

## Fuzje i przejęcia – aspekty teoretyczne\*

Eric Ambukita\*\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem badawczym niniejszego opracowania była, w oparciu o studia literatury przedmiotu, próba analizy fuzji i przejęć światowej i polskiej gospodarce.

*Metodologia badania* – W artykule zastosowano metodę analityczno-opisową, wykorzystując krajowe i zagraniczne źródła literaturowe.

*Wynik* – W wyniku przeprowadzonych badań przybliżono teoretyczne aspekty zjawiska fuzji i przejęć, usystematyzowano pojęcia z zakresu fuzji i przejęć oraz podjęto próbę wyjaśnienia tego zjawiska.

*Oryginalność/wartość* – Artykuł nie wyczerpuje bogatej problematyki fuzji i przejęć przedsiębiorstw i stanowi teoretyczny zbiór fundamentalnej wiedzy z obszaru teorii ekonomicznych, skupionych wokół fuzji i przejęć, przez pryzmat których postrzegać można przedsiębiorstwo. Wciąż pozostaje wiele kwestii domagających się dookreślenia – ważne wydają się szczególnie badania empiryczne poświęcone weryfikacji wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

**Słowa kluczowe:** fuzje i przejęcia, transakcja, przedsiębiorstwa

### Wprowadzenie

Fuzje i przejęcia są transakcjami stosowanymi przez przedsiębiorstwa celem osiągnięcia określonych zamierzeń strategicznych i finansowych. Ich konsekwencją może być połączenie dwóch podmiotów gospodarczych w jedną organizację w taki sposób, aby osiągnąć nowe cele, wspólnie uczestnicząc w rynku. W ostatnich latach w literaturze z zakresu zarządzania badacze koncentrowali się na relacjach pomiędzy aliansach, ilości i jakości powiązań pomiędzy firmami, a także fuzjach i przejęciach. Łączenie się przedsiębiorstw, przejmowanie jednych przez drugie, tworzenie grup kapitałowych stanowi wyraz poszukiwania korzyści synergii, które mają zapewnić wzrost konkurencyjności i zdolności do podtrzymywanego rozwoju i wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Transakcje fuzji i przejęć są najszybszą metodą rozwoju i dlatego stały się jednym z najważniejszych elementów strategii przedsiębiorstw, obok *joint ventures*, aliansów, sojuszy czy partnerstw. Transakcja, aby była uzasadniona, powinna kreować większą wartość niż strategia wewnętrznego wzrostu przedsiębiorstwa. O skali zjawiska fuzji i przejęć w gospodarce światowej świadczy liczba

---

\* Artykuł powstał w ramach projektu badawczego pt.: „Fuzje i przejęcia jako strategia wzrostu wartości przedsiębiorstwa” sfinansowanego ze środków dotacji podmiotowej na działalność statutową Wydziału Finansów i Bankowości w Poznaniu w 2017 r. na realizację projektu badawczego.

\*\* dr Eric Ambukita, Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu, Instytut Nauk Ekonomicznych, ul. Powstańców Wielkopolskich 5, 61-895 Poznań, e-mail: ambukitaeric@yahoo.fr.

i wartość zawieranych transakcji. Wartość globalnego rynku fuzji i przejęć w 2017 roku osiągnęła 3,6 bln USD (2,993 mld EUR). Wartość ta praktycznie nie uległa zmianie od 2016 roku, a liczba transakcji jest najwyższa od lat 80. XX wieku (www.obserwatorfinansowy.pl, 2018). Fuzje i przejęcia mają wpływ na wiele aspektów działalności przedsiębiorstwa: na produkcję, zarządzanie, gospodarowanie czynnikiem ludzkim, kulturę organizacyjną oraz finanse. Rezultaty fuzji i przejęć widoczne są generalnie na dwóch obszarach, w działalności operacyjnej i wynikach finansowych połączonych firm.

Problematyka artykułu została zawarta w punktach, w których poruszono następujące kwestie: problematykę badawczą, podstawowe pojęcia, teoretyczne uzasadnienie motywów fuzji i przejęć. Badanie kończy analiza fuzji i przejęć na świecie i w Polsce. W opracowaniu, z względu na ograniczenie objętości, skoncentrowano się jedynie na aspekcie teoretycznym, natomiast empiryczna weryfikacja wartości będzie podlegała analizie w drugiej części opracowania.

