

## Cechy przedsiębiorstw będących celem przejęcia w świetle dotychczasowych badań

Bartosz Kabaciński\*

**Streszczenie:** Celem artykułu jest dokonanie systematyki czynników, które mogą determinować podatność podmiotów gospodarczych na stanie się celem przejęcia. W toku tak postawionego celu przeprowadzono studia literaturowe, które ze względu na charakter podejmowanego zagadnienia dotyczyły głównie literatury anglojęzycznej. Wartością artykułu jest całościowe spojrzenie na problem cech podmiotów przejmowanych poprzez analizę badań powstałych w dłuższym okresie czasu i dotyczących rynku kontroli obecnego w wielu krajach, a także próba wydzielenia cech o charakterze uniwersalnym.

**Słowa kluczowe:** fuzje, przejęcia, empiryczne finanse przedsiębiorstw, prognozowanie celów przejęć

### Wprowadzenie

Na początku drugiej dekady XXI wieku można było zaobserwować globalne spowolnienie rynku fuzji i przejęć, które objawiało się poprzez spadek ilości transakcji oraz ich wartości (Kabaciński 2013). Trend ten utrzymywał się również w roku 2013, kiedy to zarówno globalna liczba transakcji fuzji i przejęć, jak i ich wartość na koniec roku 2013 spadła o 14% w porównaniu do roku 2012 (Allen, Overy 2013). Wraz z początkiem roku 2014, w wyniku rosnącego poziomu płynności przedsiębiorstw, utrzymujących się niskich stóp procentowych i względnie stabilnych światowych rynków kapitałowych nastąpiło odwrócenie trendu, co zaowocowało rosnącą liczbą transakcji M&A oraz najwyższą średnią wielkością transakcji od roku 2007 (Allen, Overy 2014)<sup>1</sup>. Zgodnie z raportem firmy doradczej Allen & Overy, w 2014 roku zawarto 94 transakcje, których wartość jednostkowa przekroczyła poziom 5 miliardów dolarów, co stanowi wzrost w porównaniu z rokiem 2013 o ponad 80%.

Transakcje fuzji i przejęć, w których przynajmniej jedną ze stron jest spółka publiczna wiążą się z możliwością osiągnięcia ponadprzeciętnej stopy zwrotu dla inwestorów (Lewandowski 2001; Bruner 2002; Szyszka 2002; Machała 2007; Perepeczo 2009; Kabaciński 2013). W związku z tym powstaje pytanie, czy możliwe jest zidentyfikowanie

---

\* mgr Bartosz Kabaciński, Katedra Finansów Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, al. Niepodległości 10, 60-967 Poznań, e-mail: bartosz.kabacinski@ue.poznan.pl.

<sup>1</sup> Należy zauważyć, że wyjątek stanowi rejon Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie eskalacja konfliktu rosyjsko-ukraińskiego zahamowała wspomniany wzrost. Autorzy raportu zaobserwowali, że spokojna sytuacja geopolityczna jest konieczna do rozwoju rynku fuzji i przejęć. Dopóki sytuacja w regionie nie będzie stabilna, rozwój rynku M&A zgodny z globalnym kierunkiem stoi pod znakiem zapytania.

charakterystycznych cech danego podmiotu gospodarczego, które wpływają na prawdopodobieństwo jego przejęcia.

Znajomość czynników wpływających na prawdopodobieństwo przejęcia może służyć nie tylko konstrukcji strategii inwestycyjnej, polegającej na zakupie papierów wartościowych emitowanych przez spółki będące potencjalnym celem przejęcia, ale również podjęciu przez kadre zarządzającą spółki-celu działań utrudniających wrogie przejęcie.

## **1. Hipotezy dotyczące cech podmiotów przejmowanych oraz ich uzasadnienie**

Początkowo badania dotyczące identyfikacji cech przedsiębiorstw będących celem przejęć polegały na szacowaniu modeli na podstawie zestawu zmiennych, które były często wykorzystywane w badaniach nad prognozowaniem upadłości (Altman 1966; Beaver 1966). Tworzono zestaw wielu zmiennych, następnie, najczęściej na drodze krokowej analizy dyskryminacyjnej, włączano do modelu zmienne o największej zdolności predykcyjnej (Monroe, Simkowitz 1971; Stevens 1973; Belkaoui 1978). W 1986 roku K.G. Palepu opublikował artykuł pt. *Predicting takeover targets: a methodological and empirical analysis*, w którym zaproponował odmienne podejście do badań empirycznych nad identyfikacją cech spółek przejmowanych. Na podstawie analizy literatury przedmiotu przedstawił sześć hipotez dotyczących czynników wpływających na prawdopodobieństwo przejęcia. Pracę tę można uznać za przełomową w literaturze przedmiotu, ponieważ w wielu publikacjach, które powstały w późniejszych latach autorzy poszukiwali istotnych cech przedsiębiorstw przejmowanych, weryfikując hipotezy zaproponowane przez K.G. Palepu (1986), uzupełniając je o dodatkowe czynniki mogące wpływać na prawdopodobieństwo przejęcia.

