

MAREK SZYMAŃSKI

**CZY FEUDAŁOWIE ŁUPIĄ CHŁOPÓW?
FUNKCJONOWANIE *SHARK REPELLENTS*
W POLSKICH SPÓLKACH PUBLICZNYCH**

Wprowadzenie

Jeden z legendarnych rekinów z Wall Street – Carl Icahn – oceniając kierownictwa amerykańskich spółek publicznych w połowie lat 80. ubiegłego wieku posłużył się metaforą: *Kierownictwa potrzebują wstrząsu – tak są straszliwe... Zdzierają pieniądze z chłopów [akcjonariuszy], a później zatrudniają najemników [prawników], aby zabezpieczyć swe zamki, głównie poprzez zastraszanie chłopów. My zatem atakujemy te zamki*¹. Pamiętając o wszelkich słabościach porównania akcjonariuszy do chłopów i kierownictw spółek do feudałów – jak choćby wynikających ze współczesnych wyborów władz spółek przez akcjonariuszy, które to wybory w ramach feudalnych stosunków nie funkcjonowały – można uznać je za interesujące także z naukowego punktu widzenia.

Stanowisko Icahna wydaje się być barwną wersją **hipotezy ukorzenia kierownictwa**, zgodnie z którą zarządy spółek publicznych dążą do zabezpieczenia własnych stanowisk, pozycji i dochodów, zaniedbując interesy akcjonariuszy. Ponieważ jednym z zagrożeń, przed jakimi stają władze spółek jest wrogie przejęcie, rozwinięto szereg metod zmniejszających to zagrożenie. Jednym ze sposobów na zabezpieczenie feudalnych zamków współczesnych korporacji jest umieszczenie w statucie spółki tzw. *shark repellents*.

Niniejszy artykuł przedstawia *shark repellents* stosowane w statutach polskich spółek publicznych oraz wpływ na zyskowność i wycenę rynkową spółek. Nawiązując do metafory Icahna – celem artykułu jest udzielenie odpowiedzi na pytanie czy i w jaki sposób współcześni feudałowie-dyrektorzy łupią chłopów-akcjonariuszy.

¹ M. Shubik: *Corporate Control, Efficient Markets, and The Public Good*, [w:] *Knights, Raiders, and Target,s*, red. J.C. Coffee, L. Lowenstein, S. Rose-Ackerman, Oxford University Press, New York, Oxford 1998, s. 31.

Shark repellents – działanie i potencjalne skutki uboczne

Zabezpieczenia przed wrogim przejęciem spółek kapitałowych zawarte w ich statutach określane są w literaturze różnymi terminami: technicznych barier przejęcia², środków odstrasających rekiny³ (*shark repellents*), zabezpieczenia jeżozwierza⁴ (*porcupine provisions*) czy antyprzejściowych poprawek do statutu⁵ (*antitakeover charter amendments*). Jenkinson i Mayer definiują je jako „bariery (...) stwarzane przez firmy poprzez (...) regulacje ograniczające prawa głosu lub poprzez przepisy dające większe uprawnienia grupom innym niż akcjonariusze firmy, na przykład menedżerom, pracownikom lub zarządowi”⁶. W bardziej ogólnym ujęciu są to regulacje, których obecność może być czynnikiem wpływającym na skłonność najeźdźcy do zainteresowania się spółką, jako celem przejęcia⁷. Wpływ ten realizuje się poprzez ograniczenie możliwości transferu kontroli nad spółką⁸ lub możliwości podejmowania istotnych decyzji co do aktywów spółki⁹.

Antyprzejściowe regulacje nie uniemożliwiają zdobycia kontroli nad spółką, ale czynią cały proces trudniejszym i kosztowniejszym¹⁰. Zasadę ich działania obrazowo oddaje tytuł rozdziału użytego w książce Wasserstaeina *Big deal: the battle for control of America's leading* – „Defense: Building the Battlements”¹¹. Termin „budowa blanków” użyty w odniesieniu m. in. do *shark repellents* trafnie oddaje sposób ich działania: ułatwiają obronę i odstraszą potencjalnych najeźdźców. Systematyka barier technicznych może być oparta na różnych kryteriach¹² i musi uwzględniać ramy prawne właściwe dla konkretnej gospodarki. Niektóre systematyki amerykańskie obejmują rozwiązania, jakich w polskich warunkach nie można znaleźć, np. utrudnienia w zwoływaniu walnego zgromadzenia. Takie mechanizmy obronne są niedopuszczalne w polskich spółkach, gdyż art. 400 §1 *kodeksu spółek handlowych (ksh)* przyznaje prawo do zwoływania nadzwyczajnego walnego zgromadze-

² T. Jenkinson, C. Mayer: *Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym. Obrona, atak i rynek kontroli nad przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 21.

³ J.F. Weston, S.C.: Weaver: *Mergers and Acquisitions* McGraw-Hill, New York 2001, s. 235; R.J. Gilson: *The case against shark repellent amendments: Structural limitations on the enabling concept*, „Stanford Law Review” 1982, nr 34, s. 775–836; B.E. Eckbo: *The Market for Corporate Control: Policy Issues and Capital Market Evidence*, [w:] *Mergers, Corporate Concentration and Power in Canada*, red. R.S. Khemani, D.M. Shapiro, W.T. Stanbury, The Institute for Research on Public Policy, Halifax 1998, s. 143–225.