## 1. Podstawowe pojęcia fuzji i przejęć

Transakcje fuzji i przejęć są jedną z metod zewnętrznego rozwoju przedsiębiorstwa. Metoda ta cieszy się coraz większą popularnością. Transakcje fuzji i przejęć wykorzystywane są z jednej strony jako narzędzie pozwalające na szybką ekspansję, umożliwiającą uzyskanie pozycji dominującej na rynku, a z drugiej – jako narzędzie umożliwiające obniżenie kosztów funkcjonowania poprzez uzyskanie korzyści skali, co wiąże się z efektywnym wykorzystywaniem posiadanych zasobów (Korpus, 2013, s. 7). Fuzje i przejęcia w języku angielskim, w którym literatura na temat fuzji i przejęć jest najobszerniejsza, najczęściej używa się ogólnego terminu *mergers & acquisitions* (M&A), stosując jednak także terminy, jak *takeover*, *consolidation* czy *buyout* (Frąckowiak, 2009, s. 24). M&A stanowią bardzo ważne zjawisko, które jest nieodłączną częścią kontekstu społeczno-gospodarczego i które wzbudza szerokie zainteresowanie na wielu płaszczyznach badawczych, zarówno pod względem ich liczby, jak i wartości. Fuzje i przejęcia są działaniami łączenia lub przejęcia kontroli nad przedsiębiorstwami docelowymi, dokonywanymi poprzez zakup lub wymianę akcji. W przypadku nabycia, aktywa przedsiębiorstwa docelowego są przejmowane pośrednio przez kupującego poprzez posiadanie akcji, które definiują jego prawo własności do tej firmy (Calipha, Tarba, Brock, 2010, s. 24). Działania te stanowią jedną z głównych praktyk wzrostu zewnętrznego. Wzrost zewnętrzny oznacza zatem sposób rozwoju oparty na przejęciu środków produkcji już zorganizowanych i posiadanych przez podmioty zewnętrzne firmy. Maksymalizacja tempa wzrostu oraz osiągnięcie zadowalającej stopy zysku może być osiągnięta poprzez generowanie zysku i pomnażanie majątku właścicieli, co w rzeczywistości jest podstawowym celem istnienia i funkcjonowania przedsiębiorstwa (Pierścioneek, 1996, s. 14). W literaturze anglojęzycznej do wyjaśnienia procesów „połączenie, łączenie się” przedsiębiorstw używa się ogólnego terminu: *mergers and acquisitions*, przy czym *mergers* określa najczęściej fuzję, a *acquisitions* – przejęcie (Herdan, 2008, s. 11).

Natomiast w językoznawstwie termin „fuzja” określa się jako „połączenie, zjednoczenie się (...) przedsiębiorstw handlowych, towarzystw akcyjnych” (Sasiak, 1999, s. 21). W literaturze polskiej, za terminologią angielską i francuską, stosuje się również określenia „akwizycje” (ang. *acquisitions*) oraz mariaże (ang. *mergers*, franc. *fusion, marriage*) (Sułkowski, 2017, s. 21). Połączenie lub łączenie się przedsiębiorstw będzie się odnosić do takich przypadków, w których z dwóch (lub więcej) niezależnych bytów prawnych, pozostaje jeden. W literaturze naukowej fuzja rozumiana jest jako połączenie dwóch lub więcej podmiotów gospodarczych w nowy organizm w konsekwencji umowy między tymi organizacjami.

Fuzje między firmami prowadzą do tego, że firma A i firma B tworzą firmę AB (w przypadku fuzji równych sobie firm) lub Ab lub aB (fuzja asymetryczna) lub C (fuzja jest czasami okazją do zmiany nazwy lub nawet rodzaju działalności). Przejęcia umożliwiają firmie A uzyskanie statusu firmy A+. Zazwyczaj są one dokonywane w drodze publicznej oferty przejęcia i należy je odróżnić od zwykłego nabycia udziałów. Czasami kupiona marka znika, a czasami pozostaje (w Stanach Zjednoczonych nadal są stacje Amoco, Texaco i Mobil, ale grupy te zostały kupione odpowiednio przez BP, Chevron i Exxon). Granica między tymi dwoma rodzajami transakcji jest niewyraźna, ponieważ często to, co przedstawia się jako fuzję, okazuje się w rzeczywistości przejęciem lub odwrotnie, stąd też mieszana nazwa – M&A. W większości przypadków mamy do czynienia z przejęciami, którymi trzeba następnie zarządzać, i to właśnie wtedy mówimy o fuzji zespołów, projektów itp. w celu stworzenia synergii. Otwarte jednak pozostaje pytanie, czy operacje te są ostatecznie korzystne dla zainteresowanych firm, udziałowców, pracowników i konsumentów? Fuzja polega na prawnym i ekonomicznym połączeniu niezależnych organizacji w celu realizacji wspólnych korzyści, przy czym może ona dotyczyć podmiotów jako całości lub tylko ich części. Natomiast przejęcie jednej organizacji przez inną to sytuacja, gdy podmiot przejmujący nabywa w sposób bezpośredni istotną część tytułów własności w organizacji przejmowanej na tyle znaczącą, że może sprawować nad nią kontrolę strategiczną. Zatem fuzje i przejęcia stanowią pewien tryb rozwoju, który umożliwia wzmocnienie konkurencyjności przedsiębiorstw, wejście na nowe rynki, umiędzynarodowienie, zdobycie nowych umiejętności i dywersyfikację.

