

# Piotr Urbanek, Mirosław Wcisły

---

## Fuzje i przejęcia na polskim rynku kapitałowym w warunkach kryzysu gospodarczego

---

Ekonomia Międzynarodowa nr 3, 5-14

---

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

# Fuzje i przejęcia na polskim rynku kapitałowym w warunkach kryzysu gospodarczego

---

Piotr Urbanek<sup>1</sup>  
Mirosław Weisły<sup>2</sup>

## Wprowadzenie

Kryzys gospodarczy wpływa na osłabienie kondycji finansowej przedsiębiorstw. Towarzyszący temu drastyczny spadek cen akcji może stanowić motywację do podejmowania działań mających na celu przejęcie kontroli nad spółkami notowanymi na giełdzie. Polski model nadzoru nad działalnością spółek zalicza się do systemów zamkniętych. Jego najważniejszą cechą jest duża koncentracja własności i kontroli, mogąca prowadzić do mniejszej skuteczności zewnętrznych (rynkowych) mechanizmów nadzoru nad działalnością spółek, w tym przede wszystkim rynku kontroli korporacji. W tym kontekście interesująca jest ocena wpływu obecnego kryzysu finansowego na funkcjonowanie mechanizmu nadzoru korporacyjnego na przykładzie polskich spółek publicznych. Chodzi o odpowiedź na pytanie o to, czy jednym ze skutków kryzysu jest uaktywnienie mechanizmów fuzji i przejęć, charakterystycznych dla otwartego modelu kontroli nad korporacją.

Celem artykułu jest ocenienie – na przykładzie wybranej grupy polskich spółek giełdowych, w których wystąpiły istotne zmiany w strukturze akcjonariatu w okresie 2006–2010 – skali i skutków tych procesów. W szczególności analizie zostały poddane formy przejęcia kontroli nad spółkami, rodzaje akcjonariuszy zaangażowanych w te transakcje oraz ich skutki finansowe dla przejmowanych spółek.

## Rynek kontroli korporacji jako mechanizm nadzoru korporacyjnego

Badania stopnia koncentracji własności w korporacjach w różnych krajach umożliwiają sformułowanie tezy o występowaniu dwóch typów struktur własnościowo-kontrolnych: systemu otwartego i systemu zamkniętego. Ten pierwszy charakteryzuje rozproszona własność. Jest on typowy dla takich krajów jak Stany Zjednoczone i Wielka Brytania. Drugi odnosi się do własności skoncentrowanej i występuje m.in. w krajach Europy Kontynentalnej.

---

<sup>1</sup> Piotr Urbanek – dr hab. prof. nadzw. w Katedrze Ekonomii Instytucjonalnej (Uniwersytet Łódzki).

<sup>2</sup> Mirosław Weisły – mgr, doktorant w Katedrze Ekonomii Instytucjonalnej (Uniwersytet Łódzki).

W systemie otwartym kontrola nad działalnością korporacji jest prowadzona przede wszystkim za pomocą mechanizmu zewnętrznego o charakterze rynkowym. Najważniejszą rolę odgrywa rynek kapitałowy, działający poprzez mechanizm przejęć i fuzji. Groźba wrogiego przejęcia stanowi instrument dyscyplinujący działania menedżerów w celu takiego zarządzania spółką, które będzie zgodne z oczekiwaniami akcjonariuszy. Rynkowa wycena akcji niższa od tej, która mogłaby wystąpić w sytuacji, kiedy spółka byłaby lepiej zarządzana, stanowi wystarczający motyw do podjęcia próby przejęcia kontroli nad tymi aktywami (Manne 1965). W tym kontekście zmiany własnościowe powinny prowadzić do alokacji zasobów umożliwiającej ich efektywne wykorzystanie. Jest to metoda wywierania presji na korporacje nierealizujące nadrzędnego celu, jakim jest maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy.

