

John Cable*

POSZUKIWANIE NOWYCH ROZWIĄZAŃ ORGANIZACYJNYCH
PRZEZ FUZJE PRZEDSIĘBIORSTW

Wstęp

W szczytowym okresie powodzenia procesów łączenia przedsiębiorstw w końcu lat sześćdziesiątych badacze Gort, Mueller oraz Levy i Sarnat rozwinęli teorię fuzji konglomeratowych. Szczególną uwagę zwrócono wówczas na działalność konglomeratową, związaną z falą przejęć przez korporacje małych i quasi samodzielnych finansowo przedsiębiorstw. Następnie zainteresowanie przesunęło się na wciąż jeszcze nie wyjaśnioną kwestię: dlaczego firma przemysłowa w trakcie swego rozwoju powinna wkraczać na nowe obszary działania w drodze ekspansji zewnętrznej, tam gdzie dywersyfikacja prowadzi do obszarów bardziej zyskowych. Pojawia się pytanie, w jaki sposób firma bardziej zyskowa może zostać przejęta przez firmę mniej zyskową i to po takiej cenie, że samo przejęcie firmy okaże się zyskowe.

Wyjaśnienie proponowane w niniejszym opracowaniu bierze się z analizy dotychczas niedocenianych aspektów zachowania się firmy: poszukiwanie przez firmy nowych, realnych możliwości inwestycyjnych w świecie charakteryzującym się niekompletną wiedzą o możliwościach inwestycyjnych¹. Motyw dywersyfikacji ma

* Dr, Uniwersytet w Warwick.

¹ Nawet we współczesnie ujawnionej literaturze rozważania nt. obecnie stosowanych procedur badawczych są szczątkowe. (M. Rothchild, Models of Market Organization with

charakter defensywny. Fakt, że dywersyfikacja następuje z reguły w formie fuzji, wiąże się z kosztami i atrakcyjnością fuzji.

Korzystne przejęcie firm bardziej zyskowych przez firmy mniej zyskowe jest możliwe ze względu na to, że różne są wyjściowe punkty widzenia firm przejmowanych lub przejmujących, które rozpoczynają poszukiwanie partnerów do łączenia.

W rezultacie teoria pokazuje, że informacja określonego rodzaju może być wystarczającym motywem dla dokonania fuzji *per se*². Należy stwierdzić, że nie odrzuca się możliwości wejścia w grę także innych motywów. Dlatego też niniejsze opracowanie stanowi pozytywny wkład do teorii łączenia przedsiębiorstw. Argumenty teoretyczne zaprezentowane zostaną w drugiej części; w trzeciej poddany zostanie analizie materiał empiryczny, pochodzący głównie z dotychczas przeprowadzonych badań, uzupełnionych informacjami na temat fuzji w Wielkiej Brytanii, zaś pewne implikacje polityczne zostaną poruszone w czwartej części opracowania. Z jednej strony dotyczą one zjawiska ginięcia żywotnych podmiotów gospodarczych, które w dłuższym okresie byłyby w stanie rzucić wyzwanie właśnie tym większym i mocniejszym firmom, które je wchłonęły; z drugiej strony uważa się, że fuzje sprzyja efektywności transferów kapitałowych *via* wewnątrzfirmowe rynki kapitałowe.

Imperfect Information, "The Journal of Political Economy" 1973, vol. 81, nr 6, s. 1283-1308). W świetle tego uwagi poświęcona poszukiwaniu (badaniu) przez teoretyków behawiorystów (H. A. Simon, A Behavioural Model of Rational Choice, "The Quarterly Journal of Economics" 1955, vol. 69, s. 99-118; R. M. Cyert, J. G. March, A Behavioural Theory of the Firm, New York 1963) jest ogromna. Dla najnowszych rezultatów badawczych zobacz: R. Rader, A Behavioural Model of cost Reduction, "The Bell Journal of Economics" 1975, vol. 6, nr 1, s. 196-215. Literatura nt. badań i rozwoju (B+R) niewiele - z nielicznymi wyjątkami - poświęcała uwagi naturze procesów poszukiwania. W każdym razie procesy, o których mowa w tym artykule są o wiele szersze niż te, którymi zajmuje się literatura B+R.

² K. J. Arrow, Vertical Integration and Communication "The Bell Journal of Economics" 1975, vol. 6, nr 1, s. 173-183 wskazuje, iż czynniki informacyjne tłumaczą równowagę przy pionowym (wertykalnym) zintegrowaniu. Jednakże niekoniecznie wynika z tego, że łączenie pionowe musi zaistnieć, aby ta równowaga się pojawiła.

Fuzja jako poszukiwanie

W określonym momencie czasu przedsiębiorstwo dysponuje określoną wiedzą o możliwościach produkcyjnych, pozwalających na przeprowadzenie specyficznych i konkretnych inwestycji. Wiedza ta jest przede wszystkim rezultatem doświadczeń produkcyjnych i badań minionego okresu, stąd też posiadany przez firmę zasób informacji będzie się różnił pod względem jakości, rozmiaru i wartości. Rzecz jasna, firma ma również określony stan finansów, odpowiedni status na rynku kapitałowym oraz określoną ilość funduszy własnych. W warunkach gospodarki rynkowej zadaniem przedsiębiorstwa jest konsekwentna realizacja planów inwestycyjnych, które odpowiadają długofalowym kryteriom rynku kapitałowego. Dla celów analitycznych założymy później, że firmy dążą do maksymalizacji zysku (w formie dwóch parametrów).

Podmioty gospodarcze, które dysponują odpowiednimi funduszami dla dokonania odpowiednich inwestycji - ale które nie posiadają informacji o możliwościach inwestycyjnych - muszą inwestować za pośrednictwem zewnętrznego rynku kapitałowego³. W ten sposób mogą postąpić również firmy. Zewnętrzny rynek kapitałowy działa na zasadzie historycznych danych dotyczących np. cen lub dochodów, oraz innych dostępnych publicznie informacji (sprawozdanie z rocznej działalności, akcje giełdowe itd.).