Reasumując, najbardziej rozpowszechnione jest definiowanie fuzji jako procesu łączenia się dwóch autonomicznych organizacji w celu stworzenia nowej, odrębnej, podczas gdy za przejęcie uznaje się zdobycie kontroli przez jedną – zwykle silniejszą – organizację nad inną. Ponadto fuzja oznacza scalenie organizacji, a przejęcie związane jest z nabywaniem jednej organizacji przez drugą.

## 2. Problematyka badawcza

Fuzje i przejęcia stają się coraz częstszą metodą rozwoju przedsiębiorstwa, ale nie są tak często praktykowane, jak działania składające się na rozwój organiczny. Chociaż zjawisko to nie występuje w sposób liniowy, ale raczej w falach, wydaje się być powszechnie

obecne. Transakcje M&A charakteryzowały się pięcioma dużymi falami, które naznaczyły XX wiek. Pierwsza miała miejsce w latach 1893–1904 i była to tzw. fala szalejącej spekulacji wartością aktywów. Obejmowała głównie połączenia między jednostkami o takim samym profilu działalności, a podstawowym czynnikiem, który zdecydował o jej wystąpieniu, było dążenie do wzrostu efektywności. Druga fala trwała przez lata 20. XX wieku. Była to fala, która zmieniła obraz rynku z monopolistycznego w kierunku oligopolistycznego. Te dwie pierwsze, które dotknęły jedynie kraje anglosaskie, doprowadziły do powstania wielu międzynarodowych firm. Wydaje się, że działania te miały raczej charakter strategiczny niż finansowy. W Europie Zachodniej ruch ten pojawił się nieco później i rozprzestrzenił się szerzej dopiero po drugiej wojnie światowej. Obok państw anglosaskich, w latach 60. XX wieku powstała trzecia fala, która trwała do początku lat 70. XX wieku i doprowadziła do powstania konglomeratów – tzw. era konglomeratów. Nowa fala dotknęła państwa zachodnie, Francję i Niemcy, tworząc liczne konglomeraty (Mueller, 1980, s. 325). W przeciwieństwie do poprzednich fal, które miały miejsce w okresach rozwoju gospodarczego, czwarta fala rozpoczęła się w 1981 roku. Istniejąca głównie w Stanach Zjednoczonych, opierała się ona bardziej niż trzy pierwsze na logice finansowej. Piąta i największa fala miała miejsce w połowie lat 90. XX wieku, powodując pojawienie się globalizacji finansowej. Istnieje wiele powodów motywujących do przeprowadzania transakcji M&A i skłaniających firmy do korzystania z tej formy rozwoju. Operacje te wiążą się z poważnymi wyzwaniem w zakresie wydajności i tworzenia wartości. Do głównych powodów motywujących należą wzrost siły rynkowej, realizacja efektów synergii, dostęp do nowych rynków i nowych technologii, poprawa wyników na rynku papierów wartościowych itp. Transakcje M&A pozwalają firmom stawić czoła konkurencji i przystosować się do zmian wynikających z otoczenia gospodarczego, w którym działają.

W wielu badaniach przeanalizowano w szczególności wpływ transakcji M&A na wartość akcji, zarówno w kontekście samej daty ogłoszenia (Eckbo, 1986, s. 236; Jensen, Ruback, 1983, s. 5–50), jak i w szerszych ramach czasowych (Loughran, Vijh, 1997, s. 176). Z badań tych jasno wynika, że to właśnie spółki docelowe osiągają znaczące zyski z powodu coraz wyższych premii, które otrzymują. Wyniki różnią się, jeśli chodzi o zyski spółek przejmujących. Taki zysk może być dodatni (Jarell, Poulsen, 1989, s. 12–19), zerowy (Healey, Khakee, Motte, Needham, 1997, s. 15) lub ujemny (Agrawal, Jaffe, Mandelker, 1992, s. 16). Mueller (1980, s. 353) pisał już, że żaden inny temat dotyczący ekonomiki przedsiębiorstw nie jest tak kontrowersyjny, jak zjawisko korporacyjnych fuzji i przejęć, zarówno pod względem ich przyczyn, jak i konsekwencji. Prowadzi to do bliższego przyjrzenia się tym transakcjom i ich wpływowi na nietypowe, długoterminowe zyski spółek przejmujących, zwracając przy tym szczególną uwagę na asymetrię informacyjną między potencjalnymi nabywcami w momencie przejęcia. Biorąc pod uwagę presję wywieraną przez akcjonariuszy, których głównym celem jest poprawa ogólnych wyników przedsiębiorstwa, menedżerowie często faworyzują tego rodzaju transakcje, które zyskały powszechną akceptację, i uznają je jako znacznie szybszy sposób rozwoju niż rozwój organiczny.