W innych rozwiniętych gospodarkach, przede wszystkim w krajach Europy Kontynentalnej, obserwujemy zdecydowanie większą koncentrację własności i kontroli. W około 80% dużych niemieckich i francuskich korporacji występuje akcjonariusz dominujący, inny niż bank, posiadający więcej niż 25% akcji. W mniejszych firmach większościowa kontrola jest sprawowana przez rodziny, często za pomocą piramid własnościowych (krzyżowej własności akcji). Dominujący inwestor ma zarówno możliwości, jak i motywację do efektywnego monitorowania decyzji zarządów. Koszty podejmowania działań dyscyplinujących kierownictwo są z reguły niższe od kosztów wyjścia ze spółki. Wielcy udziałowcy nie mogą sprzedać swoich udziałów bez narażenia się na poważne straty, gdyż sprzedaż większej liczby akcji na ogół powoduje spadek ich ceny. W warunkach dużej koncentracji własności mechanizmy kontrolne rynku kapitałowego mają ograniczone znaczenie. Nakładają się na to mniejsza płynność i kapitalizacja rynków kapitałowych oraz niewielkie znaczenie tych rynków w procesie pozyskiwania źródeł finansowania<sup>3</sup>.

Opis procesów zachodzących na rynku kontroli korporacji wymaga zdefiniowania dwóch kluczowych pojęć, jakimi są fuzja i przejęcie. Terminy te oznaczają połączenie potencjałów ekonomicznych dwóch spółek oraz poddanie ich jednolitemu zarządzaniu. W ramach fuzji wyróżniamy dwa rodzaje połączeń przedsiębiorstw. Pierwszy typ to konsolidacja. Występuje wówczas, gdy przedsiębiorstwo powstaje na skutek połączenia dwóch lub większej liczby spółek, które dla potrzeb konsolidacji utraciły osobowość prawną. Z reguły powstaje ona za zgodą oraz w interesie spółek. Drugim typem jest fuzja o charakterze inkorporacji. W tym przypadku jedno z przedsiębiorstw zachowuje swą osobowość prawną, natomiast pozostałe są w nie wcielane.

Przejęcie spółki może nastąpić na wiele sposobów. Między innymi poprzez zakup przejmowanego przedsiębiorstwa lub części jego majątku, zakup akcji (udziałów) przedsiębiorstwa na skutek porozumienia stron lub poprzez skierowanie oferty do akcjonariuszy przejmowanej spółki, uczestnictwo w podniesionym kapitale własnym poprzez objęcie nowych akcji lub udziałów, objęcie kontroli przez akcjonariuszy, na skutek wystąpienia ze spółki wspólnika poprzez umorzenie kapitału, zakup zobowiązań przedsiębiorstwa i ich konwersję na kapitał własny, pełnomocnictwo, prywatyzację, wspólne przedsięwzięcie oraz dzierżawę (Frąckowiak 2009, s. 26–28).

Postawy podmiotów zaangażowanych w procesy fuzji i przejęcia są podstawą do wyróżnienia dwóch typów takich transakcji. Inkorporacja może zostać przeprowadzona zarówno za zgodą właścicieli wszystkich spółek (przyjazne nabycie), jak i w przypadku sprzeciwu inkorporowanego przedsiębiorstwa (wrogie przejęcie). Z pierwszym

---

<sup>3</sup> W Niemczech kapitalizacja giełdy nie przekracza 60%, w Polsce 57%. Dla porównania – w USA jest to ponad 90%, w Wielkiej Brytanii 130% (dane dla roku 2007).

rodzajem mamy do czynienia wtedy, gdy przeniesienie własności i kontroli nad spółką zostaje przeprowadzone za zgodą i przy udziale zarządu oraz akcjonariuszy spółki, która ma zostać przejęta. W przypadku wrogich przejęć transakcja odbywa się na skutek nabycia akcji wprost od jej akcjonariuszy bez wiedzy i najczęściej wbrew woli zarządu, a czasami także określonych grup akcjonariuszy przejmowanej spółki (Sasiak 2000, s. 21–29). Podmiot przejmujący zwraca się bezpośrednio do pozostałych akcjonariuszy z propozycją (wezwaniami) nabycia ich akcji po cenie, która przewyższa ich aktualny kurs rynkowy o tzw. premię przejęcia. Jednym ze skutków wrogiego przejęcia kontroli nad spółką jest odwołanie przez nowego akcjonariusza większościowego dotychczasowych osób zarządzających i nadzorujących oraz zastąpienie ich osobami, które będą realizować jego strategię zarządzania spółką.

