Andrzej Rutkowski*

PREMIE ZA PRZEJĘCIA – PRZEGLĄD BADAŃ Z RYNKÓW ROZWINIĘTYCH

1. WSTĘP

Praca poświęcona jest problematyce kształtowania premii za przejęcie kontroli nad przedsiębiorstwem na publicznych rozwiniętych rynkach kapitałowych. W pracy zawarty został przegląd literaturowy badań empirycznych prowadzonych na tych rynkach. Przeanalizowano związki między wielkością premii, a wcześniejszymi zewnętrznymi i wewnętrznymi uwarunkowaniami funkcjonowania łączonych podmiotów. Zaprezentowane analizy stanowią punkt wyjścia do głębszego zbadania procesów fuzji na rynkach wschodzących, w tym i na polskim publicznym rynku kapitałowym.

Fuzje i przejęcia stanowią element strategii mającej na celu wzrost wartości przedsiębiorstwa. Oczekuje się, że po połączeniu wartość łączonych podmiotów będzie wyższa od sumy wartości podmiotów działających w wyizolowaniu, zakładając kontynuację ich działalności w przyszłości. W przyjętej do realizacji strategii wzrostu należy uwzględnić konieczność zapłaty premii. Jej zbyt wysoka wartość może doprowadzić do niepowodzenia transakcji przejęcia i w krańcowej sytuacji do upadłości łączonych podmiotów.

2. WARTOŚĆ PREMII ZA PRZEJĘCIE KONTROLI

Podejmujący decyzje o przejęciu spółki, o przejęciu znaczącej lub częściowej kontroli nad spółką jest skłonny zapłacić za akcje spółki cenę, która zapewni przejmującej spółce, jej akcjonariuszom wzrost wartości. Traktuje swoją decyzję jako decyzję o złożonej inwestycji, która pozwoli mu osiągnąć w przyszłości korzyści, często nieosiągalne dla dotychczasowych właścicieli.

* Dr, docent, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Warszawski.

W pewnych sytuacjach właściciele przejmujący akcje spółki uzyskują kontrolę nad spółką i tym samym mają wpływ na podejmowanie decyzji operacyjnych, inwestycyjnych i finansowych, które mogą generować korzyści dla akcjonariusza kontrolującego i jednocześnie nieosiągalne dla pozostałych (mniejszościowych) akcjonariuszy. W tych warunkach obejmujący kontrolę jest skłonny zapłacić wyższą premię, tj. premię za objęcie kontroli. Jego decyzję o dokupieniu dodatkowych akcji, które zapewniają mu sprawowanie kontroli, osiąganie proporcjonalnych korzyści z racji efektu synergii oraz dostęp do nadzwyczajnych korzyści w postaci dodatkowych transferów można potraktować jako decyzję inwestycyjną.

Bruner¹ określa kontrolę jako prawo do ustalania strategii firmy oraz kierowania jej bieżącą działalnością w celu alokowania zasobów firmy oraz prawo do redystrybucji wartości firmy. Traktuje on posiadanie kontroli jako prawo opcyjne. W przypadku, gdy zdaniem kontrolującego przedsiębiorstwo jest prowadzone właściwie, to nie korzysta on ze swoich uprawnień. Wartość prawa opcyjnego zmienia się wraz ze zmianą sytuacji ekonomicznej spółki. Zgodnie z zasadami wyceny jego wartość wzrasta wraz ze wzrostem zmienności.

Kontrola oznacza możliwość bezpośredniego zarządzania, tj. m. in. wyboru zarządu, ustalenia strategicznej polityki firmy, wpływu na decyzje w zakresie istotnych kontraktów handlowych spółki, kształtowania polityki inwestycyjnej, w tym możliwości wyprzedaży zbędnych w ocenie nowego strategicznego właściciela aktywów. Związane jest to z możliwością uzyskiwania korzyści niedostępnych dla mniejszościowego akcjonariusza.

Shleifer i Vishny² stwierdzają, że znaczący inwestorzy realizują swoje interesy, które nie muszą być zgodne z interesami pracowników i kierownictwa spółek. Poprzez swoje uprawnienia dokonują redystrybucji wartości w swoim interesie, niekoniecznie w sposób, powiązany z poprawą efektywności całej spółki.

W literaturze przedmiotu spotkać się można z różnym rozumieniem **pojęcia premii** za przejęcie kontroli. Jest to tym istotniejsze, że w poszczególnych badaniach empirycznych analizowane są wielkości premii, które faktyczne oznaczają różne kategorie. Można wyróżnić premie zapłacone oraz premie uzyskane.