⁴ B. Chiplin, M. Wright: *The Logic of Mergers*, The Institute for Economic Affairs, 1987, s. 50.

⁵ H. DeAngelo, E.M. Rice: *Antitakeover charters amendments and stockholder wealth*, „Journal of Financial Economics” 1983, 11, s. 329–360; S.E. Hochman, O.D. Fogler: *Deflecting takeovers: Charter and by-law techniques*, „The Business Lawyer” 1979, 34, 2, s. 537–573.

⁶ T. Jenkinson, C. Mayer: *op.cit.*, s. 21.

⁷ S.E. Hochman, O.D. Fogler: *op.cit.*, s. 573.

⁸ G.A. Jarrell, A.B. Paulsen: *Shark repellents and stock prices: The effect of antitakeover amendments since 1980*, „Journal of Financial Economics” 1987, nr 19, s. 127; B.E. Eckbo: *op.cit.*, s. 172.

⁹ S.C. Linn, J.J. McConnell: *An empirical investigation of the impact of 'antitakeover' amendments on common stock prices*, „Journal of Financial Economics” 1983, nr 11, s. 364.

¹⁰ B. Wasserstein: *Big deal: the battle for control of America's leading*, Warner Books, New York 1998, s. 700.

¹¹ *Ibidem*, s. 684.

¹² R.J. Gilson: *op.cit.*; S.E. Hochman, O.D. Fogler: *op.cit.*

nia akcjonariuszom reprezentującym co najmniej 1/10 kapitału założycielskiego, zaś statut może ten wymóg jedynie obniżyć (art. 400 §2 *ksh*). W niniejszym artykule za podstawę klasyfikacji *shark repellents* w statutach polskich spółek publicznych przyjęto etap procesu przejęcia, na którym określona bariera może sprawić kłopoty przejmującemu.

Bariery techniczne mają odstraszać potencjalnych przejmujących informując, że może dojść do utrudnień na dwóch etapach procesu przejęcia: (1) podczas nabycia akcji w liczbie dającej kontrolę nad przejmowaną spółką lub (2) podczas przejęcia realnej kontroli nad działalnością spółki, przez co można rozumieć wymianę jej kierownictwa lub połączenie kapitałowe z przejmującym.

Podczas nabywania akcji dających zakładaną przez przejmującego liczbę głosów na walnym zgromadzeniu przeszkodami mogą być¹³:

- akcje uprzywilejowane co do głosu,
- utrudnienia w obrocie niektórymi akcjami spółki,
- ograniczenie prawa głosu pojedynczego akcjonariusza.

Nabywając liczbę akcji, jaka wystarcza – jego zdaniem – do zdobycia kontroli, najeźdźca może przystąpić do drugiego etapu przejęcia, czyli zamiany kontroli kapitałowej na kontrolę realną; kontrolę mającą swój wyraz w zamianie rady nadzorczej i zarządu lub doprowadzeniu do określonych zmian w działalności spółki (na przykład fuzji z innym podmiotem). Stanowi to drugi etap procesu przejęcia, któremu spółki z GPW przeciwdziałają się poprzez następujące mechanizmy:

- superwiększość,
- dwustopniowa rada nadzorcza,
- wybory do rady nadzorczej w głosowaniu grupami,
- kadencyjna rada nadzorcza (*staggered board*),
- ograniczenia dowolności zmian w radzie nadzorczej,
- utrudnienia zmian w zarządzie.

Statutowe regulacje, które mogą utrudnić przejęcie kontroli nad spółką nie muszą mieć na celu odstraszenia potencjalnych najeźdźców, jednak utrudniając działanie rynku kontroli przedsiębiorstw mogą mieć wpływ na zachowanie kierownictwa i osiągnięte przez spółki wyniki. W literaturze wpływ, jaki zabezpieczenia mogą mieć na wymierne efekty działalności przedsiębiorstw opisywany jest za pomocą dwóch przeciwstawnych hipotez: hipotezy ukorzenia kierownictwa (*the managerial entrenchment hypothesis*) i hipotezy interesu akcjonariuszy (*the stockholder interests hypothesis*).

Hipoteza utrwalenia (ew. ukorzenia) **kierownictwa** zakłada, że wszelkie działania obronne, w tym prewencyjne w postaci wprowadzania *shark repellents*, w większym stopniu zabezpieczają kierownictwo firmy przed zwolnieniem i utratą wpływu, niż

¹³ Szersze omówienie działania barier technicznych z obu kategorii można znaleźć w: M. Szymański, B. Nogalski: *Obrona przed wrogim przejęciem. Jak ochronić swój biznes*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 119–127.

