemy powyższą argumentację, to trudno zrozumieć, dlaczego akcjonariusze zgadzają się na wprowadzenie środków obrony przed przejęciem i jednocześnie przyznają „złote spadochrony” zarządowi spółki. Potrzeba kosztownego „złotego spadochronu” wynika w znacznej mierze ze zgody na stosowanie środków obronnych przed przejęciem. Gdyby akcjonariusze nie umożliwili zarządowi blokowania przejęć, zbyteczne byłoby płacenie menedżerom, aby powstrzymali się od korzystania z tej opcji. Pozornie wydawałoby się, że udziałowcy byłiby w lepszej sytuacji, nie zgadzając się na wprowadzenie żadnego z tych środków<sup>28</sup>.

[Harris, 1990] udowadnia, że z punktu widzenia maksymalizacji korzyści dla akcjonariuszy może nie być żadnej sprzeczności między stosowaniem środków obrony przed przejęciem i przyznaniem „złotych spadochronów” dla zarządu. Optymalną decyzją udziałowców może być również zastosowanie wyłącznie środków obrony przed przejęciem.

Wniosek ten wynika z faktu, że poprzez uruchomienie środków obrony przed przejęciem akcjonariusze stawiają zarząd w pozycji negocjatora reprezentującego spółkę, który ma uzyskać najlepszą cenę sprzedaży udziałów. Żaden ne-

<sup>25</sup> Właśnie przeciwko tej możliwości wystąpili [Easterbrook i Fischel, 1981].

<sup>26</sup> Patrz np. [Hughes, 1993].

<sup>27</sup> Patrz np.: [Baron, 1983] lub [Lambert i Larcker, 1985].

<sup>28</sup> [Easterbrook i Fischel, 1981] proponowali uchwalenie ustawy zakazującej menedżerom wszelkich działań utrudniających w momencie próby przejęcia.



gocjator nie zgodzi się na umowę, w wyniku której jego sytuacja byłaby gorsza niż przed pertraktacjami. Gdyby udziałowcy negocjowali cenę z wykupującym, nie wyraziliby zgody na sprzedaż spółki po cenie niższej niż jej wartość przed przejęciem. Sytuacja ulega zmianie, gdy jako negocjator występuje zarząd będący jednym z udziałowców spółki. Wtedy najniższa cena sprzedaży akcji, na którą zgodzi się zarząd, jest znacznie wyższa niż ich wartość przed przejęciem. Wynika to z utraty przez menedżerów korzyści związanych z odejściem z zajmowanych stanowisk w zarządzie spółki.

W tej sytuacji, gdy korzyści zarządu są niedostateczne, nawet jeśli oferowana cena jest już niemal równa wartości spółki po przejęciu, negocjujący zarząd nie zaakceptuje jej. Dostarczenie wówczas zarządowi „złotego spadochronu” może skłonić go do zgody na proponowaną cenę. [Harris, 1990] udowadnia, że w tych warunkach akcjonariusz nie będący w zarządzie spółki może uzyskać większe korzyści przez zastosowanie środków obronnych przeciwko przejęciom i przyznanie zarządowi „złotych spadochronów”, w porównaniu z sytuacją, w której by tego nie uczynił i ograniczył się do prób negocjacji z wykupującym. Korzyści uzyskane w wyniku pertraktacji przez firmę wykupywaną, dzięki środkom obronnym i optymalnemu „złotemu spadochronowi”, mogą przewyższać koszty odpraw.

W literaturze zaproponowano również inne uzasadnienia dla zastosowania środków obrony przed przejęciem. [DeAngelo, DeAngelo i Rice, 1984] udowodnili, że środki te mogą być korzystne dla akcjonariuszy firmy wykupywanej poprzez umożliwienie im działania w sposób skoordynowany w przypadku próby przejęcia. Koordynacja umożliwia dotychczasowym akcjonariuszom negocjacje z wykupującym, pozwalając na uzyskanie znacznej części korzyści z przejęcia. [Knoeber, 1986] z kolei argumentuje, że środki obrony przed wykupem są w istocie metodami ochrony długoterminowego wynagrodzenia, które *implicit*e zostało obiecanie menedżerom przez akcjonariuszy. Uważa on, że „złote spadochrony” są alternatywnym środkiem do osiągnięcia tego celu. Chociaż wszystkie te wyjaśnienia wydają się przekonujące, to dopiero [Harris, 1990] uzasadnia potrzebę stosowania środków obrony przed wykupem ze względu na istnienie opisanego problemu agencji.

