GOSPODARKA NARODOWA

4
(140)
Rok XIV
kwiecień
2003

Jacek PROKOP*

Dyscyplinująca rola wykupów spółek akcyjnych

Wstęp

Wykup przedsiębiorstw uważany jest za skuteczną broń przeciwko menedżerom nie maksymalizującym długookresowej wartości przedsiębiorstwa[1]. Groźba przejęcia spółki jest często uznawana za przyczynę tego, że menedżerowie będą nią zarządzać w interesie właścicieli. Na przykład [Manne, 1965] i [Marris, 1964] argumentują, że gdyby obecny zarząd nie maksymalizował wartości firmy, to znajdzie się ktoś, kto ją wykupi, zatrudni lepszych menedżerów i zrealizuje w ten sposób zysk arbitrażowy (wynikający z różnicy między wartością przedsiębiorstwa przed i po przejęciu). Dlatego menedżerowie będą maksymalizować wartość przedsiębiorstwa, aby nie narazić się na utratę posady. Przejęcia stanowią więc środek pobudzający zarząd do działań w interesie właścicieli spółki.

Niektórzy autorzy, jak np. [Scherer, 1980], kwestionują dyscyplinującą rolę wykupywania przedsiębiorstw. Scherer zauważa, że są to działania bardzo kosztowne, więc menedżerowie musieliby być bardzo nieefektywni, aby przejęcie przedsiębiorstwa było opłacalne. Zyskowność przejęć została również zakwestionowana przez [Grossmana i Harta, 1980b] z powodu problemu „pasażera na gapę" (ang. *free-rider problem*), który może poważnie utrudnić wykup. „Pasażerami na gapę" stają się akcjonariusze, którzy w przypadku próby przejęcia nie chcą odsprzedać swoich akcji, ponieważ spodziewają się znacznego

---

* Autor jest pracownikiem Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Artykuł wpłynął do redakcji w lutym 2003 r.

[1] Ekonomiści od lat argumentują, że ostra konkurencja na rynku produktów, na rynku pracy oraz na rynku kapitałowym trzyma w ryzach menedżerów spółek akcyjnych i uniemożliwia im skupienie się wyłącznie na swoim prywatnym interesie, który byłby odmienny od maksymalizacji długookresowej wartości przedsiębiorstwa. W niniejszej pracy koncentrujemy się na dyscyplinującej roli rynku kapitałowego.

wzrostu ich wartości po skutecznym zakończeniu wykupu. Z drugiej jednak strony, przejęcie będzie zyskowne dla wykupującego, gdy cena zakupu akcji jest mniejsza niż ich wartość po wykupie. Stąd wniosek, iż wykupujący nie jest w stanie osiągnąć dodatniego zysku z przejęcia. Oznacza to, że jeśli nawet dochodzi do przejmowania kontroli nad spółkami akcyjnymi, to całość korzyści powstających w wyniku przejęć przechwytują dotychczasowi akcjonariusze spółek będących celem wykupu.

Rentowność przejęć oraz podział korzyści powstałych w wyniku wykupu znajduje się w centrum zainteresowania teorii przejmowania kontroli nad spółkami akcyjnymi. Celem niniejszego opracowania jest przegląd teoretycznych modeli przejęć oraz prezentacja wniosków dotyczących dyscyplinującej roli wykupów. Jeśli prawdziwe jest twierdzenie, że problem „pasażera na gapę" czyni przejęcia nieopłacalnymi, to dyscyplinująca rola wykupów spółek stoi pod znakiem zapytania.

Istniejące w literaturze modele przejęć można podzielić na dwie zasadnicze grupy: modele statyczne i modele dynamiczne. Modele statyczne, historycznie wcześniejsze, odegrały istotną rolę w rozwoju teorii przejęć i niewątpliwie przyczyniły się do zrozumienia procesu wykupu spółek akcyjnych. Wyniki uzyskane na ich podstawie pozostawiały jednak pewne wątpliwości, które w dużym stopniu zostały wyjaśnione przy użyciu modeli dynamicznych. Jednak na modele dynamiczne trzeba spojrzeć raczej jako na uzupełnienie modeli statycznych niż jako ich substytut.

Modele statyczne opierały się na założeniu, że wykupujący dokonuje tylko jednorazowej próby przejęcia przedsiębiorstwa przez złożenie jednej oferty kupna akcji od dotychczasowych właścicieli. Jeśli akcjonariusze nie zgodzą się odsprzedać liczby akcji wystarczającej do przejęcia kontroli nad spółką przez wykupującego, to nie będzie on mógł uczestniczyć w dalszych próbach przejęcia. Wśród ujęć statycznych wyróżniamy modele z nieskończoną liczbą niewielkich udziałowców, zwanych akcjonariuszami „atomistycznymi", oraz modele ze skończoną liczbą udziałowców, zwanych akcjonariuszami „nieatomistycznymi".

Typowym i najbardziej znanym przykładem modelu atomistycznego jest model [Grossmana i Harta, 1980b], od którego rozpoczniemy przegląd teorii statycznych. Oprócz analizy wspomnianego problemu „pasażera na gapę" [Grossman i Hart, 1980b], opisują również sposoby jego rozwiązania za pomocą tzw. rozmycia (ang. *dilution*), tj. prawa wykupującego, który skutecznie przejął kontrolę nad spółką, do swego rodzaju materialnej nagrody za wykup. „Rozmycie" w modelu [Grossmana i Harta, 1980b] okazuje się środkiem niezbędnym do przezwyciężenia problemu „pasażera na gapę" i rentownego przejęcia spółki przez wykupującego. „Rozmycie" jest jednym z przykładów szerszej grupy tzw. mechanizmów wyłączających (ang. *exclusionary devices*), które pozwalają pokonać problem „pasażera na gapę". Inny znany przykład, który omówimy przy okazji modeli „atomistycznych", to tzw. oferty dwutranszowe.

Do najbardziej reprezentatywnych statycznych modeli nieatomistycznych zaliczamy model przedstawiony przez [Bagnolego i Lipmana, 1988]. Bardziej

realistyczne ujęcie zagadnienia przejęć opisane w modelu tych autorów pozwala wyciągnąć wniosek zupełnie odmienny niż konkluzja formułowana przez teorie oparte na modelach atomistycznych. Autorzy modeli nieatomistycznych stwierdzają, iż mechanizmy wyłączające nie są konieczne do przezwyciężenia problemu „pasażera na gapę" i rentownego przejęcia spółki przez wykupującego. Rola mechanizmów wyłączających w procesie wykupu przedsiębiorstw zostanie omówiona w punkcie I.

Istnieją jeszcze inne sposoby uzasadnienia zyskowności przejęć dla wykupującego i uniknięcia problemu „pasażera na gapę". W punkcie II dokonano przeglądu statycznych modeli wykupu spółek akcyjnych w sytuacji, gdy wykupujący jest już w posiadaniu dużego pakietu akcji przedsiębiorstwa, zanim publicznie ogłosi swoją ofertę wykupu. W tym przypadku wykupujący może zaoferować cenę wystarczająco wysoką, aby skompensować pozostałym udziałowcom przewidywany wzrost wartości spółki i samemu wypracować zysk z posiadanych już wcześniej akcji. Chociaż akcjonariusze mniejszościowi są tu „pasażerami na gapę", to korzyści dla wykupującego są na tyle duże, że nie hamuje to przejęcia przedsiębiorstwa. Słabością modeli, w których wykupujący był już w posiadaniu sporego pakietu akcji, jest brak wyjaśnienia, w jaki sposób uzyskał on swoje początkowe udziały. Modele statyczne nie tłumaczą tego zagadnienia.

Dotychczas wymienione modele koncentrują się na problemie zyskowności przejęć, gdyż tylko rentowne przejęcia mają szanse wpłynąć dyscyplinująco na zarząd spółki. Niewiele mówią natomiast o samym mechanizmie, za pomocą którego przejmowanie przedsiębiorstw wpływa na efektywność zarządzania przez obecny zarząd. W punkcie III przedstawiono model opisujący mechanizm dyscyplinującej roli przejęć.

Statyczne teorie przejmowania kontroli nad spółkami akcyjnymi pozostawiają poza obszarem swoich zainteresowań jeden niezwykle istotny problem. Mianowicie, gdy dotychczasowi udziałowcy dokonają sprzedaży zbyt małej liczby akcji, próba przejęcia nie powiedzie się. Jest to wynikiem założenia, iż wykupujący nie ma prawa złożyć pozostałym akcjonariuszom nowej oferty zakupu. Założenie to wydaje się zbyt upraszczające i nienaturalne. W praktyce udane przejęcie spółki często wymaga od wykupującego złożenia kilku ofert zakupu.

Konieczne jest zatem uwzględnienie dynamicznych modeli przejmowania kontroli nad spółkami akcyjnymi, które umożliwiłyby bardziej dogłębne zbadanie procesu składania ofert wykupu oraz przeanalizowanie problemu „pasażera na gapę". Dynamika tych modeli polega na założeniu możliwości składania wielokrotnych ofert przez tego samego wykupującego. Pierwszy dynamiczny model przejęć przez jednego wykupującego został skonstruowany w pracy [Harringtona i Prokopa, 1993]. W swoim modelu autorzy przeanalizowali rentowność przejęć w przypadku bezwarunkowych ofert wykupu i porównali ją z wynikami uzyskanymi na podstawie modeli statycznych. Kontynuacją tego kierunku analizy był artykuł [Prokopa, 1999], w którym autor, wykorzystując model dynamiczny, analizuje wykup za pomocą ofert warunko-

wych i porównuje uzyskane wyniki z przypadkiem wykupu za pomocą ofert bezwarunkowych. Z przedstawionych badań wynika, iż analiza przejęć w ujęciu modeli statycznych jest niepełna i dopiero uwzględnienie aspektów dynamicznych pozwala prawidłowo ocenić rentowność wykupów i ich dyscyplinującą rolę wobec menedżerów spółek akcyjnych. Punkt IV został poświęcony dynamicznym modelom przejęć.

Pracę zamyka podsumowanie.

I. Rola mechanizmów wyłączających w przejmowaniu kontroli nad spółkami

1. Model atomistyczny

Jednym z ważniejszych osiągnięć formalnej analizy zjawiska wykupywania przedsiębiorstw jest teza, iż zyskowne przejęcie firmy przez podmiot zewnętrzny może być trudne. [Grossman i Hart, 1980b], wykorzystując statyczny model z atomistycznymi akcjonariuszami[2], przedstawiają następujące uzasadnienie faktu, że próby przejęcia spółek o szerokim akcjonariacie nie mają szans powodzenia. Załóżmy, że wykupujący jest w stanie zwiększyć wartość przedsiębiorstwa po jego przejęciu, np. przez zaangażowanie lepszych menedżerów. Jeśli zaoferuje on cenę, która przyniesie zysk w przypadku udanego wykupu, to zysk ten będzie realizowany kosztem akcjonariuszy, którzy odsprzedali swoje udziały. Informacja, iż ktoś zainteresowany jest wykupem przedsiębiorstwa, będzie prowadzić akcjonariuszy do wniosku, że korzystniej jest nie sprzedawać posiadanych akcji. W przypadku spółek o szerokim akcjonariacie (akcjonariusze atomistyczni) pojedynczy udziałowiec nie sądzi, aby od jego indywidualnej decyzji zależało, czy próba przejęcia spółki się powiedzie. Zatem strategią dominującą jest, aby nie odsprzedawać swoich akcji, o ile nie jest ich tak dużo, że mogłyby wpłynąć na przebieg procesu przejęcia.