Pierwsza z wyróżnionych hipotez dotyczyła nieefektywnego zarządzania. Zgodnie z nią przejęcie kontroli pozwalało na pozbycie się nieefektywnego kierownictwa oraz poprawę wyników przedsiębiorstwa, a tym samym zwiększenie jego wartości (Manne 1965; Jensen, Ruback 1983; Martin, McConnel 1991). Druga hipoteza dotyczyła nierównowagi pomiędzy posiadanymi zasobami finansowymi a wzrostem. Wynikała ona z literatury dotyczącej podejmowania decyzji inwestycyjnych i finansowych w warunkach asymetrii informacji (Myers, Majluf 1984; Jensen 1986). Zgodnie z tą hipotezą podmioty, które posiadały znaczne zasoby finansowe, rozumiane poprzez wysoki poziom płynności lub niski poziom zadłużenia przy jednoczesnym spowolnionym wzroście lub podmioty rozwijające się dynamicznie przy jednoczesnym braku dostępu do odpowiednich zasobów finansowych, charakteryzowały się zwiększonym prawdopodobieństwem przejęcia. Trzecia hipoteza dotyczyła zakłóceń sektorowych (*industry disturbance hypothesis*) i odnosiła się do faktu, że nasilenie transakcji fuzji i przejęć obserwowane jest często w określonym czasie w konkretnych sektorach, co ma związek z szokami, takimi jak na przykład deregulacje oraz powstającymi na ich skutek różnicami w wycenie spółek przez poszczególnych uczestników rynku (Gort

1969). Na tej podstawie sformułowano hipotezę, zgodnie z którą spółki z sektorów, w których historycznie występowało nasilenie transakcji przejęć charakteryzują się zwiększonym prawdopodobieństwem stania się celem transakcji.

Kolejna hipoteza powiązana została z kosztami transakcyjnymi i dotyczyła rozmiaru podmiotu gospodarczego (Palepu 1986). Zgodnie z tą hipotezą koszty związane z absorpcją spółek o relatywnie dużych rozmiarach są większe, dodatkowo podmioty o znacznym rozmiarze mogą w większym stopniu przeciwdziałać niechcianej transakcji, co dodatkowo wpływa na zwiększenie kosztów przejęcia. Piąta hipoteza odnosi się do niedowartościowania przejmowanego podmiotu. W myśl tej hipotezy obniżona wycena spółki może wynikać z niepełnego wykorzystania posiadanego potencjału, co po przejęciu oraz podjęciu działań naprawczych może się zmienić, wpływając korzystnie na wycenę (Breadley i in. 1983).

Ostatnia hipoteza przedstawiona przez K.G. Palepu (1986) odnosiła się do niskiego poziomu wskaźnika P/E. Zgodnie z tą hipotezą, spółki przejmujące posiadające wysoką wartość wskaźnika P/E poszukują podmiotów do przejęcia o niskim poziomie P/E, z uwagi na fakt, iż rynek ma tendencję do wyceny kombinacji obu podmiotów przy zastosowaniu wyższej wartości tego wskaźnika. Niemniej jednak, w systematyce czynników zwiększających prawdopodobieństwo przejęcia nie uwzględniono osobno hipotezy niskiej wartości P/E, traktując ją, podobnie jak w większości badań, jako przejaw niedowartościowania.

W literaturze przedmiotu, poza wymienionymi powyżej czynnikami, które zwiększają ryzyko przejęcia, często spotyka się jeszcze dwa wyjaśnienia tego zjawiska. Pierwsze związane jest z hipotezą zadłużenia, w myśl której firmy, które wykorzystały swoją pojemność zadłużeniową mogą poprzez przejęcie podmiotów o niskim poziomie zadłużenia nabyć możliwość do dalszego pozyskiwania długu (Lewellen 1971). W związku z tym oczekuje się, że im mniejszy poziom zadłużenia, tym większe prawdopodobieństwo przejęcia. Niektórzy autorzy postulują jednak odwrotną zależność, co może korespondować poniekąd z hipotezą o nieefektywnym zarządzaniu. Kolejna powszechnie weryfikowana hipoteza dotyczy poziomu dywidendy. Na gruncie teoretycznym (Myers, Majluf 1984) uznano, że firmy, które wstrzymują się od wypłaty dywidendy robią to, ponieważ oczekują pojawienia się w najbliższej przyszłości możliwości inwestycyjnych, których stopa zwrotu przewyższy koszt kapitału firmy. W związku z tym można oczekiwać, że podmioty rozwijające się drogą przejęć będą zainteresowane pozyskaniem kontroli nad spółkami o niskiej stopie wypłaty dywidendy.