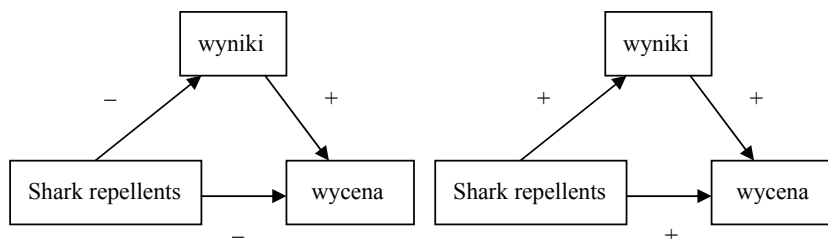
zwiększają bogactwo akcjonariuszy. Statutowe zabezpieczenia powodują, że mechanizm rynku kontroli korporacyjnej przestaje spełniać swoje funkcje i pomimo nieudolności kierownictwa, może się ono „ukorzyć” stosując rozmaite sposoby zapobiegania przejęciom. Co więcej – takie zabezpieczenia mogą demoralizować kierownictwo spółki, zwiększając jego skłonność do poszukiwania prywatnych beneficjów kosztem wyników spółki. Nawet gdyby zabezpieczenia przed przejęciem nie skutkowały słabszym zaangażowaniem kierownictwa lub celowym poszukiwaniem prywatnych korzyści kosztem wyników spółki, akcjonariusze mogą ponosić koszty ukorzenia kierownictwa. Przyjmą one postać niższej wyceny spółki spowodowanej niższym prawdopodobieństwem próby wrogiego przejęcia i niższej premii oferowanej, gdyby do próby przejęcia doszło¹⁴. W rezultacie stosowania zabezpieczeń zachowany zostaje menedżerski system kontroli, zaś akcjonariusze odcięci zostają od dobrodziejstw wynikających z funkcjonowania rynku kontroli korporacyjnej. Skutkiem są gorsze wyniki i niższa wycena spółek zabezpieczonych przez przejęciem.

Hipoteza interesu akcjonariuszy zakłada, że możliwa jest obrona lub zabezpieczenie przed niechcianym przejęciem, której beneficjentami będą akcjonariusze. Według tego punktu widzenia kierownictwo spółki może podjąć kroki obronne nie sprzeniewierzając się swym obowiązkom i umożliwić akcjonariuszom uzyskanie większego zwrotu z inwestycji niż zwrot wynikający z oferty „najeźdźcy”. Może mieć to związek np. z realizowaniem długookresowych projektów biznesowych, które zabezpieczone kierownictwo realizować może z większym prawdopodobieństwem, niż kierownictwo zagrożone przejęciem; to ostatnie jest motywowane raczej do działań przynoszących szybkie efekty, wpływających na wysoką bieżącą wycenę spółki. Spółki zabezpieczone przed przejęciem są zdaniem zwolenników hipotezy interesu akcjonariuszy bardziej perspektywiczne i stabilne, gdyż w mniejszym stopniu narażone są na rewolucje w sferze kontroli. Nawet gdyby kierownictwo zabezpieczone nie dbało o wyniki długookresowe bardziej niż kierownictwo niezabezpieczone, to łatwiej może się przeciwstawić wrogim przejęciom, co może doprowadzić do zwiększenia premii oferowanej przez nabywcę.

Przeciwstawne hipotezy zaprezentowane powyżej różnią się pod względem domniemanego wpływu antyprzejściowych zabezpieczeń na dwie grupy wielkości: (1) na krótko- i długookresowe wyniki spółek oraz (2) na ich rynkową wycenę. Choć wielkości te trudno uznać za niezależne (wyniki uzyskiwane przez firmy nie pozostają bez wpływu na ich wartość rynkową), mechanizmy, za pomocą których *shark repellents* wpływają na obie grupy wielkości, są różne: (1) zakłada się rozleniwienie lub pilnowanie własnego interesu przez zabezpieczone kierownictwo (lub według przeciwnej perspektywy – skupienie na długookresowych celach), które może wpłynąć na osiągnięte przez spółkę wyniki oraz (2) wskazuje się, że (niezależnie od bieżących i prognozowanych wyników) zabezpieczenie spółek może negatywnie (lub pozytywnie) wpływać na skłonność do ich przejmowania i/lub wysokość premii ofertowej. Skłonność ta może być dyskontowana przez rynek i wpływać na

¹⁴ L.A. Bebchuk, A. Cohen: *op.cit.*, s. 8–9.

bieżącą wycenę zabezpieczonych spółek. Nietrudno się domyślić, że zwolennicy hipotezy ukorzenia kierownictwa dopatrują się zmniejszenia potencjalnej premii ofertowej, gdyż akcja przeciwko zabezpieczonemu kierownictwu jest bardziej ryzykowna, zaś zwolennicy hipotezy opozycyjnej uważają, że premia w odniesieniu do spółek zabezpieczonych powinna być wyższa, aby zwiększyć szanse powodzenia próby przejęcia. Graficzną prezentację obu hipotez przedstawia rysunek 1.



Rysunek 1. Graficzne przedstawienie hipotezy ukorzenia kierownictwa (lewy schemat) i hipotezy interesu akcjonariuszy (prawy schemat)

Dane i metoda badawcza

Wcześniejsze badania nad skutkami wprowadzania *shark repellents* do statutów spółek publicznych obejmowały zarówno problematykę reakcji rynku na ich wprowadzenie lub wycofanie (*event study* – CAR) lub zmian w charakterystykach finansowych spółek po wprowadzeniu lub eliminacji technicznych barier przejęcia¹⁵, jak i ocenę wpływu poziomu zabezpieczeń na wybrane charakterystyki spółek w określonym momencie¹⁶. Choć autorzy badań częściej wykazywali negatywne strony barier technicznych, trudno uznać, że jednoznacznie dowiedziono ich szkodliwości¹⁷.