Paradoksalnie, wiele badań, przeprowadzonych zarówno przez badaczy strategii, jak i firmy konsultingowe udowodniło, że jest odwrotnie, i że większość transakcji fuzji i przejęć jest skazanych na porażkę w tym sensie, że nie zwiększają one wydajności. Meier i Schier (2003) szacują stopień nieskuteczności na ponad 50%. W ramach tego badania (w dalszej części opracowania) podjęto próbę określenia najważniejszych czynników, które wpłynęły na inną niż oczekiwana zmianę wartości przedsiębiorstwa po fuzji lub przejęciu.

### 3. Teoretyczne wyjaśnienie motywów fuzji i przejęć

Badanie transakcji fuzji i przejęć stanowi ważny obszar badań w połączeniu z wieloma dziedzinami, takimi jak ekonomia przemysłu, strategia korporacyjna, zarządzanie i finanse. Opracowano wiele teorii mających na celu wyjaśnienie przyczyn fuzji i przejęć lub analizę ich konsekwencji. Zainteresowanie zjawiskiem fuzji i przejęć nie jest zjawiskiem nowym. Jednakże zainteresowanie to wzrosło wraz ze wzrostem liczby fuzji i przejęć w latach 80. XX wieku. Fuzje i przejęcia są powszechne w kontekście gospodarczym, charakteryzującym się znacznymi zmianami w jego otoczeniu, podczas gdy restrukturyzacja i reorganizacja przedsiębiorstw są kontynuowane w sposób ciągły. Ponadto przeprowadzono szereg badań mających na celu określenie konsekwencji, jakie dla danego kraju będą miały przejęcia dokonane przez inne firmy krajowe lub podmioty zagraniczne. Obecnie, w kontekście globalizacji rynków, nie powinno dziwić, że zainteresowanie to się utrzymuje. Żywe zainteresowanie zjawiskiem fuzji i przejęć idzie w parze z brakiem konsensusu co do ich konsekwencji dla kraju, w którym mają one miejsce, lub dla przedsiębiorstw uczestniczących w tych transakcjach. Ten brak konsensusu z pewnością nie wynika z braku badań na ten temat: przeprowadzono liczne analizy mające na celu zbadanie i określenie korzyści i kosztów takich transakcji. Zbyt szeroki zakres wniosków dotyczących kosztów i korzyści fuzji i przejęć nie pozwala na osiągnięcie jasnego i jednoznacznego konsensusu. W tej części opracowania postaramy się objaśnić różne motywacje teoretyczne połączeń jednostek gospodarczych. Ocena wyników spółek biorących udział w fuzji lub przejęciu jest przedmiotem szeroko zakrojonych badań. Zainteresowanie zarówno wśród naukowców, jak i samej opinii publicznej, było często wzmacniane poprzez nagłaśnianie w mediach niektórych większych, czasem spektakularnych, przejęć lub fuzji. Celem było następnie ustalenie konsekwencji tych transakcji poprzez ocenę korzyści i kosztów zarówno dla krajów, w których zlokalizowane są przedsiębiorstwa uczestniczące w tych transakcjach, jak i dla samych przedsiębiorstw. Różnorodność przyczyn i konsekwencji fuzji i przejęć doprowadziła do powstania wielu hipotez, z których każda ma na celu wyjaśnienie części zjawiska. Założenia te można podzielić na trzy główne teorie

- teoria internalizacji,
- teoria kompetencji technologicznych,
- teoria kosztów transakcyjnych.

### **3.1. Teoria internalizacji**

Teoria internalizacji opiera się na pojęciu składnika wartości niematerialnych. Jej autorem jest współczesny ekonomista amerykański, Ronald Harry Coase, laureat Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii w 1991 roku. Istota internalizacji działalności przedsiębiorstwa polega na przejęciu przez nie pewnych funkcji, które były realizowane w stosunku do niego przez niezależnych partnerów; proces ten prowadzi do powstania lub wzrostu międzynarodowego przedsiębiorstwa (Rymarczyk, 2004, s. 45–46). Internalizacja powoduje, że przedsiębiorstwo unika kosztów transakcyjnych w odniesieniu do pewnych produktów i usług i wybiera integrację pionową, tzn. przejmuje swoich dostawców i odbiorców. Ponadto, oprócz chęci uniknięcia kosztów, a także ryzyka transakcji, do motywów internalizacji zalicza się dążenie do monopolizacji wiedzy i know-how (Rymarczyk, 2004, s. 46).