Zagadnienie skutecznego przejęcia przedsiębiorstwa można inaczej wyrazić w kategoriach problemu „pasażera na gapę". Dotychczasowi akcjonariusze mogą chcieć skorzystać z wysiłku nowego właściciela, który udoskonali funkcjonowanie przedsiębiorstwa. W powyższym skrajnym scenariuszu wykupujący musiałby oddać cały swój zysk, aby przejąć kontrolę nad przedsiębiorstwem. Zatem nie ma on żadnych bodźców, aby przejmować przedsiębiorstwo ani inwestować w celu zidentyfikowania możliwości udoskonalenia przedsiębiorstwa. Powstaje zatem pytanie: jakie jest wyjaśnienie faktu, że czasami próby przejęcia przedsiębiorstw kończą się sukcesem. Odpowiedź na to pytanie jest równoznaczna ze znalezieniem rozwiązania problemu „pasażera na gapę".

---

[2] Modele przejmowania spółek akcyjnych z „atomistycznymi" akcjonariuszami dominowały w literaturze do drugiej połowy lat 80. Oprócz najbardziej znanego modelu [Grossmana i Harta, 1980b], przypadek jednego wykupującego i „atomistycznych" akcjonariuszy był również analizowany np. w modelach [Bradley'a, 1980] oraz [Bradley'a i Rosenzweiga, 1986].

W przypadku przejęć zostaną przedstawione modele statyczne będące próbą wyjaśnienia tego zasadniczego problemu.

W praktyce problem „pasażera na gapę" nie jest aż tak poważny, jak wyżej opisano i próby wykupu mają miejsce. Jakich zmian należy dokonać, aby zaistniała taka możliwość? Jedną z najprostszych modyfikacji modelu jest wprowadzenie różnicy w ocenie wartości przedsiębiorstwa przez wykupującego i dotychczasowych akcjonariuszy, jako rezultatu różnic w preferencjach dotyczących ryzyka lub asymetrii informacji.

Chociaż różnice w indywidualnej wycenie są niewątpliwie ważne dla zaistnienia wykupów, to bierne oczekiwanie na taką sytuację nie byłoby dobre dla akcjonariuszy. Lepszym posunięciem będzie doprowadzenie do powstania różnicy między wartością przedsiębiorstwa dla nowego właściciela pakietu kontrolnego a wartością spółki dla akcjonariuszy, którzy próbują być „pasażerami na gapę" i odnieść korzyści z przejęcia.

Jednym ze sposobów rozwiązania problemu „pasażera na gapę" w procesie przejęć jest pozbawienie akcjonariuszy, którzy nie odsprzedali swoich akcji wykupującemu, korzyści osiągniętych po przejęciu przedsiębiorstwa przez zastosowanie „mechanizmów wyłączających". Można to osiągnąć w następujący sposób: dotychczasowi akcjonariusze dokonują zapisu w statucie dającego wykupującemu prawo do zmniejszenia wartości przejętego przez niego przedsiębiorstwa o pewną kwotę, którą wykupujący może sobie wypłacić. Istnieje wiele sposobów przeprowadzenia takiej redukcji wartości przedsiębiorstwa. Na przykład, wykupujący może mieć prawo wypłacenia sobie wysokiej pensji albo wyemitowania dla siebie pewnej liczby nowych akcji. Innym sposobem jest możliwość sprzedaży majątku przejętego przedsiębiorstwa po cenie niższej od rynkowej (poprzez fuzję lub likwidację) innemu przedsiębiorstwu, którego właścicielem jest wykupujący. Trzecią opcją jest sprzedaż dóbr lub usług przejętego przedsiębiorstwa po sztucznie zaniżonej cenie na rzecz innych przedsiębiorstw będących własnością wykupującego. Przykładowo, gdy przedsiębiorstwo A produkujące samochody przejmie kontrolę nad przedsiębiorstwem B wytwarzającym opony samochodowe, nowi dyrektorzy przedsiębiorstwa B mogą sprzedawać opony przedsiębiorstwu A po odpowiednio niższej cenie. W ten sposób większość zysków przedsiębiorstwa B będzie przechwytywana przez producenta samochodów A.

Bez względu na to, która z powyższych metod zostanie wykorzystana, wynik pozostanie ten sam. Korzyść dla akcjonariuszy mniejszościowych z niesprzedania swoich akcji po przejęciu kontroli przez wykupującego będzie znacznie mniejsza. Pojawia się zatem różnica pomiędzy wyceną korzyści dla akcjonariuszy i dla wykupującego po przejęciu kontroli nad przedsiębiorstwem: dotychczasowi akcjonariusze zostaną w tej sytuacji pozbawieni możliwości korzystania z przywileju „pasażera na gapę".

Warto zauważyć, że ta różnica odpowiada dobrowolnej rezygnacji akcjonariuszy z ich prawa własności. Jeśli przedsiębiorstwo jest dobrze zarządzane, to jego wartość wynosi v, a więc akcjonariusze mogą ze sporą dozą słuszności twierdzić, że v jest „prawdziwą" lub „uczciwą" wartością ich akcji. Pozwalając

wykupującemu na zmniejszenie wartości przedsiębiorstwa i wypłacenie sobie pewnej kwoty, akcjonariusze pozbawiają się pełnej wartości swoich akcji, tj. dobrowolnie „rozmywają" swoje prawa własności. Większość regulacji prawnych dotyczących ofert wykupu zakłada *implicite*, że takie „rozmywanie" praw własności jest niepożądane. [Grossman i Hart, 1980b] są jednak zdania, że proces ten jest niezbędny, aby mechanizm składania ofert wykupu był skutecznym narzędziem karania złych menedżerów.

[Grossman i Hart, 1980b] koncentrują się na pytaniu o optymalny zakres prawa do „rozmycia". W swoim modelu udowadniają, że większe prawa do „rozmycia" sprawiają, iż menedżerowie – w obawie przed utratą pracy w wyniku przejęcia – będą bardziej skłonni do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa. Groźba przejęcia przedsiębiorstwa spełnia więc rolę bodźca, który pobudza menedżerów do działania w interesie akcjonariuszy. „Rozmycie" jest jednak kosztowne dla obecnych akcjonariuszy, gdyż zmniejsza ich zyski w przypadku przejęcia przedsiębiorstwa, jak również obniża cenę, po której potencjalny nabywca może wykupić spółkę. Mamy więc tu do czynienia z wyborem pomiędzy lepszym zarządzaniem i częstą zmianą właściciela przedsiębiorstwa a wysoką ceną sprzedaży i wyższym zyskiem w przypadku przejęcia spółki. Jest to determinantem optymalnego prawa do „rozmycia".

[Grossman i Hart, 1980b] wykazali, że jeśli akcjonariusze spółki nie mogą liczyć na konkurencję między wykupującymi, to będą zwykle wybierali niski poziom „rozmycia". Akcjonariusze zdają sobie sprawę, że zezwalając na większe „rozmycie" zwiększyliby groźbę wykupu. Z jednej strony jest to korzystne, gdyż zmusza obecny zarząd do większej efektywności, ale z drugiej – zmniejsza oferowaną cenę w przypadku wykupu przedsiębiorstwa.

Oprócz postanowień akcjonariuszy co do poziomu „rozmycia", Grossman i Hart analizują również stanowisko społeczeństwa wobec tej decyzji. Okazuje się, że istnieją różnice pomiędzy punktem widzenia akcjonariuszy i społeczeństwa na to zjawisko. Ze społecznego punktu widzenia dopuszczalne „rozmycie" powinno być duże, gdyż zwiększona groźba wykupu zmusza obecny zarząd do większej efektywności. Jeśli inwestycje dokonywane w gospodarce są nieelastyczne względem stopy zwrotu, to ze społecznego punktu widzenia nie jest istotny fakt, że w przypadku wykupu akcjonariusze otrzymają niską cenę, gdyż oznacza on jedynie redystrybucję zysków od akcjonariuszy do wykupującego. Z powyższej analizy płynie wniosek, że akcjonariusze będą starali się uczynić wykup trudniejszym, niż wynikałoby to ze społecznego punktu widzenia. Jeśli natomiast inwestycje akcjonariuszy spółki są elastyczne względem stopy zwrotu, co sprawia, że niska cena wykupu ma społecznie niekorzystne konsekwencje w postaci ograniczenia inwestycji, to państwo starałoby się nieco ograniczyć wykupy. Z modelu Grossmana i Harta wynika jednak, że państwo jest skłonne akceptować więcej przejęć niż akcjonariusze.

Omawiany model pozwala wyciągnąć wnioski przydatne w polityce gospodarczej. Wynika z niego, że Ustawa Williamsa z 1968 r. mogła mieć pewne niekorzystne skutki dla społeczeństwa amerykańskiego, czyniąc wykup trudniejszym, niż jest to społecznie pożądane. Rzekome naruszenie prawa antymo-

nopolowego jest wykorzystywane przez dotychczasowy zarząd do zwiększenia kosztów wykupu poprzez zaskarżenie do sądu i proceduralne opóźnianie przejęcia kontroli. Zarząd używa na te cele pieniędzy akcjonariuszy. Ponadto obowiązek ujawnienia posiadania akcji wprowadzony przez Ustawę Williamsa zmuszającą wykupującego do ogłoszenia swoich zamiarów przejęcia po wykupieniu 5% udziałów w spółce może być korzystny, gdyż zachęca innych do wykupu. Może jednak być szkodliwy, gdyż wywołuje problem „pasażera na gapę" wśród akcjonariuszy. Oczywiście społeczne korzyści z niedopuszczenia do monopolu i dostarczenia informacji akcjonariuszom poprzez ujawnienie zamiarów wykupu muszą zostać porównane z niekorzystnymi konsekwencjami uczynienia wykupów trudnymi[3].

Podsumowując należy stwierdzić, że właściwe zarządzanie spółką jest tzw. dobrem publicznym dla udziałowców. Koszty stworzenia warunków, w których zarząd spółki będzie działał w interesie akcjonariuszy, są znaczne. Jeśli pojedynczy udziałowiec poświęci środki na usprawnienie zarządzania, to wszyscy akcjonariusze na tym skorzystają. Jest to korzyść zewnętrzna, którą można próbować „uwewnętrznić" za pomocą procesu wykupu spółek.