Informacje jakimi dysponują poszczególne firmy na temat możliwości inwestycyjnych nie są publikowane w usystematyzowany sposób, a jedynie jakaś ich część może być znana na rynku zewnętrznym. Ta asymetria w informacjach, występująca między firmami i rynkiem, nie implikuje automatycznie istnienia nieefektywnego rynku kapitałowego w znaczeniu Fama i innych⁴. Niemniej

³ Potencjalne firmy posiadają fundusze i informacje o rzeczywistych możliwościach produkcyjnych zdobyte w inny sposób, a nie doświadczeń przeszłych.

⁴ Zauważona asymetria wskazywałaby na nieefektywny rynek w teście super mocnym, wymagającym użycie wszystkich istniejących informacji dotyczących przyszłych planów inwestycyjnych włączając także informacje wewnętrzne. Asymetria informacji pomiędzy firmami a rynkiem jest zauważona jedynie na tym poziomie.

jednak pociąga to za sobą dwustopniowy proces alokacyjny. Stąd też rynek zewnętrzny powoduje, że alokacja pomiędzy firmami dokonuje się w oparciu o wnioski wyciągnięte z informacji o rodzaju planów inwestycyjnych danej spółki. Przedsiębiorstwa dokonują alokacji wewnętrznej pomiędzy projektami na podstawie dostępnych im informacji. Procedury badawcze i planowania inwestycji przedstawiają się w sposób następujący: początkowo posiadana wiedza zapewne pewien zestaw dostępnych informacji o możliwościach inwestycyjnych - tzn. projekty przygotowane do natychmiastowego wprowadzenia z pominięciem fazy badawczej; swoista kombinacja projektów powinna stanowić początkowy, optymalny plan inwestycyjny umożliwiający maksymalizację spodziewanego zysku.

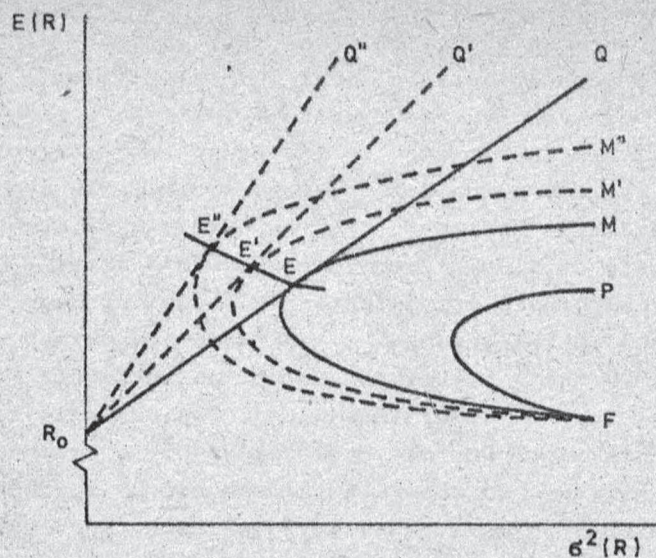
Optymalne postępowanie wymaga, aby poszukiwanie trwało dopóty, aż wzrost wartości planu optymalnego w danym okresie zrówna się z kosztem krańcowym poszukiwania. Proces ten może być prześledzony bliżej w ramach teorii inwestycji portfelowych, pod warunkiem przyjęcia określonych założeń ograniczających⁵. Jeżeli występują stałe zyski i nie ma wzajemnych zależności między projektami, to zbiór efektywnych planów inwestycyjnych pochodzących z zestawu projektów dostępnych przedsiębiorstwu może być przedstawiony jak na rys. 1. Krzywa FEM pokazuje maksymalny zysk - przy danym stopniu ryzyka $\sigma^2(R)$ - ze wszystkich możliwych kombinacji dostępnych projektów.

Ponieważ firmy mają również możliwość dotarcia do informacji udostępnianych akcjonariuszom, zbiór informacji zawiera zarówno informacje o własnych możliwościach inwestycyjnych (znanych tylko firmie), jak i o posiadanych aktywach portfelowych innych firm⁶. W sytuacji braku ryzyka i wzorując się na modelu równowagi rynkowej Sharpe-Lintner⁷, R_{0EQ} jest punktem grani-

⁵ Teoria ta była ostatnio zbadana przez Jensena (M.C. Jensen, Capital Markets: Theory and Evidence, "The Bell Journal of Economics", 1972), vol. 3, nr 2 s. 357-398).

⁶ Wewnątrzfirmowe decyzje podjęte na granicy FEM są konieczne dla decyzji budżetowych w sytuacjach asymetrii zdobytych wcześniej informacji.

⁷ W. F. Sharpe, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under conditions of Risk, "The Journal of Finan-



Rys. 1.

cznym w tym układzie. Przedsiębiorstwo zmierzające do maksymalizacji oczekiwanego zysku powinno wprowadzić efektywną kombinację jego (przedsiębiorstwa) własnych możliwości inwestycyjnych E i inwestować bez ryzyka w wielkości określonej przez poziom obawy przed ryzykiem. Należy przy tym pamiętać, że nie każdy znany projekt musi się koniecznie zmaterializować w formie optymalnego planu inwestycyjnego⁸.

ce" 1964, vol. 19, nr 3 s. 425-442. J. L i n t n e r, Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification, "The Journal of Finance", 1965, vol. 20, nr 4, s. 587-616.