W analizach należy rozróżnić premię akwizycyjną³ z tytułu spodziewanego efektu synergii i premię za objęcie kontroli. Wartość synergii wynika z możliwości wzrostu wartości połączonych spółek, np. w wyniku oszczędności kosztowych, wzrostu sprzedaży. Wartość premii za objęcie kontroli jest wyższa od premii akwizycyjnej o wielkość korzyści, które może wygenerować dla siebie

¹ R. Bruner, *Applied Mergers & Acquisitions*, Wiley, Hoboken 2004, s. 465.

² A. Shleifer, R. W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, „Journal of Finance” 1997, Vol. 52,2.

³ Por. m. in.: D. M. DePamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, Elsevier-Academic Press, San Diego 2012, s. 388.

nowy strategiczny właściciel poprzez sterowanie dodatkowymi, nie zawsze ujawnianymi transferami finansowymi, operacyjnymi i inwestycyjnymi.

Hitchner⁴ określa **premię za objęcie kontroli** jako procentową różnicę w otrzymywanych korzyściach z racji bycia strategicznym właścicielem w porównaniu do korzyści otrzymywanych przez mniejszościowych akcjonariuszy. Podejście to stanowić może punkt wyjścia do ustalenia granicznej wielkości ceny za przejętą spółkę.

Reasumując, wyróżnić można następujące rodzaje premii:

- premia zapłacona przez nabywcę akcji, które obejmuje w ramach publicznego wezwania do sprzedaży akcji,
- premia oznaczająca wzrost wartości dla nowego inwestora, który objął kontrolę (premia uzyskana),
- premia oznaczająca wzrost wartości dla nowego inwestora, który przejął znaczący pakiet akcji, nie dający mu jednakże pełnej kontroli (premia uzyskana).

Premia otrzymana mierzy faktyczny wzrost wartości dla nowego strategicznego akcjonariusza. Premia zapłacona zwiększa wydatek ponoszony przez inwestora, zmniejsza efektywność jego inwestycji. Jednocześnie jest miarą jego optymizmu, co do możliwości poprawy funkcjonowania łączonych jednostek, możliwości kreowania efektu synergii.

Sudarsanam odnosząc się do premii jako do relacji różnicy między ceną zapłaconą a ceną rynkową, do ceny rynkowej, uważa⁵, że zbyt wysoka premia jest wskaźnikiem przepłacenia i co za tym idzie zbytniego optymizmu co do możliwości realizacji wzrostu wartości przejętej spółki. Z obszernej literatury przedmiotu trudno wywnioskować o jakimkolwiek związku między wysokością premii, a późniejszą realizacją korzyści dla akcjonariuszy.

W dalszej części pracy analizowane będą premie płacone przez nabywców akcji w ramach publicznych wezwań do sprzedaży akcji. Zaakceptowane przez sprzedawców ceny i zapłacone premie pozwalają przejąć kontrolę nad spółką i realizować swoją strategię, która prowadzi do wzrostu wartości jego majątku.

3. PRZESŁANKI WIELKOŚCI PREMII – PRZEGLĄD WYNIKÓW BADAŃ EMPIRYCZNYCH

Premie płacone za przejęcie kontroli stanowią przedmiot badań wielu analiz empirycznych. W badaniach prowadzonych na rozwiniętych rynkach kapitałowych analizowano zależności między wielkością premii za przejęcie spółki, a szeregiem zjawisk takich jak:

- stan koniunktury gospodarczej w czasie realizacji przejęcia,

⁴ J. R. Hitchner, *Financial Valuation: Applications and Models*, Wiley Hoboken 2006, s. 19.

⁵ S. Sudarsanam, *Creating Value from Mergers and Acquisitions; The Challenges*, Prentice Hall, Harlow 2010, s. 355, 626.

- opinie uczestników rynku nt. przyszłej sytuacji gospodarczej,
- horyzont czasowy oceny efektywności przejęcia,
- regionalne zróżnicowanie premii,
- międzynarodowe zróżnicowanie premii,
- etap rozwoju rynku kapitałowego: rozwinięty, czy wschodzący,
- sektorowe zróżnicowanie wielkości premii,
- charakter przejęcia, przyjazne czy wrogie,
- charakter przejęcia krajowe i zagraniczne,
- udział inwestorów branżowych lub finansowych,
- charakter spółki przejmującej: publiczna, czy niepubliczna,
- liczba podmiotów uczestniczących w wezwaniach,
- sposób zapłaty za przejmowaną firmę,
- poziom konkurencji na rynku produktowym,
- jakość nadzoru korporacyjnego,
- zabezpieczenie interesów znaczących interesariuszy.