Można przyjąć, że ten drugi typ przejęć wyraża istotę zewnętrznego mechanizmu nadzoru nad działalnością spółek, jakim jest rynek kontroli korporacji. Wrogie przejęcia mają szereg zalet. Wymienia się tutaj przede wszystkim to, że stanowią mechanizm dyscyplinujący menedżerów. Kiedy dochodzi do wrogiego przejęcia, w większości przypadków dotychczasowe kierownictwo jest zastępowane nowym, takim, które potrafi właściwie wykorzystać potencjał firmy (Walking, Long 1984, Krug, Aguilera 2005, Allgood, Farrell 2000, Arthaud-Day i in. 2006). Groźba zastąpienia jest dla menedżerów bardzo silną motywacją. Przejęcia mogą być korzystne dla akcjonariuszy przejmowanej spółki. Są także elementem mechanizmu realokacji kapitału w skali gospodarki narodowej.

Należy również wskazać na związane z nimi zagrożenia. Po pierwsze mogą one prowadzić do ograniczenia konkurencji. Obiektem przejęcia stają się również spółki dobrze zarządzane. Celem jest przejęcie kontroli nad cennymi składnikami aktywów. Wrogie przejęcia stanowią wreszcie zagrożenie dla interesariuszy, których prawa nie muszą być respektowane przez nowych właścicieli.

## Wyniki badania

### Charakterystyka badanej próby

Badanie zostało wykonane na podstawie informacji o akcjonariacie polskich spółek publicznych z okresu 2006–2010<sup>4</sup>. Pod uwagę brano dane z ostatniego dnia każdego z analizowanych lat. Podstawowym źródłem informacji na temat struktury własności i kontroli w spółkach były raporty roczne oraz bieżące spółek giełdowych. Korzystano również z serwisów internetowych Bankier.pl oraz bazy danych NOTORIA. Badaniem objęto pierwotną próbę liczącą około 350 spółek, których akcje były notowane na giełdzie w tych latach. Analiza miała na celu określenie wskaźników koncentracji własności i kontroli dla trzech największych akcjonariuszy oraz identyfikację spółek, w których doszło do zmiany właścicieli trzech największych pakietów akcji i głosów na WZA.

Na kolejnym etapie badania dokonano przeglądu wszystkich spółek giełdowych prowadzących działalność w latach 2005–2010 w celu zidentyfikowania przedsiębiorstw, w których nastąpiła zmiana pierwszego akcjonariusza. Następnie wyselekcjonowano przypadki, w których nowy akcjonariusz objął co najmniej 50% udziałów, umożliwiających mu pełnienie kluczowej funkcji w procesie decyzyjnym spółki, której akcje zostały nabyte.

<sup>4</sup> Badania wykonano w ramach projektu badawczego własnego nr N N112 226537; (Urbanek, Wcisły 2011).

Struktury własnościowo-kontrolne w polskich spółkach publicznych są stabilne, co oczywiście nie oznacza, że nie następują zmiany w akcjonariacie. W okresie objętym badaniem zmiany właścicieli trzech największych pakietów akcji zachodziły w ponad połowie spółek (tabela 1). Najczęściej dotyczyło to posiadaczy trzeciego pakietu akcji – od 50 do 67% spółek. W przypadku drugiego pakietu sytuacja taka miała miejsce w 43–53% spółek. Rzadziej zmieniał się właściciel pierwszego pakietu.