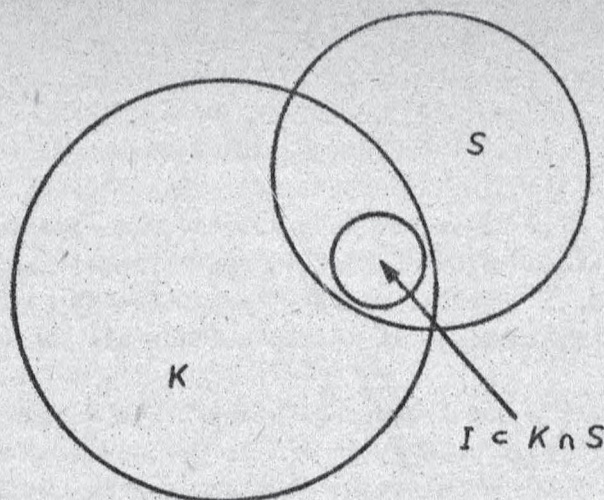
⁸ Miejsce punktów efektywnych planów znajduje się przez wyprowadzenie proporcji inwestycyjnych x_i , które minimalizują zmienność - w tym wypadku - planu, dla danej spodziewanej stopy zysku. Formalnie wiąże się to ze znajdowaniem wektora X , który minimalizuje funkcję $C: C = X' X_1$. Podobnie: $X = 0 (i = 1, 2 \dots n)$, $X'R = E$, $X_1 = 100$; gdzie: X oznacza udział i -tego zadania w planie, a oznacza macierz wariancji kowariancji stopy zysku dla projektów $i, j (i, j = 1, 2 \dots n)$, a R oznacza średnią stopę zysku z projektu i , tak że $X'R$ przedstawia zysk z planu inwestycyjnego z danym wektorem udziałów projektu X . Stąd, możliwość jakiegos $X = 0$ jest całkiem jasna.

Udane poszukiwanie przesunie granicę FEM, co pociągnie za sobą zmianę położenia punktów E, E', E''. Proces podejmowania decyzji w przedsiębiorstwie może być rozpatrywany w sposób analogiczny do procesu decyzyjnego przyjętego w modelach badających kształtowanie się cen i miejsc pracy. Założmy, że przedsiębiorstwo posiada pewne wcześniejsze wyobrażenie o prawdopodobieństwie rozdziału wartości programów inwestycyjnych, opartych na historycznie ustalonym poziomie zysku w przemyśle jako całości lub w danej grupie przedsiębiorstw (odpowiedniego sektora lub przemysłu). Doświadczenie w zakresie poszukiwań daje firmie więcej informacji na temat kosztów poszukiwania i dystrybucji potencjalnych z danej inwestycji. Poszukiwanie trwa do momentu, gdy oczekiwana wartość najlepszego planu znanego firmie (po odjęciu kosztów poszukiwania) zrówna się ze spodziewaną wartością ogólnych programów inwestycyjnych, tzn. w punkcie E''. Sam proces poszukiwania można rozpatrywać jako przyjęcie nowego zbioru informacji, zaczynając od wyjściowego zestawu wiedzy firmy K i idąc w kierunku nowych obszarów działalności reprezentowanych przez zbiory informacji $S_1, S_2 \dots S_n$.

Zbiory K i S_1 są zbiorami skończonymi, w których elementy są pojedynczymi, niepodzielnymi częstkami wiedzy, które różnią się od fizycznych zasobów potrzebnych w procesie produkcji. Każdy definiuje określoną działalność na tym polu w taki sposób, że dwie różne czynności nie mogą mieć tych samych zbiorów informacji⁹.

Należałoby odróżnić w poszukiwaniu dwa elementy: 1) składnik "wglądu" albo składnik percepcji, w którym rodzi się główna idea lub świadomość powstania nowego obszaru działalności; 2) element deliberacyjny, gdzie bada się pierwotną percepcję uproszczoną przez wyłączenie szczególnych czynników zewnętrznych. W kategorii zbiorów informacji czynnik "wglądu" wymaga dostrzeżenia pewnego podzbioru $I \subset K \cap S$ (rys. 2). To znaczy część wiedzy firmy posiada ze sobą świadomość istnienia innej wiedzy w zakresie obszarów dotychczas nieznanymi. Deliberacyjny element w

⁹ Zakładamy, że konkurencja ograniczy stopień różnic informacyjnych przynajmniej wystarczająco dla celu odróżnienia np. produkcji butów od produkcji kapeluszy.



Rys. 2

poszukiwaniu wymaga zebrania całego zbioru S , odkrywając i układając $S-I$ przy założeniu, że I i K są znane. Ten proces ma charakter deliberacyjny, ponieważ zbiór S_1 opisuje działalność produkcyjną i tym samym posiada elementy, które połączone są związkami przyczynowymi i technologicznymi. Stąd też mogą być zastosowane systematyczne procedury badawcze zgodne z zasadami logiki.

Używając tego schematu, całkowity koszt przeprowadzenia tego poszukiwania dla jakiegoś S_1 można zapisać w sposób następujący:

$$C = f(d, m, s) \quad \text{gdy:} \quad f'_d; f'_s > 0, \quad f'_m < 0$$

C oznacza koszt poszukiwania; d - jest różnicą między działalnością początkową i działalnością wyszukaną, która odzwierciedla wielkość powiązań między zbiorami K i S ¹⁰; s oznacza wielkość i kompleksowość wyszukanej działalności, która ze względu na jasność prezentacji ujęta jest - w założeniu - w stosunku do absolutnej wielkości zbioru S ; m - w podobny sposób oznacza wielkość i dywersyfikację zbioru początkowej wiedzy K , przy czym

¹⁰ Koncepcja różnicy jest w pewnym sensie analogiczna do Narvera "stopnia węzłowej pospolitości", z tym że koncepcja Narvera dotyczy raczej pokrywania się środków a nie zespołów informacji J. C. N a r v e r, Conglomerate Mergers and Market Competition, University of California Press 1969, s. 4.

ponownie zakłada się, że wielkość i - dywersyfikacja są ze sobą ściśle skorelowane. Uzasadnienie $f'_s > 0$ jest oczywiste. $f'_m < 0$ wynika z tego, że im większy i bardziej skomplikowany jest zbiór wiedzy początkowej firmy K , tym będzie większe prawdopodobieństwo pewnego nakładania się obszarów działalności (w określonym czasie i przy danym poziomie kosztów). Niemniej jednak zdolność przedsiębiorstwa do efektywnego przetworzenia wewnętrznych informacji spadnie w miarę powiększania się wielkości " m " i nie jest wykluczone, że system załamie się w jakimś momencie.

Stąd może się wydawać słusznym oczekiwanie sytuacji $f''_m > 0$, z możliwością przejścia poza punkt $f'_m > 0$. Oczekiwanie wystąpienia $f'_d > 0$ wynika z dwóch przesłanek: po pierwsze, im mniejsze jest $K \cap S_1$ dla danego zbioru poszukiwań " i ", tym mniejsze jest prawdopodobieństwo $I \subset K \cap S_1$; po drugie, im większa jest różnica $S_1 - K$, obie bezwzględnie, jak i w stosunku do $K \cap S_1$, tym mniej efektywna jest faza druga - deliberacyjna część poszukiwania. Tym samym poszukiwanie firmy odbywają się raczej poza niż w ramach obszarów dotychczasowych doświadczeń przedsiębiorstwa.