## **2. Wyniki wybranych badań dotyczących identyfikacji cech spółek przejmowanych**

Za pierwszą pracę z zakresu identyfikacji determinant przejęć uznaje się pracę R.J. Moroe'a oraz M.A. Simkowitza opublikowaną w 1971 roku. W próbie badawczej uwzględniono 46 firm, które zostały przejęte w roku 1968 oraz 90 losowo dobranych podmiotów, które weszły w skład grupy obiektów nieprzejętych spośród 24 zmiennych reprezentujących

siedem obszarów analizy finansowej (wskaźniki wzrostu, rozmiaru, zyskowności, dźwigni finansowej, polityki dywidendy oraz rynku kapitałowego). Na podstawie przeprowadzonych badań autorzy uznali, że przedsiębiorstwa, które były przejmowane charakteryzowały się niższymi wartościami wskaźnika P/E, mniejszym stopniem wypłaty dywidendy, niższym przyrostem kapitału własnego oraz mniejszym rozmiarem mierzonym przychodami ze sprzedaży w porównaniu z przedsiębiorstwami, które nie stały się celem przejęcia.

D.L. Stevens (1973) rozważał zestaw wskaźników finansowych z obszarów płynności finansowej, zyskowności, zadłużenia, sprawności gospodarowania, polityki dywidendy oraz rynku kapitałowego – łącznie 20 wskaźników finansowych, które obliczył dla 40 spółek przejętych w roku 1966 na amerykańskim rynku kontroli oraz dla 40 spółek, które w latach 1966–1970 nie były celem przejęcia. Na podstawie przeprowadzonej analizy dyskryminacyjnej uznał, że spółki przejmowane charakteryzowały się wyższą płynnością oraz niższym poziomem zadłużenia.

Jedną z najczęściej przytaczanych w literaturze przedmiotu prac jest artykuł autorstwa K.G. Palepu z 1986 roku, który prowadził swoje badania na amerykańskim rynku kontroli. Na podstawie prac P. Dodda i R. Rubacka (1977), P. Asquitha (1983) oraz M.C. Jensena i R.S. Rubacka (1983) autor poddał pod wątpliwość możliwość przewidzenia z pewnym wyprzedzeniem czasu, które podmioty staną się celem przejęcia, skoro rynek kapitałowy jest w stanie to zrobić zaledwie na kilka dni przed ogłoszeniem przejęcia. Jeśli jednak, jak sugerowała wcześniejsza literatura, byłoby to wykonalne, oznaczałoby to możliwość stworzenia strategii inwestycyjnej przynoszącej nadzwyczajne stopy zwrotu.

K.G. Palepu (1986) skonstruował próbę badawczą składającą się z 163 podmiotów, które stały się celem przejęcia w okresie 1971–1979 oraz z 256 losowo wybranych firm, które do roku 1979 nie zostały przejęte. Wszystkie analizowane przedsiębiorstwa należały do sektora przemysłowego lub wydobywczego. Za pomocą analizy logitowej dokonał weryfikacji sześciu hipotez odwołujących się do teorii finansów przedsiębiorstw, które zostały przedstawione w poprzednim rozdziale. Statystycznie istotny wpływ na zwiększenie prawdopodobieństwa przejęcia miało występowanie nierównowagi pomiędzy dostępem do zasobów finansowych a tempem wzrostu, niższa efektywność zarządzania, mniejszy rozmiar oraz niższy poziom zadłużenia. Warto zauważyć, że zmienna binarna opisująca występowanie transakcji przejęć w danym sektorze w latach poprzednich również była statystycznie istotna, niemniej jej znak wskazywał na odwrotną zależność w stosunku do zależności wynikającej z opisanego hipotezy. Oznaczało to, że występowanie w przeszłości transakcji przejęć w danym sektorze wpływało na zmniejszenie prawdopodobieństwa przejęcia danego podmiotu w tym sektorze.

R. Morck, A. Schleifer i R.W. Vishny (1986) podjęli się próby identyfikacji charakterystyk podmiotów przejmowanych w ramach dwóch rodzajów transakcji: wrogich i przyjaznych. Analizie poddano spółki z listy Fortune 500 z roku 1980. W zbiorze znalazły się 82 podmioty, które zostały przejęte w latach 1981–1985. Ze względu na rozróżnienie charakteru transakcji autorzy do zbioru zmiennych objaśniających włączyli również zmienne

odnoszące się do struktury własności. Podmioty będące celem przyjaznego przejęcia charakteryzowały się wyższym pakietem akcji posiadanym przez członków zarządu, wśród których znajdowali się założyciele spółki w porównaniu do celów wrogich przejęć oraz podmiotów nieprzejmowanych. Dodatkowo autorzy zauważyli, że cele wrogich przejęć były niedowartościowane oraz niesprawnie zarządzane, co może przemawiać za dyscyplinującym charakterem wrogich przejęć.

Badania nad identyfikacją cech wyróżniających podmioty będące celem przejęcia prowadził również P. Barnes (1990, 1998). W pierwszym badaniu autor wykazał, że spółki przejmowane charakteryzowały się niższą zyskownością oraz niższym poziomem wskaźnika wysokiej płynności. W drugim badaniu autor wzbogacił zbiór analizowanych zmiennych o zmianę cen akcji, która zgodnie z hipotezą efektywnego rynku kapitałowego mogła odzwierciedlać pewne niedostępne publicznie informacje o zbliżającej się transakcji przejęcia. Pozostałe zmienne objaśniające mające charakter wskaźników finansowych odnosiły się do powszechnie testowanych hipotez dotyczących nieefektywnego zarządzania przedsiębiorstwami przejmowanymi, nierównowagi pomiędzy dostępnością zasobów finansowych a wzrostem sprzedaży oraz mniejszego ich rozmiaru.

