

## Efekt zakotwiczenia w transakcjach fuzji i przejęć na przykładzie Polski

Katarzyna Biegańska, Magdalena Jasiniak,  
Radosław Pastusiak, Anna Pluskota\*

**Streszczenie:** Psychologiczne właściwości procesu dokonywania oceny przez ludzi mają fundamentalne znaczenie dla podejmowanych decyzji, w tym również decyzji inwestycyjnych. Celem artykułu jest analiza zależności między wartością akcji przed transakcją M&A, a prawdopodobieństwem osiągnięcia zysku po transakcji. Zdaniem Autorów, im mniejsza wartość akcji przed transakcją, tym wyższe prawdopodobieństwo osiągnięcia zysku. Badanie przeprowadzono w oparciu o dane 238 transakcji zawartych w okresie 2004–2014 na rynku polskim.

**Słowa kluczowe:** fuzje i przejęcia, efekt zakotwiczenia, wartość przedsiębiorstwa

### Wprowadzenie

Fuzje i przejęcia stanowią element zewnętrznej strategii przedsiębiorstwa. Aby transakcja była uzasadniona, powinna kreować większą wartość niż strategia wewnętrznego wzrostu przedsiębiorstwa.

W przypadku spółek giełdowych, których wartość jest zależna od przewidywanych zysków, transakcje te mają istotny wpływ na cenę akcji. Jeśli oczekiwania inwestorów co do transakcji fuzji i przejęć są pozytywne, można oczekiwać wzrostu cen akcji. W przypadku, gdy transakcja jest oceniana negatywnie, ceny akcji maleją.

Jak wskazują badania, znaczna część transakcji fuzji i przejęć kończy się niepowodzeniem, tymczasem oczekiwania inwestorów co do kondycji przedsiębiorstwa będącego celem transakcji są często pozytywne. Fundamentalne znaczenie dla podejmowania decyzji inwestycyjnych mają tutaj również psychologiczne właściwości procesu dokonywania ocen przez ludzi. Ocena, czy coś jest korzystne czy też nie, podejmowana jest w oparciu o różne czynniki. Jednym z nich jest cena.

Celem niniejszego opracowania jest analiza zależności między wartością akcji przed transakcją a prawdopodobieństwem osiągnięcia zysku po transakcji. Autorzy stawiają

---

\* dr Katarzyna Biegańska, Uniwersytet Łódzki, Wydział Nauk o Wychowaniu, Instytut Psychologii, e-mail: k.bieganska@wp.pl; dr Magdalena Jasiniak, Uniwersytet Łódzki, Wydział Nauk o Wychowaniu, Instytut Psychologii, e-mail: magdalena.jasiniak@uni.lodz.pl; dr hab. Radosław Pastusiak prof. UŁ, Uniwersytet Łódzki, Wydział Nauk o Wychowaniu, Instytut Psychologii, e-mail: radoslaw.pastusiak@uni.lodz.pl; mgr Anna Pluskota, Uniwersytet Łódzki, Wydział Nauk o Wychowaniu, Instytut Psychologii, e-mail: anna.kazmierska@uni.lodz.pl.

hipotezę, że im mniejsza wartość akcji przed transakcją, tym wyższe prawdopodobieństwa osiągnięcia zysku.

## 1. Efektywność fuzji i przejęć

Efektywność procesu fuzji i przejęć stanowi ważny element oceny z punktu widzenia każdego podmiotu zaangażowanego w ten proces. Jak wskazują wyniki badań, transakcje fuzji i przejęć częściej kończą się niepowodzeniem aniżeli sukcesem. Jak wskazują Schuler i Jackson (2001) na przykładzie Stanów Zjednoczonych, nawet 75% transakcji nie osiąga założonych celów finansowych, mierzonych wartością kapitału, rentownością inwestycji oraz poziomem płynności finansowej po transakcji. Natomiast badania w krajach europejskich, przeprowadzone w 1995 roku, wskazują, że w przypadku aż 50% transakcji o wartości 500 mln USD i powyżej, miało negatywny wpływ na wartość kapitału dla akcjonariuszy, 30% miało nieznaczny wpływ, a zaledwie 17% wykreowało wartość dodaną. Utratę wartości spółek przejmujących zauważyli również Mitchell i Stafford (2000). Wyniki były jednak zróżnicowane w zależności od sposobu finansowania transakcji – dla transakcji finansowanych gotówką zaobserwowano większe prawdopodobieństwo zysku, natomiast w przypadku emisji akcji – większe prawdopodobieństwo straty.

