

# Rozdział 17

Bartosz Kabaciński

## STAN RYNKU FUZJI I PRZEJĘĆ ORAZ OCENA EFEKTÓW TRANSAKCJI

### Wprowadzenie

Głównym celem funkcjonowania przedsiębiorstwa powinna być maksymalizacja jego wartości dla właścicieli. Można ją osiągnąć w drodze wzrostu wewnętrznego (endogenicznego), który polega na stopniowej rozbudowie potencjału przedsiębiorstwa poprzez zwiększanie jego zdolności produkcyjnych czy usługowych. Alternatywę stanowi wzrost o charakterze egzogenicznym, czyli zewnętrznym. Pozwala on na skokowe zwiększenie potencjału firmy poprzez uzyskanie dostępu do istniejących na rynku zasobów posiadanych przez inne przedsiębiorstwa w drodze połączenia się z tymi przedsiębiorstwami lub przejęcie kontroli nad nimi. Transakcje realizujące drogę wzrostu zewnętrznego powszechnie określa się mianem fuzji i przejęć (*mergers and acquisitions*)<sup>1</sup>.

Zjawisko fuzji i przejęć początkowo (koniec XIX w.) występowało głównie w Stanach Zjednoczonych i było związane z chęcią uzyskania przez przedsiębiorców pozycji monopolistycznej, co doprowadziło do powstania wielkich przedsiębiorstw przemysłowych takich jak United States Steel Corporation czy American Tobacco. Transakcje fuzji i przejęć stawały się coraz bardziej powszechne, zwiększając również swój zakres geograficzny. Doprowadziło to do powstania pojęcia rynku kontroli<sup>2</sup>, który charakteryzuje się cyklicznością, określaną mianem fal<sup>3</sup>. Fale oznaczają okresowe zwiększenie liczby oraz wartości transakcji, które zwykle następuje po globalnym spowolnieniu gospodarczym wywołanym sytuacją kryzysową i trwa do kolejnego szoku o charakterze globalnym.

Niewątpliwie ostatnie lata są trudnym okresem na rynku fuzji i przejęć. W pierwszej połowie roku 2020 w wyniku pandemii COVID-19 zaobserwowano znaczące, aczkolwiek krótkotrwałe obniżenie się aktywności tego rynku. Po dużym odbiciu w 2021 r., kolejny rok przyniósł kolejne spowolnienie wynikające nie tylko z agresji Rosji na Ukrainę, ale również globalnej sytuacji makroekonomicznej. Obecnie uważa się, że między innymi w wyniku spadającej presji inflacyjnej oraz rosnącego zainteresowania nowymi

<sup>1</sup> W. Frąckowiak (red.): *Fuzje i przejęcia*. PWE, Warszawa 2009, s.69.

<sup>2</sup> H. Manne: *Mergers and the Market for Corporate Control*. *Journal of Political Economy* 1965, vol. 73(2), pp. 110–120.

<sup>3</sup> H. Zadora: *Fuzje i przejęcia na rynku kapitałowym. Motywy, okoliczności i warunki oraz procedury, procesy i struktury*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2012.

technologiami, w tym w szczególności sztuczną inteligencją, globalny rynek fuzji i przejęć stoi przed szansą na rozwój. Warto podkreślić, że rynek kontroli, który ma charakter globalny, zawiera również swoją specyfikę lokalną. Istotnym fragmentem globalnego rynku są transakcje dokonywane z udziałem podmiotów prowadzących swoją działalność w Europie Środkowo-Wschodniej, a w ramach tego rynku z kolei bardzo istotne znaczenie ma polski rynek kontroli.

Wybór drogi wzrostu zewnętrznego motywowany jest różnie. W zależności od strony transakcji fuzje i przejęcia powodowane są argumentami technicznymi, operacyjnymi, rynkowymi, finansowymi, menedżerskimi czy administracyjnymi, a każda z nich dzieli się na szereg motywów szczegółowych. A. Helin i K. Zorde twierdzą z kolei, że „fuzje lub przejęcia mogą być motywowane wieloma względami, ale w zasadzie różnorodność występujących zachowań można podzielić na dwie kategorie: motywy związane z efektami synergii i motywy związane z efektem finansowym”<sup>4</sup>. Jeśli przyjąć, że przedsiębiorstwo powinno dążyć do maksymalizacji wartości, to niezależnie od motywu, który przyświeca transakcji, powinna ona prowadzić do wzrostu wartości firmy dla właścicieli obu łączących się podmiotów. Problem polega na tym, że wielu autorów wskazuje, iż fuzje i przejęcia mają tendencję nie tyle do zwiększania wartości dla akcjonariuszy, co do jej niszczenia, zwłaszcza w kontekście stóp zwrotu osiągniętych przez akcjonariuszy podmiotów przejmujących<sup>5</sup>.