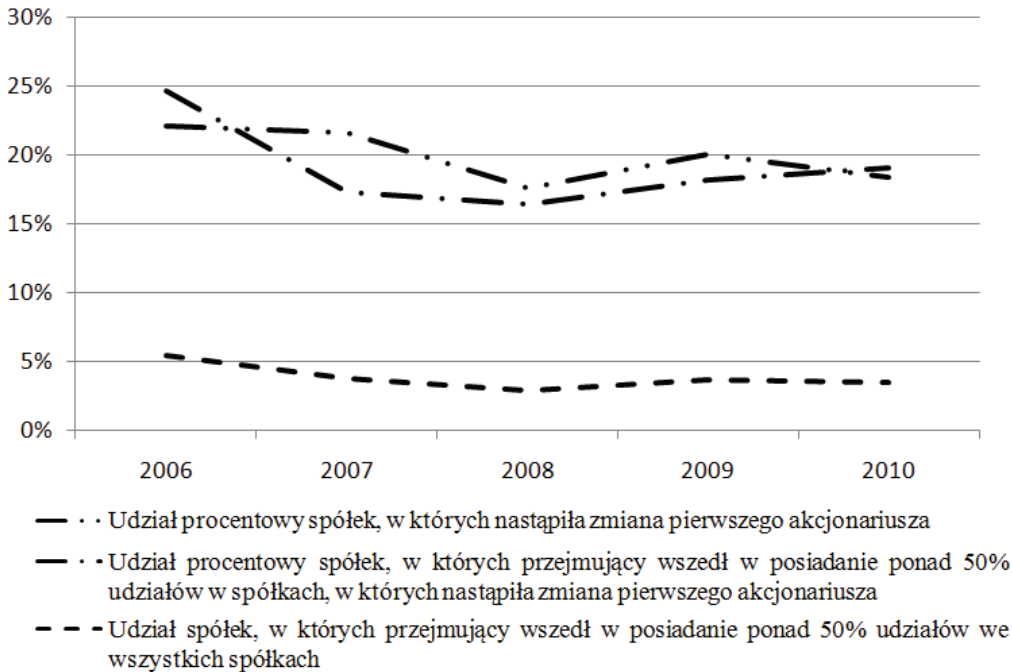
**Tabela 1.** Zmiany właścicieli trzech pierwszych pakietów akcji

Zmiana akcjonariusza		2006	2007	2008	2009	2010
1 pakiet	liczba spółek	65	82	79	99	110
	% spółek	25%	31%	22%	23%	23%
2 pakiet	liczba spółek	136	148	161	191	202
	% spółek	53%	55%	45%	44%	43%
3 pakiet	liczba spółek	172	165	199	216	242
	% spółek	67%	62%	55%	50%	51%
1, 2 pakiet	liczba spółek	53	71	59	75	92
	% spółek	21%	27%	16%	17%	19%
1, 2, 3 pakiet	liczba spółek	49	56	43	56	74
	% spółek	19%	21%	12%	13%	16%

Źródło: opracowanie własne.

Wybrane do dalszej analizy spółki stanowiły w poszczególnych latach od 3% do 5% wszystkich notowanych na giełdzie spółek akcyjnych oraz od 22% do 31% spółek, w których nastąpiła zmiana głównego akcjonariusza. Liczba zweryfikowanych pod kątem zmian akcjonariatu oraz przyjętych do badania spółek została przedstawiona na wykresie 1.

**Wykres 1.** Wybór próby – udział procentowy badanych przejęć we wszystkich spółkach giełdowych w latach 2006–2010



Źródło: opracowanie własne.

## Formy uzyskania kontroli nad spółką

Biorąc pod uwagę charakter transakcji, badanie koncentrowało się na połączeniach mających charakter koncentracji kapitałowej<sup>5</sup>. Polegają one na nabyciu większości udziałów w jednej spółce przez inwestora indywidualnego lub instytucjonalnego i uzyskanie w ten sposób kontroli kapitałowej. W spółkach giełdowych nabycie większości akcji następuje w drodze publicznego wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji. W rezultacie dochodzi do utworzenia grupy kapitałowej, poddanej jednolitemu zarządzaniu, przy formalnym utrzymaniu osobowości prawnej spółek wchodzących w jej skład.

Istotną cechą analizowanych procesów jest reakcja organów spółki i akcjonariuszy na przedstawioną ofertę objęcia kontrolnego pakietu akcji. Na podstawie zbadanych przypadków zostały wyróżnione trzy główne formy uzyskania kontroli nad spółką akcyjną na GPW w Warszawie w latach 2006–2010:

1. Przejęcie za zgodą spółki-celu, mające miejsce, gdy:
  - a. zarząd przejmowanego podmiotu zachęcał do sprzedaży udziałów w ramach ogłoszonego wezwania (lub zajmował neutralne stanowisko w sprawie wezwania do sprzedaży akcji spółki);
  - b. główny/główni akcjonariusz(-e) sprzedali pakiet kontrolny akcji na rzecz przejmującego;
  - c. nastąpiło podpisanie umowy inwestycyjnej pomiędzy spółkami;
  - d. nastąpiło połączenie głównego akcjonariusza z przejmującym, na skutek czego przejmujący wszedł w posiadanie akcji spółki przejmowanej;
  - e. zostało zawarte porozumienie akcjonariuszy;
  - f. nastąpił skup własnych akcji.
2. Przejęcie, w przypadku którego pomiędzy spółką przejmującą a przejmowaną zostało zidentyfikowane jedno z następujących powiązań właścicielskich:
  - a. wystąpił wspólny podmiot kontrolujący obie spółki (bezpośrednio lub pośrednio, np. poprzez spółkę zależną);
  - b. akcjonariusz sprzedający udziały spółki przejmowanej był kontrolowany (bezpośrednio lub pośrednio) przez przejmującego.