Badania przeprowadzone przez Browna na transakcjach z okresu 1971–2001 nie są jednoznaczne. Jednakże zaledwie 20–30% wszystkich transakcji generuje korzyści dla akcjonariuszy firm będących celem fuzji lub przejęcia. Booz Allen i Hamilton (2001) wykazali, że ponad połowa (53%) analizowanych transakcji nie przyniosła oczekiwanych rezultatów, a w przypadku fuzji i przejęć opartych na motywach strategicznych – aż 68% transakcji.

Z badań przeprowadzonych na polskim rynku, spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych wynika, że:

- w przypadku spółek, które ogłosiły zamiar połączenia, wpływ ogłoszenia fuzji na ceny akcji jest krótkoterminowy i powoduje ich wzrost o około 1,5–2 % w okresie kilku dni przed dniem ujawnienia informacji o fuzji (Czerwonka 2010a),
- w krótkim okresie przeciętne ceny akcji spółek, na które ogłoszono wezwanie do sprzedaży, wzrosły w okresie +/- jedna sesja, o 4,5% bardziej w porównaniu do sytuacji, gdyby spółki te nie były celem przejęcia; w okresie +/- 60 sesji wzrost był bardziej znaczący i wyniósł 22% (Czerwonka 2010b),
- spółki przejmowane przeciętnie zyskują na transakcji połączeń zarówno w krótkim, jak i w długim okresie, natomiast spółki przejmujące tracą lub co najwyżej wpływ transakcji na wartość spółki pozostaje neutralny (Czerwonka 2010c).

## 2. Efekt zakotwiczenia – w świetle teorii literatury

Spostrzeganie ceny jako wysokiej generalnie zniechęca do zakupu. Ludzie są wrażliwi na cenę, zwłaszcza wtedy, gdy mają ponieść większe wydatki. Wrażliwość na cenę nazywa się elastycznością cenową (Falkowski, Tyszka 2006: 224).

Fundamentalne znaczenie dla podejmowanych decyzji mają psychologiczne właściwości procesu dokonywania oceny przez ludzi. Warto tu przywołać teorię perspektywy Kahnemana i Tversky'ego (1979) i główne jej założenie: oceniając, czy coś jest korzystne czy nie, decydent przyjmuje jakiś punkt odniesienia. Ma tu zastosowanie heurystyka zakotwiczenia i dostosowywania, czyli uproszczona metoda wnioskowania, która polega na oparciu się (zakotwiczeniu umysłu) na wybranej informacji, a następnie interpretowaniu innych danych w odniesieniu do niej.

Heurystyka zakotwiczenia i dostosowywania jest wykorzystywana w marketingu. Podejmuje się różne działania mające na celu zmianę postrzegania przez decydenta/konsumenta ceny produktu. Co wpływa na percepcję ceny? Na przykład zestawienie danej ceny z ceną wcześniejszą tego samego produktu lub z ceną produktów podobnych. Stosuje się też zabieg polegający na demonstracji ceny odniesienia, czyli np. ceny pokazanej jako wielokrotności mniejszej wartości (przykład z branży jubilerskiej na rynku amerykańskim: cena biżuterii podana jako  $5 \times 235$  zamiast ceny 1175) (Tyszka, Falkowski 2006: 230–231). Stosuje się też zmianę przelicznika: cena może być podawana nie za kilogram produktu, ale za 100 gram, co 10-krotnie pomniejsza prezentowaną wartość sugerując, że klient zapłaci za towar mniej. Zabiegiem stosowanym przez specjalistów marketingu jest też dzielenie ceny na części (np. raty rozłożone na 3 lata) lub podawanie ceny poszczególnych elementów zestawu zamiast ceny całości (cena jednego garnka zamiast ceny kompletu 12-częściowego). Powyższe zabiegi mają na celu zredukowanie ceny w subiektywnym odbiorze konsumenta. Ma to szczególne zastosowanie w przypadku produktów droższych lub tych wiążących się z ryzykiem.