Fuzja staje się pewnym sposobem poszukiwania z chwilą, gdy - poza innymi raczej - pociąga za sobą przyjęcie kapitału informacji przejmowanej firmy. W porównaniu z innymi metodami poszukiwania przez fuzję ma dwie cechy charakterystyczne:

1. Umożliwia przyjęcie wszystkich informacji; fuzja firm A i B jest jednocześnie związkiem ich zbiorów informacji $K_A \cup K_B$. Inne metody poszukiwania będą wymagały częściowej akumulacji wiedzy, bez względu na to, czy stanie się to w rezultacie czysto "wewnętrznych" procesów poszukiwawczych, czy też w rezultacie wynajmowania kluczowego personelu.

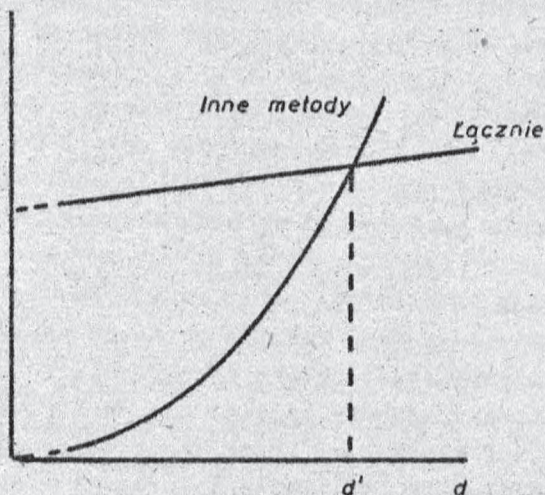
2. Koszt poszukiwania przez fuzję będzie prawdopodobnie zawierał stosunkowo duży element kosztu stałego w porównaniu z innymi metodami, z racji wystąpienia tzw. premii ceny przejęcia i kosztów transakcyjnych (np. koszt zharmonizowania wewnętrznych systemów rachunkowości itd.). Funkcje kosztów występujące w poszukiwaniu fuzji i w metodach alternatywnych będą się różniły w sposób następujący: chociaż elementy kosztu stałego, w poszukiwaniu przez fuzję nie są z góry określone i w rzeczywistości będą się różniły w różnych przypadkach, to należy się jednak

spodziewać, że koszty te będą dużo wyższe w przypadku fuzji, niż niż w przypadku innych alternatywnych rozwiązań. Jednakże znacznie mniejszy poziom dla poszukiwań przez fuzję w planach d i s wynika z faktu, że zbiór poszukiwań jest przyjęty w całości. W przypadku innych alternatywnych metod poszukiwania, zbiór poszukiwań musi być zauważony i następnie stopniowo kompletowany w drugiej, "deliberacyjnej" fazie poszukiwań. W miarę, jak rośnie wielkość i kompleksowość zbioru poszukiwań oraz powiększa się dystans do aktualnie istniejącej wiedzy, należy oczekiwać względnie gwałtownego wzrostu kosztów w tej fazie. Tymczasem przejęcie pełnego zestawu wiedzy w wyniku fuzji pozwala, w większym lub mniejszym stopniu, na uniknięcie fazy "deliberacyjnej" i związanych z nią kosztów (których wielkość jest uzależniona od organizacyjnej struktury firmy). Jeśli utworzony w wyniku fuzji podmiot gospodarczy opiera się na strukturze dywizjonalnej (linie w kształcie M) i zbiór zasobów przejętej firmy pozostaje nietknięty, centralizacja informacji na temat technologii i działalności przyłączonej firmy nie ma zastosowania. Stąd też proces "deliberacyjnej" w poszukiwaniu jest całkowicie ominięty, pozostawiając jedynie elementy kosztu percepcji, co występuje we wszystkich rodzajach poszukiwań¹¹. Zmniejszenie kosztów poszukiwania deliberacyjnego będzie bez wątpienia dużo mniej skuteczne w przypadku funkcjonalnej organizacji przedsiębiorstwa, gdzie technologia przejmowanej firmy musi być absorbowana na wysokim szczeblu każdego departamentu firmy przejmującej, przy uwzględnieniu jej procedur kontroli operacyjnej zastosowanej w nowej działalności produkcyjnej. Koniecznym warunkiem, aby poszukiwanie przez fuzję mogło przewyższyć inne metody poszukiwania z punktu widzenia wielkości ponoszonych kosztów jest to, że funkcje kosztów w płaszczyznach C, d oraz C, s powinny się na tyle różnić, aby skompensować większą przestrzeń w przypadku funkcji poszukiwania przez fuzję i spowodować

¹¹ Proces ten różni się jednak. W przypadku łączenia dostrzega się odpowiedniego kandydata do przejęcia, podczas gdy w innych przypadkach bada się nowe możliwości produkcyjne. Chodzi tu głównie o płaszczyznę funkcji kosztu C, m. Zarówno w przypadku łączenia jak i użycia innych metod, ogólny spadek funkcji na tej płaszczyźnie będzie prawdopodobnie negatywny w pewnym zakresie i dla tych samych powodów.

wać przecięcie się jak na rys. 3. Czy takie przecięcie nastąpi w rzeczywistości jest kwestią badań empirycznych, chociaż przemawiają za tym argumenty teoretyczne zaprezentowane powyżej.