Procesy fuzji i przejęć realizowane są w ramach tzw. fal fuzji. Jak wskazuje wiele badań **stan koniunktury gospodarczej** w czasie realizacji przejęcia ma istotny wpływ na wielkość premii. Jarrell i Poulsen zanalizowali 663 zakończonych sukcesem prób przejęć realizowanych w okresie od 1962 r. do grudnia 1985 r.⁶ Zgodnie z ich szacunkami średnia premii wyniosła 19% w latach 60., 35% w 70. i 30% w latach 1980–1985. Jensen i Ruback osiągnęli podobne wyniki⁷. Otóż zgodnie z ich analizami wielkość premii dla okresu sprzed lat 80. zawierała się w przedziale od 16% do 30%.

Betton, Eckbo i Torburn przeprowadzili obszerne badania wielkości premii płaconych za przejęcie spółek na amerykańskim publicznym rynku kapitałowym w latach 1990–2002⁸. Badania przeprowadzono na próbie 10.806 spółek. W badaniu tym wielkość premii ustalona jest jako różnica w cenie z wezwania i cenie sprzed 42 notowań (stanowi to w przybliżeniu 2 miesiące). Zgodnie z ich badaniami w okresie 1980–1989 średnia premia wyniosła 48,1%, a w latach 1990–2002 średnia premia spadła do 45,0%. Z tych trzech powyższych badań w sposób jednoznaczny wynika, że w kolejnych latach charakteryzujących się różnym stanem koniunktury gospodarczej i różnym zainteresowaniem przejęciami, wielkość premii osiągała różne poziomy.

⁶ G. A. Jarrell, A. B. Poulsen, *Bidders Returns*, Working Paper, 1987, [za:] G. A. Jarrell, J. A. Brickley, J. M. Netter, *The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980*, „Journal of Economic Perspectives”, Winter 1988, Vol. 2, No 1.

⁷ M. C. Jensen, R. S. Ruback, *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, „Journal of Financial Economics” 1983, Vol. 11.

⁸ S. Betton, E. B. Eckbo, K. S. Torburn, *Merger Negotiations and the Toehold Puzzle*, „Journal of Financial Economics” 2009, Vol. 91.

Opinie uczestników rynku nt. przyszłej sytuacji gospodarczej wpływają na wielkości negocjowanych premii za przejęcie kontroli. Chatterjee i Yan⁹ zwracają uwagę na wpływ różnic w ocenie prognoz finansowych na wielkość premii. Im większe zróżnicowanie w ocenach przyszłej sytuacji finansowej przejmowanego podmiotu można zaobserwować wśród analityków, tym premie są niższe.

Horyzont czasowy oceny efektywności przejęcia może mieć wpływ na wielkość osiąganych premii. Długoterminowi inwestorzy są w większym stopniu zainteresowani monitorowaniem sytuacji w spółce. Gaspar, Massa i Mato¹⁰ wskazują, że inwestorzy długoterminowi płacą o 3% wyższą premię za przejęcie w porównaniu z inwestorami krótkoterminowymi. Kouvenberg i Solomons¹¹ wykazali, że wielkości premii w istotny sposób wynikają przede wszystkim (w 40%) z perspektyw rozwojowych danego rynku.

Analizując dane w zakresie premii na poszczególnych ponadnarodowych **rynkach regionalnych** zauważyć można znaczące zróżnicowanie wielkości premii. Jak wynika z danych zawartych w tab. 1 zaobserwować można bardzo istotne zróżnicowanie płaconych premii na różnych narodowych rynkach kapitałowych.

Tabela 1

Zróżnicowanie rynkowe premii za objęcie kontroli

		2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ameryka Płn. i Płd.	tydzień	22%	24%	35%	35%	34%	30%
	miesiąc	23%	25%	38%	39%	36%	30%
Europa	tydzień	19%	15%	33%	24%	34%	45%*
	miesiąc	23%	15%	28%	33%	39%	34%*
APAC	tydzień		23%	33%	26%	30%	35%
	miesiąc		22%	33%	34%	32%	26%
Rynek roz- winięty	tydzień	18%	17%	29%	26%		
	miesiąc	23%	22%	33%	35%		

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Dealogic.

⁹ J. K. Chatterjee, A. Yan, *Takeover Premium and Divergence of Opinions*, Working Paper, School of Business, Fordham University, 2008.

¹⁰ J.-M. Gaspar, M. Massa, P. Matos, *Shareholders Investment Horizons and the Market for Corporate Control*, „Journal of Financial Economics” 2005, Vol. 76.