Jedynym sposobem stworzenia właściwych bodźców dla wytworzenia dobra publicznego jest pozbawienie tych, którzy nie zapłacą, możliwości korzystania z jego dobrodziejstw. Zwykły wykup spółki nie pozbawia akcjonariuszy korzyści ze wzrostu wartości spółki w wyniku jej przejęcia. Zysk wypracowany przez wykupującego w wyniku wzrostu ceny zakupionych akcji będzie również zrealizowany przez akcjonariuszy, którzy skorzystają na przejęciu nie sprzedając swoich akcji wykupującemu. Wykupujący stoi zatem w obliczu takiego samego problemu korzyści zewnętrznych jak każdy akcjonariusz, który chciałby usprawnić zarządzanie.

[Grossman i Hart, 1980b] w swoim modelu atomistycznym dochodzą więc do wniosku, że akcjonariusze, którzy uchwalają statut spółki, powinni stworzyć mechanizm wyłączający, aby wykupujący mógł skorzystać z przejęcia spółki nie tylko poprzez wzrost ceny zakupionych akcji. Może to być dokonane przez zezwolenie wykupującemu na traktowanie akcji nie będących w jego posiadaniu odmiennie od akcji posiadanych. Akcjonariusze, którzy nie odsprzedali swoich akcji, znajdują się w mniejszości po przejęciu kontroli przez wykupującego, a więc fuzja czy likwidacja po niekorzystnej cenie stanowi „rozmycie" ich prawa własności. Prawo w niektórych amerykańskich stanach (np. w stanie Delaware) zezwala na takie „rozmycie" uznając, że wykupujący nie ma obowiązku dbania o interesy wszystkich akcjonariuszy[4]. Trzeba jednak zauważyć, że akcjonariusze mogą zapobiec „rozmyciu" tego rodzaju. Na przykład, statut może wymagać zewnętrznej wyceny majątku spółki, która byłaby zaakceptowana przez akcjonariuszy mniejszościowych. Inną metodą, za pomocą której można zapobiec „rozmyciu", jest warunek uzyskania zgody 2/3 akcjo-

---

[3] Dalsze szczegóły na ten temat można znaleźć u [Grossmana i Harta, 1980a] oraz [Rossa, 1978].

[4] Por. np.: [Brudney i Chirelstein, 1978].

nariuszy mniejszościowych, w przypadku gdyby nowy właściciel chciał dokonać fuzji lub likwidacji spółki.

W literaturze na temat przejmowania kontroli nad spółkami analizowano kilka różnych typów mechanizmów wyłączających. Oprócz „rozmycia" omawianego przez [Grossmana i Harta, 1980b], warto wymienić tzw. dwutranszowe oferty wykupu (ang. *two-tier bids*) analizowane np. przez [Bradley'a, 1980] oraz [Bradley'a i Kima, 1984]. Oferty te podają dwie ceny kupna: „wyjściową" (ang. *front-end price*) i „końcową" (ang. *back-end price*). Wykupujący jest gotów zapłacić cenę „wyjściową" za kontrolny pakiet akcji spółki, a po przejęciu akcjonariusze mniejszościowi zmuszeni zostają do odsprzedania swoich udziałów po cenie „końcowej". Jeśli cena „końcowa" jest niższa niż wartość akcji po przejęciu kontroli nad spółką przez wykupującego, to mamy tu do czynienia z formą „wyłączenia".

Stosowanie ofert dwutranszowych jest kontrowersyjne, gdyż mają one charakter środka przymusu, którego można użyć nie tylko do rozwiązania problemu „pasażera na gapę". Krytycy tego rodzaju ofert zwracają uwagę, że oferta dwutranszowa może stwarzać dla indywidualnego akcjonariusza bodźce do odsprzedania swojego udziału nawet wówczas, gdy we wspólnym interesie wszystkich akcjonariuszy jest niepozbywanie się akcji. Jeśli akcjonariusze są „atomistyczni" i współpraca pomiędzy nimi jest kosztowna, to oferty dwutranszowe mogą zdominować oferty jednotranszowe, które byłyby bardziej preferowane przez wszystkich. Z drugiej jednak strony, zakaz stosowania dwutranszowych ofert wykupu może ograniczać możliwość przezwyciężenia problemu „pasażera na gapę" i w ten sposób nie dopuszczać do społecznie korzystnych przejęć.

[Comment i Jarrell, 1987] przeanalizowali 210 ofert wykupu w latach 1981-1984, ze szczególnym uwzględnieniem ofert dwutranszowych. Zauważyli oni, że ofert tego rodzaju było znacznie mniej niż ofert jednotranszowych oraz stwierdzili, iż różnice pomiędzy średnimi nadwyżkami uzyskanymi przez akcjonariuszy przy przejęciu spółki za pomocą każdej z tych ofert są statystycznie nieistotnie. Oznacza to, że wszelkie regulacje ograniczające którykolwiek z tych rodzajów ofert wykupu są zbyteczne i mogą jedynie prowadzić do wyeliminowania niektórych prób przejęcia.

2. Model nieatomistyczny

Na podstawie teorii opartych na modelu atomistycznym wnioskuje się o istnieniu problemu „pasażera na gapę" i konieczności zastosowania mechanizmów wyłączających, aby umożliwić przejmowanie kontroli nad spółkami akcyjnymi i w ten sposób wprowadzić dyscyplinę dla menedżerów. Założenie o „atomistycznych" akcjonariuszach ma odzwierciedlać sytuację spółki będącej w rękach bardzo wielu małych udziałowców. [Bagnoli i Lipman, 1988] postawili pytanie o prawdziwość powyższych wniosków dla spółek będących w rękach mniejszej liczby akcjonariuszy. Jest to pytanie tym bardziej uzasadnione, że [Demsetz i Lehn, 1985] zauważyli, iż wiele bardzo dużych przedsiębiorstw kontroluje stosunkowo mała liczba akcjonariuszy. Spośród 511 dużych spółek

przeanalizowanych w ich pracy 22% było kontrolowane przez 20 dużych akcjonariuszy ze średnim udziałem wynoszącym 37%. Jeśli pakiet kontrolny znajduje się w rękach kilku akcjonariuszy, to bez względu na całkowitą liczbę udziałowców sukces czy porażka próby wykupu przedsiębiorstwa zależy od niewielkiej liczby podmiotów. Istnieje zatem potrzeba analizy przejmowania kontroli za pomocą modelu z akcjonariuszami „nieatomistycznymi".

[Bagnoli i Lipman, 1988] przedstawiają model podobny do [Grossmana i Harta, 1980b], z tym że przyjmują skończoną liczbę akcjonariuszy. Omawiają oni dwa typy ofert składanych przez wykupującego w pierwszym etapie gry o przejęcie kontroli nad spółką. Pierwszy typ to oferty bezwarunkowe (ang. *any-and-all bids*). Oferta bezwarunkowa zawiera cenę, po której wykupujący jest gotów nabyć każdą liczbę akcji zgłoszonych przez akcjonariuszy do odsprzedania. Drugi typ to oferty warunkowe. Warunkowa oferta kupna akcji składa się tu z trzech elementów, o których decyduje wykupujący. Po pierwsze, wykupujący określa cenę, którą zapłaci za każdą odsprzedaną mu akcję. Po drugie, określa on liczbę akcji, którą ma zamiar zakupić. Jeśli zostanie zaoferowana do odsprzedaży mniejsza liczba akcji, wykupujący nie kupi nic. Jeśli zostanie mu zaoferowana dokładnie żądana liczba akcji, to kupi je wszystkie po oferowanej cenę. Trzeci element, o którym decyduje wykupujący, to procedura zakupu w przypadku zaoferowania mu liczby akcji większej niż pożądana przez niego, tzn. sposób reglamentacji lub redukcji. Jako przykład takiej procedury w Stanach Zjednoczonych Ustawa Williamsa z 1968 r. wymaga, aby w powyższej sytuacji wykupujący nabył jednakowy procent akcji od każdego akcjonariusza, który zaoferował odsprzedaż. Procedura ta jest powszechnie znana jako zakup na bazie proporcjonalnej (ang. *pro rata*).

Gra pomiędzy wykupującym i akcjonariuszami składa się z dwóch etapów. W pierwszym etapie wykupujący składa publiczną ofertę wykupu. Przy danej ofercie drugi etap gry polega na jednoczesnym podjęciu decyzji przez każdego z akcjonariuszy co do liczby akcji złożonych do odsprzedania wykupującemu[5]. [Bagnoli i Lipman, 1988] zezwalają graczom na używanie strategii mieszanych, co jest ważną różnicą w porównaniu z modelem [Grossmana i Harta, 1980b], którzy analizują wyłącznie strategie czyste.

Stosując do powyższej gry koncepcję równowagi doskonałej w podgrach (ang. *subgame perfect equilibrium*), [Bagnoli i Lipman, 1988] opisują punkty równowagi dla każdego typu ofert, tj. ofert bezwarunkowych i warunkowych. O ile w grze z ofertami bezwarunkowymi [Grossman i Hart, 1980b] argumentowali, że w przypadku „atomistycznych" akcjonariuszy żadna oferta poniżej przyszłej wartości przedsiębiorstwa nie doprowadzi do przejęcia kontroli nad spółką, to w modelu [Bagnolego i Lipmana, 1988] oferta może odnieść sukces nawet wtedy, gdy będzie dowolnie bliska obecnej niskiej wartości rynkowej. Udowadniają oni, że jeśli wykupujący jest bardziej efektywny niż dotych-

[5] Nie uwzględnia się tu możliwości zastosowania taktyk obronnych przez dotychczasowy zarząd. Możliwość oporu ze strony zarządu może dodatkowo utrudnić dyscyplinującą rolę przejęć. Temat ten został podjęty przez [Prokopa, 2002].

czasowy zarząd i może złożyć bezwarunkową ofertę na zakup przedsiębiorstwa, to oczekiwany zysk dla wykupującego jest dodatni oraz próba wykupu powiedzie się z dodatnim prawdopodobieństwem.

Oznacza to, że w przypadku skończonej liczby akcjonariuszy skuteczne przejęcie kontroli za pomocą ofert bezwarunkowych może mieć miejsce bez mechanizmów wyłączających. Jest to więc wniosek odmienny od konkluzji [Grossmana i Harta, 1980b]. Ponadto [Bagnoli i Lipman, 1988] argumentują, że przypadek, w którym pakiet kontrolny znajduje się w ręku skończonej liczby akcjonariuszy, a reszta akcji jest w rękach „atomistycznych" udziałowców, nie różni się w gruncie rzeczy od przypadku, w którym całe przedsiębiorstwo jest własnością skończonej liczby akcjonariuszy. Stąd też mechanizmy wyłączające są tu zbyteczne.