Koszty poszukiwania



Rys. 3

Zajmijmy się teraz teoretyczną możliwością poszukiwania przez fuzję. Rozważmy najpierw przypadek dwóch firm w tym samym przemyśle. Ich zbiory wiedzy początkowej (K) będą identyczne lub co najmniej bardzo do siebie podobne. Dlatego też przystępują one (firmy) do poszukiwań możliwości inwestycyjnych z tej samej podstawy, tzn. dostępne projekty FEM na rys. 1. Jednocześnie obie firmy przewidują poniesienie takich samych kosztów poszukiwań. Z wyjątkiem sytuacji przypadkowych będą one dążyły do wyników zgodnie z krzywą poszukiwań i dojdą do tego samego punktu, powiedzmy E . W takim przypadku motywacja do łączenia się nie pojawi. Jeśli rozważymy przypadek firm o różnych typach działalności to zauważymy, że zbiory wiedzy początkowej różnią się od siebie treścią, wielkością i złożonością. Podobnie różnić się będą zbiory projektów np. z powodu innego zysku i perspektyw wzrostowych. Ponadto różnice w stanie wiedzy początkowej powodują, że firmy znajdują się w innych obszarach poszukiwań oraz ponoszą inne koszty. Firma A posiada informacje o możliwościach inwestycyjnych, które mają znaczenie dla firmy B. Ale tak długo, jak dyskutowane projekty wchodzą w zakres planu optymalnego firmy A i są całkowicie odzwierciedlane w cenie rynkowej firmy

A, B musiałyby zapłacić za te informacje więcej niż wynosi ich aktualna wartość (a to z powodu kosztów fuzji). Jednakże, jeśli w którymkolwiek stadium poszukiwania (włączając w to stan początkowy i sytuację, gdy A osiągnęło stan równowagi, tzn. E", ale B jeszcze tego stanu nie osiągnęło) istnieje taki projekt, który w optymalnym planie inwestycyjnym firmy A ma wprowadzić wagę zerową, ale w firmie B spowoduje przesunięcie dolnej granicy efektywności inwestycji i tym samym spowoduje różną ocenę informacji w obu przedsiębiorstwach. Pod warunkiem, że różnica jest dostatecznie duża aby pokryć koszty fuzji i również o ile firma B nie jest w stanie dotrzeć do tej informacji za pośrednictwem wewnętrznego poszukiwania dużo taniej - konieczne warunki poszukiwania przez fuzję zostaną spełnione.

B.U.I.
Założmy ponadto, że firma A znajduje się w lepszej sytuacji do poszukiwań niż firma B np. z tego powodu, że stan jej wiedzy początkowej jest większy albo ma większy związek ze zbiorami opisującymi inne możliwości inwestycyjne, oferujące większe zyski i/lub małe ryzyko. Istnieje możliwość na każdym etapie, ale zwłaszcza w sytuacji, gdy firma A osiągnęła równowagę w punkcie E", podczas gdy firma B wciąż jeszcze poszukuje, że dalsze poszukiwania przez firmę A nie przesuną jej własnej granicy inwestycyjnej, ani nie spowodują zrewidowania jej opinii na temat E", jako maksymalnie osiągalnej kombinacji ryzyko/zysk; oczywiście że poszukiwania te będą miały znaczenie dla firmy B. W tej sytuacji, oczywiście raz jeszcze zakładając, że zyski firmy B przekroczą koszty (które teraz zawierają już koszty fuzji oraz koszty dodatkowych poszukiwań A), istnieje motyw dla firmy B, by przejąć firmę A nie ze względu na już posiadane informacje, ale w celu ulepszenia własnych metod poszukiwania. Zaistnienie tego typu sytuacji jest możliwe, gdyż dalsze poszukiwania są nierentowne dla firmy A. Wnioski te wynikają głównie z faktu, że poszukiwania firmy nie wychodzą z próżni, ale z solidnej podstawy określonej istniejącą wiedzą. W rezultacie zarówno koszty poszukiwania jak i wartość samego odkrycia mogą się różnić w zależności od firmy. Oznacza to, że zarówno koszt zdobywania informacji jak i uzyskane rezultaty zależą od tego, co już jest wiadome i znane.

Kilka dowodów empirycznych

Firmy, które w poszukiwaniu możliwości inwestycyjnych, opowiedzą się za fuzją będą miały znaczne trudności w znajdowaniu zadowalających projektów. Mimo iż ciekawsze projekty najprawdopodobniej pojawią się w tych obszarach, gdzie występuje wysoka rentowność, obserwuje się częste sytuacje, że mniej rentowne przedsiębiorstwa przejmują firmy dużo bardziej zyskowe. Z reguły w takich przypadkach firma przejmująca jest jednak stosunkowo duża. Należy przy tym pamiętać, że przekroczenie wielkości i dywersyfikacji firmy ponad pewien określony punkt krytyczny może zdeorganizować wewnętrzny system informacyjny przedsiębiorstwa. W konsekwencji bardzo małe przejęcia mogą być zupełnie nieopłacalne ze względu na wysoki koszt i stratę czasu aparatu menadżerskiego, nawet w przypadku obiecujących działań. Stąd też należy oczekiwać, że wielkość przejmowanych firm musi odpowiadać pewnemu punktowi krytycznemu, przy czym wielkość tego progu będzie większa w przypadku dużych firm.

Badania empiryczne potwierdzają te tezy. Warto wymienić prace Westona i Mansinghka, którzy odkryli, że spółki szczególnie zaangażowane w falę fuzji konglomeratowych lat sześćdziesiątych miały niższą stopę zysku od wyłożonego kapitału niż przypadkowo wybrana przedsiębiorstwa przemysłowe w okresie poprzedzającym falę fuzji oraz mniej więcej takie same zyski w okresie następującym po niej. Analizując charakterystykę około 700 przejętych firm w okresie 1948-1968 Boyle stwierdził, że przejmowane firmy w fuzjach konglomeratowych miały wyższy poziom oraz wzrost zysków niż w przypadkach integracji wertykalnej i horyzontalnej i scharakteryzował proces fuzji konglomeratowych jako przejmowanie silnych i zdolnych do samodzielnego istnienia przedsiębiorstw przez większe korporacje. Tak się niefortunnie złożyło dla tego badania, że nie ujawniono względnej rentowności firm przejmujących. Z drugiej strony Conn nie odnotował ostatnio poważniejszych różnic w stopach zysku firm przejmowanych i zaangażowanych w 56 czysto konglomeratowych fuzji w okresie 1960-1969. Porównania te nie są jednak w pełni przekonujące, skoro jednocześnie mamy do czynienia z dwoma rodzaja-

mi procesów łączenia przedsiębiorstw; jeden polega na tym, że firmy dywersyfikują swoją działalność wchodząc do bardziej zyskownych obszarów, z drugim zaś mamy do czynienia wtedy gdy podupadające firmy przejmowane są przez bardziej energicznych konkurentów działających na rynku. W tego typu sytuacji potrzebne są nam dane konkretnych indywidualnych przypadków.