J. Hartford, M. Humphery-Jenner oraz R. Powell w swoim artykule<sup>6</sup> wskazali, że menadżerowie dbający o własne interesy niszczą wartość przedsiębiorstwa poprzez angażowanie się w przejęcia nie tylko po zawyżonej cenie, ale również w przypadku, gdy efekt synergii ma charakter iluzoryczny. Z tego powodu niezmiennie istotna staje się możliwość pomiaru synergii i ocena, czy transakcja przyniosła wymierne korzyści ekonomiczne prowadzące do wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

W literaturze przedmiotu istnieje wiele badań nad efektami transakcji fuzji i przejęć, w których wykorzystuje się głównie dwie metody badawcze. Pierwszą z nich jest ocena transakcji przez pryzmat akcjonariuszy spółek przejmowanych oraz przejmujących. Efekt transakcji jest rozumiany jako nadwyżkowa stopa zwrotu realizowana przez akcjonariuszy zarówno spółki celu, jak i nabywcy i bezpośrednio nawiązuje do postulatów maksymalizacji wartości firmy dla właścicieli. Reakcję rynku mierzy się zarówno w krótkich okresach, obejmujących nawet zaledwie kilka dni przed i po ogłoszeniu zamiaru połączenia, jak i w dłuższych interwałach czasowych trwających nawet kilka lat po transakcji, chcąc w ten sposób ocenić długoterminową kreację wartości przez fuzję lub przejęcie. Drugą metodą jest analiza danych finansowych, raportowanych przez oba podmioty biorące udział w połączeniu, zwykle na kilka okresów sprawozdawczych przed oraz po połączeniu. Analizowane są najczęściej długoterminowe zmiany wskaźników rentowności czy zdolności do generowania gotówki będące skutkiem

<sup>4</sup> A. Helin, K. Zorde: *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*. Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa 1998, s. 8.

<sup>5</sup> S. Betton, B.E. Eckbo, K.S. Thorburn: *Corporate Takeovers. Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, vol. 2, Elsevier/North-Holland Handbook of Finance Series 2008, pp. 291–430.

<sup>6</sup> J. Hartford, M. Humphery-Jenner, R. Powell: *The sources of value destruction in acquisitions by entrenched managers*. *Journal of Financial Economics* 2012, vol. 106(2), pp. 247–261.

transakcji przejęcia, co w sposób pośredni może nawiązywać do tworzenia wartości przez fuzje i przejęcia.

Biorąc pod uwagę powyższe, pierwszym celem niniejszego rozdziału jest przedstawienie aktywności rynku fuzji i przejęć w ostatnich latach, z uwzględnieniem specyfiki globalnej, regionalnej oraz krajowej. Drugim celem jest omówienie metod umożliwiających pomiar efektów fuzji i przejęć, a także przedstawienie wyników badań literaturowych prowadzonych w tym zakresie. Rozdział został podzielony na cztery części. W pierwszej przedstawiono podstawowe pojęcia związane z fuzjami i przejęciami. Druga została poświęcona przedstawieniu aktualnej kondycji rynku kontroli z podziałem na rynek światowy, Europę Środkowo-Wschodnią oraz Polskę. Trzecia część stanowi krótkie przedstawienie metod służących pomiarowi efektów fuzji i przejęć, a w czwartej dokonano omówienia wybranych badań nad efektami tych transakcji.

## Transakcje fuzji i przejęć – podstawowe pojęcia

H.G. Manne zaproponował w 1965 r. koncepcję rynku kontroli, stanowiącego umowne miejsce, na którym obraca się specyficznym aktywem: kontrolą nad przedsiębiorstwami<sup>7</sup>. Istnieje ono niezależnie od występowania efektów skali czy korzyści związanych z pozycją monopolisty na danym rynku, a występowanie transakcji fuzji i przejęć można postrzegać nie tyle jako przejaw możliwości osiągnięcia efektu synergii, lecz jako aktywność tego rynku. Autor zauważył, że uzasadnieniem dla istnienia rynku kontroli jest dyscyplinująca rola transakcji przejęć, które pozwalają na wymianę nieefektywnego kierownictwa, stanowiąc pewną alternatywę dla upadłości.