Według tej teorii, aby stać się atrakcyjnym kandydatem do fuzji lub przejęcia, firma musi posiadać składnik wartości niematerialnych, który sprawia, że jest ona rentowna. Może on przybierać kilka form, takich jak znajomość określonego rynku, know-how w zakresie stosowania określonej technologii lub doskonała reputacja w kwestii jakości produktu. Zazwyczaj składnik ten musi charakteryzować się dwoma głównymi cechami. Po pierwsze, musi mieć atrybuty dobra publicznego. Oznacza to, że jego koszt użytkowania w przedsiębiorstwie musi wynosić zero. Po drugie, musi wiązać się z wysokimi kosztami transakcji, tak aby najbardziej efektywną pod względem kosztów metodą przeniesienia aktywów była fuzja lub nabycie, a nie zakup lub dzierżawa. Teoria internalizacji zakłada, że nabywca spółki przejmowanej chce nabyć ten składnik wartości niematerialnych. Zapewni mu to przewagę konkurencyjną, która ostatecznie powinna przełożyć się na wzrost rentowności. Jednakże obecność składnika wartości niematerialnych, jeśli jest już rozpoznana, to najczęściej przez konkurenta. Oznacza to, że teoria internalizacji wyjaśnia przede wszystkim fuzje poziome.

### **3.2. Teoria kompetencji technologicznych**

Rosnące znaczenie technologii doprowadziło do sformułowania nowej teorii, która stanowi część teorii internalizacji. Trzon współczesnej teorii firmy stanowią następujące koncepcje: neoklasyczna teoria firmy, menedżerskie teorie firmy, behawioralna teoria firmy, teoria agencji, teoria praw własności i teoria kosztów transakcyjnych (Gorynia, 1998, s. 36). Jest to teoria kompetencji technologicznych opracowana niedawno przez Johna Cantwella. Opiera się ona w rzeczywistości na umiędzynarodowieniu składnika wartości niematerialnych o charakterze technologicznym. Teoria ta zakłada, że technologia składa się z dwóch elementów: jednego, który może być zakodowany, na przykład, w formie pisemnej informacji o technologii, planach itp. oraz drugiego, którego nie można zakodować, na przykład niektórych informacji potrzebnych do obsługi technologii, części wiedzy, sposobu jej działania itp. To właśnie ten ostatni element stanowi w rzeczywistości kompetencję technologiczną, tj. składnik wartości niematerialnych. Uważa się, że kompetencja technologiczna

ma kluczowe znaczenie dla sukcesu przedsiębiorstwa. Teoria ta ma pewne konsekwencje. Po pierwsze, jeżeli przedsiębiorstwo docelowe należy do przemysłu, który sprzyja wykorzystaniu technologii, potencjalny nabywca będzie bardziej skłonny zlokalizować tam obiekty B&R, promując w ten sposób lokalne innowacje. Po drugie, w przypadku gdy lokalne przedsiębiorstwa mają niski potencjał technologiczny, fuzje i przejęcia mogą zachęcać do produkcji na wyższym poziomie technologicznym. Po trzecie, w przypadkach pośrednich, tj. gdy przedsiębiorstwa przeprowadzają badania, ale nie znajdują się na granicy technologicznej, fuzje i przejęcia mogą prowadzić do pełnej absorpcji przemysłu docelowego.

### 3.3. Teoria kosztów transakcyjnych

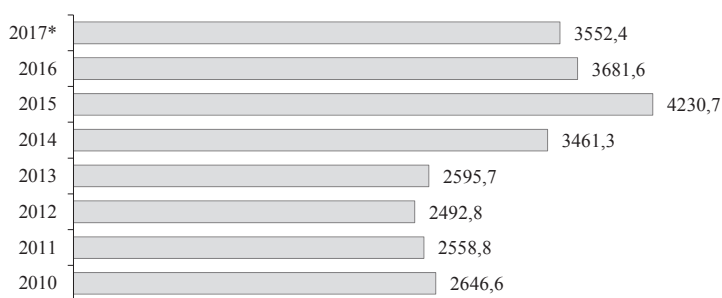
Teoria kosztów transakcyjnych jest – obok teorii agencji i teorii praw własności – jednym z najważniejszych składników nowej ekonomii instytucjonalnej (Gorynia, 2007, s. 114–115). Aby zapewnić dostępność surowców, zmniejszyć niepewność dostaw lub obniżyć koszty związane z dostawami tych surowców, przedsiębiorstwo może podjąć decyzję o współpracy z zainteresowanym dostawcą. Jest to podstawa teorii kosztów transakcyjnych. Teoria ta odnosi się głównie do transakcji o charakterze wertykalnym. Ma to większe znaczenie, jeżeli liczba nabywców i sprzedawców uczestniczących w rynku jest zredukowana, dostęp do danych dotyczących cen i kosztów jest ograniczony, a koszty związane ze zmianą dostawcy nie są małe. Podstawy tej teorii opracował w latach 30. XX wieku R. Coase, który zauważył, że alternatywnym mechanizmem alokacji zasobów wobec rynku jest hierarchiczna struktura podejmowania decyzji w ramach danego systemu zarządzania w przedsiębiorstwie oraz że podstawowym czynnikiem decydującym o powstawaniu, rozmiarach i strukturze przedsiębiorstw jest motyw oszczędności w obszarze kosztów wykorzystania mechanizmu cenowego, czyli kosztów regulacji alokacji zasobów przez rynek. Poziom kosztów transakcyjnych zależy od sześciu podstawowych czynników: liczby uczestników zawieranych transakcji, struktury rynkowej, charakterystyki występujących w transakcjach zasobów i aktywów, rodzaju zawieranych kontraktów, zakresu niepewności postępowania partnerów transakcji oraz typu i formy własności. W teorii kosztów transakcji firma traktowana jest jako „struktura regulacji”, umożliwiająca minimalizację kosztów transakcyjnych.