¹¹ R. Kouvenberg, R. Salomons, *The Value Premium in Emerging Equity Markets and Local Macroeconomic Conditions*, Working Paper, University of Groningen, Department of Economics, 2005.

Z późniejszych badań Nenova¹² oraz Dycka i Zingalesa¹³ wynika, że zagraniczni nabywcy płacą szczególnie wysokie premie za kontrolę w krajach ze słabą ochroną prawną. Ich zdaniem umożliwia to łatwiejszy transfer dochodów do strategicznych akcjonariuszy.

Wiele z badań empirycznych wskazuje na znaczące różnice wielkości premii w **poszczególnych krajach**. Zingales przeprowadził badania premii za przejęcie kontroli spółek notowanych na różnych rynkach kapitałowych¹⁴. Analizował on dane dla lat 1985–1990. Zaobserwował bardzo duże zróżnicowanie płaconych premii w poszczególnych krajach. W analizowanym okresie, przykładowo w Stanach Zjednoczonych i Szwecji premie wyniosły 6,5%, w Izraelu 45,5%, a we Włoszech aż 81,5%. Wielkości te odnoszą się również do transakcji zakupów blokowych.

Analizując dane dotyczące premii ze zwróceniem uwagi na **specyfikę sektorową** zauważyć można znaczące zróżnicowanie wielkości płaconych premii. Tabela 2 przedstawia wielkości premii z podziałem na sektory.

Tabela 2

Premie w układzie sektorowym w 2009 r.

Sektor	Premia
Produkcja rolna	49,5%
TV i radio	81,4%
Usługi finansowe	40,3%
Produkcja przemysłowa	65,3%
Wydobycie surowców naturalnych	52,3%
Inne usługi	77,4%
Nieruchomości	0,0%
Handel detaliczny	29,4%
Transport	43,5%
Użyteczność publiczna	87,0%
Handel i dystrybucja	47,3%
Sektory przeciętnie	58,7%

Źródło: P. A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, Wiley Hoboken 2011, s. 564. Nazwy sektorów w tłumaczeniu autora artykułu.

¹² T. Nenova, *The Value of Corporate Rights and Control: A Cross-Country Analysis*, „Journal of Financial Economics” 2003, Vol. 68.

¹³ A. Dyck, L. Zingales, *The Private Benefits of Control*, „Journal of Finance” 2004, Vol. 59(2).

¹⁴ L. Zingales, *What Determines the Value of Corporate Votes?*, „The Quarterly Journal of Economics” 1995, Vol. 110.

Można przypuszczać, że wielkość premii zależy od perspektyw rozwojowych poszczególnych sektorów, możliwości późniejszego zmniejszania kosztów, realizacji procesów restrukturyzacyjnych¹⁵.

Na wielkość premii ma wpływ **etap rozwoju rynku kapitałowego** (rynek rozwinięty, wschodzący). Wartość premii za przejęcie kontroli na rynkach krajów rozwijających się w latach 1986–2006 była przedmiotem obszernych badań Chari, Ouimet i Tesar¹⁶. Z ich analiz wynika, że większość korzyści wynikających z kreacji wartości na skutek przejęcia osiągają spółki przejmujące z krajów rozwiniętych. Korzyści dla przejmującego są tym większe, im dysponuje on większymi aktywami niematerialnymi i im „słabsze jest otoczenie kontraktowe” w kraju rozwijającym się. Może to w części wyjaśniać możliwość zapłaty wyższych premii za przejęcia w przypadku nabywców zagranicznych. Do podobnych konkluzji doszli Kouwenberg i Solomons w swoich badaniach prowadzonych w latach 1991–2002¹⁷.

Inwestorów dokonujących przejęć można podzielić na **branżowych** (strategicznych) i **finansowych**. Premie płacone przez te dwie grupy inwestorów stanowią przedmiot badań Roacha¹⁸. Jego zdaniem nie występuje istotny związek między faktem przynależności do tego samego sektora, a wielkością zapłaconej premii. Wcześniejsze badania przeprowadzone przez Healy, Palepu i Rubacka¹⁹ prowadzą do innych konkluzji. Otóż z ich badań wynika, że inwestorzy branżowi płacą niższe premie przy przejęciach, w porównaniu do inwestorów finansowych. Podkreślają fakt, że płacą mniej, uzyskując przy tym wyższe efekty synergiczne po połączeniu.