Pojęcia fuzji i przejęć bardzo często współwystępują w tytułach polskich, jak i zagranicznych opracowań<sup>8</sup>. Określa się je skrótem M&A, który oznacza *mergers and acquisitions*<sup>9</sup>. W literaturze przedmiotu występuje duże zróżnicowanie definicji tych pojęć, niemniej można zauważyć pewne wspólne elementy. W przypadku fuzji dominuje dobrowolność zawieranej transakcji oraz współpraca pomiędzy łączącymi się podmiotami. Zwraca się także w większym stopniu uwagę na aspekty prawne, wskazując dwie możliwości przeprowadzenia transakcji łączenia: poprzez zawiązanie nowej spółki lub przez wcielenie jednego podmiotu w strukturę drugiego<sup>10</sup>.

<sup>7</sup> H.G. Manne, *Mergers and the Market*..., op. cit.

<sup>8</sup> m.in. A. Helin, K. Zorde: *Fuzje i przejęcia*..., op. cit.; S. Sudarsanam: *Fuzje i przejęcia*. WIG-Press, Warszawa 1998; H.J. Johnson: *Fuzje i przejęcia: narzędzie podejmowania decyzji strategicznych*. Liber, Warszawa 2000; P. Szczepankowski: *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000; M. Lewandowski: *Fuzje i przejęcia na tle tendencji światowych*. WIG-PRESS, Warszawa 2001; S.F. Reed, A. Reed-Lajoux, H.P. Nesvold: *The Art of M&A. A Merger Acquisition Buyout Guide*. McGraw-Hill 2007; R. Machała: *Przejęcia i fuzje. Wpływ na wartość firm*, UNIMEX, Wrocław 2007; A. Herdan: *Fuzje i przejęcia: wybrane aspekty integracji*. Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2008; W. Frąckowiak (red.): *Fuzje i przejęcia*, op. cit.

<sup>9</sup> R. Kozierkiewicz: *Dictionary of Business Terms*, C.H. Beck, vol. 1, Warszawa 2005.

<sup>10</sup> M. Lewandowski: *Fuzje i przejęcia jako metody wzrostu przedsiębiorstw*. Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 1997; W. Oleś, M. Rodzyńkiewicz: *Koncentracja i przekształcenia podmiotów*

W przypadku transakcji przejęcia największe znaczenie wydaje się mieć fakt przejęcia kontroli przez podmiot przejmujący nad podmiotem przejmowanym<sup>11</sup>. Niektórzy autorzy dodatkowo zauważają, że w przypadku przejęć kontrolę nad podmiotem przejmowanym zdobywa najczęściej silniejszy ekonomicznie podmiot poprzez nabycie udziałów słabszego przedsiębiorstwa w ilości wystarczającej do sprawowania nad nim kontroli, przy czym podmiot przejmowany nie traci osobowości prawnej<sup>12</sup>. Czynnikiem różnicującym fuzję i przejęcie jest fakt utraty osobowości prawnej przez przynajmniej jeden z łączących się podmiotów (wtedy mamy do czynienia z fuzją) lub też zachowanie osobowości prawnej przez spółkę przejmowaną, co można utożsamić z przejęciem. Niemniej w literaturze podkreśla się, że podział transakcji fuzji i przejęć jest w większości umowny. Autorzy są zgodni, że w przypadku przejęć bezsprzecznie występuje transfer kontroli, z kolei wspólna kontrola nad nowo powstałym podmiotem, deklarowana w przypadku fuzji, byłaby jednoznaczna tylko w przypadku, gdyby łączące się podmioty charakteryzował podobny rozmiar. Założenie to ma w większości wypadków charakter iluzoryczny, ponieważ zawsze jedno z przedsiębiorstw biorących udział w transakcji jest z pewnego punktu widzenia silniejsze. Niektórzy autorzy w kontekście zdarzeń, które mają miejsce w praktyce gospodarczej, traktują wręcz fuzję jako pewnego rodzaju przejęcie<sup>13</sup>. B. Rozwadowska zwraca również uwagę na fakt, iż transakcja, która początkowo była deklarowana jako fuzja, ze względu na specyficzny układ sił po połączeniu, może okazać się przejęciem<sup>14</sup>.

