

# Fuzje i przejęcia - dlaczego chciwość jest dobra

Autor: **Peter G. Klein**

Źródło: [fee.org](http://fee.org)

Tłumaczenie: **Aleksandra Kapica**

*The Freeman, September 01, 1995*

W 1989 roku nowojorska firma zajmująca się bankowością inwestycyjną Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR) zaszokowała korporacyjny świat nabyciem RJR-Nabisco. Ten żywnościowy i tytoniowy gigant, osiągając 17 miliardów rocznej sprzedaży, znajdował się na 19 miejscu rankingu Fortune 500. Ostateczna cena zakupu — niespotykane 24,7 miliardów dolarów — była (i nadal pozostaje) największą kwotą wykupu firmy przez inną. Co więcej, KKR sfinansowało transakcję, zadłużając się — emitując obligacje o wysokim poziomie ryzyka i rentowności. Takie „[zakupy lewarowane](#)”, stały się podstawowym wyróżnikiem fali przejęć lat 1980. Nagle wszyscy mówili o „zakupach lewarowanych”, zbyciach, ponownych wykupach, wolnych przepływach pieniężnych i innych, niegdyś egzotycznych działalnościach. Specjaliści przejęć, jak Michael Milken i Ivan Boesky, stali się bywalcami wieczornych wiadomości. Lata 80, w związku z niespotykanym dotąd wzrostem przejęć, zyskały miano „Dekady chciwości”.

Ekspert i politycy, a nawet profesorowie, zarzucali, że te korporacyjne restrukturyzacje niewiele zrobiły, przestawiły jedynie aktywa na papierze oraz wypełniły kieszenie sprytnych finansistów kosztem pracowników i średnich udziałowców. Krytycy wymyślili nowy barwny język, by opisać to postępowanie: specjaliści przejęć byli „barbarzyńcami”; obligacje o wysokiej rentowności stały się „obligacjami śmieciowymi”, a wezwanie oporu przez urzędujący zarząd zostało uznane za „wrogię przejęcia”. Książki jak

*Barbarians at the gate* Bryana Burrougha i Johna Helyara, czy *Den of Thieves* Jamesa Stewarta stały się bestsellerami.

W *Wall Street* Olivera Stone'a finansista Gordon Gecko (grany przez Michaela Douglasa) podsumowuje etyczną filozofię „barbarzyńców” słynnymi słowami: „Chciwość jest dobra”. To właśnie — jak zostało powiedziane — był duch czasu. Im większa transakcja, tym twardsza krytyka. Wykup RJR, zgodnie z jednym z bardziej wyważonych sprawozdań: „jest uważany za jeden z najbardziej symptomatycznych ekscesów na Wall Street. To była: „kulminacja procesu, który pozbawiony kontroli poszedł źle<sup>1</sup>.”

Nic dziwnego, że prawda o fuzjach i przejęciach bardzo różni się od tej przedstawianej w tych sprawozdaniach. Przejęcia, „zakupy lewarowane” i inne reorganizacje są po prostu zmianami we własności aktywów i jako takie służą ważnemu celowi społecznemu. W rzeczywistości są one niezbędne do prawidłowego funkcjonowania gospodarki rynkowej. Gdy aktywa wytwórcze są własnością prywatną i przedmiotem obrotu, mają tendencję do poruszania się w kierunku najwyższej cenionych zastosowań. Zmiany w strukturze własnościowej przedsiębiorstwa są tylko częścią procesu rynkowego dostosowania struktury produkcji, mającej na celu zaspokojenie potrzeb konsumenta. Zasoby są przesuwane od właścicieli, których zarządzanie jest słabe, do tych, gdzie rynek wierzy, że poradzą sobie lepiej.

Przejęcia firm są ważną częścią tego procesu. Gdy firma chce się rozwijać, może rozwinąć swoją dotychczasową działalność lub przejąć inną firmę. Przedsiębiorstwo wybiera później, co jest bardziej opłacalne — kupić i przegrupować aktywa istniejącego przedsiębiorstwa, czy zakupić nowe dobra kapitałowe.

W tym sensie fuzja lub przejęcie jest odpowiedzią na rozbieżności wyceny: nabycie następuje, gdy wartość aktywów istniejącego przedsiębiorstwa jest większa dla nabywców niż dla jego aktualnych właścicieli. Przyczyną różnic w wycenie może być to, że kupująca firma wierzy, że jej zarząd lub nowy zespół zarządzający może działać skuteczniej

---

1 Sarah Bartlett, *The Money Machine* (Nowy Jork: Wagner Books, 1991), s. 237.

niż zasiedziały zarząd firmy docelowej. Dlatego możemy postrzegać fuzję jako rodzaj instytucji monitorującej — przejęcie lub jego zagrożenie służy dyscyplinowaniu menadżerów. Jeśli nie poradzą sobie z utrzymaniem wartości rynkowej firmy, szybko pojawią się nowi właściciele i zastąpią ich kimś innym.