Na podstawie danych zebranych dla 323 podmiotów, które zostały przejęte w latach 1991–1993 w oparciu o analizę logitową oszacowano zestaw modeli<sup>2</sup>. Włączenie nadwyżkowej stopy zwrotu do zbioru zmiennych objaśniających nie przyczyniło się do poprawy jakości modeli. Na zwiększenie prawdopodobieństwa przejęcia istotny wpływ miało polepszenie się rentowności sprzedaży przy jednoczesnym obniżeniu się rentowności kapitału własnego oraz obniżeniu się tempa wzrostu przychodów ze sprzedaży. Według autora mogło to oznaczać, że celem przejęcia stają się podmioty, które pomimo że zarządzane w sposób nieefektywny, co objawia się spadkiem tempa wzrostu przychodów ze sprzedaży oraz malejącą rentownością kapitału własnego, cały czas zachowują rentowność sprzedaży. Taki stan umożliwia poprawę sytuacji finansowej na skutek dokapitalizowania tych podmiotów w wyniku procesu przejęcia. Na zwiększone ryzyko przejęcia wpływ miał także wzrost udziału wynagrodzeń w przychodach ogółem.

B.W. Ambrose i W.L. Megginson (1992) w swoich rozważaniach wzięli pod uwagę zmienne zastosowane przez K.G. Palepu (1986), uzupełniając je o miary związane z udziałem posiadanym przez akcjonariuszy instytucjonalnych oraz menedżerów, występowaniem zapisów w statutach spółek mogących utrudnić proces przejęcia nad nimi kontroli, a także o wskaźniki struktury aktywów. Spośród 1897 spółek, które na koniec 1981 roku były notowane na NYSE lub ASE wylosowano 475 podmiotów (135 stało się celem skutecznego przejęcia do roku 1986). Dodatkowo próbę badawczą uzupełniono o 34 spółki, które stały się celem nieskutecznego przejęcia. W wyniku przeprowadzonej analizy jednowymiarowej

---

<sup>2</sup> Model główny oszacowano dla wszystkich przejętych w roku 1993 podmiotów (łącznie 82) z uwzględnieniem średnich wartości branżowych. Autor oszacował również modele specyficzne dla konkretnych sektorów, niemniej jednak, ze względu na niższą liczebność próby w konkretnych sektorach, konieczne było rozszerzenie obszaru czasowego na lata 1991–1993.

autorzy uznali, że spółki będące celem przejęcia są mniejsze biorąc pod uwagę wartość księgową aktywów, jednocześnie posiadają większy udział aktywów trwałych w aktywach ogółem oraz charakteryzują się mniejszym przyrostem udziału akcjonariuszy instytucjonalnych w ostatnim kwartale przed przejęciem. Ostatni z wniosków pozostawał w sprzeczności z dominującym w literaturze poglądem stanowiącym, że wzrost udziału akcjonariuszy instytucjonalnych może wpływać na zwiększenie podatności podmiotu na przejęcie kontroli.

Wyniki analizy logitowej potwierdziły wnioski dotyczące struktury akcjonariatu we wszystkich oszacowanych modelach<sup>3</sup>. Zwiększony udział aktywów trwałych w aktywach ogółem autorzy tłumaczyli na gruncie wielu teorii. Pierwsza z nich odnosiła się do faktu, że wysoki udział aktywów trwałych mógł stanowić o większej pojemności zadłużeniowej przejmowanych podmiotów, co z kolei stwarzało możliwość finansowania transakcji w części długiem o obniżonym koszcie kapitału (Scott 1977; Stulz, Johnson 1985). Drugim możliwym wytłumaczeniem dla takiego stanu rzeczy mogła być chęć osiągnięcia synergii operacyjnej poprzez przejęcie znacznych mocy produkcyjnych, a tym samym szybkie zwiększenie udziału w rynku przez podmioty przejmujące (Weston, Chung, Hoag 1990). Autorzy zauważyli również możliwy związek pomiędzy strukturą aktywów a teorią niedopasowania posiadanych zasobów do tempa wzrostu oraz łatwości wyceny aktywów trwałych w kontekście potencjału wzrostu. Wśród zmiennych utrudniających potencjalne przejęcie istotny wpływ miało występowanie zróżnicowanych praw głosu dla akcji uprzywilejowanych.