Na wielkość premii ma wpływ charakter przejęcia, czy jest ono **przyjazne**, czy też **wrogie**. Zgodnie z badaniami przeprowadzonymi przez Chena i Cornu²⁰ kierownictwo spółki przejmującej uważa, że kierownictwo przejmowanej spółki nieefektywnie zarządza spółką. W takiej sytuacji, dzięki prostej wymianie kierownictwa można osiągnąć duże wzrosty zysków. Dlatego też warto zapłacić relatywnie wyższą premię za przejęcie. Z drugiej strony należy zdawać sobie sprawę, że wrogie przejęcia mogą niekiedy w przyszłości zakłócić zasady właściwego nadzoru właścicielskiego i doprowadzić do utraty władzy przez dotychczasowych właścicieli i w konsekwencji w sposób nieproporcjonalny pomniejsz-

¹⁵ L. A. Hammermesh, M. L. Wachter, *The Short and Puzzling Life of the Implicit Minority Discount in Delaware Appraisal Law*, „University of Pennsylvania Law Review” 2007, Vol. 156:1.

¹⁶ A. Chari, P. P. Ouimet, L. Tesar, *The Value of Control in Emerging Markets*, „The Review of Financial Studies” 2010, Vol. 23, No. 4.

¹⁷ R. Kouwenberg, R. Salomons, *op. cit.*

¹⁸ G. R. Roach, *Control Premiums and Strategic Mergers*, „Business Valuation Review”, June 1998.

¹⁹ P. M. Healy, K. G. Palepu, R. S. Ruback, *Which Takeovers Are Profitable? Strategic or Financial?*, „Sloan Management Review”, Summer 1997.

²⁰ Ch. Chen, Ph. Cornu, *Managerial Performance, Bid Premiums, and the Characteristics of Takeover Targets*, „Annals of Economics and Finance” 2002, No. 3.

zyć ich udział w czerpaniu korzyści z kreowania wartości przedsiębiorstwa. Nowi właściciele mogą dążyć do realizacji swoich korzyści w innej perspektywie czasowej, niż dotychczasowi właściciele.

Podobne wyniki uzyskali Betton, Eckbo i Torburn. Z ich badań²¹ wynika, że wrogim przejęciom towarzyszą wyższe premie, niż w przypadku przejęć przyjaznych. Jednocześnie prawie połowa wrogich przejęć (49,2%) kończy się niepowodzeniem, w porównaniu z przejęciami przyjaznymi (28,8%).

Na globalnych rynkach kapitałowych coraz większego znaczenia nabierają **przejęcia zagraniczne**. Wiele z badań empirycznych poświęcone jest analizie porównawczej transakcji międzynarodowych w porównaniu do przedsięwzięć ograniczonych do rynków krajowych (lokalnych). Z badań Dycka i Zingalesa²² wynika, że inwestorzy zagraniczni są skłonni płacić wyższe premie, jeżeli przejmują spółki w krajach, których system prawny w większym stopniu pozwala na realizację transferów finansowych, z pominięciem płatności podatkowych. Wyniki badań porównawczych prezentowanych w publikowanych badaniach budzą wątpliwości. Wynika to m. in. z faktu, że w poszczególnych krajach badane są grupy spółek o bardzo różnej liczności. W takiej sytuacji trudno jest sformułować jednoznaczne wnioski nt. różnic w realizacji transakcji przejęć.

Na wielkość premii ma wpływ **relacja sił przetargowych** spółek przejmującej i przejmowanej. Jest to powiązane z obecnością innych potencjalnych nabywców. Wyższa siła przetargowa nabywcy pozwala mu zapłacić niższą premię. Varaiya²³ potwierdza występowanie tego zjawiska w transakcjach realizowanych w latach 1975–1980. W przypadku łączenia podmiotów o zbliżonych wielkościach zauważyć można zjawisko oddziaływania kierownictwa przejmowanych jednostek na wielkość premii. Premia jest niższa, jeżeli kierownictwa te mają zapewnione korzystne warunki zatrudnienia w nowo powstałym większym podmiocie gospodarczym. Wielkość premii zależy od pozycji przetargowych kierownictwa łączonych spółek.

Z badań Betton, Eckbo i Torburn²⁴ wynika, że wyższe premie płacone są w przypadkach wezwań, w których mamy do czynienia w z **wieloma konkurentami** ubiegającymi się o przejęcie kontroli. Kolejne propozycje odkupienia akcji wiążą się z coraz wyższymi cenami. W przypadku pojedynczych wzywających do sprzedaży premie osiągnęły średni poziom 45,4%, a w przypadku wielu wzywających średni poziom premii osiągnął poziom 53,2%.