Przejdźmy z kolei do omówienia przypadku gry z warunkowymi ofertami kupna akcji. Rozpatrzmy następującą strategię wykupującego. Załóżmy, że oferuje on niewiele więcej ponad obecną wartość rynkową za wszystkie istniejące akcje. Oczywiście jednym ze stanów równowagi jest sytuacja, w której wszyscy akcjonariusze odsprzedają swoje akcje. Zauważmy, że innym punktem równowagi jest sytuacja, w której żaden akcjonariusz nie odsprzedaje swoich udziałów. Jeśli którykolwiek z akcjonariuszy zdecyduje się nie odsprzedawać części swoich udziałów, to pozostałym akcjonariuszom jest wszystko jedno, czy zaoferują swoje udziały na sprzedaż czy też nie, gdyż wykupujący i tak zaniecha skupu akcji. Warto jednak zauważyć, że wstrzymywanie się z odstąpieniem udziałów jest tzw. strategią słabo zdominowaną (ang. *a weakly dominated strategy*). Jeśli tylko istnieje najmniejsza szansa, że wszyscy pozostali akcjonariusze chcą odsprzedać swoje udziały, to każdy z akcjonariuszy również chciałby odsprzedać swoje. W tym sensie równowaga, w której gracze wybierają strategie słabo zdominowane, jest niestabilna.

[Bagnoli i Lipman, 1988] koncentrują się na punktach równowagi, w których żaden z graczy nie wybiera strategii słabo zdominowanych. W tym przypadku, jeśli wykupujący złoży opisaną powyżej ofertę, to przejmie kontrolę nad spółką z prawdopodobieństwem 1 i osiągnie zysk bardzo bliski całkowitemu przyrostowi wartości spółki po przejęciu nad nią kontroli.

Widzimy więc, że rezultat gry ze skończoną liczbą akcjonariuszy i ofertą warunkową jest całkiem inny niż w przypadku „atomistycznych" akcjonariuszy. Jasne jest jednak, że oferty warunkowe na wykup 100% akcji spotyka się rzadko z kilku prostych powodów. Przede wszystkim nie wszyscy akcjonariusze zauważą, że oferta została złożona. Ponadto akcjonariusze lojalni w stosunku do obecnego zarządu, w tym również sami dyrektorzy, mogą z łatwością zablokować przejęcie kontroli nad spółką. Takie czynniki są również uwzględnione w modelu [Bagnolego i Lipmana, 1988].

Brak możliwości rozpoznania heterogeniczności udziałowców jest problemem bardziej skomplikowanym. W tym przypadku trudno raczej oczekiwać wyniku uzyskanego przez [Bagnolego i Lipmana, 1988] dla ofert warunkowych, gdyż wymagałoby to pełnej wiedzy wykupującego co do dokładnej liczby akcji, które może on przejąć. W sytuacji nie dającej się rozpoznać różno-

rodności może on zażądać zbyt dużej liczby akcji, a wówczas nie uda się przejąć spółki. Jeśli zażąda zbyt małej liczby, to pojawi się znowu problem „pasażera na gapę". Zatem w przypadku braku możliwości zaobserwowania różnorodności akcjonariuszy analiza ofert warunkowych jest podobna do analizy ofert bezwarunkowych. Problem ten pojawia się głównie w spółkach o bardzo rozproszonym akcjonariacie.

Z analizy [Bagnolego i Lipmana, 1988] wynika, że jeśli oferty warunkowe są dopuszczalne, to zyski wykupującego mogą być bardzo bliskie całkowitemu wzrostowi wartości przedsiębiorstwa. Oczywiście jest to największy, możliwy do osiągnięcia zysk, przy założeniu że nie można zastosować mechanizmów wyłączających w celu pozbawienia korzyści akcjonariuszy mniejszościowych. Wynika stąd wniosek, że jeśli wykupujący ma do swojej dyspozycji dowolny zbiór strategii włącznie z ofertami warunkowymi, ale bez mechanizmów wyłączających, to najchętniej wybierze warunkową ofertę zakupu wszystkich akcji przejmowanej spółki.

Istnieją zatem istotne różnice pomiędzy wnioskami płynącymi z modelu ze skończoną liczbą akcjonariuszy a wnioskami z modelu, w którym akcjonariusze są „atomistyczni". Nie zależą one od typu oferty wykupu, a wynikają stąd, że w przypadku skończonej liczby akcjonariuszy wykupujący może zawsze uczynić decyzje niektórych akcjonariuszy bardzo istotnymi. Typ oferty wykupu wpływa jedynie na różnice w stopniu trudności, z jakim decyzje akcjonariuszy można uczynić istotnymi.

Oprócz omówienia przypadku skończonej liczby akcjonariuszy, [Bagnoli i Lipman, 1988] próbują odpowiedzieć na pytanie, czy w przypadku bardzo dużej liczby akcjonariuszy wynik próby wykupu za pomocą ofert bezwarunkowych będzie taki sam, jak w przypadku „atomistycznych" akcjonariuszy, omawianym przez [Grossmana i Harta, 1988]. Proponują oni dwa sposoby modelowania założenia o bardzo dużej liczbie udziałowców. Pierwszy sposób to standardowa formalizacja za pomocą gry z nieskończoną liczbą graczy opisanej przez [Greena, 1984]. Drugi to analiza gry „granicznej" (ang. *the limiting game*). Rozpatruje się w niej ciąg przedsiębiorstw, z których każde jest własnością skończonej, ale coraz to większej liczby akcjonariuszy.

Okazuje się, że w przypadku gry z nieskończoną liczbą akcjonariuszy [Bagnoli i Lipman, 1988] również nie uzyskują wyniku otrzymanego w modelu z „atomistycznymi" akcjonariuszami [Grossmana i Harta, 1980b]. Jeśli istnieje punkt równowagi, to wykupujący osiąga dodatni oczekiwany zysk z próby przejęcia kontroli. Zatem, albo nie istnieje stan równowagi i wówczas gra z nieskończoną liczbą akcjonariuszy nie daje podstaw do żadnych prognoz, albo istnieje punkt równowagi, w którym problem „pasażera na gapę" nie uniemożliwia skutecznego i zyskownego przejęcia przedsiębiorstwa bez mechanizmów wyłączających. Innymi słowy, albo równowaga nie istnieje, albo jeśli istnieje, to jest ona całkiem inna niż wyniki [Grossmana i Harta, 1980b] uzyskane w przypadku akcjonariuszy „atomistycznych".

W przypadku gry „granicznej" [Bagnoli i Lipman, 1988] rozważają ciąg przedsiębiorstw, z których każde jest własnością coraz to większej liczby ak-

cjonariuszy. Każdemu przedsiębiorstwu w tym ciągu odpowiada punkt równowagi. Można wówczas przeanalizować, czy ciąg wyników w punktach równowagi dąży do sytuacji, która ma miejsce w przypadku akcjonariuszy „atomistycznych". [Bagnoli i Lipman, 1988] udowadniają, że wynik graniczny może, ale nie musi, być taki sam jak w przypadku akcjonariuszy „atomistycznych" [Grossmana i Harta, 1980b]. Opisują oni warunki, w których mechanizmy wyłączające są niezbędne do skutecznego przejęcia kontroli nad spółką w przypadku gry „granicznej".

Udowadniają oni, że ciąg równowag odpowiadających ciągowi przedsiębiorstw będących własnością coraz to większej liczby akcjonariuszy może zmierzać[6] do wyniku uzyskanego w przypadku akcjonariuszy „atomistycznych" tylko wtedy, gdy jesteśmy „wystarczająco blisko" przypadku stałej wartości przedsiębiorstwa. Natomiast w sytuacji, gdy przejęcie kontroli nad spółką powoduje znaczny wzrost wartości przedsiębiorstwa w stosunku do rozproszenia udziałów, model ze skończoną liczbą akcjonariuszy lepiej odzwierciedla rzeczywistość niż model [Grossmana i Harta, 1980b] z akcjonariuszami „atomistycznymi". Zatem, jeśli jedno przedsiębiorstwo jest w rękach większej liczby akcjonariuszy niż drugie, niekoniecznie to oznacza , że lepiej stosuje się do niego wnioski z modelu atomistycznego. Żaden z tych modeli nie jest jednak uniwersalny, przy założeniu iż oferty wykupu są bezwarunkowe.

Podsumowując, w przypadku skończonej liczby akcjonariuszy mechanizm wyłączający nie jest konieczny do skutecznego przejęcia kontroli nad przedsiębiorstwem. Czy taki mechanizm będzie konieczny w przypadku bardzo dużej liczby udziałowców, zależy po części od typów strategii stojących do dyspozycji wykupującego i od typów równowagi, które zaistnieją, a także od wartości przedsiębiorstwa w stosunku do liczby udziałowców.

Analiza przypadku „atomistycznych" akcjonariuszy [Grossmana i Harta, 1980b] wykazała, że mechanizmy wyłączające są pożądane ze społecznego punktu widzenia, gdyż bez nich niemożliwe jest skuteczne przejęcie kontroli. Ponieważ z analizy modelu „nieatomistycznego" wynika, iż nie są one konieczne, więc [Bagnoli i Lipman, 1988] rozważają skutki zastosowania środków wyłączających w przypadku skończonej liczby akcjonariuszy. Udowadniają oni, że przy skończonej liczbie akcjonariuszy środki te mogą prowadzić do bardzo niepożądanych konsekwencji, gdy dopuszczalne są oferty warunkowe[7]. Okazuje się, że może wówczas dojść do przejęcia spółki przez mniej efektywnego wykupującego. Wielu autorów sugerowało, że konkurencja pomiędzy wykupującymi lub taktyki defensywne obecnego zarządu zapobiegną nieefektywnym przejęciom kontroli[8]. Nie jest jednak pewne, że zawsze pojawi się bardziej

---

[6] Ale nie musi.

[7] Można wykazać, że mechanizm wyłączający nie ma szkodliwych następstw w przypadku, gdy dopuszczalne są tylko bezwarunkowe oferty kupna. W przypadku ofert bezwarunkowych udziałowiec może zawsze odsprzedać swoje akcje i w ten sposób uniknąć strat powodowanych przez mechanizm wyłączający.

[8] Zob. np.: [Bradley i Rosenzweig, 1986].

efektywny konkurent zainteresowany wykupem. Natomiast każdy wydatek dokonany przez dotychczasowy zarząd w celu zablokowania wykupu zmniejszy wartość przedsiębiorstwa[9]. Tak więc, jeśli nawet zapobiegnie się wykupowi, to sama jego próba spowoduje czystą stratę społeczną. Ponadto taktyki defensywne mogą zablokować niektóre korzystne wykupy. Kontynuacja badań w tym zakresie wydaje się więc bardzo uzasadniona[10].