W niniejszym artykule zastosowano drugie spośród wymienionych wyżej podejść badawczych. Dane o stosowanych mechanizmach pochodzą z analizy statutów polskich spółek notowanych na GPW w połowie roku 2006 i w połowie roku 2009. Treść statutów została ustalona na podstawie dokumentów dostępnych na stronie internetowej Giełdy (www.gpw.com.pl) i/lub na stronach internetowych spółek oraz na podstawie raportów bieżących. Wybór połowy roku jako momentu ustalania treści związany jest z terminami odbywania zwyczajnych walnych zgromadzeń akcjonariuszy z reguły ustalonymi na drugi kwar-

¹⁵ H. DeAngelo, E.M. Rice: *op.cit.*; G.A. Jarrell, A.B. Paulsen: *op.cit.*; S.C. Linn, J.J. McConnell: *op.cit.*; J.M. Mahoney, Ch. Sundaramurthy, J.T. Mahoney: *op.cit.*; L.K. Meulbroek, M.L. Mitchell, J.H. Mulherin, J.M. Netter, A.B. Poulsen: *Shark Repellents and Managerial Myopia: An Empirical Test*, „The Journal of Political Economy” 1990, nr 98, 5, 1, s. 1108–1117.

¹⁶ P.A. Gompers, J.L. Ishii, A. Metrick: *op.cit.*; L.A. Bebchuk, A. Cohen: *op.cit.*

¹⁷ B.E. Eckbo: *op.cit.*, s. 176–182; J.C. Coates IV: *Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence*, „Texas Law Review” 2000, nr 79, 2.

tał roku. Ponieważ na zwyczajnych walnych zgromadzeniach możliwe są zmiany statutów, ostatni dzień czerwca wydaje się być właściwym momentem dla ustalenia treści statutów.

Połowa roku to także data publikacji *Biuletynów Półrocznych GPW*, zawierających m.in. dane o kapitalizacji i podstawowych wskaźnikach rynkowych spółek krajowych notowanych na warszawskiej giełdzie.

Wymienione w poprzednim punkcie bariery utrudniające przejęcie spółki kapitałowej mogą mieć z reguły różne natężenie. Inaczej zabezpieczona jest spółka, w której uprzywilejowani akcjonariusze mają 40% głosów na walnym zgromadzeniu, a inaczej spółka z akcjami uprzywilejowanymi dającymi 5% głosów; mocniej zabezpieczony jest zarząd, gdy rada nadzorcza może podejmować uchwały, gdy obecnych jest 3/4 jej składu, niż zarząd, który może odwołać rada nadzorcza w obecności 2/3 liczby członków. Z drugiej strony poszczególne rodzaje zabezpieczeń można obchodzić, np. łatwym sposobem na „unieszkodliwienie” akcji uprzywilejowanych co do głosu w wyborach rady nadzorczej jest wybór rady nadzorczej w głosowaniu grupami (art. 385 §9 *ksh*); podmiot usiłujący przejąć kontrolę nad spółką zapewne dysponuje odpowiednią liczbą akcji, aby żądać takiego sposobu wyborów, jednocześnie jednak utrudnia sobie przejęcie całkowitej kontroli nad spółką.

W uproszczeniu można jednak potraktować liczbę *shark repellents* jako miarę poziomu zabezpieczeń przed przejęciem spółki kapitałowej¹⁸. W przypadku wyżej przedstawionej systematyki technicznych barier przejęcia w polskich spółkach giełdowych może on wahać się od 0 (brak zabezpieczeń statutowych) do 9 (wykorzystanie wszystkich wymienionych barier).

Analiza statutów 250 polskich¹⁹ spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w czerwcu 2006 roku oraz 350 polskich spółek notowanych na GPW w Warszawie w czerwcu 2009 roku²⁰, pozwala określić częstotliwość stosowania przez nie poszczególnych barier technicznych i w rezultacie poziom zabezpieczenia przed przejęciem.

Zysk netto spółek na koniec roku poprzedniego (2005 i 2008) w oparciu o zestawienie ze strony internetowej Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska (<http://www.bossa.pl/>). W niniejszym artykule wykorzystano wyniki jednostkowe. W oparciu o nie i dane z odpowiednich Biuletynów Półrocznych GPW obliczono wskaźnik rentowności kapitałów własnych.

Informacje o strukturze akcjonariatu pochodzą z portalu [money.pl](http://www.money.pl/) (<http://www.money.pl/>).

¹⁸ P.A. Gompers, J.L. Ishii, A. Metrick: *op.cit.*

¹⁹ Wyniki nie uwzględniają spółek zagranicznych, gdyż w przypadkach niektórych *shark repellents* (np. dotyczących superwielkości) konieczne jest porównanie przepisów statutu z regulacjami prawnymi kraju pochodzenia spółki.

²⁰ Zestawienie polskich spółek notowanych na GPW na koniec czerwca 2009 r. opublikowane w Biuletynie Półrocznym GPW zawierało 351 pozycji. W przypadku Artmana walne zgromadzenie akcjonariuszy spółki przegłosowało fuzję z LPP już w czerwcu 2009 r., zaś LPP był już wówczas jedynym właścicielem Artmana. W związku z tym spółka ta nie została wzięta pod uwagę w niniejszym artykule.