Wybrana oferta handlowa jest porównywana do wskazanego punktu (kotwiczenie) i rozpatrywana w kategoriach potencjalnego zysku lub straty. Z teorii perspektywy wynika, że straty są „przeceniane” w stosunku do zysków (strata bardziej smuci niż zysk cieszy). Na przykład przy zredukowanej (niższej) cenie jednostkowej akcji potencjalna strata wydaje się być szacowana jako mniejsza (pomimo zakupu wielu akcji, subiektywnie koszt może wydawać się mniejszy, bo rozpatrywany oddzielnie dla poszczególnych akcji).

W przypadku inwestycji udanej uruchomiony może być natomiast inny proces oceny mający na celu podwyższenie samopoczucia decydenta. Chodzi o jedną z czterech zasad umysłowych kalkulacji (*mental accounting*) Thaler (1985, 1999, 2008), które autor ten wprowadził z teorii perspektywy Kahnemana i Tversky'ego. Jedną z nich jest zasada rozdzielania zysków: kupujący odczuwa większą satysfakcję z kilku mniejszych zysków niż z jednego większego, będącego sumą tych mniejszych.

Powyższe prawidłowości wspierają tezę o ograniczonej racjonalności decydenta, który „porzuca” matematyczną kalkulację i wykorzystuje heurystyki, czyli zawodne strategie oceny. Czyni to, aby uprościć i skrócić proces podejmowania decyzji lub poczuć się lepiej w następstwie wyboru rzekomo lepszej opcji. Na gruncie psychologii ekonomicznej zebrano całkiem sporo przykładów ograniczoności modeli normatywnych (bazujących na racjonalności) w odniesieniu do decyzji ekonomicznych człowieka. Należą do nich m.in.: impulsywne decyzje zakupowe, nadmierna awersja do ryzyka skłaniająca do przechowywania pieniędzy w domu, nieadekwatna ocena ryzyka inwestycyjnego w przypadku form słabiej znanych (przecenianie ryzyka) i lepiej znanych (niedocenianie ryzyka) (por. Zaleśkiewicz 2015).

Okazuje się również, że ludzie nie zawsze dążą do maksymalizacji oczekiwanej korzyści rozumianej jako wybór rozwiązania optymalnego pod względem relacji między pozytywnymi i negatywnymi danej opcji. Przeanalizował ten problem już w latach pięćdziesiątych XX wieku H. Simon, który odrzucił tezę o racjonalności wyborów. Uznał, że ludzie podejmują nie tyle decyzje optymalne, co raczej satysfakcjonujące (Simon, za Zaleśkiewicz 2015: 22), a zatem mające kontekst psychologiczny. H. Shefrin i M. Statman (2000, za Zaleśkiewicz 2015: 320) uważają, że inwestorzy wprawdzie są motywowani chęcią osiągnięcia zamierzonego zysku, ale cel swój realizują balansując między lękiem przed poniesieniem strat a nadzieją na spektakularny zysk. Skonstruowali oni model portfela behawioralnego, który opiera się na dywersyfikacji emocjonalnej, w odróżnieniu od dywersyfikacji optymalnej opartej na kowariancji między stopami zwrotu z poszczególnych aktywów (teoria portfelową Markowitza). Kluczowym ich celem jest uniknięcie żalu poddecyzyjnego jako nieprzyjemnego uczucia będącego następstwem podjęcia niewłaściwej decyzji. Żal może się pojawić w dwóch możliwych sytuacjach: duża strata w następstwie ulokowania znacznej części kapitału w ryzykownych akcjach w warunkach spadku cen na giełdzie i niewielki zysk w następstwie ulokowania kapitału w bezpiecznych walorach w warunkach hossy (Tykocinski, Israel, Pittman 2004).

H. Shefrin i M. Statman stoją na stanowisku, że inwestorzy tak konstruują portfele, aby miały one potencjał zysku, ale posiadały równocześnie instrumenty, które zabezpieczają przed stratą. Oparli się na klasycznej teorii ryzyka L. Lopes (1987), która eksperymentalnie dowiodła, że ludzie motywowani przede wszystkim nadzieją koncentrują się na możliwym zysku i wybierają takie warianty, które potencjalnie mogą przynieść dużą korzyść (choć przy małym prawdopodobieństwie). Jednostki, u których dominuje lęk przed stratą, decydują się na opcje z niższym potencjalnym zyskiem, ale też z niewielkim prawdopodobieństwem przegranej. Takie podmiotowe preferencje i głębokie psychologiczne uwarunkowania poszczególnych jednostek są istotnym wyznacznikiem ich decyzji inwestycyjnych, percepcji ryzyka oraz wrażliwości na cenę akcji.