Z badań Betton, Eckbo i Torburn²⁵ wynika, że premie płacone przez przejmujące **spółki publiczne** (47,5%) są wyższe, niż premie płacone przez spółki niepubliczne (42,6%). Należy dodać, że sukces przejęcia polegający na faktycz-

²¹ S. Betton, B. E. Eckbo, K. S. Torburn, *op. cit.*

²² A. Dyck, L. Zingales, *op. cit.*

²³ N. Varaiya, *Determinants of Premiums in Acquisitions Transactions*, „Managerial and Decision Economics” 1987, Vol. 8.

²⁴ S. Betton, B. E. Eckbo, K. S. Torburn, *op. cit.*

²⁵ *Ibidem.*

nym przejęciu kontroli nad spółką w większym stopniu osiągają publiczni nabywcy w porównaniu z nabywcami spoza rynku kapitałowego. Wskazuje się na większe doświadczenie większych spółek publicznych w zakresie realizacji przejęcia.

Szczególnie trudno wyznaczyć wielkość premii w przypadku **zapłaty akcjami** za przejmowaną firmę. Kierownictwo spółki przejmującej jest skłonne zapłacić wyższą premię i wykorzystuje wówczas własne akcje, w przypadku gdy kierownictwo to jest przekonane o względnie wysokiej wartości własnej jednostki. W takiej sytuacji żąda ono zwykle wyższej premii, niż ta wynikająca z wyceny rynkowej²⁶. Analizę premii za przejęcia można prowadzić z punktu widzenia finansów behawioralnych. Na wielkość premii za przejęcie mają wpływ oceny kierownictwa firm przejmujących i przejmowanych na temat wartości własnych spółek. Betton, Ekbo i Torburn²⁷ nie zauważają wyraźnej różnicy w wielkości premii w przypadku zapłaty gotówką (46,6%) lub akcjami i gotówką (45,8%).

Wielkość płaconych premii jest funkcją **jakości systemu nadzoru właścicielskiego**. Dyck i Zingales wskazują²⁸, że na wielkość premii ma wpływ jakość systemu rachunkowości, lepsza ochrona mniejszościowych akcjonariuszy, większa konkurencja na rynku produktowym, niezależność prasy, rygorystyczny system podatkowy.

Możliwość nieproporcjonalnego czerpania korzyści z racji bycia podmiotem kontrolującym. Może to polegać na realizowaniu korzyści powstałych dzięki możliwości ustalania cen transferowych²⁹. Z drugiej strony realizacja nadzwyczajnych korzyści wynikających z prawa do kontroli może naruszyć interesy mniejszościowych akcjonariuszy.

Na wielkość premii ma wpływ niezależność organów spółek, np. rady nadzorczej. Cotter, Shivdasani i Zenner³⁰ wykazali na podstawie badań obejmujących 169 transakcji z lat 1989–1992, że premie za przejęcia były o 20% wyższe w spółkach z bardziej niezależnymi radami.

Jak wynika z wielu badań empirycznych **zabezpieczenie interesów znaczących interesariuszy** znajduje istotne przeniesienie na wielkość płaconych premii. W swoich badaniach Wulf³¹ zauważyła negatywną korelację między wielkością premii, a liczbą starych członków kierownictwa w nowej jednostce

²⁶ H. Shefrin, *Behavioral Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York 2007, s. 167.

²⁷ S. Betton, B. E. Eckbo, K. S. Torburn, *op. cit.*

²⁸ A. Dyck, L. Zingales, *Control Premiums and the Effectiveness of Corporate Governance Systems*, „Journal of Applied Corporate Finance”, Spring/Summer 2004, Vol. 16, No. 2–3.

²⁹ *Ibidem*.

³⁰ J. Cotter, A. Shivdasani, M. Zenner, *Do Independent Directors Enhance Target Shareholder wealth During Tender Offers?*, „Journal of Financial Economics” 1997, Vol. 43, No. 2.

³¹ J. Wolf, *Do CEOs in Mergers Trade Power for Premium? Evidence from Mergers of Equals*, „Journal of Law, Economics and Organizations” 2004, Vol. 20.

po połączeniu. Występowanie tego zjawiska potwierdzają badania przeprowadzone przez Hartzella, Ofeka oraz Yermacka³².

