

Zawodność rynku w świetle praktyki nieudanych fuzji i przejęć przedsiębiorstw w Polsce

Słowa klucze: mechanizm rynkowy, zawodność rynku, ekonomia dobrobytu, gospodarka otwarta, struktura kapitałów, fuzje i przejęcia, due diligence

Streszczenie

Podmiotem badań ekonomii jest gospodarka i obserwowane w niej zachowania podmiotów, a przedmiotem próba opisanie zjawisk w niej występujących i sformułowanie praw nimi rządzących. Wyniki tych badań znalazły swoje odzwierciedlenie w modelu rynku, który co do zasady opisuje zachowania podmiotów gospodarczych, uwzględniając rolę zasobów, w tym kapitału i trudne do przewidzenia zachowania ludzkie. Każda ze szkół ekonomicznych miała inne założenia dotyczące sprawnego funkcjonowania mechanizmu rynkowego w ramach systemu społeczno-gospodarczego, wskazując jednocześnie niedoskonałości innych podejść. Analiza podejść szkół ekonomicznych do rynku wskazała ekonomię dobrobytu jako nurt traktujący o mechanizmie rynkowym w sposób, który zdaje się być kompleksowym zbiorem założeń, próbującym opisać efektywność alokacji zasobów (w tym kapitału poprzez procesy fuzji i przejęć) w najlepszy możliwy sposób. Wskazuje ona, iż mechanizm rynkowy jest bardziej skuteczny, efektywniej alokuje zasoby, w gospodarce otwartej, ale może być on zawodny z tytułu wystąpienia efektów zewnętrznych, preferencji społecznych, niedoskonałej konkurencji na rynku, czy niepełnej informacji. Według założeń ekonomii dobrobytu te błędy rynku stanowią uzasadnienie ingerencji państwa w gospodarkę rynkową.

Gospodarka Polski po roku 1990 dokonała przemiany z gospodarki zamkniętej do gospodarki otwartej. Występujące w niej w większości przedsiębiorstwa państwowe przekształcały się w jednoosobowe spółki Skarbu Państwa lub przedsiębiorstwa prywatne, rozwijał się rynek kapitałowy. Wdrożono nowy ład gospodarczy w oparciu o teorię podaży i teorię dobrobytu. Jednak program przekształceń systemowych, oparty na podwójnym szoku w odniesieniu do liberalizacji i stabilizacji makroekonomicznej, wiązał się ze

znacznymi kosztami społecznymi. Wdrożenie pakietu reform strukturalnych miało dać efekty synergii, wyzwolić siły rynkowe, pobudzić konkurencję poprawić funkcjonowanie rynków kapitałowych. W rzeczywistości w skali makro miał miejsce spadek produkcji, narastające bezrobocie, niezadowalające postępy walki z inflacją. Zaś w skali mikro, przedsiębiorstwa były skazane na przyspieszoną prywatyzację w warunkach otwartego rynku, zmagając się z problemem efektywności operacyjnej przy niewielkim potencjale kapitałowym. Stawały się przy tym jednocześnie celem dla kapitału zagranicznego, co bazowało na założeniu, że przedsiębiorstwa polskie mogą działać na rynku konkurencyjnym w gospodarce otwartej i co zarazem oznaczało swobodę przepływu kapitału w skali globalnej. Przepływ ten mógł i może odbywać się poprzez fuzje i przejęcia, które charakteryzują się większą złożonością ekspansji zagranicznej, wyższym poziomem ryzyka oraz wymaga znacznego zaangażowania kapitału. Fuzje i przejęcia przeprowadzane były w warunkach niepełnej informacji, stanowiący przejaw zawodności rynku, a jednak, przedsiębiorstwa upatrywały i upatrują w nich szansę przetrwania, adaptacji lub rozwoju poprzez pozyskanie nowych źródeł finansowania, tworząc unikalne, dostosowane do własnych potrzeb, struktury kapitałowe.

Celem pracy jest zbadanie przyczyn nieudanych fuzji i przejęć w warunkach zawodności rynku, gdyż niepełna informacja towarzysząca tym procesom, a stanowiąca przejaw zawodności rynku, zdaje się nie tłumaczyć do końca niepowodzeń procesów. W tym celu należało dobrać odpowiednią metodę, która umożliwi badanie procesów fuzji i przejęć pod kątem ich potencjalnej efektywności, wyodrębnieniu możliwych ścieżek przekształceń czy identyfikacji i oceny czynników ryzyka niepowodzeń. Najlepszą wydała się być metoda kojarzona z procesami fuzji i przejęć, choć stosowana w innym celu, czyli metoda *due diligence*. Jej elastyczność i uniwersalny charakter pozwalają na modyfikację i dobór obszarów badawczych, w wyniku czego powstała wariacja tej metody umożliwiająca jej nowatorskie zastosowanie. Autor wyszedł z założenia, że przekształcenia w drodze fuzji i przejęć to przede wszystkim decyzje – nie tylko ta jedna najważniejsza czy łączyć się z danym podmiotem czy też nie, ale szereg innych, mniejszych procesów decyzyjnych wspomagających decyzję finalną. Dlatego też przy doborze aspektów badawczych *due diligence* procesów fuzji i przejęć posłużono się teoriami podejmowania decyzji. Wyodrębniono cztery aspekty *due diligence*, których łączne zbadanie, pozwoliło stwierdzić, że istnieje więcej niż dwie ścieżki przekształceń, kryjących się w ramach blokowo (ogół procesów przekształceń kapitałowych o istocie koncentracji) rozumianego pojęcia „fuzje i przejęcia. Stosowane rozłącznie są różnie interpretowane, a w najgorszym przypadku

stosowane zamiennie w odniesieniu do danego procesu. Rozłączna analiza aspektów procesów fuzji i przejęć przez pryzmat zmodyfikowanego *due diligence* pozwoliła na dość precyzyjne wyodrębnienie nie dwóch, a pięciu możliwych ścieżek przejścia procesów przekształceń w ramach ogólnego zbioru procesów fuzji i przejęć, tj. przyjacielskie przejęcia kontroli (*share deal*), przejęcia majątku (*asset deal*), wrogie przejęcia, inkorporacje oraz fuzje *sensu stricto*. Przede wszystkim jednak potwierdziły, iż przyczyny niepowodzeń fuzji i przejęć wykraczają poza niepełną informację. Przyczyn zawodności mechanizmu rynkowego w zakresie alokacji kapitału w ramach praktyki fuzji i przejęć należy upatrywać w procesie ich przeprowadzania przede wszystkim w aspekcie ekonomiczno-finansowym, formalno-prawnym, behawioralnym, mniej w aspekcie organizacyjno-procesowym. Analiza przyczyn nieudanych fuzji i przejęć oraz ich skutków umożliwiła zaproponowanie zbioru zasad, które miałyby na celu minimalizowanie ryzyka niepowodzenia procesów fuzji i przejęć i w rezultacie łagodzenia przejawów zawodności mechanizmu funkcjonowania rynku.