Podsumowując – powyższe trzy teorie pokazują, jak różne mogą być motywy skłaniające przedsiębiorstwa do łączenia się lub przejmowania innych przedsiębiorstw. Można założyć, że wszystkie te motywy mają ostatecznie długoterminowy cel, jakim jest zwiększenie rentowności przedsiębiorstwa. Rozsądne wydaje się więc założenie, nawet jeśli nie zawsze tak jest, że bez względu na motywy transakcji, ostatecznym celem kierownictwa spółki przejmującej jest zawsze zwiększenie zysków w perspektywie długoterminowej. Jednak realizacja celu, jakim jest maksymalny długoterminowy zysk, jest powiązana z tak wieloma innymi czynnikami, że statystyczny pomiar pojedynczego wpływu fuzji lub przejęcia na zyski może okazać się bardzo trudny.

#### 4. Fuzje i przejęcia w gospodarce światowej

Przez kilka ostatnich lat wartość fuzji i przejęć na świecie kształtowała się na poziomie około 2,5 bln USD rocznie. Jest to wartość o połowę niższa od wartości transakcji fuzji i przejęć, jaka miała miejsce na świecie w 2007 roku, czyli przed kryzysem finansowym. W ostatnich latach dochodziło do dużej liczby przejęć małych i średnich przedsiębiorstw, na co wskazuje stosunkowo wysoki iloraz liczby transakcji do ich wartości. Rok 2015 był rekordowym rokiem dla fuzji i przejęć. Od początku stycznia zawarto na całym świecie umowy tego typu warte łącznie 3,49 bln USD, gdy w 2014 roku wyniosły one 2,8 bln USD. Choć rynek ten rośnie, to spada na nim rola Europy. Na przejęcia europejskich spółek wydano w 2014 roku 763,6 mld USD, czyli 22% wartości umów fuzji i przejęć z całego świata. W przedkryzysowym 2007 roku odsetek ten wynosił 41%.

Wartość fuzji i przejęć na świecie w 2017 roku przekroczyła 3,5 bln USD, czyli była o 3,5% niższa niż rok wcześniej. Z raportu kancelarii prawnej Allen & Overy na temat rynku fuzji i przejęć w 2017 roku wynika, że było znacząco mniej wielkich transakcji (o wartości ponad 5 mld USD) i wyraźnie więcej transakcji o wartości od 500 mln USD do jednego miliarda USD. Obserwując zachowanie analizowanego rynku fuzji i przejęć, można zauważyć, że po roku 2011 nastąpił spadek wartości M&A, a następnie, w roku 2013, jego wzrost, który osiągnął apogeum w 2015 roku (rys. 1). Natomiast w latach 2016 i 2017 obserwuje się spadek wartości transakcji, który można wytłumaczyć sytuacją polityczną na świecie, w tym Brexitem, sytuacją w Hiszpanii związaną z Katalonią, z zapowiadaną przez prezydenta Donalda Trumpa reformą podatkową, co spowodowało, że przedsiębiorstwa ostrożnie podchodziły do dużych, przekraczających miliard dolarów, przejęć. Na spadek wartości transakcji wpłynęła także niepewność związana z wynikami wyborów w Niemczech, jak również napięcia na półwyspie Koreańskim i Bliskim Wschodzie.

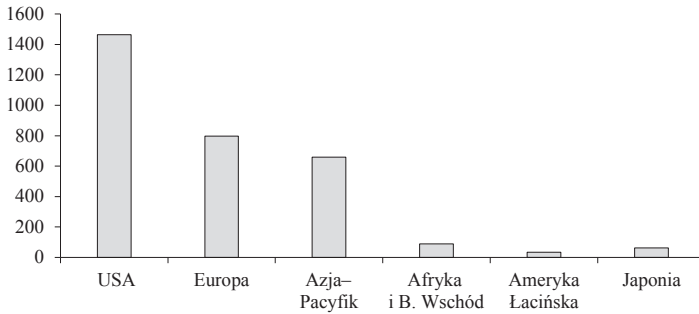


\* Dane wstępne.