Na początku bieżącego wieku liczba badań dotyczących identyfikacji cech podmiotów będących celem przejęcia na rozwijających się rynkach kontroli zaczęła wzrastać. W 2003 roku wyniki badań dla 69 niefinansowych hiszpańskich firm przejętych w okresie 1991–1997 przedstawili N. Alcalde i M. Espitia. W przeprowadzonym badaniu na podstawie analizy jednowymiarowej oraz analizy logitowej uznano, że podmioty przejmowane były narażone na występowanie nierównowagi pomiędzy posiadanymi zasobami a tempem wzrostu oraz charakteryzowały się mniejszym rozmiarem. Hipoteza dotycząca niedowartościowania nie została potwierdzona, ponieważ zależność pomiędzy prawdopodobieństwem przejęcia a wskaźnikiem MV/BV miała charakter pozytywny. Przeanalizowano również wpływ struktury własności na prawdopodobieństwo przejęcia. Na tej podstawie uznano, że podmioty, które charakteryzowały się wyższą koncentracją kapitału, mierzoną udziałem

---

<sup>3</sup> Autorzy oszacowali trzy modele. Pierwszy z nich oszacowany był na zmiennych użytych przez K.G. Palepu (1986), uzupełnionych o zmienną opisującą strukturę aktywów oraz zmienne dotyczące struktury własności. Drugi model dodatkowo uwzględniał dwie zmienne binarne odpowiadające wykorzystaniu środków utrudniających przejęcie kontroli: trujących pigulek oraz zmian statutów utrudniających przejęcie (*antitakeover charter amendments* – ATCA). W trzecim modelu dodatkowo dokonano wydzielenia różnych form ATCA w postaci osobnych zmiennych binarnych, np.: tworzenie różnych klas zarządu, których kadencje kończą się w innych momentach w czasie (*classified boards*), konieczność zapłaty takiej samej ceny za akcje przejmowanej spółki niezależnie czy akcjonariusze dokonują sprzedaży dobrowolnie, czy są do tego zmuszeni (*fair price requirement*), restrykcyjne prawa głosu (*voting rights requirements*) czy ustalanie dla akcji uprzywilejowanych innych praw głosu lub prawa do dywidendy (*blank-check preferred-stock authorizations*).

dwóch największych inwestorów oraz niższym udziałem posiadanym przez dyrektorów zarządzających, były w większym stopniu narażone na ryzyko przejęcia.

W 2009 roku opublikowano wyniki badania przeprowadzonego dla blisko dziewięciu-set transakcji, które miały miejsce w latach 1992–2003 i dotyczyły spółek notowanych na europejskich rynkach kapitałowych<sup>4</sup> (Brar i in. 2009). W badaniu wykorzystano zestaw zmiennych podobny do zastosowanego przez K.G. Palepu (1986), uzupełniony o dwie grupy zmiennych: opisujące bariery wejścia do danego sektora oraz zmienne oparte o wskaźniki analizy technicznej. W przypadku pierwszej grupy zwiększona koncentracja sektora mierzona indeksem Herfindahla lub udział sprzedaży danego podmiotu w sprzedaży całego sektora mogły stanowić istotną przeszkodę w przejęciu kontroli nad danym podmiotem. Z drugiej strony, im niższa wartość przychodów ze sprzedaży realizowanych przez podmiot o najniższym udziale w sprzedaży sektora, tym zagrożenie wystąpienia transakcji przejęć można uznać za wyższe. Zmienne analizy technicznej włączono do badania, ponieważ autorzy podkreślili, że nastawienie uczestników rynku kapitałowego do konkretnej spółki publicznej może mieć istotne znaczenie w określeniu prawdopodobieństwa przejęcia. W celu pomiaru tego nastawienia autorzy wykorzystali wskaźnik momentum oraz wolumen obrotu akcjami konkretnej spółki. Na podstawie przeprowadzonej analizy jednowymiarowej autorzy stwierdzili, że spółki przejmowane charakteryzowały się niższymi poziomami kapitalizacji, udziału w rynku, przychodów ze sprzedaży oraz zatrudnienia. Podmioty te posiadały istotnie niższą płynność finansową, a także wyższy poziom wypłacanych dywidend oraz rentowności operacyjnej w porównaniu z grupą przedsiębiorstw nieprzejmowanych. Wskaźniki analizy technicznej wykazały istotny wzrost zainteresowania rynku akcjami spółek przejmowanych, mierzony zarówno wolumenem obrotu, jak i trzymiesięcznym impetem. Przeprowadzona na próbie składającej się z 262 spółek, które stały się celem przejęcia, analiza logitowa potwierdziła wnioski wyciągnięte na podstawie analizy jednowymiarowej. Wykazano również istotny wpływ zmiennej binarnej informującej o występowaniu transakcji przejęć w danym sektorze w przeszłości.

### **3. Systematyka cech przedsiębiorstw będących celem przejęcia w świetle dotychczasowych badań**

W poniższej tabeli dokonano systematyki czynników, które w literaturze przedmiotu uznano za istotne w różnicowaniu podmiotów przejmowanych od podmiotów, które nie stały się celem przejęcia. Wzięto pod uwagę wcześniej przytoczone badania oraz inne prace, których wyników ze względu na ograniczoną objętość niniejszego artykułu nie zamieszczono. Należy podkreślić, że wszystkie zmienne przedstawione w poniższej tabeli zostały uznane za statystycznie istotne w opisie badanego zjawiska.

---

<sup>4</sup> W próbie badawczej znalazły się spółki notowane zarówno na rozwiniętych rynkach kapitałowych (np. Wielka Brytania), jak i rozwijających się.