Wnioski z modelu Harrisa są zgodne z wynikami badań empirycznych, prowadzących do konkluzji, że akcjonariusze firm wykupywanych przechwytyją większość korzyści powstałych w wyniku przejęcia. Model ten umożliwia ponadto wyjaśnienie wielkości korzyści dla akcjonariuszy w zależności od dostępności środków pozwalających na zwiększenie siły przetargowej zarządu.

Dzięki modelowi Harrisa można wyjaśnić, dlaczego niektóre firmy stosują wyłącznie środki obrony przed przejęciami, inne zaś przyznają jednocześnie „złote spadochrony”, a jeszcze inne nie używają żadnego z tych środków. Odpowiedź na pytanie, które z zaprezentowanych powyżej rozwiązań jest najlepsze dla danej spółki, zależy od typu firmy i cech zarządu.

### Podsumowanie

W niniejszej pracy omówiono taktyki defensywne przed przejęciami i przedstawiono wyniki badań nad skutkami ich stosowania z punktu widzenia akcjonariuszy spółek będących celem wykupu. Od dawna istnieją obawy, że menedżerowie spółek zagrożonych wrogim przejęciem mogą zastosować środki obronne, które będą niekorzystne dla dotychczasowych akcjonariuszy. Jednak zaprezentowane rezultaty badań pokazują, że możliwe są zarówno negatywne, jak i pozytywne konsekwencje wprowadzenia mechanizmów obronnych przeciwko przejęciom.

Badania empiryczne przeprowadzone przez [Jarella i Poulsen, 1987], [Karpoffa i Malatesty, 1989], [Malatesty i Walkling, 1988], [Romano, 1993] oraz [Ryngaerta, 1988] wykazały, że w wyniku zastosowania większości środków obronnych wartość akcji spółek spadała zwykle o mniej niż 1%, a często nawet poniżej 0,5%<sup>29</sup>. Inne prace empiryczne, np. [DeAngelo i Rice, 1983], [Linn i McConnell, 1983] oraz [Karpoff, Malatesta i Walkling, 1996] stwierdzają brak statystycznie istotnych reakcji cen w wyniku wprowadzenia taktyk defensywnych. Oznacza to, że jeżeli nawet dotychczasowi akcjonariusze odnoszą jakieś straty, w wyniku wprowadzenia środków obronnych przed przejęciami, to są one niewielkie.

Ponadto, z analiz dokonanych np. w pracach [DeAngelo, DeAngelo i Rice'a, 1984], [Harrisa, 1990], [Romano, 1985] oraz [Shleifera i Vishny'ego, 1986] wynika, że akcjonariusze firmy wykupywanej mogą skorzystać na wprowadzeniu środków obronnych przed przejęciem. Podstawowym argumentem jest tu koordynująca rola zarządu w przypadku próby przejęcia spółki. Dzięki taktykom obronnym zarząd może pomóc dotychczasowym akcjonariuszom w uzyskaniu korzystniejszej oferty wykupu spółki, albo odeprzeć oferty, których realizacja nie jest najlepszą opcją dla dotychczasowych udziałowców.

Brak jednoznacznej odpowiedzi na pytanie o to, jak rynek postrzega wprowadzenie środków obrony, wynika prawdopodobnie stąd, iż postawienie tych środków do dyspozycji zarządu było w dużym stopniu do przewidzenia. Wnioski z analizy problemu „złotych spadochronów” są bardziej jednoznaczne. [Lambert i Larcker, 1985] wykazali, że rynek reaguje pozytywnie na informację o przyznaniu „złotych spadochronów” dla zarządu. Jest to zgodne z teorią zaproponowaną przez [Harrisa, 1990]. Dalsze badania empiryczne są jednak niezbędne, aby ostatecznie ocenić wpływ różnych środków obronnych na zyski akcjonariuszy.

### Bibliografia

- Baron D.P., [1983], *Tender Offers and Management Resistance*, Journal of Finance, vol. 38, ss. 331-343.
- Bebchuk L.A., [1982], *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, Harvard Law Review, vol. 95, ss. 1028-1056.

<sup>29</sup> Podsumowanie tych analiz można również znaleźć w [Comment i Schwert, 1995].