Moeller wskazuje³³, że dobrze zabezpieczone interesy kierownictwa firm powodują zmniejszenie premii za przejęcie. Jednocześnie badania przeprowadzone w firmach spośród grupy S&P 1500³⁴ pokazały, że w 25% przypadków wyższe premie za przejęcie doprowadziły do zmniejszenia majątków 79% ankietowanych członków ścisłego kierownictwa spółek. Wynika to z konstrukcji konkretnych systemów motywacyjnych. Z jego badania wynika także, że ograniczona liczba akcjonariuszy w przejmowanych spółkach powiązana jest ze względnie niższymi premiami. Z drugiej strony udział zewnętrznych podmiotów w kierowaniu spółkami powiązany jest z wyższymi premiami.

4. PREMIE NA GPW, A PREMIE NA RYNKACH ROZWINIĘTYCH

Wielkości premii za przejęcia są przedmiotem wielu analiz empirycznych. W praktyce trudno w sposób spójny porównywać wyniki tych analiz empirycznych. Wynika to z faktu, że:

- premie liczone są jako relacje ceny z wezwania do ceny sprzed różnej liczby dni od dnia ogłoszenia wezwania (np. do ceny sprzed 60 dni, 41 dni, 40 dni, miesiąca, 30 dni, 10 dni, 5 dni, 1 dnia),
- niekiedy ceny z wezwania porównywane są do cen na określonej liczbie dni przed powstaniem pogłosek o potencjalnym wezwaniu; data pojawienia się pogłosek o potencjalnej transakcji jest niezwykle istotna i jednocześnie trudna do obiektywnego ustalenia,
- w niektórych z badań analizowane są transakcje zakończone, w innych transakcje zakończone oraz będące w trakcie realizacji,
- niekiedy z analiz porównawczych wyłączane są ujemne premie lub premie, których wartość jest zbyt dużą w subiektywnej ocenie badacza,
- niekiedy liczone są wartości średnie arytmetyczne, w innych przypadkach wykorzystywane są mediany,
- badania prowadzone są na bardzo różnej liczbie spółek wchodzących w skład próby,
- w wielu badaniach analizowane są transakcje, których wartość przekracza subiektywną określoną kwotę (np. 100 mln USD),

³² J. Hartzell, E. Ofek, D. Yermack, *What's in for Me? CEOs Whose Firms Are Acquired*, „Review of Financial Studies”, April 2004, Vol. 17, No. 1.

³³ T. Moeller, *Let's Take a Deal! How Shareholders Control Impacts Merger Payoff*, „Journal of Financial Economics” 2005, Vol. 73.

³⁴ G. J. Millman, *M&A can leave CEOs at loss*, „Wall Street Journal”, 18 October 2010.

– niektóre z badań prowadzone są w wybranych sektorach; oznacza to, że pewne sektory są wyłączone (np. instytucje finansowe).

Jak wynika z wielu empirycznych analiz, wielkości premii za przejęcia są różne w poszczególnych regionach geograficznych i krajach. W sposób syntetyczny premie za przejęcie kontroli w ujęciu porównawczym przedstawia rys. 1. Z zestawienia tego wynika, że premie płacone za przejęcia przy wezwaniach do sprzedaży na polskim i zagranicznych rynkach kapitałowych są znacząco różne. Premie na rynku polskim są znacząco niższe.

Rys. 1. Premie za przejęcie na GPW w Warszawie i na rynkach rozwiniętych (mediana – względem kursu sprzed 20 dni)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Dealogic oraz notowań na GPW w Warszawie.

Z badań prowadzonych przez autora w zakresie premii za przejęcia na GPW w Warszawie w okresie 2001–2011 wynika, że nie występuje istotna statystyczna zależność między stanem koniunktury gospodarczej (mierzonej indeksem WIG), a wielkościami premii płaconych. Nie zaobserwowano również zależności między wielkością premii, a rodzajem inwestora z podziałem na krajowych i zagranicznych, oraz z podziałem na branżowych i finansowych.

5. PODSUMOWANIE

Problematyka ustalania premii za przejęcie w przypadku publicznego wezwania do sprzedaży jest przedmiotem wielu badań empirycznych. Badania

wielkości premii prowadzone są w kontekście wielu uwarunkowań takich jak, stan koniunktury gospodarczej, zasięg geograficzny przejęcia, jakość nadzoru korporacyjnego, stosunek głównych interesariuszy do transakcji przejęcia (przyjazne, wrogie), charakter powiązań gospodarczych łączonych jednostek. Przedstawione w artykule rozważania stanowią punkt wyjścia do pogłębionych analiz zachowania przedsiębiorstw na polskim publicznym rynku kapitałowym.