**Tabela 1**

Systematyka cech przedsiębiorstw będących celem przejęcia oraz odpowiadających im zmiennych objaśniających stosowanych w badaniach prezentowanych w literaturze przedmiotu

Lp.	Hipoteza badawcza	Zmienne objaśniające oraz ich wpływ na prawdopodobieństwo przejęcia <sup>a</sup>	Rok i autor/autorzy
1	2	3	4
1.	Nieefektywne zarządzanie	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Średnia nadwyżkowa stopa zwrotu (–)</li> <li>– Rentowność kapitału własnego (–)</li> <li>– Rentowności sprzedaży (+)</li> </ul>	1986, Palepu 1990, 1998, Barnes 1998, Barnes
2.	Nierównowaga pomiędzy posiadanymi zasobami finansowymi a wzrostem	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Udział zadłużenia długoterminowego w aktywach ogółem (–) oraz przyrost przychodów ze sprzedaży netto (+)</li> <li>– Zmienna binarna<sup>b</sup> (+)</li> </ul>	1983, Wansley i Lane  1986, Palepu 2003, Alcalde, Espita 2004, Powell
3.	Zakłócenia sektorowe	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Zmienna binarna<sup>c</sup> (–)</li> <li>– Zmienna binarna (+)</li> </ul>	1986, Palepu 2009, Brar
4.	Rozmiar	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Przychody ze sprzedaży (–)</li> <li>– Logarytm naturalny z przychodów ze sprzedaży (–)</li> <li>– Logarytm naturalny z kapitalizacji (–)</li> <li>– Aktywa ogółem (–)</li> <li>– Tempo wzrostu przychodów ze sprzedaży (–)</li> <li>– Logarytm naturalny z aktywów ogółem (–)</li> <li>– Przychody ze sprzedaży (+)</li> <li>– Kapitalizacja (–)</li> <li>– Liczba pracowników (–)</li> </ul>	1971, Monroe i Simkowitz 2009, Brar  1983, Wansley i Lane 1988, Morck, Shleifer i Vishny 1990, Bartley i Boardman 1986, Palepu 1992, Ambrose i Megginson 1988, Morck, Shleifer i Vishny 1998, Barnes 2003, Alcalde, Espita 2004, Powell 2008, Tsakanos i in. 2009, Brar 2009, Brar
5.	Niedowartościowanie	<ul style="list-style-type: none"> <li>– P/E (–)</li> <li>– MV/BV (–)</li> <li>– Wskaźnik Q-Tobina obliczony dla spółki oraz dla sektora (–)</li> </ul>	1971, Monroe i Simkowitz 1983, Wansley i Lane 1988, Morck, Shleifer i Vishny
6.	Zadłużenie	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Udział zobowiązań długoterminowych w aktywach ogółem (–)</li> <li>– Udział zobowiązań ogółem w aktywach ogółem (–)</li> <li>– Stosunek wartości długu długoterminowego do kapitalizacji (+)</li> <li>– Stosunek zadłużenia ogółem do kapitału własnego i rezerw (+)</li> </ul>	1973, Stevens 1983, Wansley i Lane 1986, Palepu 1988, Morck, Shleifer i Vishny 2004, Powell
7.	Poziom wypłaty dywidendy	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Stopa wypłaty dywidendy (–)</li> <li>– DPS/P (+)</li> </ul>	1971, Monroe i Simkowitz 2009, Brar



1	2	3	4
8.	Inne <sup>d</sup> :		
	– struktura akcjonariatu	– Rozmiar pakietu akcji posiadanego przez członków zarządu <sup>e</sup> (+) – Sprawowanie zarządu przez założyciela spółki – zmienna <sup>e</sup> (+) – Przyrost udziału akcjonariuszy instytucjonalnych w okresie poprzedzającym przejęcie (–) – Udział posiadany przez dwóch największych akcjonariuszy (+) – Udział posiadany przez dyrektorów zarządzających (–)	1988, Morck, Shleifer i Vishny  1992, Ambrose i Megginson  2003, Alcalde, Espita
	– inwestycje	– Wydatki inwestycyjne do zysku netto (–)	1988, Morck, Shleifer i Vishny
	– płynność finansowa	– Wskaźnik wysokiej płynności (–) – Udział środków pieniężnych w aktywach ogółem (–) – Udział gotówki i krótkoterminowych papierów wartościowych w aktywach ogółem (–)	1990, Barnes 2009, Brar 2004, Powell
	– wynagrodzenia	– Udział wynagrodzeń ogółem w przychodach ze sprzedaży (+)	1998, Barnes
	– wiek przedsiębiorstwa	– Liczba lat, która minęła od daty założenia przedsiębiorstwa (+)	2008, Tsagkanos i in.
	– struktura aktywów	– Udział aktywów trwałych w aktywach ogółem (+)	1992, Ambrose i Megginson
	– zapisy statutowe utrudniające przejęcie kontroli	– Zróznicowanie praw głosu (–)	1992, Amrose i Megginson
	– bariery wejścia na rynek	– Udział rynkowy sprzedaży (–)	2009, Brar
	– nastawienie inwestorów	– Wskaźnik momentum (+) – Średni wolumen obrotu (+)	2009, Brar

<sup>a</sup> W niektórych przypadkach autorzy formułowali odmiennie spodziewany wpływ danej zmiennej na prawdopodobieństwo przejęcia lub wykazywali istotną zależność odwrotną w stosunku do spodziewanej – „+” oznacza, że wraz ze wzrostem wartości danej zmiennej objaśniającej rośnie również prawdopodobieństwo przejęcia, natomiast „–” oznacza, że wraz ze wzrostem wartości danej zmiennej objaśniającej prawdopodobieństwo przejęcia maleje.