### **3. Metodyka badania**

Badanie empiryczne zostało przeprowadzone na podstawie danych dotyczących transakcji fuzji i przejęć spółek giełdowych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2005–2015. Wybrano jedynie te transakcje, w których spółki z polskim kapitałem kupowały spółki z polskim kapitałem. Łącznie ujęto w badaniu 238 transakcji. Badanie podzielono na 3 części. W pierwszej analizowano przyrosty cen akcji w okresie 1 miesiąca po fuzji biorąc pod uwagę wartość ceny akcji w dniu fuzji. W drugiej części te same przyrosty cen analizowano odnosząc się do wartości ceny akcji na 3 miesiące przed fuzją, zaś w 3 części badania wzięto pod uwagę przyrosty cen akcji w porównaniu do ceny, za którą daną spółkę przejęto.

### **4. Wyniki badania (na transakcjach ogółem)**

W tabeli 1 przedstawiono wyniki analizy przyrostu ceny w okresie 1 miesiąca po fuzji dla podziału zbioru danych na cztery równe grupy, przy czym dane najpierw poukładano według ceny w dniu fuzji od najmniejszej do największej. Grupa 1 obejmuje operacje z ceną w dniu transakcji do 0,18 euro. Grupa 2 obejmuje transakcje od 0,18 euro do 0,49 euro, zaś grupa 3 obejmuje ceny od 0,49 euro do 1,43 euro. Liczebność grup jest zbliżona. Grupy od 1 do 3 obejmują 60 pozycji, zaś grupa 4 zawiera 58 pozycji. Dla poszczególnych operacji policzono przyrosty cen w trakcie 1 miesiąca od fuzji. Analizowano statystyki opisowe dla tychże przyrostów cen, ponieważ z punktu widzenia inwestora interesujące jest zachowanie się cen akcji po zakupie spółki.

Interesujące wyniki uzyskano dla grupy 1. W grupie 1 średni przyrost ceny w 1 miesiącu po fuzji był największy i wyniósł 27,5%. Również wartość przeciętna jest najwyższa dla grupy 1. Jednocześnie obserwacje są najmniej skupione wokół średniej dla grupy 1, ponieważ odchylenie standardowe jest największe. Potwierdza to również wartość zakresu, największa dla grupy 1. Wartość maksymalna przyrostu została uzyskana dla grupy 1. Wartość minimalna wyniosła –55,2%, najmniejszą stratę na transakcji w ciągu miesiąca odnotowano w grupie 4, czyli –44,3%. Statystyki opisowe dla analizowanej próby podzielonej na 4 grupy wskazują, że statystycznie częściej zysk na akcjach w okresie 1 miesiąca po fuzji osiągały akcje najtańsze w dniu fuzji. Udział transakcji z zyskiem w stosunku do wszystkich transakcji z grupy był największy dla grupy 1 i wyniósł 60%, czyli na 60 obserwacji 36 zakończyły się wzrostem cen akcji w okresie 1 miesiąca po fuzji. Wnioskować należy, iż największe szanse na zysk odnotowano w przypadku kupna najtańszych akcji w dniu fuzji. Najkorzystniejsze wyniki odnotowano dla cen z 1 i 2 grupy.

**Tabela 1**

Statystyki opisowe dla przyrostów cen w okresie 1 miesiąca po fuzji

Grupa	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Zakres	Minimum	Maksimum	Udział zysku (%)
1	0,2755	0,0433	0,6920	3,6493	-0,5516	3,0977	60
2	0,0892	0,0084	0,3660	2,0992	-0,5890	1,5102	55
3	-0,0457	-0,0147	0,2111	1,1482	-0,7936	0,3546	38
4	0,0295	-0,0415	0,4168	2,7448	-0,4432	2,3016	36

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Zephyr.

W tabeli 2 zawarto statystyki opisowe dla danych, które najpierw poukładano według ceny na trzy miesiące przed fuzją od najmniejszej do największej, a następnie rozdzielono na 4 grupy. Grupa 1 obejmuje operacje z ceną na 3 miesiące przed transakcją do 0,21 euro. Grupa 2 obejmuje transakcje od 0,21 euro do 0,49 euro, zaś grupa 3 – ceny od 0,49 euro do 1,35 euro. Dla poszczególnych operacji policzono przyrosty cen w trakcie 1 miesiąca po fuzji.