Zatem, pomimo zmiany głównego akcjonariusza, nie nastąpiła zmiana podmiotu posiadającego realną kontrolę nad spółką.

3. Przejęcie, w przypadku którego zarząd przejmowanej spółki ocenił negatywnie wezwanie do sprzedaży akcji skierowane przez agresora do akcjonariuszy.

W badanym okresie najczęściej występowały przejęcia o przyjaznym charakterze. Ich udział wynosił od 46% do 77% zidentyfikowanych przypadków w poszczególnych latach. Powiązania właścicielskie zostały zidentyfikowane w przypadku 30% spółek. Dwa przejęcia o wrogim charakterze stanowiły tylko 3% badanej próby.

W przypadku pięciu spółek nie zidentyfikowano charakteru przejęcia ze względu na brak wystarczających informacji. Szczegółowe zestawienie rodzajów przejęć w poszczególnych latach zostało przedstawione w tabeli 2.

---

<sup>5</sup> Pominięto przypadki koncentracji majątkowej, w wyniku której cały majątek przejmowanej spółki jest przenoszony na inną spółkę lub połączenie następuje przez zawiązanie nowej spółki.

**Tabela 2.** Zidentyfikowane formy przejęcia spółek akcyjnych w latach 2006–2010

Forma przejęcia	2006	2007	2008	2009	2010	RAZEM
Aprobata przejmowanego	10	6	10	12	14	52
Powiązania właścicielskie	3	7	2	4	6	22
Wezwanie – negatywna ocena przejmowanego	0	0	1	0	1	2
Brak danych	3	1	0	1	0	5
Razem	16	14	13	17	21	81

Źródło: opracowanie własne.

Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na fakt, że udział sytuacji, w których nastąpiła zmiana pierwszego akcjonariusza w spółkach, w których zidentyfikowano powiązania między przejmującym a przejmowanym, obniżył się, co oznacza, że rzeczywista zmiana kontroli nastąpiła w większej liczbie spółek. Na uwagę zasługują również zidentyfikowane przejęcia o wrogim charakterze, które miały miejsce wyłącznie w latach 2008–2010, w czasie kryzysu na rynkach finansowych.

## Charakterystyka inwestorów zaangażowanych w procesy fuzji i przejęć

W celu lepszego zrozumienia okoliczności przejęć zachodzących na polskim rynku kapitałowym w latach 2006–2010 poddano analizie rodzaj inwestora wykupującego akcje, jak również akcjonariusza dominującego przed dokonaniem przejęcia. Na potrzeby badania wyróżniono następujące rodzaje inwestorów:

1. indywidualny (w tym między innymi członek zarządu lub rady nadzorczej);
2. instytucjonalny (narodowe fundusze inwestycyjne, otwarte fundusze emerytalne, powszechne towarzystwa emerytalne, towarzystwa funduszy inwestycyjnych, fundusze inwestycyjne oraz fundusze private equity itp.);
3. krajowy branżowy (polski inwestor działający w tej samej branży lub powiązanej z branżą spółki, której udziały posiada);
4. zagraniczny branżowy (zagraniczny inwestor, działający w tej samej branży lub powiązanej z branżą spółki, której udziały posiada);
5. podmiot państwowy (między innymi Skarb Państwa, Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej);
6. pozostali inwestorzy<sup>6</sup>.

W tabeli 3. przedstawiono liczbę i rodzaj inwestorów zbywających udziały oraz przejmujących kontrolę w badanej grupie spółek. W latach 2006–2010 wśród akcjonariuszy dominujących przed dokonaniem przejęcia zidentyfikowano największą liczbę inwestorów indywidualnych (26%), krajowych branżowych (23%) oraz instytucjonalnych (22%). W tym okresie najwięcej spółek zostało przejętych przez inwestorów instytucjonalnych (31%), krajowych branżowych (27%) oraz zagranicznych (16%).