<sup>b</sup> Zmienna przyjmowała wartość 1, jeśli występowały następujące kombinacje zmiennych objaśniających: wysokie tempo wzrostu mierzone przyrostem przychodów ze sprzedaży oraz niski poziom zasobów finansowych (niski udział kapitału obrotowego netto w aktywach ogółem oraz wysoki poziom zadłużenia ogółem), a także niskie tempo wzrostu przy wysokim poziomie zasobów finansowych (wysoki poziom kapitału obrotowego netto w relacji do aktywów ogółem oraz niski poziom zadłużenia ogółem). We wszystkich pozostałych przypadkach zmienna binarna przyjmowała wartość 0.

<sup>c</sup> Zmienna przyjmowała wartość 1, jeśli w sektorze, z którego pochodziła dana obserwacja, w roku poprzednim w stosunku do roku wystąpienia przejęcia nastąpiło przynajmniej jedno przejęcie kontroli nad innym podmiotem.

<sup>d</sup> W wielu przypadkach autorzy weryfikowali dodatkowe hipotezy dotyczące czynników istotnie wpływających na prawdopodobieństwo przejęcia.

<sup>e</sup> Dotyczy przejęć o charakterze przyjaznym.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Monroe i Simkowitz (1971), Stevens (1973), Wansley i Lane (1983), Palepu (1986), Morck, Schleifer i Vishny (1988), Barnes (1990), Bartley i Broadman (1990), Ambrose i Megginson (1992), Barnes (1998), Alcalde i Espita (2003), Powell (2004), Tsagkanos (2008), Brar (2009).

Na podstawie analizy powyższej tabeli przedsiębiorstwa będące celem przejęcia można określić jako podmioty zarządzane w sposób nieefektywny, niedowartościowane, o niższym poziomie płynności finansowej, o mniejszym rozmiarze oraz niedopasowaniu tempa wzrostu do posiadanych zasobów finansowych. Wielu autorów wykazało istotny wpływ na prawdopodobieństwo przejęcia czynników takich, jak struktura akcjonariatu czy zadłużenie, jednak brakuje zgodności w literaturze co do charakteru tego wpływu.

## Uwagi końcowe

Badania nad identyfikacją cech spółek przejmowanych prowadzone były systematycznie od lat siedemdziesiątych ubiegłego wieku. Ich autorzy analizowali próby o różnej liczebności obejmujące przedsiębiorstwa przejmowane w różnych krajach, stosując zróżnicowaną metodologię. Dokonana systematyka cech przedsiębiorstw będących celem przejęcia pozwala na nakreślenie uniwersalnego profilu spółki-celu: podmiotu niedowartościowanego o niższym poziomie zyskowności, mniejszym rozmiarze oraz zasobach finansowych niedopasowanych do tempa wzrostu przychodów. W wielu przypadkach podmioty przejmowane charakteryzuje niższa płynność finansowa. Powyższe charakterystyki mogą wskazywać na dyscyplinujący charakter przejęć. Istotne znaczenie wydaje się mieć również zadłużenie, polityka dywidend oraz struktura akcjonariatu, jednak wyniki badań w tym zakresie są zróżnicowane między innymi w zależności od zastosowanych zmiennych objaśniających oraz charakteru transakcji przejęcia.

## Literatura

- Alcande N., Espitia M. (2003), *The Characteristics of Takeover Targets: The Spanish Experience 1991–1997*, „Journal of Management and Governance” vol. 7, s. 1–26.
- Allen&Overy (2013; 2014), *M&A Index*, [www.allenoverly.com/publications/Pages/default.aspx](http://www.allenoverly.com/publications/Pages/default.aspx) (25.01.2015).
- Altman E.I. (1966), *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, „Journal of Finance” vol. 23, s. 589–609.
- Ambrose B.W., Megginson W.L. (1992), *The Role of Asset Structure, Ownership Structure, and Takeover Defenses in Determining Acquisition Likelihood*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” vol. 27, no. 4, s. 575–589.
- Asquith P. (1983), *Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns*, „Journal of Financial Economics” vol. 11, s. 51–83.
- Barnes P. (1990), *The prediction of takeover targets in the UK by means of multiple discriminant analysis*, „Journal of Business Finance & Accounting” vol. 17, no. 1.
- Barnes P. (1998), *Can takeover targets be identified by statistical techniques? Some UK evidence*, „The Statistician” vol. 47, no. 4.
- Bartley J.W., Boardman C.M. (1990), *The Relevance of Inflation Adjusted Accounting Data to the Prediction of Corporate Takeovers*, „Journal of Business and Accounting” vol. 17, s. 53–72.
- Beaver W.H. (1966), *Financial Ratios as Predictors of Failure. Empirical Research in Accounting: Selected Studies*, „Journal of Accounting Research” s. 71–111.
- Belkaoui A. (1978), *Financial ratios as predictors of Canadian takeovers*, „Journal of Business Finance and Accounting” vol. 5, no. 1, s. 93–108.