**Rysunek 1.** Wartość ogłoszonych transakcji fuzji i przejęć na świecie w latach 2010–2017 (mld USD)

Źródło: opracowanie na podstawie Dealogic, stan na 2 stycznia 2018 r.





**Rysunek 2.** Wartość transakcji fuzji i przejęć na świecie w 2016 roku (mld USD)

Źródło: jak pod rys. 1.

## 5. Polski rynek fuzji i przejęć

W Polsce rynek fuzji i przejęć rozwijał się w XX wieku, lecz dopiero zmiany systemowe i reformy przeprowadzone po 1989 roku otworzyły całkowicie rynek dla prywatnych inwestorów. Początki polskiego rynku fuzji i przejęć związane były z rozpoczęciem procesów prywatyzacji, która była efektem przemian gospodarczych i zmian ustroju politycznego, jakie nastąpiły po 1989 roku. Przez pierwsze dziesięć lat gospodarki rynkowej dochodziło głównie do prywatyzacji przedsiębiorstw przez krajowych i zagranicznych inwestorów. Skarb Państwa sprzedawał pakiety kontrolne zainteresowanym podmiotom. Wprawdzie nie było to klasyczne nabycie, ale spełniane były motywy realizacji transakcji. Dynamiczny rozwój fuzji i przejęć w Polsce miał miejsce na przełomie 1999/2000, natomiast w 2001 roku, wraz z pogorszeniem koniunktury gospodarczej w Polsce, jak i na całym świecie, zaobserwowano spadek aktywności związanej z transakcjami fuzji i przejęć; sytuacja ta trwała do 2004 roku. Wstąpienie Polski do Unii Europejskiej przyczyniło się do liberalizacji przepływów kapitałowych, co pozwoliło na istotną zmianę postrzegania polskiej gospodarki przez zagranicznych inwestorów, a to wyraźnie spowodowało wzrost liczby zawieranych transakcji przejęć i połączeń. Pozytywna sytuacja na rynku M&A trwała do 2008 roku i zakończyła się wraz ze światowym kryzysem finansowym.

Jak wynika z raportu „Emerging Europe M&A Report 2016/17”, opracowanego przez kancelarię CMS, w minionym roku zawarto na polskim rynku 279 transakcji fuzji i przejęć, których łączna wartość przekroczyła 11,2 mld euro. Najwięcej fuzji i przejęć miało miejsce w branży nieruchomości i budownictwa, w produkcji, usługach i telekomunikacji. W porównaniu z 2015 rokiem, liczba transakcji M&A spadła, za to wzrósł ich wolumen. W rekordowym pod względem wartości fuzji i przejęć na rynku polskim 2016 roku, trzy transakcje przekroczyły wartość 10 mld zł. Zgodnie z danymi opublikowanymi przez miesięcznik Forbes, największą transakcją w 2016 roku było przejęcie Allegro, największej w Polsce firmy

internetowej, przez Cinven Pereira MEP (12,7 mld zł). Kolejną pozycją było przejęcie Pekao SA przez PZU i PFR (11,2 mld zł), a następnie przejęcie Kompanii Piwowarskiej przez japońską firmę Asahi. Do Japończyków należą już producenci: czekolady Wedel oraz majonezu Mosso, a od 2 lat również największy polski producent piwa – Kompania Piwowarska. Za browary znajdujące się w pięciu krajach Europy Środkowej Asahi zapłaciło równowartość 32 mld zł, w tym najwięcej, bo 11 mld zł, za producenta „Tyskiego” i „Żubra”. Warto jednak zwrócić uwagę na szczególnie interesujący czwarty kwartał, obfitujący w transakcje o znacznej wartości. Wartość 10 największych transakcji zaprezentowano w tabeli 1.

**Tabela 1**

10 największych fuzji i przejęć w 2016 roku

Ranking	Przejmujący	Przejmowany	Wartość (PLN)
1.	Cinven Pereira, MEP	Allegro	12,70 mld
2.	PZU i PFR	Pekao SA	11,20 mld
3.	Asahi	Kompania Piwowarska	11,00 mld
4.	Carlos Fernandez-Gonzalez	AmRest	1,62 mld
5.	Alior Bank	Bank BPH	1,46 mld
6.	PKO Leasing	Raiffeisen Leasing Polska	850,00 mln
7.	Emest Investment	GetBack	825,00 mln
8.	Bridgepoint/Cornerstone	Smyk	726,00 mln
9.	China Everbright	Novago	547,00 mln
10.	Fortum	Duon	462,00 mln

Źródło: opracowano na podstawie <https://www.forbes.pl/rankingi/najwieksze-fuzje-i-przejecia> (20.03.2018).