### **Dyscyplinująca rola przejęć**

Od publikacji w 1932 roku książki Adolpha Berle'a i Gardinera Meansa *The Modern Corporation and Private Property*, krytycy korporacji w coraz większym stopniu utrzymywali, że ponieważ duże nowoczesne firmy są prowadzone nie przez ich właścicieli (udziałowców), ale przez opłacanych menadżerów, firmy te nie będą działać sprawnie. Udziałowcy chcą maksymalizować zyski firmy, ale menadżerowie nie lubią ciężkiej pracy i wolą inne rzeczy, takie jak ekskluzywne dodatki, prestiż, płatne urlopy i podobne nagrody. Z powodu: „oddzielenia własności i kontroli” — co ekonomiści nazywają teraz „problemem mocodawca-przedstawiciel” — menadżerowie będą realizować swoje własne cele kosztem zysków. Ponieważ zazwyczaj udziałowiec posiada mało akcji w danej firmie, żaden właściciel nie będzie miał wystarczającej motywacji do zaangażowania się w (kosztowne) monitorowanie tych menadżerów lub do podjęcia działań w celu ich zmiany. Teza Berle-Meansa oznacza, że rozwinięte gospodarki rynkowe muszą być nieskuteczne, nawet patrząc przez ich własny rynkowy standard maksymalizacji zysku.

Henry Manne, wtedy młody profesor prawa, a obecnie dziekan Law School na George Mason University, podjął tezę Berle-Meansa w przełomowym artykule z 1965 roku „Mergers and the Market for Corporate Control”<sup>2</sup>. Manne twierdził, że zakres uprawnień zarządczych będzie ograniczony tak długo, jak istnieje aktywny rynek dla kontroli korporacji. Kiedy menadżerowie realizują swoje własne cele kosztem maksymalizacji zysku, cena akcji firmy spada. To zachęca do przejęcia i późniejszej wymiany

---

<sup>2</sup> Henry G. Manne, „Mergers and the Market for Corporate Control”, *Journal of Political Economy* 73 (kwiecień, 1965), s. 110-20.

urzędującego kierownictwa. Dlatego chociaż menadżerowie mogą rzeczywiście posiadać znaczną autonomię w codziennych operacjach firmy, giełda nakłada ściśle ograniczenia na ich zachowania<sup>3</sup>.

Co ciekawe, austriacki ekonomista Ludwig von Mises wyraził ten sam pogląd 16 lat wcześniej w swoim wielkim dziele *Ludzkie działanie: Traktat o ekonomii*<sup>4</sup>. W pewnym fragmencie książki Mises odróżnia zarządzanie zyskiem od zarządzania biurokratycznego. Zwraca także uwagę, że pomimo dużego znaczenia wynagrodzenia menadżera w nowoczesnym życiu gospodarczym, akcjonariusze podejmują ostateczne decyzje dotyczące alokacji zasobów w firmie w swoich decyzjach o kupnie i sprzedaży akcji.

*[Doktryna Berlego-Meansa] całkowicie pomija rolę, jaką w kierowaniu korporacjami odgrywają: kapitał i rynek pieniądza, giełda akcji i obligacji, trafnie nazywane „rynkiem”. Z powodu antykapitalistycznych uprzedzeń transakcje zawierane na tym rynku uważa się po prostu za ryzykowną grę hazardową. W rzeczywistości zmiany cen akcji zwykłych i uprzywilejowanych oraz obligacji korporacyjnych pozwalają kapitalistom doskonale kontrolować przepływ kapitału. Struktura cen, będąca wynikiem spekulacji na rynku pieniężnym i kapitałowym oraz na dużych giełdach towarowych, decyduje nie tylko o wysokości kapitału, jakim dysponuje każda korporacja, lecz także kształtuje sytuację, do której menadżerowie muszą precyzyjnie dostosować swoje działania.*<sup>5</sup>

Mises nie utożsamia mechanizmu przejęcia *per se* ze sposobem sprawowania kontroli przez kapitalistów — przejęcia były mniej popularne

---

3 Istnieją inne mechanizmy ograniczające uznaniowe działania menadżerów, jak np. sam rynek menadżerów. Eugene F. Fama, „Agency Problems and the Theory of the Firm”, *Journal of Political Economy* 88 (kwiecień, 1980), s. 288-307. Ten artykuł, wraz z Manne'a i kilkoma innymi ważnymi artykułami na ten temat, są zebrane w: Louis Putterman, red., *The Economic Nature of the Firm: A Reader* (Cambridge: Cambridge University Press, 1986).

4 Ludwig von Mises, *Ludzkie działanie*, Instytut Misesa 2011, tłum. Witold Falkowski.

5 *Ibid.*, s. 264-265.

przed końcem lat 1950., gdy przetarg zaczął zastępować bardziej kłopotliwą rywalizację poprzez pełnomocników — ale jego stanowisko jest jasne. Sercem systemu rynkowego nie jest rynek towarów konsumpcyjnych, rynek pracy czy nawet rynek menadżerów. Jest nim *rynek kapitałowy*, na którym dokonuje się przedsiębiorczych ocen i podejmuje decyzje.