Wielkości ROE i P/BV zbadano zarówno w ujęciu bezwzględnym, jak i przy uwzględnieniu specyfiki branż poszczególnych spółek. To drugie podejście wymagało odjęcia od wyniku charakterystycznego dla określonej spółki wielkości mediany dla branży, którą spółka reprezentuje. Uzyskane w ten sposób wyniki wskazują „nadwyżkę” lub „niedobór” określonej charakterystyki spółki w porównaniu z przeciętną wartością tej charakterystyki w sektorze, do którego określona spółka się zalicza.

Część spółek, których statuty analizowano pod kątem zabezpieczeń antyprzejściowych, w obu momentach badawczych miała ujemną wartość kapitałów własnych. Spółki te zostały pominięte w części 4. niniejszego artykułu. W rezultacie wyniki przedstawione w części 4. uzyskano na podstawie danych z 240 spółek w roku 2006 i 346 w roku 2009.

Spółki badane pod względem wyceny i rentowności zostały podzielone na dwie grupy: spółek niezabezpieczonych (*nsr*) i spółek zabezpieczonych (*sr*) poprzez statutowe regulacje utrudniające przejęcie. Dodatkowo w grupie *sr* wyodrębniono podgrupę o najwyższym stopniu zabezpieczeń antyprzejściowych (*esr*), do której zaliczono spółki mające w statutach co najmniej 3 różne rodzaje *shark repellents*. Następnie porównano średnie badanych wielkości w grupie *nsr* i *sr* oraz *nsr* i *esr*. Istotność statystyczną różnic oceniono z wykorzystaniem testu *t*-Studenta.

***Sark repellents* w statutach polskich spółek publicznych**

Duża różnorodność sposobów, jakimi można utrudniać przejęcie kontroli właścicielowi większości kapitału (i/lub większości głosów na walnym zgromadzeniu) powoduje, że znacznie więcej spółek stosuje zabezpieczenia z drugiej grupy (161 w 2006 r. i 221 w 2009 r.). Główna w tym „zasługa” najczęściej stosowanej antyprzejściowej regulacji statutowej – ograniczenia możliwości zmian w radzie nadzorczej. Przepisy w różny sposób utrudniające odwoływanie członków rady lub powoływanie nowych znajdują się w 101 przeanalizowanych statutach z roku 2006 i w 158 z roku 2009. Znacznie rzadziej stosowane są: utrudnienia w zmianie zarządu i dwustopniowa rada nadzorcza. Zupełną rzadkością okazały się: superwiększość, kadencyjna rada nadzorcza i obligatoryjne wybory rady w głosowaniu grupami.

Spośród czynników utrudniających nabycie pożądaney liczby akcji, w około 1/3 spółek stosuje się akcje uprzywilejowane co do głosu i utrudnienia w obrocie akcjami. Ograniczenie liczby głosów pojedynczego akcjonariusza spotykane jest sporadycznie. Częstotliwość stosowania poszczególnych *shark repellents* w statutach spółek z GPW przedstawia tabela 1.

Poziom zabezpieczeń polskich spółek publicznych za pomocą *shark repellents* okazał się zróżnicowany: obok spółek całkowicie niezabezpieczonych występują takie, które stosują zestawy antyprzejściowe złożone z kilku rodzajów zabezpieczeń. Spółki, które nie stosują żadnych antyprzejściowych regulacji w obu badanych momentach stanowiły około 25% wszystkich przebadanych, choć w roku 2009 było ich nieco więcej niż 3 lata wcześniej (27,75 wobec 24,8%). O około 5 punktów procentowych (27% do 32%) wzrósł udział spółek

z zabezpieczeniem jednego rodzaju. W głównej mierze jest to efektem wycofywania spółek z parkietu i wejść na giełdę nowych podmiotów, w mniejszym – zmian w statutach spółek. W rezultacie tych zmian średnia liczba zabezpieczeń spadła z 1,6 do 1,4 na spółkę.

Tabela 1

Shark repellents stosowanie przez polskie spółki z GPW w Warszawie

Rodzaj zabezpieczenia	Liczba stosujących spółek	
	2006	2009
1. Utrudnienie nabycia w tym:	94	104
– zróżnicowanie liczby głosów	77	91
– utrudnienia w obrocie	75	60
– ograniczenie liczby głosów	6	10
2. Utrudnienie uzyskania wpływu w tym:	161	221
– superwiększość	11	10
– dwustopniowa rada nadzorcza	54	76
– wybór rady w głosowaniu grupami	3	5
– kadencyjna rada nadzorcza	8	5
– ograniczenia dowolności zmian RN	101	158
– utrudnienia w zmianie zarządu	66	75

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2

Liczba i zróżnicowanie zabezpieczeń polskich spółek z GPW w Warszawie

Liczba zabezpieczeń	liczba spółek	
	2006	2009
0	62	97
1	68	112
2	57	75
3	38	44
4	21	15
5	3	6
6 i więcej	1	1
Średnia liczba zabezpieczeń	1,6	1,4
Rodzaj zabezpieczeń		
– Żadne	62	97
– Jedynie z 1. etapu	27	32
– Jedynie z 2. etapu	94	149
– Z obu etapów	67	72
– Ogółem	250	350

Źródło: opracowanie własne.