Dane dotyczące 37 brytyjskich fuzji w okresie 1965-1970 (oficjalnie opublikowanych pośród 50 przypadków dywersyfikacji działalności firm) pokazują, że w 14 przypadkach (37,8%) przejmowane firmy odnotowały na swoich kontach znacznie wyższe stopy zysku w ciągu 5 lat poprzedzających fuzję niż firmy, które przejęły je, przy czym te pierwsze były przeciętnie bardziej rentowne od firm przejmujących o 10,8%¹². W grupie 15 przypadków, gdzie partnerzy nie byli w tym samym przemyśle 53,3% przejmowanych firm miało wyższe zyski niż firmy przejmujące.

Brytyjskie dane statystyczne wskazują również na występowanie silnej tendencji polegającej na tym, że firmy przejmowane są mniejsze (poza 7 wyjątkami) od firm przejmujących i tylko w 8,1% przypadków wielkość ta (mierzone wielkością aktywów) była taka sama. W celu ustalenia możliwego *p r o g u* wielkości dla dokonania przejęcia, 37 przypadków podzielono odpowiednio na 6 grup według wielkości firmy przejmującej (przy czym każda grupa zawierała mniej więcej jednokową ilość przedsiębiorstw). Ustalono następnie minimalny próg wielkości firmy - dla dokonania przejęcia - dla każdej z tych grup. W ujęciu procentowym, z punktu widzenia średniej grupowej, mniejsze przejęcie spadło bardzo ostro, z blisko 50% w grupie odpowiadającej najmniejszym rozmiarom (przy spadku wykładnikowym), wyraźnie zbliżając się do linii bliskostycznej rzędu między 1 a 2%. Byłoby dość niebezpieczne wyciąganie z tego jakichś bardziej konkretnych wniosków, niemniej jednak odnosi się wrażenie, że wartość bliskostycznej może być uznana za rozsądne minimum odnośnie tzw. krańcowej działalności firmy, mającej na względzie perspektywę jej

¹² Źródłem danych dla tej i następnych analiz próbki brytyjskiej była taśma danych udostępniona przez Douglasa Kuhna (zob. D. A. K u e h n, *Takeovers and the Theory of the Firm*, London 1975).

przyszłego wzrostu i to, że przeciętna wielkość poszczególnych oddziałów firmy (division size) mogłaby być dużo większa.

Hipoteza fuzji - jako poszukiwania - jest zgodna z szeregiem innych obserwowanych i zbadanych aspektów dywersyfikacji i fuzji. Po pierwsze, skoro motywem jest dążenie do przejęcia informacji tkwiących w personelu i innych zasobach przejmowanej firmy to można również oczekiwać, że kierownictwo firmy przejmowanej zostanie również zatrzymane. Odnotowano również wyraźną tendencję, by przejmowana firma kontynuowała swoją działalność w formie autonomicznych oddziałów (filii), częstokroć z zachowaniem dotychczasowego kierownictwa. Po drugie należy pamiętać o tym, że teoria wiąże w sposób ścisły proces poszukiwania firmy z jej planowaniem inwestycyjnym. Oznacza to, że częstotliwość fuzji (jako rezultatu poszukiwania) będzie uzależniona od stopnia nacisku na inwestowanie w gospodarkę. Tak więc ponownie wiadać silną korelację między intensywnością fuzji i stopniem aktywności gospodarczej. Po trzecie, hipoteza poszukiwania przez fuzję implikuje, że dywersyfikacja będzie miała bardziej celowy niż przypadkowy charakter, co w konsekwencji będzie się wiązało z logicznymi działaniami w zakresie technologii produkcji, marketingu, B + R itd. Zaobserwowano tego typu sytuację w modelach badawczych dywersyfikacji i łączeń dywersyfikacji. Po czwarte, funkcja kosztów poszukiwania (na której ta hipoteza się opiera) jest taka, że w pierwszej kolejności zostaną rozważone te możliwości inwestycyjne, które będą najbardziej zbliżone do istniejącej działalności przedsiębiorstwa. Na mocy definicji zarówno fuzje poziome jak i pionowe angażują firmę bardziej w jej istniejące działania lub w sfery technicznie pokrewne, tzn. "bliskie" działalności wymagającej całkowitego lub częściowego pokrywania się mających znaczenie układów informacji. W konsekwencji nie będziemy spotykali dywersyfikujących swoją działalność fuzji, zainicjowanych przez przedsiębiorstwa operujące na rynkach o niskim stopniu koncentracji, bądź też w tych obszarach, gdzie, ceteris paribus, występują nieliczne powiązania między firmami. Podobnie rzecz się przedstawia w przypadku reinwestycji w istniejących działaniach, które to (reinwestycje) są na mocy definicji najbardziej możliwą okazją inwestycyjną. Firmy inicjujące ten typ fuzji będą jednak unikały angażowania

się w działania w szybko rozwijających się przemysłach. Te oczekiwania są w pełni zgodne z danymi empirycznymi Gorta. Dwa dalsze założenia można wysnuć z hipotezy poszukiwania.