II. Rola uprzednio zgromadzonych pakietów akcji

Możliwość stosowania mechanizmów wyłączających nie jest jedynym sposobem zapewnienia rentowności wykupu przedsiębiorstw. Alternatywnym wytłumaczeniem zyskowności wykupu przedsiębiorstwa jest fakt posiadania przez kupującego sporego pakietu akcji w momencie złożenia oferty przejęcia. W tym przypadku wykupujący może zaoferować cenę wystarczająco wysoką, aby skompensować obecnym właścicielom przewidywany wzrost wartości przedsiębiorstwa i samemu wypracować zysk. Innymi słowy, mniejszościowi akcjonariusze są „pasażerami na gapę", ale korzyści dla wykupującego są na tyle duże, że nie hamuje to przejęcia. Na przykład, obecne regulacje prawne w Stanach Zjednoczonych wymagają, aby posiadanie akcji oraz zamiar nabycia dalszych udziałów został zgłoszony w przypadku, gdy więcej niż 5% akcji zostało zakupionych. Jednak w związku z dozwolonym odroczeniem w składaniu zgłoszenia początkowy stan posiadania osoby wykupującej wynosi średnio ponad 10% w momencie publicznego ogłoszenia wykupu. Zatem możliwość wykupienia przedsiębiorstwa, a zarazem nadzór nad menedżerami, zwiększa się przez obecność akcjonariuszy posiadających duże pakiety akcji.

Wiele firm posiada znaczących udziałowców. W próbce 456 firm z listy *Fortune 500* rozpatrywanej przez [Shleifera i Vishny'ego, 1986] aż 354 z nich miało przynajmniej jednego udziałowca będącego właścicielem co najmniej 5% akcji przedsiębiorstwa. Tylko w 15 przypadkach największy udziałowiec miał mniej niż 3% akcji firmy. Średnia wielkość udziałów największego akcjonariusza wśród 456 firm wynosiła 15,4%. Natomiast łączna wartość udziałów pięciu największych akcjonariuszy stanowiła średnio 28,8%. W przypadku mniejszych firm udziały największych akcjonariuszy są zwykle jeszcze większe.

W swoich artykułach [Shleifer i Vishny, 1986], [Hirshleifer i Titman, 1990], [Holmström i Nalebuff, 1992] oraz [Ferguson, 1994] analizują wykup spółek akcyjnych w sytuacji, gdy wykupujący jest już w posiadaniu określonego pakietu akcji, zanim publicznie ogłosi swoją jednorazową ofertę wykupu. Mimo że akcjonariusze są „atomistyczni" w modelu [Shleifera i Vishny'ego, 1986] oraz w modelu [Hirshleifera i Titmana, 1990], próba wykupu spółki jest opłacalna, ze względu na możliwość osiągnięcia zysku z akcji posiadanych już wcześniej przez wykupującego. Oczywiście, zysk osiągnięty z zakupu akcji w ofercie publicznej jest zerowy.

---

[9] Podobnie uważają [Bradley i Rosenzweig, 1986] w kontekście defensywnego wykupu akcji.
[10] Zob. np.: [Bagnoli, Gordon i Lipman, 1987].

Analogiczne rozumowanie zaprezentowane jest w modelu [Fergusona, 1994], który, podobnie jak [Holmström i Nalebuff, 1992], rozpatruje akcjonariuszy „nieatomistycznych". Wykupujący, który posiada uprzednio zgromadzony pakiet akcji, jest w stanie zyskownie przejąć kontrolę nad przedsiębiorstwem dzięki zyskom osiągniętym na tym pakiecie.

W swoim modelu [Shleifer i Vishny, 1986] udowadniają, że wraz ze zwiększaniem się pakietu akcji dużego udziałowca wzrasta prawdopodobieństwo przejęcia kontroli nad spółką, a także rośnie cena akcji firmy. W momencie przejęcia cena płacona akcjonariuszom, którzy odsprzedają swoje udziały, jest wyższa. Wynika to stąd, iż posiadanie większego pakietu przez dużego udziałowca pozwala mu zadowolić się mniejszym wzrostem zysku przedsiębiorstwa. Zatem oferty cenowe wykupu sygnalizują nie tylko mniejszy wzrost zysków po przejęciu, ale mają również większe prawdopodobieństwo sukcesu i są o wiele bliższe cenie rynkowej sprzed próby przyjęcia.

Rola dużego udziałowca nie ogranicza się wyłącznie do jego własnej kontroli nad przedsiębiorstwem. Może on również pomóc w przejęciu spółki podmiotom zewnętrznym, którzy w ogóle nie posiadają udziałów w tej spółce albo mają ich za mało[11]. Duży udziałowiec może zgodzić się na propozycję podziału zysku z przejęcia w przypadku, gdy ułatwi uzyskanie kontroli nad spółką podmiotowi zewnętrznemu. Chociaż trudno jest przewidzieć wynik procesu negocjacji pomiędzy dotychczasowym dużym udziałowcem a zewnętrznym wykupującym, to obecność dużego udziałowca będzie stanowiła istotny bodziec dla potencjalnych wykupujących z zewnątrz.

Analogicznie, można przypuszczać, że gdy menedżerowie posiadają duży pakiet akcji, próby wykupienia przedsiębiorstwa nie mają szans powodzenia. W tej sytuacji trudniej jest wykupującemu zebrać kontrolny pakiet akcji, a zarząd posiadający duże udziały może łatwiej zastosować różne środki obronne przed przejęciem. Ponadto interes menedżerów powinien w tym przypadku zmniejszyć bodźce do złego zarządzania zgodnie z klasyczną teorią pokusy nadużycia (ang. *moral hazard*)[12]. Istnieje więc potencjalny wybór pomiędzy małym udziałem menedżerów we własności firmy, co jest dobre z punktu widzenia dyscyplinującej roli rynku kontroli nad spółkami, a dużym ich udziałem, który eliminuje do jakiegoś stopnia pokusę nadużycia. [Morck, Shleifer i Vishny, 1988], przedstawiając wstępne dane o przejęciach firm z listy *Fortune 500*, wykazali, iż najsilniejsze bodźce do dobrego zarządzania spółką istnieją w przypadku średniej wielkości pakietu w rękach menedżerów (rzędu 5-20%).

W swoich badaniach empirycznych [Stulz, Walkling i Song, 1990] zauważyli, że struktura własności wpływa na podział korzyści z przejęcia. W przypadku konkurencji pomiędzy ofertami wykupu przedsiębiorstwa przejmowane zyskują więcej, gdy ich menedżerowie posiadają duże udziały. Gdy inwestorzy

---

[11] Przykładem z polskiego rynku kontroli nad spółkami może być próba przejęcia Big Banku Gdańskiego przez Deutsche Bank, która w dużym stopniu została umożliwiona przez jednego z dużych udziałowców.

[12] Patrz np. [Jensen i Meckling, 1976].

instytucjonalni są dużymi udziałowcami, akcjonariusze spółek przejmowanych otrzymują znacznie mniejsze zyski. Podobnie [Slusky i Caves, 1991] stwierdzają, iż koncentracja własności spółki wykupywanej ma negatywny wpływ na nadwyżkę powstałą w wyniku przejęcia kontroli. Zatem z powyższych badań empirycznych wynika, że koncentracja własności szkodzi akcjonariuszom firm będących celem przejęcia. Znaczenie tego wniosku jest szczególnie istotne wobec faktu, iż koncentracja własności jest dość rozpowszechnionym zjawiskiem i nawet największe korporacje mają stosunkowo niewielu dużych udziałowców[13].

[Bradley, Desai i Kim, 1988] zauważają, że stopa zwrotu z wykupu spółek jest niemal stała w badanym przez nich okresie. Natomiast wielkość absolutna zysków znacznie się zwiększyła. Uważają oni, że wynika to z dającej się zaobserwować tendencji, iż celem wykupu stają się coraz to większe spółki. Jest to zgodne z wynikami [Stulza, Walklinga i Songa, 1990] oraz [Slusky'ego i Cavesa, 1991], przy założeniu że duże spółki mają zwykle bardziej rozproszony akcjonariat. Mniej skoncentrowana struktura własności przyczynia się do wzrostu korzyści dla akcjonariuszy spółek będących celem wykupu.

Rezultaty badań empirycznych [Walklinga, 1985] potwierdzają teoretyczne wnioski [Shleifera i Vishny'ego, 1986], że prawdopodobieństwo sukcesu próby przejęcia wzrasta wraz z wielkością uprzednio zgromadzonych akcji. [Stulz, Walkling i Song, 1990] stwierdzają, że zyski dla akcjonariuszy firmy wykupywanej są skorelowane ujemnie z wielkością uprzednio zgromadzonych udziałów przez pojedynczego wykupującego. Natomiast liczba wcześniej zebranych akcji odgrywa znacznie mniejszą rolę w przypadku kilku konkurujących ze sobą ofert wykupu. Ponadto [Choi, 1991] stwierdza, że istnienie uprzednio zgromadzonych udziałów ułatwia przejęcie kontroli nad spółkami.

Analiza wpływu wcześniej zgromadzonych akcji na proces przejmowania kontroli nad spółkami jest bardzo istotna, ale jej wadą jest brak wyjaśnienia sposobu, w jaki wykupujący wszedł w posiadanie swego początkowego pakietu. Jest to fotograficzne (statyczne) ujęcie dynamicznej ze swojej natury sytuacji, w której wykupujący stopniowo wchodzi w posiadanie coraz większej liczby akcji. Konieczne jest zatem modelowe ujęcie procesu gromadzenia akcji przez wykupującego w czasie. Problemem tym zajmiemy się w dalszej części artykułu.

III. Mechanizm dyscyplinującej roli przejęć

Dotychczas omówione modele niewiele mówią o samym mechanizmie, za pomocą którego przejmowanie przedsiębiorstw wpływa na efektywność zarządzania przez obecny zarząd[14]. Mechanizm dyscyplinującej roli przejęć został m.in. opisany przez [Scharfsteina, 1988]. W odróżnieniu od pracy [Grossma-

[13] Patrz [Demsetz i Lehn, 1985].

[14] Jedynie w przedstawionym w rozdziale 1 modelu [Grossmana i Harta, 1980b] można znaleźć wstępną analizę postępowania zarządu, w przypadku groźby wykupu spółki.

na i Harta, 1980b], Scharfstein modeluje bezpośrednio źródła nieefektywności kontraktowej pomiędzy akcjonariuszami a zarządem i bada warunki, w których groźba przejęcia przedsiębiorstwa odgrywa istotną rolę w dyscyplinowaniu menedżerów. Autor koncentruje się na asymetrii informacji pomiędzy akcjonariuszami i zarządem jako źródle nieefektywności kontraktowych. Literatura na temat kontraktów zawieranych w warunkach asymetrii informacji ukazuje brak efektywności zarządu[15].

Model zaprezentowany przez [Scharfsteina, 1988] opisuje spółkę akcyjną będącą własnością „atomistycznych" udziałowców, neutralnych względem ryzyka i zarządzaną przez jednego menedżera. Na początku, w okresie t = 0, obecni akcjonariusze powinni opracować optymalny kontrakt z menedżerem w związku z potencjalną zmianą technologii, która może spowodować przejęcie przedsiębiorstwa. Parametrami kontraktu są m.in.: mechanizm wyłączający „rozmycia" oraz wielkość odprawy dla menedżera w przypadku utraty przez niego pracy w wyniku przejęcia spółki, tzw. złoty spadochron (ang. *golden parachute*). Menedżer zaakceptuje oferowany mu kontrakt wówczas, gdy oczekiwana użyteczność z podpisania kontraktu przewyższa minimalną użyteczność (ang. *reservation utility*) tego menedżera.