<sup>6</sup> W pozycji pozostali inwestorzy mieszczą się fundacje, porozumienia akcjonariuszy, wspólnicy mniejszościowych spółek zależnych, inwestorzy finansowi, akcje spółek do umorzenia oraz nieznanego typu inwestora. Pod pojęciem inwestora finansowego należy rozumieć podmiot niezaliczony do inwestorów instytucjonalnych lub branżowych, działający w innej branży niż spółka, której jest akcjonariuszem.

**Tabela 3.** Rodzaje inwestorów zaangażowanych w transakcje przejęć

Typ inwestora	Inwestorzy zbywający akcje					Inwestorzy przejmujący kontrolę				
	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
indywidualny	3	2	4	5	8	3	2	0	1	2
instytucjonalny	3	3	3	3	6	6	3	5	4	7
krajowy branżowy	3	6	3	4	1	5	4	4	4	4
zagraniczny branżowy	2	2	2	1	1	0	2	3	3	2
podmiot państwowy	0	1	0	0	1	1	0	0	0	0
pozostali inwestorzy	5	0	1	4	4	1	3	1	5	6
RAZEM	16	14	13	17	21	16	14	13	17	21

Źródło: opracowanie własne.

W dalszej części badania poddano analizie związki między akcjonariuszami posiadającymi największy udział w spółkach publicznych przed oraz po dokonaniu przejęcia. W badanym okresie najczęściej występowało przeniesienie kontroli:

1. pomiędzy inwestorami instytucyjnymi (11% przejęć);
2. pomiędzy inwestorami krajowymi branżowymi (10% przejęć);
3. od inwestorów krajowych branżowych do indywidualnych (10% przejęć);
4. od inwestorów indywidualnych do krajowych branżowych (9% przejęć);
5. od inwestorów krajowych branżowych do instytucjonalnych (9% przejęć).

W ramach 36 wyróżnionych kombinacji rodzajów inwestorów nie zidentyfikowano żadnego przejścia kontroli od inwestorów indywidualnych do państwowych, instytucjonalnych do indywidualnych, instytucjonalnych do państwowych, krajowych branżowych do państwowych, zagranicznych branżowych do indywidualnych, państwowych do indywidualnych, państwowych do zagranicznych branżowych oraz pomiędzy podmiotami państwowymi.<sup>7</sup>

Warto zwrócić uwagę na różnice występujące między okresem poprzedzającym kryzys finansowy oraz następującym po nim. W latach 2006–2007 najczęściej następowało przesunięcie głównego pakietu akcji pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi (13%), krajowymi branżowymi (10%) oraz od inwestorów krajowych branżowych do indywidualnych (10%). W latach 2008–2010 wciąż dominowały przejęcia pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi (10%). Istotnie wzrósł jednak udział inwestorów indywidualnych wśród głównych udziałowców zbywających akcje w przejmowanych spółkach. Wśród wszystkich przejęć w tym okresie inwestorzy indywidualni sprzedali przede wszystkim swoje udziały inwestorom krajowym branżowym (10% przejęć), instytucjonalnym (8% przejęć) oraz pozostałym (8% przejęć).

## Wpływ zmiany głównego akcjonariusza na wyniki ekonomiczne spółek

Wyniki wielu badań empirycznych pokazują, że mniej niż połowa transakcji na rynku kontroli korporacji prowadzi do kreacji wartości. Okazuje się, iż czynnikiem, który istotnie wpływa na długookresowe wyniki transakcji, jest kondycja gospodarki narodowej. Prawdopodobieństwo sukcesu rośnie wtedy, kiedy do fuzji lub przejęcia dochodzi

<sup>7</sup> W komentarzu zostały pominięte wyniki dotyczące grupy pozostałych inwestorów.



w fazach spadkowych cyklu koniunkturalnego. Okres dekoniunktury może szczególnie sprzyjać podejmowaniu strategicznych decyzji o przejmowaniu słabszych konkurentów, konsolidacji i rozszerzaniu rynków, wzmacnianiu przewag konkurencyjnych. Tworzy to solidną platformę przyspieszonego wzrostu w momencie odwrócenia tendencji makroekonomicznych.