### **Czy fuzje są wydajne?**

Fuzje i przejęcia, tak jak i inne praktyki biznesowe, które nie są zgodne z podręcznikowymi modelami „konkurencji doskonałej”, od dawna traktowane są z podejrzliwością przez organy antymonopolowe i regulacyjne. Problemem jest to, że pojęcie konkurencji doskonałej jest bardzo nieodpowiednim drogowskazem przy prowadzeniu polityki publicznej. W rzeczywistym świecie niepewności, błędów i ciągłych zmian, „wydajność” oznacza nic innego, jak kierowanie środków w kierunku wyżej cenionych zastosowań. Rynek decyduje o sukcesach i porażkach — to, co jest dobre dla firmy, jest dobre dla konsumenta. Każdą fuzję, która nie jest reakcją na ograniczenia prawne, można nazwać tworzeniem wartości.

Kilka badań wykazało ostre rozbieżności między oczekiwaniami uczestników rynku przed połączeniem, a późniejszymi rzeczywistymi wynikami firm. Przykładowo badania na dużą skalę dotyczące firm produkcyjnych przeprowadzone przez Davida Ravenscrafta i F. M. Scherera (1987) wykazały, że podczas gdy ceny akcji łączących się firm średnio rosły na wieść o proponowanej restrukturyzacji, pofuzyjne stopy zysku były niezbyt imponujące. Rzeczywiście okazuje się, że prawie jedna trzecia wszystkich przejęć w latach 1960. i 1970. została ostatecznie zbyta<sup>6</sup>. Ravenscraft i Scherer stwierdzili, że połączenia zazwyczaj promują menadżerskie „budowanie imperium”, a nie wydajność, i opowiadają się za zwiększeniem ograniczeń w przejęciach. Michael Jensen, założyciel *Journal of Financial Economics*, proponuje zmiany w ordynacji podatkowej na korzyść dywidend i dzieli transakcje wykupu na bezpośrednie reinwestycje, co

---

<sup>6</sup> David Ravenscraft, F. M. Scherer, *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency* (Washington, D.C.: Brookings Institution, 1987).

ograniczy możliwość menadżerów kierowania „wolnych środków” w nieproduktywne przejęcia<sup>7</sup>.

### **Polityka publiczna i rynek papierów wartościowych**

Jednak fakt, że niektóre połączenia, a w zasadzie wiele połączeń, przejęć i reorganizacji, okazało się nieopłacalnych, nie oznacza „niewydolności rynku” czy wymaga jakichkolwiek zmian w polityce. Błędy zawsze będą popełniane w świecie niepewności. Nawet rynki finansowe, które agregują zbiorową mądrość przedsiębiorców, kapitalistów i spekulantów, którzy są podstawą gospodarki rynkowej, czasami wydadzą zły wyrok co do określonej transakcji biznesowej. Czasami rynek wynagrodzi, z góry, proponowaną restrukturyzację, która nie ma uzasadnienia w efektywności. Jednak nie jest to spowodowane nieprawidłowościami w funkcjonowaniu rynku kapitałowego, ale brakami w wiedzy. Ostateczne sądy dotyczące sukcesów i porażek mogą być wydane dopiero po tym, gdy proces rynkowy już się rozegra<sup>8</sup>.

Oczywiście nie ma powodu, by sądzić, że sądy lub organy regulacyjne mogą ogłaszać lepsze wyroki niż rynki finansowe. Decyzje sądów i agencji rządowych w rzeczywistości wydają się znacznie gorsze, w przeciwieństwie do uczestników rynku, sędziów i urzędników realizujących szereg prywatnych programów, niezwiązanych z pragnieniami uczestników rynku. Ponadto w przypadku wykrycia błędów rynek szybko za nie karze. Nie są wymagane przesłuchania, komitety ani komisje dla zebrania informacji. W skrócie, to że biznes często nie udaje się, jest zaskakujące tylko dla podręcznikowych modeli konkurencji, w których samo pojęcie „niepowodzenie” jest niejasno

---

7 Michael C. Jensen, „Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, 76 (maj, 1986), s. 323-29.

8 Paradoksalnie, niektórzy krytycy zarzucają również, że nieregulowane rynki finansowe angażują się w *zbyt mało* przejęć, ze względu na „[efekt gapowicza](#)”, związany z przetargami. Nawet wtedy, gdy przejmująca firma przedstawia akcjonariuszom firmy docelowej atrakcyjną ofertę z prośbą o „zbycie ich udziałów w zamian za uzyskanie znacznej premii w stosunku do ich obecnej ceny, niektórzy akcjonariusze odmawiają sprzedaży swoich udziałów, wyczekując dalszego wzrostu ich cen, wiążącego się ze składaniem konkurencyjnych ofert. Ci krytycy konkludują, że to regulacje, a nie rynek przejęć, powinny być stosowane do dyscyplinowania menadżerów.

zdefiniowane. Tego rodzaju modele nie są z pewnością wskazówkami dla polityki publicznej.