- Bhagat S., Brickley J., [1984], *The Value of Minority Shareholder Voting Rights*, Journal of Law and Economics, vol. 27, ss. 339-365.
- Bishop M., Kay J., red., [1993], *European Mergers and Merger Policy*, Oxford University Press.
- Boland J., [1984], *Missing the Bottom Line on Greenmail*, Wall Street Journal (25 lipca).
- Bradley M., Wakeman L.M., [1983], *The Wealth Effects of Target Share Repurchases*, Journal of Financial Economics, vol. 11, ss. 301-328.
- Brealey R.A., Myers S.C., [1991], *Principles of Corporate Finance*, wyd. czwarte, McGraw-Hill, Inc.
- Brickley J., Lease R., Smith C., [1988], *Ownership Structure and the Voting on Antitakeover Amendments*, Journal of Financial Economics, vol. 20, ss. 267-91.
- Comment R., Schwert G.W., [1995], *Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures*, Journal of Financial Economics, vol. 39, ss. 3-43.
- Daley L., Subramaniam C., [1989], *The Effects of Golden Parachutes on Synergy Sharing in Mergers*, working paper, University of Minnesota Accounting Department.
- Dann L.Y., DeAngelo H., [1983], *Standstill Agreements, Privately Negotiated Stock Repurchases, and the Market for Corporate Control*, Journal of Financial Economics, vol. 11, ss. 275-300.
- Davis E., Shore G., Thompson D., [1993], „Continental Mergers are Different”, w: Bishop M., Kay J., red., *European Mergers and Merger Policy*, Oxford University Press, ss. 328-347.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Rice E. M., [1984], *Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth*, Journal of Law and Economics, vol. 27, ss. 367-402.
- DeAngelo H., Rice E.M., [1983], *Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth*, Journal of Financial Economics, vol. 11, ss. 329-360.
- Dodd P., Leftwich R., [1980], *The Market for Corporate Charters: 'Unhealthy Competition' versus Federal Regulation*, Journal of Business, vol. 53, ss. 259-283.
- Easterbrook F.H., Fischel D.R., [1981], *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, Harvard Law Review, vol. 94, ss. 1161-1204.
- Franks J., Mayer C., [1993], „European Capital Markets and Corporate Control”, w: Bishop M., Kay J., red., *European Mergers and Merger Policy*, Oxford University Press, ss. 162-199.
- Frąckowiak W., red., [1998], *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Geroski P., Vlassopoulos A., [1993], „Recent Patterns of European Merger Activity”, w: Bishop M., Kay J., red., *European Mergers and Merger Policy*, Oxford University Press, ss. 318-327.
- Harris E.G., [1990], *Antitakeover Measures, Golden Parachutes, and Target Firm Shareholders Welfare*, RAND Journal of Economics, vol. 21, ss. 614-625.
- Harris M., Raviv A., [1988], *Corporate Control Contests and Capital Structure*, Journal of Financial Economics, vol. 20, ss. 55-86.
- Hermalin B., [1987], *Adverse Effects of the Threat of Takeovers*, maszynopis, Massachusetts Institute of Technology.
- Herzel L., Shepro R.W., [1990], *Bidders and Targets: Mergers and Acquisitions in the U.S.*, Basil Blackwell, Inc., Cambridge, Mass.
- Holderness C.G., Sheehan D.P., [1985], *Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors*, Journal of Financial Economics, vol. 14, ss. 555-579.
- Hughes, A., [1993], *Mergers and Economic Performance in the UK: A Survey of the Empirical Evidence 1950-1990*, w: *European Mergers and Merger Policy*, Bishop M., J. Kay (red.), Oxford University Press, ss. 9-95.
- Jarrell G.A., [1985], *The Wealth Effects of Litigation by Targets: Do Interests Diverge in a Merge?*, Journal of Law and Economics, vol. 28, ss. 151-177.
- Jarrell G.A., Bradley M., [1980], *The Economic Effects of Federal and State Regulations of Cash Tender Offers*, Journal of Law and Economics, vol. 23, 371-407.
- Jarrell G.A., Brickley J.A., Netter J.M., [1988], *The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980*, Journal of Economic Perspectives, vol. 2, ss. 49-68.