W ramach badania dokonano analizy wpływu zmiany największego akcjonariusza na wysokość stopy zwrotu w polskich spółkach publicznych w latach 2006–2009. Z grupy dotychczas analizowanych spółek wyselekcjonowano 34 podmioty, które były notowane na giełdzie zarówno w roku poprzedzającym przejęcia, jak i w roku następnym. Wybór tych przedsiębiorstw umożliwił porównanie wysokości wskaźnika przed i po zmianie właściciela.

W tabeli 4. przedstawiono wyniki wpływu okresu przejścia na zmiany stopy zwrotu z akcji. Analiza ta wskazuje na występowanie wyraźnie zarysowanej zależności. Po pierwsze, obserwujemy przesunięcie w czasie. Znacząca zmiana wyników finansowych mierzonych stopą zwrotu z akcji pojawia się nie w roku, w którym doszło do wymiany największego akcjonariusza, ale w roku następnym. Po drugie, w pierwszym z badanych okresów, w latach dobrej koniunktury gospodarczej (2006–2007), zmiany te polegają na pogorszeniu wyników. W kolejnym roku w 10% spółek, które zmieniły właściciela, stopa zwrotu z akcji wzrosła, a w 90% spółek obniżyła się. Inne wyniki uzyskano dla okresu kryzysu gospodarczego – lat 2008–2009. W tym przypadku również zaszły istotne zmiany w kolejnym roku, ale były to zmiany pozytywne. W 26% nastąpiło obniżenie stopy zwrotu, a w ponad 60% spółek – jej poprawa.

**Tabela 4.** Okres przejścia a zmiana stopy zwrotu przejmowanej spółki

	Rok przejścia			Rok następny***		
	wzrost	spadek	bez zmian	wzrost	spadek	bez zmian
2006–2007	8	12	0	2	18	0
	40,0%	60,0%	0,0%	10,0%	90,0%	0,0%
2008–2009	10	7	2	12	5	2
	52,6%	36,8%	10,5%	63,2%	26,3%	10,5%
RAZEM	18	19	2	14	23	2
	46,2%	48,7%	5,1%	35,9%	59,0%	5,1%

Zależność istotna statystycznie na poziomie: \* – 0,1; \*\* – 0,05; \*\*\* – 0,01 (test Chi-kwadrat)

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki te mogą wskazywać na dyscyplinujące oddziaływanie kryzysu, co zmusza do starannej oceny perspektyw sukcesu transakcji. Szczególnie atrakcyjnymi obiektami przejścia mogą być firmy charakteryzujące się niską rentownością, wynikającą między innymi z ogólnej sytuacji gospodarczej, ale zarazem dysponujące innymi atutami. Takie działania mogą bardzo szybko przełożyć się na znaczącą poprawę wyników finansowych i osiągnięcie relatywnie wysokich wskaźników zwrotu. Inną przyczyną jest swoista asymetria warunków dla stron transakcji (Urbanek 2012). Dla właścicieli przejmowanych spółek mogą one być wymuszone złą sytuacją ekonomiczną, która przekłada się na niską wycenę rynkową. Można tutaj mówić o występowaniu „rynku kupującego”, który ma decydujący wpływ na warunki, na jakich są dokonywane transakcje.

Forma przejęcia nie różnicuje tak istotnie jego skutków efektywnościowych, jak okres, w którym do niego dochodzi (tabela 5). Zarazem można zaobserwować interesującą prawidłowość, polegającą na tym, że pozytywne skutki ekonomiczne częściej występują w sytuacji, kiedy przejęcie odbywa się za aprobatą przejmowanego. W ponad połowie spółek następuje poprawa wyników. Natomiast przejęcie, które polega na transformacji kontroli w obrębie grupy powiązanych kapitałowo spółek, w przypadku spółki przejmowanej prowadzi do pogorszenia wyników. W roku po transakcji taka sytuacja ma miejsce w 80% spółek. Można zatem wnioskować, że celem przejęcia nie jest poprawa indywidualnej efektywności, ale osiągnięcie efektów synergicznych dla grupy kapitałowej jako całości.