Ponieważ poszukiwanie przez fuzję dominuje nad innymi sposobami, to tylko od pewnego krytycznego poziomu różności, raczej dywersyfikacja przez fuzję niż ekspansja de novo powinna rozszerzać się wraz ze stopniem tej różności. Przeprowadzono bezpośredni test w oparciu o dane na temat przejęć produktu między parami przemysłów i struktury produktu firm przetwórczych w poszczególnych przemysłach, jak to zostało zaprezentowane u Wooda. Zmienna zależna (Y) była po prostu relacją między przejmowaniem produktu i całkowitymi przyrostami produktu w danej parze przemysłów tzn. była to proporcja działania dywersyfikacji przemysłu "i" do przemysłu "j", gdzie nastąpiła fuzja. Z kolei zmienna niezależna x została zdefiniowana jako $(1 - p)$, gdzie "p" jest szacunkiem wielkości firm aktywnych w przemyśle "i", które były także aktywne w przemyśle "j"¹³. x zinterpretowano jako pośrednictwo dla różnych przemysłów na podstawie tego iż tak długo jak struktury produkcyjne przedsiębiorstwa ewoluują w sposób racjonalny i minimalizujący koszty, zróżnicowanie działań będzie się ujawniać w macierzy dywersyfikacji, która pokazuje część tych przedsiębiorstw, które zapełniły lukę między jednym przemysłem a drugim. Półlogarytmiczne równanie wykazało bardzo ważny związek zjawisk:

$$\log Y = -0,49 + 0,66 X \quad R^2 = 0,27$$

$$(t = 3,71)$$

$$F = 13,79$$

Wynik powinien być jednak uważany za wstępny, ze względu na ograniczoność danych.

Drugie założenie polega na tym, że przedsiębiorstwa w firmie M powinny inicjować w pierwszej kolejności fuzję dywersyfikujące cet par. Podczas gdy firma wieloddziałowa może z łatwością wchłonąć nowo przyjętą jednostkę, firma w formie U

¹³ Wywód był następujący: pierwotna tablica podawała ilość firm w każdym przemyśle (n) i ilość produktów w przemyśle podstawowym (P_0) oraz w każdym innym przemyśle (PR , $I = 1, 2 \dots n$). Zakładając, że ilość firm aktywnych w przemyśle podstawowym z samej definicji - wynosiła n , prawdopodobna ilość firm aktywnych w każdym innym przemyśle oszacowano na $np_I(P_0)$.

musi albo zreorganizować swoją działalność zgodnie z zasadami firmy M albo spełnić znacznie trudniejsze zadanie wkomponowania nowej firmy w istniejącą, funkcjonalnie zorganizowaną hierarchię. Niższy koszt transakcji w przypadku firmy wielooddziałowej implikuje spadek funkcji kosztu poszukiwania przez fuzję na rys. 3 i punkt przecięcia w lewo - d.

Dane na temat organizacyjnej formy przejmującej spółki były dostępne we wszystkich (z wyjątkiem jednego)³⁷ brytyjskich przypadkach fuzji typu konglomeratowego¹⁴. Dwanaście (33,3%) miało typową formę M w momencie fuzji; siedem (19,4%) miało przejściową formę $M(M')$, pozostałe 9 (25%) miało rozkładową formę $M(\bar{M})$. Z pozostałych pięć miało formę spółek holdingowych (forma H) i dwie miało formę U.

Jeśli firma jest w stanie łączyć quasi-autonomiczne jednostki, to można uzyskać argumenty przemawiające za tym, żeby potraktować definicję formy M w sposób szeroki i włączyć formy M' i $\bar{M}$. Z punktu widzenia łatwości ekspansji, firma H może do pewnego stopnia dzielić korzystne strony formy M. Na tej podstawie przewaga odpowiedniej formy organizacyjnej w tym przypadku jest przytłaczająca. W każdym bądź razie uderzający jest fakt, że były zaledwie dwie firmy w formie U. Generalnie materiały składają się z wyników badań dotyczących działalności firm podlegających fuzji typu konglomeratowego, z których wiele posługuje się modelem oceny aktywów kapitałowych. Dały one w większości rezultaty obojętne lub też negatywne, ani nie popiera ani nie podważa hipotezy poszukiwania przez fuzję. Udana fuzja powiększa zyski firmy przejmującej.

Jeśli jednak fuzja została zainicjowana na tle wewnętrznych oczekiwań spadku zysku z powodu braku okazji inwestycyjnych, polepszenie sytuacji może wiązać się ze wzrostem lub spadkiem

¹⁴ Klasyfikacja według formy organizacyjnej jest tworem Petera Steera (P. Steer, *An Investigation into the Managerial Organization of Firms*, unpublished M. A. 1973.) Różne rodzaje typów firm zostały wyróżnione przez Williamsona i Bhargavę (O. E. Williamson, N. Bhargava *Assessing and Classifying the Internal Structure and Control Apparatus of the Modern Corporation* [w:] *Market Structure and Corporate Behaviour*, ed. K. G. Cowling Gray-Mills, 1972.

zewnątrznie widocznych dochodów, bądź też z niezmiennymi rezultatami finansowymi. Jednocześnie fuzja pozwala na realizację ukrytych zalet przejmowanej firmy, tzn. informacje na temat istniejących i potencjalnych możliwości inwestycyjnych nie poprawiają wprawdzie perspektyw firmy przejmowanej, ale bez wątpienia mają wartość dla firmy przejmującej. Jak wykazały liczne badania na temat fuzji, dla firmy przejmującej tzw. skumulowana średnia różnica (między pewnymi zyskami *ex post* i szacowanymi zyskami równowagi przewidywanymi w oparciu o model oceny zasobów kapitałowych) nie zależy w zbyt dużym stopniu od fuzji, zważywszy na fakt, że dla firmy przejmującej różnica ta ostro wzrasta na 9-12 miesięcy przed fuzją, kiedy wyciekną trzymane w tajemnicy informacje. Chociaż może być wiele różnych wyjaśnień, opisane zjawisko odzwierciedla istnienie pewnego unikalnego źródła informacji będącego w posiadaniu przez firmę przejmowaną w momencie fuzji.