- Jarrell G.A., Poulsen A.B., [1987], *Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments since 1980*, Journal of Financial Economics, vol. 19, ss. 127-168.
- Jarrell G.A., Poulsen A.B., [1988], *Dual-Class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms: The Recent Evidence*, Journal of Financial Economics, vol. 20, ss. 129-52.
- Jensen M.C., Ruback R.S., [1983], *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, Journal of Financial Economics, vol. 11, ss. 5-50.
- Karpoff J.M., Malatesta P.H., [1989], *The Wealth Effects of Second Generation State Takeover Legislation*, Journal of Financial Economics, vol. 25, ss. 291-322.
- Kirkland R., [1984], *When Paying off a Raider Benefits the Shareholders*, Fortune (30 kwietnia), ss. 152-158.
- Knoeber C.R., [1986], *Golden Parachutes, Shark Repellents, and Hostile Takeovers*, American Economic Review, vol. 20, ss. 155-167.
- Laffont J.-J., Tirole J., [1988], *Repeated Auctions of Incentive Contracts, Investment and Bidding Parity with an Application to Takeovers*, RAND Journal of Economics, vol. 19, ss. 516-537.
- Lambert R., Larcker D., [1985], *Golden Parachutes, Executive Decision-Making, and Shareholder Wealth*, Journal of Accounting and Economics, 7 kwietnia, ss. 179-204.
- Linn S.C., McConnell J.J., [1983], *An Empirical Investigation of the Impact of Antitakeover Amendments on Common Stock Prices*, Journal of Financial Economics, vol. 11, ss. 361-399.
- Mahoney J.M., Sundaramurthy C., Mahoney J.T., [1995], *The Differential Impact on Stockholder Wealth of Various Antitakeover Provisions*, Research Paper #9512, Federal Reserve Bank of New York.
- Malatesta P.H., Walkling R.A., [1988], *Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, vol. 20, ss. 347-376.
- Mikkelsen W.H., Ruback R.S., [1985], *An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process*, Journal of Financial Economics, vol. 14, ss. 523-553.
- Netter J.M., [1987], *Shareholder Wealth Effects of Litigation Based on Allegedly False Schedule 13D Item 4 Disclosure*, working paper.
- OCE, [1984], *The Impact of Targetted Share Repurchases (Greenmail) on Stock Prices*, Office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission.
- OCE, [1985], *The Economics of Any-or-All, Partial, and Two-Tier Tender Offers*, Office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission.
- OCE, [1987a], *The Effects of Dual-Class Recapitalizations on the Wealth of Shareholders*, Office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission.
- OCE, [1987b], *Shareholder Wealth Effects of Ohio Legislation Affecting Takeovers*, Office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission.
- OCE, [1987c], *Update - The Effects of Dual-Class Recapitalizations on Shareholder Wealth: Including Evidence from 1986 and 1987*, Office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission.
- Partch M., [1987], *The Creation of A Class of Limited Voting Common Stock and Shareholders Wealth*, Journal of Financial Economics, vol. 18, ss. 313-339.
- Romano R., [1985], *Law as a Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle*, Journal of Law, Economics and Organization, vol. 1, ss. 225-267.
- Romano R., [1993], *Competition for Corporate Charters and the Lesson of Takeover Statutes*, Fordham Law Review, vol. 61, ss. 843-864.
- Ruback R.S., [1986], *An Overview of Takeover Defenses*, working paper, No. 1836-86, Sloan School of Management, MIT, wrzesień.
- Ryngaert M., [1988], *The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth*, Journal of Financial Economics, vol. 20, ss. 377-417.
- Ryngaert M., Netter J., [1990], *Shareholder Wealth Effects of the 1986 Ohio Antitakeover Law Revisited: Its Real Effects*, Journal of Law, Economics and Organization, vol. 6, ss. 253-262.

- Schumann L., [1987], *The State Regulation of Takeovers and Shareholder Wealth: The Effects of New York's 1985 Takeover Statutes*, Bureau of Economics Staff Report to the Federal Trade Commission, marzec.
- Shleifer A., Vishny R.W., [1986], *Greenmail, White Knights, and Shareholders' Interest*, RAND Journal of Economics, vol. 17, ss. 293-309.
- Stein J.C., [1988], *Takeover Threats and Managerial Myopia*, Journal of Political Economy, vol. 96, ss. 61-80.
- Sudarsanam, S., [1998], *Fuzje i przejęcia*, WIG PRESS, Warszawa.