**Tabela 5.** Forma przejęcia a zmiana stopy zwrotu przejmowanej spółki

	Rok przejęcia			Rok następny*		
	wzrost	spadek	bez zmian	wzrost	spadek	bez zmian
Aprobata przejmowanego	12	9	1	11	10	1
	54,5%	40,9%	4,5%	50,0%	45,5%	4,5%
Powiązania właścicielskie	5	9	1	2	12	1
	33,3%	60,0%	6,7%	13,3%	80,0%	6,7%
RAZEM	17	18	2	13	22	2
	45,9%	48,6%	5,4%	35,1%	59,5%	5,4%

Zależność istotna statystycznie na poziomie: \* - 0,1; \*\* - 0,05; \*\*\* - 0,01 (test Chi-kwadrat)

Źródło: opracowanie własne.

## Podsumowanie

W artykule dokonano oceny skali oraz skutków zjawisk fuzji i przejęć na przykładzie polskich spółek publicznych, poddano analizie strukturę kontroli i własności spółek giełdowych w okresie 2006–2010. W okresie objętym badaniem w polskich spółkach publicznych zmiany właścicieli trzech największych pakietów akcji zachodziły w ponad połowie spółek, lecz liczba spółek, w których nowy inwestor przejmował pełną kontrolę nad spółką przez objęcie ponad 50% akcji, była stosunkowo niewielka. W badanych latach spółki te stanowiły od 3% do 5% wszystkich spółek notowanych na GPW w Warszawie.

Biorąc pod uwagę formy uzyskania kontroli nad spółką, wyróżniono trzy przypadki: przejęcie za zgodą spółki-celu, przejęcie, w którym pomiędzy spółką przejmującą a przejmowaną występują powiązania właścicielskie, oraz przejęcie, w przypadku którego zarząd przejmowanej spółki negatywnie ocenił wezwanie do sprzedaży akcji skierowane przez agresora do akcjonariuszy. Tych ostatnich, wyrażających istotę rynku kontroli korporacji, jest zdecydowanie najmniej – zidentyfikowano tylko dwa takie przypadki.

Ze względu na rodzaj inwestorów zaangażowanych w transakcje fuzji i przejęć kontrolę nad spółką najczęściej tracili inwestorzy indywidualni, krajowi branżowi oraz instytucjonalni, a przejmowali ją – inwestorzy instytucjonalni, krajowi branżowi oraz zagraniczni.

Analiza skutków finansowych zmian akcjonariatu wskazuje na występowanie wyraźnie zarysowanej zależności. Po pierwsze, obserwujemy przesunięcie w czasie. Znacząca zmiana wyników finansowych mierzonych stopą zwrotu z akcji pojawia się nie w roku, w którym doszło do wymiany największego akcjonariusza, ale w roku następnym. Po drugie, w pierwszym z badanych okresów, w latach dobrej koniunktury gospodarczej (2006–2007), zmiany te przejawiają się pogorszeniem wyników. Inne wyniki uzyskano dla okresu kryzysu gospodarczego – lat 2008–2009 – w którym istotne zmiany również zaszły w kolejnym roku, ale były to zmiany pozytywne, ponieważ w większości spółek nastąpiła poprawa wyników. Rezultaty mogą świadczyć o pozytywnym wpływie zmian struktur własnościowo-kontrolnych, który występuje jednakże przede wszystkim w okresach gorszej koniunktury gospodarczej.

## Bibliografia

- Allgood S., Farrell K.A. (2000), *The Effect of CEO Tenure on the Relation Between Firm Performance and Turnover*, „The Journal of Financial Research”, vol. XXIII, no. 3.
- Arthaud-Day M.L., Certo S.T., Dalton C.M., Dalton D.R. (2006), *A Changing of the Guard: Executive and Director Turnover Following Corporate Financial Restatement*, „Academy of Management Journal”, vol. 40, no. 6.
- Frąckowiak W. (2009), *Fuzje i przejęcia*, PWE, Warszawa.
- Krug J., Aguilera R. (2005), *Top Management Team Turnover in Merges and Acquisitions*, „Advances in Merges and Acquisitions”, no. 4.
- Manne H.M. (1965), *Mergers and the Market for Corporate Control*, „Journal of Political Economy”, vol. 73, issue 2.
- Sasiak R. (2000), *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*, Kantor Wydawniczy, Zakamycze.
- Urbanek P., Wcisły M. (2011), *Własność i kontrola w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, Łódź.
- Urbanek P. (2012), *Zmiany w akcjonariacie w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego* [w:] Urbanek P., *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Walking R.A., Long M.S. (1984), *Agency theory, managerial welfare and takeover bid resistance*, „The Rand Journal of Economics”, no 1.