Wnioski i konsekwencje dla polityki gospodarczej

Przedstawiona w poprzednim rozdziale analiza pokazała, że istnieje teoretyczna możliwość interpretowania fuzji typu konglomeratowego jako formy kooperacyjnej działalności poszukiwawczej. Co więcej, jak wynika to z przyjętych założeń (tylko nieznacznie odbiegających od przyjętej teorii mikroekonomicznej), wiedza o wszystkich możliwościach produkcyjnych nie może być z góry przesądzona i nie może stać na stanowisku, że informacje zdobywa się darmo. Teoria ta jest zgodna z dość szeroko rozpowszechnionymi i dającymi się zaprezentować aspektami zjawiska dywersyfikacji i fuzji. "Materiał dowodowy" przedstawiony wyżej nie powinien być bezkrytycznie przyjmowany dla udokumentowania istnienia mechanizmów transferu kapitałowego, powodujących fuzje polegające na tym, że wielkie firmy mogą przejmować mniejsze, ale bardziej od nich zyskowe przedsiębiorstwa rozszerzając tym samym swój własny potencjał inwestycyjny i korporacyjny cykl życia. Ten mechanizm transferu jest zupełnie odmienny od mechanizmu tradycyjnego, gdzie firmy bardziej efek-

tywne pochłaniają mniej efektywnych konkurentów. Niemniej jednak wymagane jest prowadzenie dalszych badań empirycznych dla ustalenia jakie część fuzji jest wynikiem działania obu mechanizmów, bądź też pojawia się z innych powodów.

Śmierć żywotnych firm jako samodzielnych jednostek budziła początkowo niepokój. Powodem jego był fakt, że te stosunkowo młode, zyskowne, małe, ale rozwijające się koncerny, które są wchłaniane mogły w przyszłości rzucić wyzwanie wielkim korporacjom, które je przejmują. Zakładając, że nie ma potencjalnych sił konkurencyjnych w zwyczajowym rozumieniu problem polega głównie na uwzględnieniu aspektów makrokoncentracji i możliwego wpływu politycznego. Wśród pytań, „jakie należałoby tutaj zadać”, są: czy jest jakaś znaczna różnica, jeśli tożsamość wiodących firm z czasem ulegnie zmianie, z jaką szybkością taka zmiana powinna najlepiej występować, do jakiego stopnia instytucje polityczne i związane z nimi procedury mogą dawać sobie radę ze znacznym stopniem koncentracji w skali makroekonomicznej. Pełne rozpatrzenie tych problemów leży poza zakresem tego artykułu, choć dyskusja na ten temat może mieć poważny wpływ na dalsze obszary rozważań, które pełna dyskusja powinna objąć. Dotyczy to przypadku (afirmującego konglomeraty) przed stawionego przez Williamsona na bazie wyższości nad zewnętrznym rynkiem kapitałowym zminutyryzowanego systemu transferu kapitału, wewnętrznych rynków kapitałowych w odpowiednio zorganizowanych (forma M) zróżnicowanych firmach. Jak z tego wynika, analiza przyjmuje granice indywidualnych konglomeratowych firm jako dane¹⁵. Jednakże z punktu widzenia optimum globalnego, transfery kapitału ponad granicami korporacji, jak i w jej ramach są równie ważne. Ponadto te właśnie czynniki, które przydają zalet firmie w firmie M jako instrumentu alokacji zasobów (lepszy dostęp do informacji i obniżone koszty interwencyjne), wpływają korzystnie na rzecz inwestowania wewnętrznego. Stąd też, jeśli granice przedsięwzięć konglomeracyjnych zostały wyznaczone w sposób nieracjonalny z punktu widzenia transferu kapita-

¹⁵ Williamson omawia rolę konglomeratów. Widzi motywujący potencjalny zysk z reorganizacji zdobytych firm o formie U po linii formy - M.

zu, bądź też były mało elastyczne po ich pierwotnym nakreśleniu - cała alokacyjna efektywność gospodarki mogłaby znacznie odbiec od globalnego optimum, pomimo efektywnego mierzenia środków w ramach sektorów, tam zaś, gdzie fuzje działają jako forma korporacyjnego poszukiwania zewnętrznych możliwości inwestycyjnych - jak to jest obecnie przedstawione - pomagają one łagodzić ryzyko sytuacji zaledwie lokalnej suboptymalności. Co więcej, w takim stopniu w jakim konglomeraty są tworzone przez fuzje tego typu - ich granice, z punktu widzenia transferu kapitału, nie będą nakreślone w sposób nieracjonalny.

Praktyczne implikacje dla polityki antytrustowej są następujące: ponieważ jest mało prawdopodobne, aby korzyści poszukiwania pojawiły się w fuzjach typu horyzontalnego lub wertykalnego, obecna argumentacja przemawia za niedokonywaniem zmiany polityki w tym kierunku. Ponadto, z tego co zostało powiedziane nie wynika zmniejszenie potrzeby dokonania przeglądu propozycji fuzji typu konglomeratowego z punktu widzenia możliwych implikacji horyzontalnych i wertykalnych. Jednakże w sytuacji, gdy podstawowe problemy natury makroekonomicznej i politycznej pozostają nierozwiązane, obecna dyskusja, sprzężona z argumentacją Williamsona, sugeruje przeprowadzenie dalszych rozważań (w ocenie przypadków fuzji typu konglomeratowego) na temat stopnia w jakim fuzje konglomeratowe powiększają sieć powiązań korporacyjnych między przemysłami. Nie należy również zapominać o tym, że potencjalne korzyści społeczne pojawiają się na zagregowanym, systemowym poziomie, wpływającym na dynamiczną elastyczność gospodarki poprzez proces transferu kapitału. Stąd też brak wyraźnych korzyści społecznych na szczeblu firmy nie musi koniecznie być przedmiotem niepokoju, jak to czasem w przeszłości sądzono.

John Cable

SEARCH FOR NEW ORGANIZATIONAL SOLUTIONS
THROUGH FUSION OF COMPANIES

The author sets forth to prove that obtaining of information concerning potential investment possibilities may provide a satisfactory motive for take-over a company, at least in the case of fusion of the conglomerate type.

It is suggested in the article that search for new organizational solutions through fusions may become effective and hence we can speak about a rational behaviour of a company while making more or less standard assumptions.

Some arguments in favour of the "search through fusion" hypothesis can be found in materials available at present and concerning operation of fusions although it must be stated here that the scope of phenomenon of fusions based on the search motive is not too clearly defined. Successful results may be attributed to Williamson's studies, which point out that conglomerates represent effective and miniaturized capital markets while within the framework of the conglomerate companies grouped within it observe a principle of rational and elastic activity. In the area of the economic policy there is put forward an argument with regard to consideration of cases of conglomerate fusions free from horizontal and vertical implications. It is simultaneously suggested that absence of visible social benefits at the company level need not be a cause of worry.