Podobnie do poprzedniego badania, najkorzystniejsze dla inwestora wartości statystyk opisowych znalazły się w 1 grupie transakcji o najniższych cenach akcji na 3 miesiące przed przejęciem spółki. Wnioskować należy, iż inwestor miał największe szanse na zysk na akcjach w ciągu miesiąca po fuzji w przypadku kupna najtańszych akcji na 3 miesiące przed fuzją.

**Tabela 2**

Statystyki opisowe dla przyrostów cen w okresie 1 miesiąca po fuzji

Grupa	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Zakres	Minimum	Maksimum	Udział zysku (%)
1	0,1655	0,0073	0,6036	3,6493	3,7683	-0,6706	55
2	0,0899	-0,0023	0,4846	2,0992	3,3428	-0,6292	48
3	0,0442	-0,0075	0,3167	1,1482	2,0918	-0,7936	47
4	0,0496	-0,0269	0,4240	2,7448	2,7449	-0,4433	40

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Zephyr.

W tabeli 3 umieszczono wyniki analizy przyrostu ceny w okresie 1 miesiąca po fuzji dla podziału zbioru danych na cztery równe grupy, przy czym dane najpierw poukładano według ceny transakcji przejęcia spółki od najmniejszej do największej. Grupa 1 obejmuje operacje z ceną przejęcia do 181,51 euro, grupa 2 transakcje od 181,51 euro do 944,16 euro, zaś grupa 3 – ceny od 944,16 euro do 5259,61 euro. Liczebność grup jest zbliżona. Grupy od 1 do 3 obejmują 60 pozycji, zaś grupa 4 zawiera 58 pozycji. Dla poszczególnych operacji policzono przyrosty cen w trakcie 1 miesiąca od fuzji.

Analiza średnich wartości przyrostów cen akcji w ciągu 1 miesiąca po przejęciu spółki wskazuje, że największy średni przyrost odnotowano w 1 grupie z najtańszymi spółkami. Największa wartość mediany odnotowano dla grupy 2. Największa wartość maksymalna jest dla grupy 1, zaś największą stratę odnotowano w grupie 3, w której też było najmniej transakcji kończących się wzrostem cen akcji. Najkorzystniejsze statystyki opisowe odnotowano dla grupy 1 i 2, czyli najtańszych spółek.

**Tabela 3**

Statystyki opisowe dla przyrostów cen w okresie 1 miesiąca po fuzji

Grupa	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Zakres	Minimum	Maksimum	Udział zysku (%)
1	0,1870	0,0070	0,5928	3,5851	-0,4874	3,0977	50
2	0,1290	0,0226	0,3526	2,0351	-0,5516	1,4836	55
3	0,0744	-0,0084	0,5623	3,5072	-0,7936	2,7136	42
4	-0,0444	-0,0330	0,2526	1,9687	-0,6706	1,2982	58

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Zephyr.

Powyższe badanie miało na celu wykrycie zależności między zyskiem na cenie akcji spółki przejętej w pierwszy miesiąc po fuzji w stosunku do ceny akcji na 3 miesiące przed przejęciem, ceny akcji w dniu fuzji i wartości transakcji, za którą przejęto spółkę. Na podstawie analizy wybranych statystyk opisowych należy stwierdzić, że większe szanse na zysk miało się w przypadku kupna najtańszych akcji spółek przejmowanych na 3 miesiące przed i w trakcie fuzji. W przypadku analizy zysku w porównaniu do ceny transakcji wykryto podobną zależność.

## 5. Dyskusja

Patrząc obiektywnie na wyniki analiz, należy zgłosić kilka wątpliwości. Pierwsza z nich to logika psychologiczno-ekonomiczna zjawiska. Czy rzeczywiście człowiek, podejmując decyzje, kieruje się tak prostym czynnikiem, jakim jest wartość nominalna aktywa? Przecież jeśli byłoby to prawdą, to wszystkie ceny na giełdach byłyby groszowe lub bliskie jedności, a tak nie jest. Zjawisko to ma znaczenie, gdy dochodzi do znacznej przewagi wpływu jednego z czynników na decyzję zakupową. Musi wystąpić impuls zakupowy w formie informacji o fuzji, dobrych wynikach kwartalnych lub rocznych czy podpisaniu ważnego kontraktu. W bieżących kwotowaniach aktywów nie widać wpływu ceny na wzrost wartości aktywa. Drugą wątpliwością jest wybór czynników, jakie będą ujawniać zjawisko, jak silnie muszą one oddziaływać na człowieka? Trzecią wątpliwością jest zastosowana metodologia analizy zjawiska. Wymaga ona jeszcze potwierdzenia przez innych badaczy.