Początkowo obydwie strony są jednakowo poinformowane o otoczeniu zewnętrznym przedsiębiorstwa, lecz z czasem menedżer staje się lepiej poinformowany niż akcjonariusze. Wartość przedsiębiorstwa jest tu mierzalna i dająca się zweryfikować, więc można od niej uzależnić kontrakt. W okresie t = 1 menedżer obserwuje zmianę w otoczeniu przedsiębiorstwa, której nie postrzegają akcjonariusze. Zmiana w otoczenia wpływa na modyfikację relacji pomiędzy wysiłkiem menedżera a wartością przedsiębiorstwa. Ponieważ wysiłek jest obserwowany wyłącznie przez samego menedżera, więc po zmianie w otoczeniu akcjonariusze nie są w stanie wywnioskować poziomu wysiłku menedżera na podstawie wartości przedsiębiorstwa. W okresie t = 0 żadna ze stron nie wie dokładnie, jak zmieni się otoczenie w okresie t = 1.

Funkcja użyteczności menedżera zależy od jego dochodu pomniejszonego o koszty wysiłku włożone w zarządzanie przedsiębiorstwem. Menedżer, który wykazuje awersję do ryzyka, chciałby zminimalizować swój wysiłek związany z zarządzaniem przedsiębiorstwem. Może mu się to udać, ponieważ tylko on, a nie akcjonariusze, ma najlepsze informacje o potencjalnej efektywności przedsiębiorstwa.

Z danym egzogenicznie prawdopodobieństwem pojawia się jednak wykupujący, który jest w stanie zaobserwować stan otoczenia zewnętrznego w okresie t = 1. Jeśli uda mu się przejąć przedsiębiorstwo, to wprowadzi on nowy lepszy kontrakt, a wartość przedsiębiorstwa będzie zależała od powstałego efektu synergii[16]. Stwarza to bodźce dla obecnego zarządu, aby dołożyć większych

[15] Patrz np. [Harris i Raviv, 1979].

[16] Nie ma żadnego uzasadnienia, dlaczego wyłącznie wykupujący miałby możliwość poznania otoczenia zewnętrznego. Lepszym podejściem byłoby tu zbadanie bodźców, które skłoniłyby potencjalnego nabywcę do zainwestowania w monitorowanie działalności i wyników przedsiębiorstwa.

starań w kierowaniu firmą w celu uniknięcia utraty swojego stanowiska po przejęciu spółki.

W modelu [Scharfsteina, 1988] akcjonariusze nie potrafią określić, z jakiego powodu wartość przedsiębiorstwa jest mała: czy wynika ona z zaniedbania menedżera czy też z niekorzystnych warunków zewnętrznych. Gdyby potrafili ustalić przyczynę, ukaraliby menedżera za niestaranność, zaś ubezpieczyliby go od ryzyka wynikającego z niekorzystnych warunków zewnętrznych. Jednak kontrakt może być uzależniony jedynie od wartości przedsiębiorstwa, a nie od stanu jego otoczenia. Dlatego w celu częściowego ubezpieczenia menedżera od ryzyka związanego z niekorzystnymi zmianami otoczenia nie jest on zbyt surowo karany, gdy wartość przedsiębiorstwa jest mała. Stwarza to dla niego bodźce do niestaranności, nawet w przypadku korzystnych warunków zewnętrznych. Koszty ubezpieczenia są porównywane z korzyściami płynącymi z większej staranności. W rezultacie ani ubezpieczenie menedżera, ani jego staranność nie są w pełni zagwarantowane, na skutek czego powstaje nieefektywność.

Wykupujący, który zna środowisko zewnętrzne przedsiębiorstwa, może starać się zmniejszyć nieefektywność. Jeśli wartość przedsiębiorstwa jest niska z powodu niestaranności dotychczasowego menedżera, to prawdopodobieństwo wykupu przedsiębiorstwa jest wysokie, gdyż akcjonariusze odsprzedają swoje akcje po niskiej cenie (widząc, że wartość przedsiębiorstwa jest mała), natomiast wykupujący (wiedząc, że wartość przedsiębiorstwa prawidłowo zarządzanego jest o wiele większa) chętnie za nie zapłaci. Jeśli wartość przedsiębiorstwa jest niska z powodu niekorzystnej sytuacji zewnętrznej, to prawdopodobieństwo wykupu jest małe, gdyż akcjonariusze są co prawda gotowi odsprzedać swoje akcje po niskiej cenie, ale i wykupujący nie ocenia wartości przedsiębiorstwa zbyt wysoko. Zatem mechanizm wykupu przedsiębiorstw jest środkiem do ukarania dotychczasowego zarządu dokładnie wtedy, kiedy na to zasługuje, tzn. gdy wartość przedsiębiorstwa jest niska z powodu niestaranności zarządu, a nie ze względu na niekorzystne warunki zewnętrzne. Wykupy przedsiębiorstw są opłacalne, gdyż uzależniają one wynagrodzenie zarządu nie tylko od wyników jego pracy, ale także od indywidualnie postrzeganych warunków zewnętrznych.

Model [Scharfsteina, 1988] budzi wiele zastrzeżeń[17], ale opisuje ważne zjawisko dyscyplinującej roli przejęć. Chociaż optymalny kontrakt pomiędzy akcjonariuszami a zarządem jest stosunkowo skomplikowany (mimo upraszczających założeń), to omawiany model ukazuje, że możliwość przejęcia spółki pomaga zdyscyplinować zarząd. Przejęcia wzmacniają bodźce, gdyż karzą me-

[17] Np. [Yarrow, 1985] uzasadnia tezę, że poziom „rozmycia" jest trudny do ścisłego kontrolowania. Natomiast [Bebchuk, 1985] zwraca uwagę, że wartość akcji mniejszościowych jest określona w znacznej części przez prawo o spółkach akcyjnych. Akcjonariusze mogą jednak wpłynąć na wysokość cen wykupu w inny sposób. Przy danym poziomie rozmycia akcjonariusze mogą wpłynąć na cenę za pomocą taktyk defensywnych i zapisów przeciwko przejęciu w statucie spółki.

nedżerów za słabe wyniki spowodowane ich nieefektywnością, a nie z powodu niekorzystnej sytuacji w otoczeniu. Są one środkiem umożliwiającym rozróżnienie pomiędzy odmiennymi źródłami słabych wyników przedsiębiorstwa. [Scharfstein, 1988] udowadnia, że akcjonariusze nie są w stanie dokonać takiego rozróżnienia bez obecności wykupującego[18]. Ponadto, zgodnie z artykułem [Grossmana i Harta, 1980b], akcjonariusze zgodzą się na cenę mniejszą od potencjalnej wartości spółki w celu zachęcenia wykupującego do jej przejęcia[19].

Dyscyplinujący wpływ przejęć zależy w dużym stopniu od tego, czy wykupujący zna stan otoczenia. Jeśli nie ma on informacji o otoczeniu, to przejęcia mogą mieć negatywny wpływ na bodźce dla menedżerów, gdyż zmiany kontraktu, które mają miejsce w przypadku przejęcia, zniechęcają menedżera do prawdomówności. [Baron i Besanko, 1987] oraz [Laffont i Tirole, 1987] pokazali to w kontekście państwowej regulacji przedsiębiorstw. Ponieważ agencja regulująca nie jest w stanie zobowiązać się, iż nie użyje informacji ujawnionej w okresach minionych (np. na temat niskich kosztów), firmy regulowane nie chcą w ogóle ujawniać pewnych informacji.

Podobnie, jeśli wykupujący przejmuje kontrolę i nie musi respektować postanowień poprzedniego kontraktu, to wykorzysta wcześniej ujawnione informacje na niekorzyść zarządu. Zarząd nie będzie więc skłonny do ujawniania prywatnej informacji. W ostatecznym rozrachunku prowadzi to do nieefektywnych kontraktów.

Wnioski z powyższej analizy dla regulacji prawnych nie są jednoznaczne. W przypadku gdy wykupujący dysponuje dobrymi informacjami, nie powinien przekazywać ich akcjonariuszom w momencie próby przejęcia, gdyż znając stan otoczenia nie zechcą sprzedać swoich udziałów po niskiej cenie wynikającej z niestaranności zarządu. Zatem, np. Ustawa Williamsa w USA, która określa minimalny okres, przez który należy utrzymać ofertę wykupu, dając akcjonariuszom więcej czasu na ocenę oferty, zmniejsza dobrobyt społeczny (rentę całkowitą).

Jeśli jednak wykupujący nie miałby prawidłowych informacji o stanie otoczenia, to wnioski byłyby zupełnie odwrotne. Przejęcia stałyby się jedynie środkiem renegocjacji kontraktów, które chociaż korzystne *ex ante*, są nieefektywne *ex post*. Wywołałoby to z kolei negatywne konsekwencje, jeśli chodzi o bodźce *ex ante*. Jeżeli wykupujący może wprowadzić w firmie usprawnienia wynikające z synergii, to korzyści te należy porównać z negatywnym wpływem renegocjacji kontraktów na bodźce. W tym przypadku skutki przejęć ze społecznego punktu widzenia są niejednoznaczne.

---

[18] Wynik jest podobny do uzyskanego przez [Demskiego, Sappingtona i Spillera, 1987] w kontekście kontraktów na poddostawy.

[19] Jest to rodzaj „rozmycia".

IV. Dynamiczne ujęcie dyscyplinującej roli przejęć

Powyższy przegląd statycznych modeli przejęć pokazuje, że pozwoliły one na dość dobre wyjaśnienie podziału zysków w procesie wykupu spółek oraz umożliwiły analizę dyscyplinującej roli przejęć. Jednak sformułowane na ich podstawie wnioski nie są jednoznaczne. Teorie oparte na statycznych modelach przejmowania kontroli nad spółkami akcyjnymi pozostawiają poza obszarem swoich zainteresowań jeden niezwykle istotny problem. Mianowicie, gdy dotychczasowi udziałowcy dokonają sprzedaży zbyt małej liczby akcji, próba przejęcia nie powiedzie się. Jest to wynikiem założenia, iż wykupujący nie ma prawa składania pozostałym akcjonariuszom nowej oferty zakupu. Założenie to wydaje się nienaturalne i sprzeczne z rzeczywistością. W praktyce udane przejęcie spółki często wymaga od wykupującego złożenia kilku ofert zakupu. Konieczna jest zatem dynamiczna analiza przejmowania kontroli nad spółkami akcyjnymi, które umożliwiłyby bardziej dogłębne zbadanie procesu składania ofert wykupu oraz przeanalizowanie problemu „pasażera na gapę".