- Brar G., Giamouridis D., Liodakis M. (2009), *Predicting European Takeover Targets*, „European Financial Management” vol. 15, no. 2, s. 430–450.
- Bredley M., Desai A., Kim E.H. (1983), *The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?*, „Journal of Financial Economics” vol. 11, s. 183–206.
- Bruner R.F. (2002), *Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker*, „Journal of Applied Finance” vol. 12, no.1, s. 48–68.
- Dodd P., Ruback R. (1977), *Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Analysis*, „Journal of Financial Economics” vol. 5, s. 351–373.
- Gort M. (1969), *An Economic Disturbance Theory of Mergers*, „Quarterly Journal of Economics” vol. 83, s. 624–642.
- Jensen M.C., Ruback R.S. (1983), *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, „Journal of Financial Economics” vol. 11, s. 5–50.
- Jensen M.C. (1986), *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, „American Economic Review” vol. 76, s. 323–329.
- Kabaciński B. (2013), *Ocena efektów fuzji i przejęć na podstawie analizy nadwyżkowych stóp zwrotu*, „Zarządzanie i finanse” nr 2, cz. 4, s. 231–242.
- Lewandowski M. (2001), *Fuzje i przejęcia na tle tendencji światowych*, WIG-PRESS, Warszawa.
- Lewellen W.G. (1971), *A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Mergers*, „Journal of Finance” vol. 26, s. 521–537.
- Machala R. (2007), *Przejęcia i fuzje. Wpływ na wartość firm*, UNIMEX, Wrocław.
- Manne H.G. (1965), *Mergers and the Market for Corporate Control*, „Journal of Political Economy” vol. 73, s. 110–120.
- Martin K.J., McConnell J.J. (1991), *Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover*, „Journal of Finance” vol. 46, s. 671–687.
- Monroe R.J., Simkowitz M. (1971), *A Discriminant Analysis Function for Conglomerate Targets*, „Southern Journal of Business” vol. 38, s. 1–16.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R. (1988), *Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers*, w: *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, red. A.J. Auserbach, Chicago University Press, Chicago.
- Myers S.C., Majluf N.S. (1984), *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investor Do Not Have*, „Journal of Financial Economics” vol. 13, s. 187–221.
- Palepu K.G. (1986), *Predicting takeover targets: a methodological and empirical analysis*, „Journal of Accounting and Economics” vol. 8, s. 3–35.
- Perepeczo A. (2009), *Fuzje i przejęcia – efektywność finansowa: wyniki badań zagranicznych i krajowych*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego.
- Powell R.G. (2004), *Takeover Prediction Models and Portfolio Strategies: A Multinomial Approach*, „Multinational Finance Journal” vol. 8, no. 1 & 2, s. 35–72.
- Scott J. (1977), *Bankruptcy, Secured Debt and Optimal Capital Structure*, „Journal of Finance” vol. 32, s. 1–20.
- Stevens D.L. (1973), *Financial Characteristics of Merged Firms: a Multivariate Analysis*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” vol. 8, s. 149–158.
- Stulz R.M., Johnson H. (1985), *An Analysis of Secured Debt*, „Journal of Financial Economics” vol. 14, s. 501–521.
- Szyska A. (2002), *Studium wydarzeń: reakcja inwestorów na publiczne wezwania do sprzedaży akcji*, w: *Zarządzanie finansami: klasyczne zasady – nowoczesne metody. Tom I*, red. D. Zarzecki, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin.
- Tsagkanos A., Georgopoulos A., Siriopoulos C., Koumanakos E. (2008), *Identification of Greek Takeover Targets and Coherent Policy Implications*, „Review of Development Economics” vol. 12, no. 1, s. 180–192.
- Wansley W., Lane W. (1983), *A Financial Profile of Merged Firm*. „Review of Business and Economics, Fall, s. 87–98.
- Weston J.F., Chung K.S., Hoag S.E. (1990), *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, Prentice Hall, Nowy Jork.

### CHARACTERISTICS OF TAKEOVER TARGETS – LITERATURE ANALYSIS

**Abstract:** The main purpose of this article is to systematize possible takeover targets characteristics. To do so, literature review has been made. Author analyzed research published between 1971 and 2009 including market for corporate control in many countries. Some common takeover targets characteristics have been shown and systematized, which is the main value of this article.

**Keywords:** mergers, acquisitions, empirical corporate finance, takeover targets prediction

### Cytowanie

Kabaciński B. (2015), *Cechy przedsiębiorstw będących celem przejęcia w świetle dotychczasowych badań*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 525–536; [www.wneiz.pl/frfu](http://www.wneiz.pl/frfu).