Porównanie etapów, na których funkcjonują zabezpieczenia polskich spółek publicznych pozwala dostrzec malejące znaczenie zabezpieczeń z pierwszego etapu i wzrost znaczenia zabezpieczeń z etapu drugiego. Odsetek spółek stosujących *shark repellents*, działających jedynie na drugim etapie procesu przejścia wzrósł z 37,6% w roku 2006 do 42,5% w trzy lata później. Spadł jednocześnie odsetek spółek zabezpieczonych za pomocą barier funkcjonujących na jedynie pierwszym etapie, jak i zabezpieczeniami funkcjonującymi na obu etapach. Bardziej szczegółowe informacje o poziomie zabezpieczeń w spółkach giełdowych przedstawia tabela 2. Zgodnie z podaną systematyką maksymalną liczbą zabezpieczeń jest 9.

Shark repellents, wyniki i wycena spółek

Przedstawione w pierwszej części artykułu statutowe zabezpieczenia przed przejęciem i hipotezy dotyczące ich wpływu na wyniki spółki i jej wycenę można weryfikować na podstawie danych z dowolnego dnia notowań i wyników uzyskiwanych przez spółki w określonym czasie. Badania takie mogą potwierdzać jedną lub drugą z hipotez lub pozostawać w sprzeczności z obiema. Nie oznacza to jednak, że którakolwiek z nich może być uznana za bezwzględnie obowiązującą. Funkcjonowanie *shark repellents* może być inne w warunkach giełdowej hossy i bessy; w warunkach gospodarczego wzrostu i recesji.

Momenty badań nad technicznymi barierami przejścia, jakich wyniki różniły się bardziej pod względem danych dotyczących giełdy niż makroekonomii, co po części wynika z faktu, że dane rynkowe pochodzą z połowy lat 2005 i 2009, zaś dane finansowe – z roku 2005 i 2008. W roku 2008 PKB wzrósł o 8,39%, podczas gdy 3 lata wcześniej – o 6,36%. Znacznie większe różnice można dostrzec w wycenie aktywów netto spółek giełdowych: średni wskaźnik P/BV w roku 2009 wyniósł 1,61 wobec 4,29 trzy lata wcześniej – co dobitnie wskazuje skalę kryzysu finansowego. Jednostkowe wyniki uzyskiwane przez spółki giełdowe nie wskazują na realny kryzys przedsiębiorstw. W obu momentach około 1/4 spółek miała ujemny wynik finansowy, zaś średni zysk w roku 2008 był trzykrotnie wyższy niż w roku 2005.

W roku 2006 techniczne bariery przejścia w statutach polskich spółek notowanych na GPW w Warszawie współwystępują z gorszymi wynikami ekonomicznymi spółek i niższą ich wyceną. Szczegóły przedstawiono w tabeli 3.

Nie ma większych różnic pomiędzy wyodrębnionymi grupami firm pod względem udziału największego akcjonariusza w udziale głosów na walnym zgromadzeniu.

Niewielka różnica pojawia się w wartości księgowej spółek. Im większa spółka, tym silniejsze zabezpieczenia przeciwko przejęciom. Bliższe przyjrzenie się tej zależności wskazuje jednak, że związane jest to z wysokimi zabezpieczeniami spotykanymi w branżach reprezentowanych przez spółki o wysokiej wartości księgowej. Porównanie wartości księgowej „wyrównanej” przez odjęcie medianowej wartości księgowej w branży wskazuje brak różnic pomiędzy wyodrębnionymi grupami spółek.

Tabela 3

Wybrane charakterystyki firm o różnym poziomie zabezpieczeń antyprzejściowych w roku 2006

Zmienna	Firmy bez barier technicznych (nsr) <i>n</i> = 57	Firmy z barierami technicznymi (sr) <i>n</i> = 183	Firmy z 3 lub większą liczbą barier (esr) <i>n</i> = 61
Średnia liczba shark repellents	0	2,131	3,492
Udział największego akcjonariusza (% maksymalnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu)	39,7	43,0	36,1
Wartość księgową (mln PLN)	341,5	770,6**	1056,9*
Wartość księgową w porównaniu z medianą dla branży (mln PLN)	152,9	190,3	-77,4
ROE (%)	16,01	3,55*	1,47**
ROE w porównaniu z medianą dla branży (%)	11,57	-0,74*	-1,08*
P/BV	6,30	3,67*	2,80**
P/BV w porównaniu z medianą dla branży	3,81	1,30**	0,38**

* Różne od średniej *nsr* przy 10-procentowym poziomie istotności.** Różne od średniej *nsr* przy 5-procentowym poziomie istotności.

Źródło: opracowanie własne.

Wyraźne różnice widać pomiędzy spółkami o różnym poziomie zabezpieczeń w rentowności kapitału własnego (ROE). Spółki niezabezpieczone miały ROE wyraźnie wyższe niż pozostałe. Zastosowanie „wyrównania” o wartości właściwe dla branży w niewielkim stopniu zmienia porównanie – wciąż firmy niezabezpieczone były bardziej zyskowe, niż pozostałe.

Wycena aktywów spółek zabezpieczonych także jest niższa – zarówno bezwzględnie, jak i po uwzględnieniu mediany dla branż. Szczególnie widoczne różnice widoczne są pomiędzy spółkami niezabezpieczonymi i silnie chronionymi przez *shark repellents* po branżowym wyrównaniu wyników – za złotówkę wartości księgowej spółek *nsr* płacono 10 razy więcej niż za złotówkę wartości księgowej spółek *esr*. Tak wyraźna różnica w wycenie może być po części tłumaczona niższą rentownością spółek zabezpieczonych.