Pierwszy dynamiczny model przejęć został skonstruowany przez [Harringtona i Prokopa, 1993]. Modelują oni proces wykupu jako grę niekooperacyjną, w której nabywca składa wielokrotne bezwarunkowe oferty kupna bezpośrednio akcjonariuszom spółki będącej celem przejęcia. Pozwoliło to na zbadanie właściwości dynamicznych ofert kupna i przedstawienie nowego spojrzenia na zagadnienie dyscyplinującej roli wykupów spółek akcyjnych.

Mimo że wykupujący ma więcej możliwości przejęcia spółki akcyjnej w ujęciu dynamicznym, to jego zyski są mniejsze, niż wynikałoby to z ujęcia statycznego. Jeśli próba przejęcia okaże się nieudana w grze statycznej, wówczas straty dotychczasowych akcjonariuszy z tytułu niesprzedania akcji są znaczne, gdyż utracili oni bezpowrotnie szansę odsprzedania swoich akcji po cenie wyższej, niż dyktuje rynek. W przeciwieństwie do ujęcia statycznego, w ujęciu dynamicznym (tj. gdy wykupujący może złożyć nowe oferty kupna w przyszłości) dotychczasowi akcjonariusze wiedzą, że początkowo nieudana próba przejęcia spółki spowoduje powrót wykupującego na rynek z bardziej atrakcyjną ofertą. Ponieważ wartość akcji nie odsprzedanych wzrasta, przeto akcjonariusze muszą otrzymać wyższą cenę, aby podjąć decyzję o zbyciu akcji dzisiaj. Spowoduje to wzrost ceny oferowanej przez wykupującego i spadek jego oczekiwanego zysku.

[Harrington i Prokop, 1993] udowodnili, że gdy odstępy czasowe między kolejnymi ofertami stają się bardzo małe, próba przejęcia spółki zakończy się sukcesem tylko wówczas, gdy oferta cenowa kupującego pozwoli dotychczasowym akcjonariuszom przechwycić niemal cały zysk powstały w wyniku przejęcia spółki. Chociaż przejęcie kontroli w modelu dynamicznym następuje szybko, kupujący otrzymuje znikomą część zysku, który sam wytworzył. Zatem, gdy kupujący jest w stanie składać częste oferty, to jest mało prawdopodobne, aby dochód uzyskany z przejęcia spółki pokrył koszty stałe związane z wykupem. Przy realistycznych założeniach dotyczących stopy procentowej

i czasu dzielącego kolejne oferty, analiza numeryczna wykazuje, że zysk wykupującego jest dość mały. W przypadku przynajmniej 20 identycznych akcjonariuszy i 50-procentowej reguły przejęcia kontroli nad spółką analiza uzyskanego punktu równowagi w grze statycznej prowadzi do wniosku, że oczekiwany zysk kupującego wynosi prawie 9% wzrostu wartości spółki po jej przejęciu. Natomiast przy 4% stopie procentowej i ofertach kupna ponawianych co 3 miesiące w punkcie równowagi dla gry dynamicznej z ofertami bezwarunkowymi zysk kupującego będzie mniejszy niż 0,1% wzrostu wartości spółki w wyniku jej przejęcia. Wydaje się więc, że problem „pasażera na gapę" może być dość poważny, nawet gdy struktura własności jest skoncentrowana.

Analiza przeprowadzona przez [Harringtona i Prokopa, 1993] w modelu dynamicznym wykazała, że przy skończonej liczbie akcjonariuszy oczekiwany zysk wykupującego z próby przejęcia kontroli nad spółką jest dodatni. Potwierdza to główny wniosek sformułowany w artykule [Bagnolego i Lipmana, 1988]. Jednak analiza dynamiczna prowadzi do wniosku, że zysk wykupującego jest bardzo mały, więc trudno raczej oczekiwać, aby pokrył on koszty stałe związane z próbą przejęcia spółki. Oznacza to, że bez zastosowania mechanizmów wyłączających wykup spółek jest nierentowny *ex ante*, a zatem nie zostanie podjęta próba przejęcia.

Ustalenie to rzuca nowe światło na wyniki empiryczne, które stwierdzają, że akcjonariusze firm wykupujących zarabiają bardzo niewiele na przejęciu, podczas gdy akcjonariusze firm przejmowanych osiągają znaczne zyski za swoje akcje. Wyjaśnieniem tego zjawiska jest fakt, że konkurencja między wykupującymi prowadzi do utraty zysku z przejęcia. Zaproponowana przez [Harringtona i Prokopa, 1993] teoria dynamiczna daje jeszcze inne wytłumaczenie, a mianowicie, że wykupujący w istocie konkuruje sam ze sobą. Akcjonariusz wie, że nawet jeśli przejęcie nie uda się obecnie, to wykupujący złoży nie gorszą ofertę w przyszłości. W wyniku tego akcjonariusz jest bardziej skłonny do powstrzymania się od sprzedaży swojego udziału dzisiaj, zmuszając wykupującego do zaoferowania wyższej ceny. Gdy wykupujący ma możliwość wielokrotnego składania ofert, konkuruje on w istocie ze swoją ofertą w przyszłości i powoduje transfer zysku powstałego w wyniku przejęcia na rzecz akcjonariuszy firmy przejmowanej.

Dynamiczny model [Harringtona i Prokopa, 1993] zakładał, że wykupujący składa bezwarunkowe oferty kupna spółki. W praktyce obserwujemy zarówno warunkowe, jak i bezwarunkowe procedury składania ofert w celu przejęcia kontroli nad spółką. Analizując bazę danych utworzoną z informacji o przejęciach w Wielkiej Brytanii, [Franks i Harris, 1989] zauważyli, iż w 9% prób przejęć, w których występował tylko jeden wykupujący, złożono ponowne oferty kupna, a najbardziej popularną metodą wykupu były oferty warunkowe.

[Holmström i Nalebuff, 1992] porównali warunkowe i bezwarunkowe oferty wykupu w przypadku, gdy wykupujący może złożyć tylko jednorazową ofertę, a więc w modelu statycznym. Wymienieni autorzy udowodnili, że oferta wykupu uwarunkowana przejęciem kontroli nad spółką może przynieść taki sam zysk wykupującemu i akcjonariuszom, takie samo prawdopodobieństwo suk-

cesu oraz identyczny zysk całkowity, jak oferta bezwarunkowa. Pozostaje jednak pytanie, czy powyższa równoważność wystąpi, gdy wykupującemu przysługuje prawo wielokrotnego składania ofert, a więc w modelu dynamicznym.

Pierwszy w literaturze dynamiczny model ofert warunkowych został zaproponowany przez [Prokopa, 1999]. Model ten umożliwił porównanie właściwości warunkowych i bezwarunkowych wielokrotnych ofert wykupu. W przypadku warunkowych ofert kupna wykupujący składa ofertę zakupu akcji, pod warunkiem że dotychczasowi udziałowcy dokonają sprzedaży przynajmniej minimalnej liczby akcji potrzebnej do przejęcia kontroli nad spółką. Jeśli do odsprzedaży zgłoszona zostanie mniejsza niż minimalna liczba akcji potrzebna do przejęcia kontroli, to oferta jest anulowana i wszystkie akcje są zwracane ich właścicielom. Wykupujący ma jednak prawo wrócić na rynek i ponownie złożyć ofertę.

[Prokop, 1999] udowodnił, że w ujęciu dynamicznym wykupujący może spodziewać się dodatniego zysku z próby przejęcia. Zysk wykupującego jest jednak mniejszy niż w ujęciu statycznym i zmierza do zera, gdy odstęp czasowy między ofertami maleje do zera. Powyższe wyniki są identyczne z wynikami uzyskanymi dla przypadku bezwarunkowych ofert wykupu. Jednak porównanie obydwu typów ofert w ujęciu dynamicznym pokazuje kilka istotnych różnic między nimi.

Po pierwsze, oczekiwany zysk wykupującego w przypadku warunkowej próby przejęcia jest wyższy niż zysk oczekiwany w przypadku ofert bezwarunkowych. Przy bezwarunkowych ofertach wykupu, jeśli dotychczasowi udziałowcy zgłosili do odsprzedania zbyt małą liczbę akcji, wykupujący ponosi koszty zachowania akcji aż do momentu skutecznego przejęcia spółki. Zatem wykupujący jest gotów zapłacić więcej za pozostałe akcje w celu jak najszybszego uzyskania kontroli nad spółką. Gromadząc pewną liczbę akcji dziś, wykupujący będzie z większą „niecierpliwością" starał się kupić pozostałe akcje w przyszłości. Jednak w przypadku ofert warunkowych wykupujący nie musi dokonywać żadnych wcześniejszych inwestycji, a więc oferta, która nie zakończyła się przejęciem dzisiaj, nie wzmoże „niecierpliwości" dokonania zakupu akcji przez wykupującego w przyszłości. Przykładowo, przy 10 identycznych akcjonariuszach, 50-procentowej regule przejęcia, rocznej realnej stopie procentowej nie wyższej niż 4% oraz ofercie wykupu pojawiającej się co trzy miesiące, oczekiwany zysk wykupującego w przypadku ofert warunkowych wynosi 5,5% dodatkowej wartości wytworzonej w wyniku przejęcia. Jest to ponad 32 razy więcej, niż wynikałoby z analizy punktu równowagi dla gry dynamicznej z ofertami bezwarunkowymi. Zatem problem „pasażera na gapę" jest dość poważny zarówno w przypadku ofert warunkowych, jak i bezwarunkowych. Skoro, zgodnie z tym, co wynika z analizy dynamicznej, oferta warunkowa przyniesie wykupującemu większy zysk niż oferta bezwarunkowa, to na rynku kontroli nad spółkami powinny raczej przeważać oferty warunkowe.

Powyższe wnioski są uzupełnieniem analizy podziału zysków z przejęć, przedstawionej w modelu z ofertami bezwarunkowymi. Nawet przy braku konkurencji ze strony innych podmiotów teoria dynamiczna implikuje, że wy-

kupujący sam zmniejsza zyski z przejęcia, niezależnie od procedury składania ofert. W przypadku ofert bezwarunkowych akcjonariusz wie, że nawet jeśli próba przejęcia nie zakończy się sukcesem, to wykupujący złoży nie gorszą ofertę kupna akcji w przyszłości, co oznacza faktyczną konkurencję z samym sobą. Natomiast w przypadku ofert warunkowych, to nie otrzymanie lepszej oferty, lecz sama możliwość pojawienia się ofert wykupu w przyszłości oraz istnienie efektu zewnętrznego między akcjonariuszami sprawia, że przetrzymają oni swoje udziały i czekają, aby inni odsprzedali pierwsi.

Po drugie, mimo wyższego zysku oczekiwanego w przypadku ofert warunkowych prawdopodobieństwo, że akcjonariusz zdecyduje się odsprzedać swoją akcję, jest mniejsze. W konsekwencji tego czas potrzebny do dokonania przejęcia jest dłuższy niż w przypadku ofert bezwarunkowych. Innymi słowy, prawdopodobieństwo skutecznego przejęcia spółki w określonym czasie w przypadku ofert bezwarunkowych jest wyższe niż w przypadku ofert warunkowych.