## Uwagi końcowe

Niewątpliwie faktem jest, że należy kupować tanio, a sprzedawać drogo. Interesujące z punktu widzenia inwestora jest to, że większe szanse na zysk ma kupując spółkę o niższej cenie akcji. Możliwe, że wynika to z niedoszacowania wartości spółki. Tańsze spółki mają większą perspektywę wzrostu. Kolejnym argumentem przemawiającym za kupowaniem tańszych akcji jest możliwość poprawy funkcjonowania spółki przez inwestycje w jej potencjał oraz powierzenie zarządzania spółką profesjonalnej kadrze menadżerów. Przypuszczenia te należy potwierdzić empirycznie, analizując zależności między ceną a zyskiem w porównaniu do branży spółek przejmowanych i przejmujących. Te analizy będą przedmiotem kolejnych badań autorów.

## Literatura

- Czerwonka L. (2010a), *Wpływ fuzji przedsiębiorstw na ich wartość*, „*Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*” nr 4 (723), s. 31–37.
- Czerwonka L. (2010b), *Wpływ wezwań do sprzedaży akcji na stopę zwrotu z akcji spółek objętych ofertą przejęcia*, w: *Problemy gospodarowania w Polsce*, red. D. Kopycińska, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 193–205.
- Czerwonka L. (2010c), *Długookresowy wpływ połączeń przedsiębiorstw na wartość spółek przejmujących*, „*Przegląd Organizacji*” nr 10, s. 33–36.
- Booz Allen, Hamilton (2001), *Merger Integration: Delivering on the Promise*.
- Burner 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.
- Falkowski A., Tyszka T. (2006), *Psychologia zachowań konsumenckich*, GWP, Gdańsk.
- Kahneman D., Tversky A. (1979), *Prospect theory: An analysis of decision under risk*, „*Econometrica*” vol. 47, s. 267–291.
- Lopes L. (1987), *Between Hope and Fear: The Psychology of Risk*, „*Advances in Experimental Social Psychology*” vol. 20, s. 255–295.
- Mitchell M.L., Stafford E. (2000), *Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance*, „*The Journal of Business*” vol. 73, no. 3, s. 287–329.
- Schuler R., Jackson S. (2001), *HR issues and activities in mergers and acquisitions*, „*European Management Journal*” vol. 19, no. 3.
- Shefrin H., Statman M. (2000), *Behavioral Portfolio Theory*, „*Journal of Financial and Quantitative Analysis*” vol. 35, s. 127–152.
- Thaler R.H. (1985), *Mental accounting and consumer choice*, „*Marketing Science*” vol. 4, s. 199–214.
- Thaler R.H. (1999), *Mental accounting matters*, „*Journal of Behavioral Decision Making*” vol. 12, s. 183–206.
- Thaler R.H. (2008), *Mental Accounting and Consumer Choice*, „*Marketing Science*” vol. 27, no. 1, s. 15–25.
- Tykocinski O.E., Israel R., Pittman T.S. (2004), *Inaction inertia in the stock market*, „*Journal of Applied Social Psychology*” vol. 34, s. 1116–1175.
- Zaleśkiewicz T. (2015), *Psychologia ekonomiczna*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.



### THE ANCHOR EFFECT IN MERGER AND ACQUISITION TRANSACTIONS ON THE EXAMPLE OF POLAND

**Abstract:** Psychological characteristics of processes of assessment by people have the fundamental importance in decision making, including investment decisions. This article aims to analyse the relation between the value of shares before the M&A transaction and probability of achieving profit after transaction. Authors state that the lower value of shares before transaction, the higher probability of profit. The research was based on the data collected of 238 M&A transactions conducted in the period 2004–2014 in Poland.

**Keywords:** mergers and acquisitions, anchor effect, company value

### Cytowanie

Biegańska K., Jasiniak M., Pastusiak R., Pluskota A. (2016). Efekt zakotwiczenia w transakcjach fuzji i przejęć na przykładzie Polski. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (79), 585–593; [www.wneiz.pl/frfu](http://www.wneiz.pl/frfu).