## Uwagi końcowe

Przeprowadzone badania, których wynikiem jest m.in. niniejszy artykuł, miały na celu dokonanie przeglądu teorii, wyjaśniając motyw fuzji lub przejęcia przedsiębiorstwa oraz ich wzbogacenie o elementy, które pojawiły się w związku ze zmianami otoczenia, w którym działają przedsiębiorstwa, jak i ze zmianami ich strategii rozwoju. Przegląd ten służy do wysekcjonowania i analizy motywów prowadzonych M&A, zarówno z punktu widzenia przedsiębiorstwa zagranicznego, jak i krajowego. Rozwój technologii, globalizacja i konsolidacja, rewolucja informacyjna i gwałtowne zmiany środowiska konkurencyjnego wymagają nieustannej dyskusji na temat strategii rozwoju. Fuzje i przejęcia stają się zatem jednym z głównych sposobów maksymalizacji wartości rynkowej podmiotów gospodarczych oraz wzmacniania ich pozycji konkurencyjnej na rynku zarówno krajowym, jak i zagranicznym. Jednak realizacja celu, jakim jest maksymalny długoterminowy zysk, jest powiązana z tak wieloma innymi czynnikami, że statystyczny pomiar pojedynczego wpływu fuzji lub przejęcia na zyski może okazać się bardzo trudny.

## Literatura

- Agrawal, A., Jaffe, J., Mandelker, G. (1992). The Post-merger Performance of Acquiring Firms: Re-examination of an Anomaly. *Journal of Finance*, 47.
- Calipha, R., Tarba, S., Brock, D. (2010). Mergers and acquisitions: a review of phases, motives, and success factors. W: C.L. Cooper, S. Finkelstein (koord.), *Advances in Mergers and Acquisitions*, vol. 9, Elsevier.
- Eckbo, B.E. (1986). Mergers and the Market for Corporate control: The Canadian Evidence. *Canadian Journal of Economics*, 19 (2).
- Emerging Europe M&A Report 2016/17.
- Frąckowiak, W. (2009). *Fuzje i przejęcia*. Warszawa: PWE.
- Gorynia, M. (2007). *Studia nad transformacją i internacjonalizacją gospodarki polskiej*. Warszawa: Difin.
- Gorynia, M. (1998). *Zachowania przedsiębiorstw w okresie transformacji*. *Mikroekonomia przejścia*. Poznań: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.
- Healey, P., Khakee, A., Motte, A., Needham, B. (red.) (1997). *Making Strategic Spatial Plans*. London: UCL Press.
- Herdan, A. (2008). Charakterystyka procesów łączenia się przedsiębiorstw. W: A. Herdan (red.), *Fuzje, przejęcia... Wybrane aspekty integracji*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego.
- Jarell, G.A., Poulsen, A.B. (1989). The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from three decades. *Financial Management*, 18 (3).
- Jensen, M.C., Ruback, R.S. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 11 (1–4).
- Korpus, J. (2013). *Czynniki podatności spółek na wrogie przejęcia*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Loughran, T. Vih, A.M. (1997). Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions? *Journal of Finance*, 52.
- Meier, O., Schier, G. (2003). *Fusions Acquisitions: Stratégie, finance, management*. Paris: Dunod.
- Mueller, C. (red.) (1980). *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison*. Cambridge (MA): Oelgeschlager, Gunn & Hain.
- Pierścionek, Z. (1996). *Strategie rozwoju firmy*. Warszawa: PWN.
- Rymarczyk, J. (2004). *Internacjonalizacja i globalizacja przedsiębiorstwa*. Warszawa: PWE.
- Sasiak, R. (2000). *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*. Katowice: Zakamycze.
- Sułkowski, Ł. (2017). *Fuzje uczelni – czy w szaleństwie jest metoda*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

## MERGERS AND ACQUISITIONS – THEORETICAL ASPECTS

**Abstract:** *Purpose* – The research goal of this study was, based on literature studies, and an attempt to analyze mergers and acquisitions of the world and Polish economy.

*Methodology/approach* – The article uses the analytical and descriptive method using domestic and foreign literature sources.

*Result* – As a result of the conducted research the theoretical aspects of the merger and acquisition phenomenon were approximated, the concepts of mergers and acquisitions were systematized and an attempt was made to explain this phenomenon.

*Originality/value* – The article does not exhaust the extensive problems of mergers and acquisitions of enterprises and constitutes a theoretical set of fundamental knowledge in the area of economic theory, focused on mergers and acquisitions, through the prism of which a company can be perceived. There are still many issues that need to be specified – empirical studies on verification of the growth of the company's value seem to be particularly important.

**Keywords:** mergers and acquisitions, transaction, enterprises

## Cytowanie

- Ambukita, E. (2018). Fuzje i przejęcia aspekty teoretyczne. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 197–207. DOI: 10.18276/finfu.2018.92-17.