W roku 2009 charakterystyka poszczególnych grup spółek uległa daleko idącym zmianom. Wyniki przedstawia tabela 4.

W porównaniu z rokiem 2006 nie doszło do wyraźnych zmian w zakresie udziału największego akcjonariusza w głosach na walnym zgromadzeniu (brak różnic między grupami o różnym poziomie zabezpieczeń) oraz w zakresie wartości księgowej spółek (mniejsze rozmiary spółek niezabezpieczonych). Niewielkie zmiany można dostrzec w wyrównanej branżowo wartości księgowej – spółki o największych zabezpieczeniach w 2009 były już istotnie większe od spółek niezabezpieczonych.

Tabela 4

Wybrane charakterystyki firm o różnym poziomie zabezpieczeń antyprzejściowych w roku 2009

Zmienna	Firmy bez barier technicznych (nsr) <i>n</i> = 95	Firmy z barierami technicznymi (sr) <i>n</i> = 251	Firmy z 3 lub większą liczbą barier (esr) <i>n</i> = 66
Średnia liczba shark repellents	0	1,619	2,758
Udział największego akcjonariusza (% maksymalnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu)	42,7	44,0	44,5
Wartość księgową (mln PLN)	375,7	777,8**	1267,1*
Wartość księgową w porównaniu z medianą dla branży (mln PLN)	154,4	400,3	890,1**
ROE (%)	-10,57	1,91**	7,01***
ROE w porównaniu z medianą dla branży (%)	-12,18	-2,77*	3,03***
P/BV	1,51	1,66	1,46
P/BV w porównaniu z medianą dla branży	0,42	0,53	0,36

* Różne od średniej *nsr* przy 10-procentowym poziomie istotności.

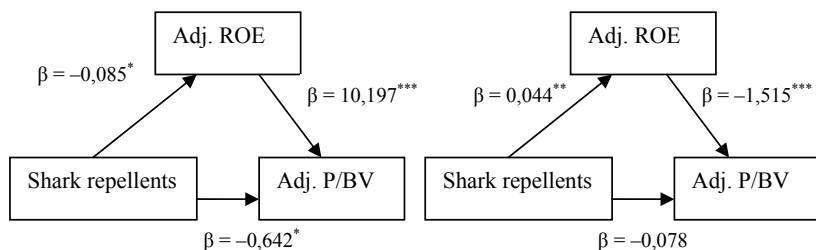
** Różne od średniej *nsr* przy 5-procentowym poziomie istotności.

*** Różne od średniej *nsr* przy 1-procentowym poziomie istotności.

Źródło: opracowanie własne.

Jednak najistotniejsze zmiany zaszły w najważniejszych spośród omawianych zmiennych. Spółki niezabezpieczone okazały się w roku 2009 znacznie mniej zyskowne niż pozostałe – zarówno w ujęciu bezwzględnym, jak i po branżowym wyrównaniu wyników. Najbardziej dochodowe – w przeciwieństwie do danych z roku 2006 – okazały się spółki o największych statutowych zabezpieczeniach przed przejęciem.

Dane z roku 2006 sugerowały związek między zyskownością spółek i wyceną ich aktywów własnych – niezabezpieczone spółki były bardziej zyskowne i wyżej wyceniane. Wyniki uzyskane w roku 2009 nie potwierdzają takiego związku – silnie zabezpieczone spółki okazały się wysoce zyskowne, co jednak nie znalazło odbicia w wysokiej wycenie ich kapitałów – różnice wskaźnika P/BV dla spółek niezabezpieczonych i pozostałych frakcji polskich spółek publicznych są statystycznie nieistotne. Interesujące może być bliższe przyjrzenie się związkowi między poziomem zabezpieczeń oraz branżowo wyrównanymi ROE i P/BV (rys. 2). O ile dane z roku 2006 wskazują, że wyższe zabezpieczenia są ujemnie skorelowane z rentownością i wyceną, zaś obie finansowe wielkości łączy zależność dodatnia, o tyle podobne porównania dla roku 2009 nie potwierdzają raczej hipotezy ukorzenia kierownictwa. W szczególności widać to po silnym dodatnim związku między liczbą *shark repellents* i rentownością. Związek między poziomem zabezpieczeń i wyceną rynko-



Rysunek 2. Związek między poziomem zabezpieczeń, rentownością spółek i wyceną aktywów w roku 2006 (lewy schemat) i 2009 (prawy schemat)

wą jest wprawdzie wciąż ujemny, ale statystycznie nieistotny. Dodatkowo dostrzegalny jest silny **ujemny związek** między rentownością i wyceną aktywów.