BIBLIOGRAFIA

- Betton S., Eckbo E. B., Torburn K. S., *Merger Negotiations and the Toehold Puzzle*, „Journal of Financial Economics” 2009, Vol. 91.
- Brunner R., *Applied Mergers & Acquisitions*, Wiley, Hoboken 2004.
- Chari A., Ouimet P. P., Tesar L., *The Value of Control in Emerging Markets*, „The Review of Financial Studies” 2010, Vol. 23, No. 4.
- Chatterjee J. K., Yan A., *Takeover Premium and Divergence of Opinions*, Working Paper, School of Business, Fordham University, 2008.
- Chen Ch., Cornu Ph., *Managerial Performance, Bid Premiums, and the Characteristics of Takeover Targets*, „Annals of Economics and Finance” 2002, No. 3.
- Cotter J., Shivdasani A., Zenner M., *Do Independent Directors Enhance Target Shareholder wealth During Tender Offers?*, „Journal of Financial Economics” 1997, Vol. 43, No. 2.
- DePamphilis D. M., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, Elsevier-Academic Press, San Diego 2012.
- Dyck A., Zingales L., *Control Premiums and the Effectiveness of Corporate Governance Systems*, „Journal of Applied Corporate Finance”, Spring/Summer 2004, Vol. 16, No. 2–3.
- Dyck A., Zingales L., *The Private Benefits of Control*, „Journal of Finance” 2004, Vol. 59(2).
- Gaspar J.-M., Massa M., Matos P., *Shareholders Investment Horizons and the Market for Corporate Control*, „Journal of Financial Economics” 2005, Vol. 76.
- Hammermesh L. A., Wachter M. L., *The Short and Puzzling Life of the Implicit Minority Discount in Delaware Appraisal Law*, „University of Pennsylvania Law Review” 2007, Vol. 156:1.
- Hartzell J., Ofek E., Yermack D., *What's in for Me? CEOs Whose Firms Are Acquired*, „Review of Financial Studies”, April 2004, Vol. 17, No. 1.
- Healy P. M., Palepu K. G., Ruback R. S., *Which Takeovers Are Profitable? Strategic or Financial?*, „Sloan Management Review”, Summer 1997.
- Hitchner J. R., *Financial Valuation: Applications and Models*, Wiley Hoboken 2006.
- Jarrell G. A., Poulsen A. B., *Bidders Returns*, Working Paper, 1987, [za:] G. A. Jarrell, J. A. Brickley, J. M. Netter, *The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980*, „Journal of Economic Perspectives”, Winter 1988, Vol. 2, No 1.
- Jensen M. C., Ruback R. S., *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, „Journal of Financial Economics” 1983, Vol. 11.
- Kouwenberg R., Salomons R., *The Value Premium in Emerging Equity Markets and Local Macroeconomic Conditions*, Working Paper, University of Groningen, Department of Economics, 2005.
- Millman G. J., *M&A can leave CEOs at loss*, „Wall Street Journal”, 18 October 2010.
- Moeller T., *Let's Take a Deal! How Shareholders Control Impacts Merger Payoff*, „Journal of Financial Economics” 2005, Vol. 73.
- Nenova T., *The Value of Corporate Rights and Control: A Cross-Country Analysis*, „Journal of Financial Economics” 2003, Vol. 68.

- Roach G. R., *Control Premiums and Strategic Mergers*, „Business Valuation Review”, June 1998.
- Shefrin H., *Behavioral Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York 2007.
- Shleifer A., Vishny R. W., *A Survey of Corporate Governance*, „Journal of Finance” 1997, Vol. 52,2.
- Sudarsanam S., *Creating Value from Mergers and Acquisitions; The Challenges*, Prentice Hall, Harlow 2010.
- Varaiya N., *Determinants of Premiums in Acquisitions Transactions*, „Managerial and Decision Economics” 1987, Vol. 8.
- Wolf J., *Do CEOs in Mergers Trade Power for Premium? Evidence from Mergers of Equals*, „Journal of Law, Economics and Organizations” 2004, Vol. 20.
- Zingales L., *What Determines the Value of Corporate Votes?*, „The Quarterly Journal of Economics” 1995, Vol. 110.

Andrzej Rutkowski

BID PREMIUMS: REVIEW OF RESEARCH FROM DEVELOPED CAPITAL MARKETS

This paper is devoted to the issue of forming a premiums for control of the companies on the public developed capital markets. The article contains a literature review of empirical research conducted on developed capital markets. This paper examines the relationship between the size of the premiums, and the following topics such as: the nature of the acquisition, the state of economic conditions, the value of transactions, and the quality of corporate governance.

The presented analysis is a starting point to conduct in-depth research of M&A processes on emerging markets, especially Polish capital market.

Key words: mergers, acquisitions, bid premium, capital market.