Wreszcie, oczekiwany zysk akcjonariuszy i oczekiwany zysk całkowity z próby przejęcia jest wyższy wówczas, gdy oferty są bezwarunkowe. A zatem, zarówno akcjonariusze, jak i społeczeństwo są zainteresowani ograniczeniem stosowania ofert warunkowych na rzecz ofert bezwarunkowych. Z drugiej jednak strony, warunkowe oferty wykupu mogą okazać się jedynym typem ofert, który gwarantuje zyskowność prób przejęcia i może złagodzić problem „pasażera na gapę" między akcjonariuszami. Wobec powyższego do sformułowania jednoznacznych wniosków dotyczących regulacji w tym zakresie niezbędna jest dalsza analiza.

Podsumowanie

W niniejszym opracowaniu omówiono statyczne i dynamiczne modele przejęć oraz przedstawiono uzyskane na ich podstawie wnioski dotyczące problemu dyscyplinującej roli wykupów spółek akcyjnych. Pytanie, czy przejęcia stanowią skuteczne narzędzie dyscyplinujące menedżerów spółek akcyjnych, było rozpatrywane w literaturze już od dawna, ale formalna analiza tego problemu została podjęta dopiero przez [Grossmana i Harta] w 1980 r.

Za pomocą modelu statycznego z atomistycznymi akcjonariuszami [Grossman i Hart, 1980b] udowodnili, że pojawienie się problemu „pasażera na gapę" uniemożliwia zyskowne wykupy spółek akcyjnych. Wynika stąd wniosek, że bez zastosowania mechanizmów wyłączających przejęcia nie spełnią dyscyplinującej roli wobec menedżerów spółek akcyjnych.

Do zupełnie odmiennych wniosków doszli [Bagnoli i Lipman, 1988], którzy rozpatrzyli problem „pasażera na gapę" w modelu statycznym z nieatomistycznymi akcjonariuszami. Udowodnili oni, że mechanizmy wyłączające nie są konieczne do zyskownego przejęcia spółki, a zatem wykupy spółek akcyjnych wpływają dyscyplinująco na ich zarządy.

Możliwość osiągnięcia dodatnich zysków została również potwierdzona w modelu dynamicznym z ofertami bezwarunkowymi [Harringtona i Prokopa,

1993]. Jednak problem „pasażera na gapę" w ich modelu jest znacznie bardziej zaostrzony przez możliwość składania wielu ofert kupna. Rozmiary zysków obliczone na podstawie modelu dynamicznego są niewielkie. Oznacza to, że trudno oczekiwać, aby przejęcia odegrały dyscyplinującą rolę bez zastosowania mechanizmów wyłączających, nawet gdy własność akcji jest skoncentrowana.

Rozpatrując model statyczny, [Holmström i Nalebuff, 1992] wykazali, że, z punktu widzenia podziału korzyści nie ma żadnej różnicy między bezwarunkowymi i warunkowymi ofertami wykupu; są one równoważne. Natomiast [Prokop, 1999] udowodnił, że takiej równoważności nie da się rozszerzyć na przypadek dynamiczny. Podobnie jak w przypadku ofert bezwarunkowych [Harringtona i Prokopa, 1993], analiza ofert warunkowych w dynamicznym modelu [Prokopa, 1999] prowadzi do wniosku, iż zysk wykupującego z próby przejęcia kontroli nad spółką jest wyraźnie mniejszy, niż wynikałoby to z analizy punktów równowagi dla gry statycznej. W ujęciu statycznym nieskuteczne przejęcie oznacza, że dotychczasowy akcjonariusz stracił jedyną szansę sprzedania swojego udziału po wyższej cenie. Możliwość składania dalszych ofert w przyszłości oznacza dla akcjonariusza, iż początkowe niepowodzenie próby przejęcia w żaden sposób nie blokuje przyszłych ofert kupna nawet od tego samego wykupującego. Powyższa możliwość wpływa na wzrost oferowanej ceny i zmniejsza oczekiwany zysk wykupującego.

Jeżeli odstęp czasowy między ofertami staje się bardzo mały, to zarówno w przypadku ofert bezwarunkowych, jak i warunkowych, aby skutecznie przejąć kontrolę nad spółką, wykupujący musi zaoferować akcjonariuszom cenę, która umożliwi dotychczasowym udziałowcom przechwycenie niemal całego zysku powstałego w wyniku przejęcia. Zatem wykupujący otrzyma bardzo niewielką część zysku, który sam wytworzył. Oznacza to, że dyscyplinująca rola przejęć może zostać znacznie ograniczona.

Bibliografia

Bagnoli M., Gordon R., Lipman, [1987], *Takeover Bids, Defensive Stock Repurchases and the Efficient Allocation of Corporate Control*, working paper, University of Michigan.

Bagnoli M., Lipman B.L., [1988], *Successful Takeovers without Exclusion*, „Review of Financial Studies", vol. 1, ss. 89-110.

Baron D.P., Besanko D., [1987], *Commitment and Fairness in a Dynamic Regulatory Relationship*, „Review of Economic Studies", vol. 54, ss. 413-436.

Bebchuk L.A., [1985], *Towards an Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, „Harvard Law Review", vol. 98, ss. 1695-1807.

Bradley M., [1980], *Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control*, „Journal of Business", vol. 53, ss. 345-376.

Bradley M., Desai A., Kim E.H., [1988], *Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Shareholders of target and acquiring firms*, „Journal of Financial Economics", vol. 21, ss. 3-40.

Bradley M., Rosenzweig M., [1986], *Defensive Stock Repurchases*, „Harvard Law Review", vol. 99, ss. 1377-1430.

Brudney V., Chirelstein M.A., [1978], *A Restatement of Corporate Freezeouts*, „Yale Law Journal", vol. 87, nr 7, ss. 1354-1376.

Choi D., [1991], *Toehold Acquisitions, Shareholder Wealth, and the Market for Corporate Control*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis", vol. 26, nr 3, ss. 391-407.

Comment R., Jarrell G.A., [1987], *Two-Tier and Negotiated Tender Offers: The Imprisonment of the Free-riding Shareholder*, „Journal of Financial Economics" 1987, vol. 19, ss. 283-310.

Demsetz H., K. Lehn K., [1985], *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, „Journal of PolitiIcal Economy" 1985, vol. 93, ss. 1155-1177.

Demski J., Sappington, D., Spiller, P., [1987], *Managing Supplier Switching*, „Rand Journal of Economics", vol. 18, ss. 77-97.

Ferguson M., [1994], *Ownership Structure, Potential Competition, and the Free-Rider Problem in Tender Offers*, „Journal of Law, Economics, and Organizations", vol. 10, ss. 35-62.

Franks J.R., Harris R.S., [1989], *Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers: The U.K. Experience 1955-1985*, Journal of Financial Economics, 23, ss. 225-249.

Green E., [1984], *Continuum and Finite Player Noncooperative Models of Competition*, Econometrica, 52, ss. 975-994.

Grossman S., Hart O., [1980a], *Disclosure Laws and Takeover Bids*, „Journal of Finance", maj.

Grossman S., Hart O., [1980b], *Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, „Bell Journal of Economics", vol. 11, ss. 42-64.

Harrington J., Prokop J., [1993], *The Dynamics of the Free-Rider Problem in Takeovers*, „Review of Financial Studies", vol. 6, ss. 851-882.

Harris M., Raviv A., [1979], *Optimal Incentive Contracts with Imperfect Information*, „Journal of Economic Theory", vol. 20, ss. 231-259.

Hirshleifer D., Titman S., [1990], *Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids*, „Journal of Political Economy", vol. 98, ss. 295-324.

Holmström. B., Nalebuff B., [1992], *To the Raider Goes the Surplus? A Reexamination of the Free--Rider Problem*, „Journal of Economics and Management Strategy", vol. 1, ss. 37-62.

Jensen M. C., Meckling W., [1976], *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics", vol. 3, ss. 305-360.

Manne H.G., [1965], *Mergers and the Market for Corporate Control*, „Journal of Political Economy", vol. 73, ss. 110-120.

Marris R., [1964], *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, Free Press of Glenco, Illinois.

Morck R., Shleifer A., Vishny R.W., [1988], *Management Ownership and Market Valuation*, „Journal of Financial Economics", vol. 23, ss. 101-119.

Prokop J., [1999], *Warunkowe i bezwarunkowe oferty wykupu spółek akcyjnych*, „Ekonomista", nr 6, ss. 723-754.

Prokop J., [2002], *Taktyki defensywne przeciwko przejęciom*, „Gospodarka Narodowa", nr 11/12.

Ross S., [1978], *Disclosure Regulation in Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory*, w: *Key Issues in Financial Regulations*, F.P. Edwards (red.), Columbia University Center for Law and Economic Studies.

Scharfstein D., [1988], *The Disciplinary Role of Takeovers*, „Review of Economic Studies", vol. 55, ss. 185-199.

Scherer F.M., [1988], *Corporate Takeovers: The Efficiency Argument*, „The Journal of Economic Perspectives", vol. 2, ss. 69-82.

Shleifer A., Vishny R.W., [1986], *Large Shareholders and Corporate Control*, „Journal of Political Economy", vol. 94, ss. 461-488.

Shleifer A., Vishny R.W., [1988], *Value Maximization and the Acquisition Process*, „The Journal of Economic Perspectives", vol. 2, ss. 7-20.

Slusky A., Caves R., [1991], *Synergy, Agency, and the Determinants of Premia Paid in Mergers*, „Journal of Industrial Economics", vol. 39, nr 3, ss. 277-295.

Stulz R., Walkling R., Song M., [1990], *The Distribution of Target Ownership and the Division of Gains in Successful Takeovers*, „Journal of Finance", vol. 35, ss. 817-833.

Walkling R., [1985], *Predicting Tender Offer Success: A Logistic Analysis*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis", vol. 20, nr 4, ss. 461-478.

Williamson O.E., [1964], *The economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.

Yarrow G., [1985], *Shareholder Protection, Compulsory Acquisition and the Efficiency of the Takeover Process*, „Journal of Industrial Economics", vol. 34, ss. 3-16.

DISCIPLINING ROLE OF JOINT-STOCK COMPANIES' BUY-OUT

Summary

This article provides an overview of theoretical models of acquisitions, along with conclusions relating to disciplining role of joint-stock companies' buy-outs. If it is true that the „stowaway" problem makes acquisitions unprofitable, disciplining role of buy-outs may be challenged. This study presents static and dynamic models of acquisitions, which allow to theoretically explain the distribution of profits between shareholders of a company to be bought out and the buyer. Static models have contributed to understanding of the process of buying out joint-stock companies, but have not allowed do draw unequivocal conclusions concerning the effectiveness of acquisitions as an instrument of disciplining managers. Dynamic models have become a substantial supplement to that analysis. In a dynamic approach, the „stowaway" problem becomes much more acute due to the possibility of placing many offers to buy, hence the amount of profits for the buyer is limited. This means that the disciplining role of acquisitions may be seriously curtailed.