Podsumowanie

W oparciu o uzyskane wyniki można sformułować dwa interesujące spostrzeżenia:

1. Spółki zabezpieczone nie są skazane na osiąganie wyników gorszych od spółek niezabezpieczonych. Rentowność kapitałów własnych spółek zabezpieczonych okazała się w roku 2009 wyraźnie wyższa niż rentowność kapitałów spółek niezabezpieczonych. Sugerowałoby to, że *hipoteza ukorzenia kierownictwa* jest – przynajmniej w swej wersji skrajnej – fałszywa.
2. Spółki niezabezpieczone nie zawsze są wyceniane wyżej niż spółki zabezpieczone. Średnie wskaźniki P/BV wyodrębnionych grup spółek w roku 2009 nie różniły się w stopniu istotnym. Jednakże na podstawie rentowności uzyskanej przez poszczególne spółki należałoby oczekiwać znacznie wyższej rentowności spółek zabezpieczonych.

Literatura

- Bebchuk L.A., Cohen A.: *The Cost of Entrenched Boards*, „NBER Working Paper 10587”, 2004.
- Bebchuk L.A., Coates J.C. IV, Subramanian G.: *The powerful antitakeover force of staggered boards: theory, evidence, and policy*, „Stanford Law Review” 2002, 54.
- Chiplin B., Wright M.: *The Logic of Mergers*, The Institute for Economic Affairs, 1987.
- Coates J.C. IV: *Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence*, „Texas Law Review” 2000, 79.
- Danielson M.G., Karpoff J.M.: *On the Use of Corporate Governance Provisions*, „Journal of Corporate Finance” 1998, 4.
- DeAngelo H., Rice E.M.: *Antitakeover charters amendments and stockholder wealth*, „Journal of Financial Economics” 1983, 11.

- Eckbo B.E.: *The Market for Corporate Control: Policy Issues and Capital Market Evidence*, [w:] *Mergers, Corporate Concentration and Power in Canada*, red. R.S. Khemani, D.M. Shapiro, W.T. Stanbury, The Institute for Research on Public Policy, Halifax, 1988.
- Gilson R.J.: *The case against shark repellent amendments: Structural limitations on the enabling concept*, „Stanford Law Review” 1982, 34.
- Gompers P.A., Ishii J.L., Metrick A.: *Corporate Governance and Equity Prices*, „NBER Working Paper 8449” 2001.
- Hochman S.E., Fogler O.D.: *Deflecting takeovers: Charter and by-law techniques*, „The Business Lawyer” 1979, 34.
- Jarrell G.A., Paulsen A.B.: *Shark repellents and stock prices: The effect of antitakeover amendments since 1980*, „Journal of Financial Economics” 1987, 19.
- Jenkinson T., Mayer C.: *Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym. Obrona, atak i rynek kontroli nad przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa 1998.
- Lewandowski M., Stryśnik J.: *Premie za kontrolę – ile należy zapłacić*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2000, II.
- Linn S.C., McConnell J.J.: *An empirical investigation of the impact of ‘antitakeover’ amendments on common stock prices*, „Journal of Financial Economics” 1983, 11.
- Mahoney J.M., Sundaramurthy Ch., Mahoney J.T.: *The Effects of Corporate Antitakeover Provisions on Long-term Investment: Empirical Evidence*, „Managerial and Decision Economics” 1997, 18.
- Meulbroek L.K., Mitchell M.L., Mulherin J.H., Netter J.M., Poulsen A.B.: *Shark Repellents and Managerial Myopia: An Empirical Test*, „The Journal of Political Economy” 1990, 98, 5.
- Shubik M.: *Corporate Control, Efficient Markets, and The Public Good*, [w:] *Knights, Raiders, and Targets*, red. J.C. Coffee, L. Lowenstein, S. Rose-Ackerman, Oxford University Press, New York, Oxford 1988.
- Szymański M., Nogalski B.: *Obrona przed wrogim przejęciem. Jak ochronić swój biznes*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
- Useem M.: *Executive defense: shareholders power and corporate reorganization*, Harvard University Press, Cambridge 1993.
- Wasserstein B.: *Big deal: the battle for control of America’s leading*, Warner Books, New York 1998.

dr Marek Szymański

Wyższa Szkoła Administracji i Biznesu im. Eugeniusza Kwiatkowskiego w Gdyni

Streszczenie

Shark repellents jako elementy ładu korporacyjnego zapewne nie pozostają bez wpływu na wyniki finansowe i wycenę spółek. Przeciwstawne hipotezy sugerują, że wpływ ten może być nega-

tywny lub pozytywny. Badania związków między poziomem zabezpieczeń polskich spółek publicznych i ich rentownością oraz wyceną rynkową sugerują, że związek pomiędzy badanymi zmiennymi nie jest jednoznaczny. Podczas gdy w roku 2006 można było odnieść wrażenie, że hipoteza ukorzenia kierownictwa znajduje potwierdzenie, dane z roku 2009 sugerują raczej prawdziwość hipotezy interesu akcjonariuszy. Najbardziej zaskakujący jest silny ujemny związek między rentownością spółek i ich wyceną w 2009 roku.

DO FEUDAL LORDS LOOT PEASANTS? SHARK REPELLENTS IN POLISH PUBLICLY TRADED COMPANIES' CHARTERS

Summary

Shark repellents, as a part of corporate governance system, can affect financial performances and companies' market valuation. Opposing hypotheses suggest that this effect may be negative or positive. The relationship between security level of Polish publicly traded companies and their profitability and market valuation is not unambiguous. While in 2006 it seemed that the managerial entrenchment hypothesis was conformed, data from 2009 suggest that the stockholder interests hypothesis is true. Most surprising is the strong negative correlation between companies' profitability and their valuations in 2009.