---

*gospodarczych – zagadnienia wybrane. Fuzje spółek akcyjnych – podstawowe aspekty prawne.* Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998; H.J. Johnson: *Fuzje i przejęcia: ...*, op. cit.; M. Koralewski: *Krajowe i transgraniczne fuzje i przejęcia w prawie podatkowym i rachunkowości. Regulacje ustawowe, prawo wspólnotowe, umowy międzynarodowe, MSR/MSSF.* CeDeWu, Warszawa 2009; A. Perepeczo: *Fale fuzji i przejęć w latach 1990 – 2009 a kryzys finansowy*, [w:] D. Zarzecki (red.): *Zarządzanie finansami: ryzyko, zarządzanie, wartość.* Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 646, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 2010, nr 39, s. 22–36; J. Korpus: *Fuzje i przejęcia. Kluczowe czynniki sukcesu i przyczyny niepowodzeń transakcji.* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2014.

<sup>11</sup> A. Helin, K. Zorde: *Fuzje i przejęcia ...*, op. cit.; M. Lewandowski: *Fuzje i przejęcia jako metody ...*, op. cit.; J. Korpus: *Fuzje i przejęcia. Kluczowe ...*, op. cit.

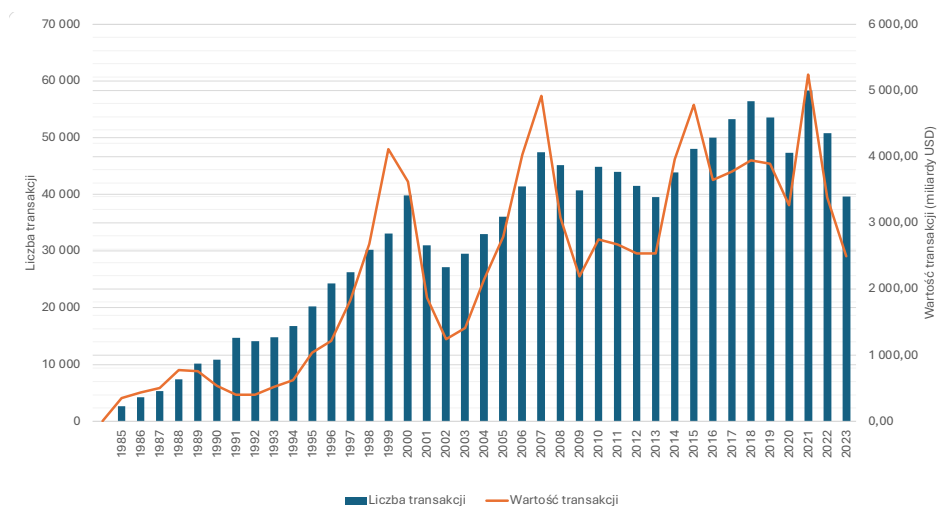
<sup>12</sup> A. Herdan: *Fuzje i przejęcia: wybrane ...*, op. cit.; A. Helin K. Zorde: *Fuzje i przejęcia ...*, op. cit.; M. Lewandowski: *Fuzje i przejęcia jako metody ...*, op. cit.; S.F. Reed, A. Reed-Lajoux, H.P. Nesvold: *The Art of M&A ...*, op. cit.

<sup>13</sup> A. Helin, K. Zorde: *Fuzje i przejęcia ...*, op. cit.; M. Lewandowski: *Fuzje i przejęcia jako metody ...*, op. cit.; S.F. Reed, A. Reed-Lajoux, H.P. Nesvold: *The Art of M&A ...*, op. cit.; A. Herdan: *Fuzje i przejęcia: wybrane ...*, op. cit.; B. Rozwadowska: *Fuzje i przejęcia. Dlaczego kończą się (nie)powodzeniem.* Studio Emka, Warszawa 2012.

<sup>14</sup> B. Rozwadowska, *Fuzje i przejęcia ...* op. cit.

## Rynek fuzji i przejęć w ujęciu globalnym oraz lokalnym

Znaczenie rynku fuzji i przejęć zwykle mierzy się za pomocą wartości transakcji oraz ich liczby. Dodatkowo podkreśla się występowanie okresowego wzrostu obu tych parametrów, utożsamiając to zjawisko z falami fuzji i przejęć<sup>15</sup>. Zjawisko fal tłumaczone jest jako konsekwencja szoków ekonomicznych spowodowanych na przykład deregulacjami w konkretnych sektorach, które prowadzą do zwiększenia zmienności przyszłych przepływów pieniężnych, a co za tym idzie zwiększenia prawdopodobieństwa, że potencjalny nabywca wyceni dane przedsiębiorstwo wyżej niż jego dotychczasowi akcjonariusze, co może prowadzić do przejęcia<sup>16</sup>. Inni badacze zaobserwowali, że transakcje przejęć mają tendencję do okresowego wzrostu natężenia w konkretnych sektorach<sup>17</sup>. Na rysunku 17.1 pokazano kształtowanie się wartości oraz liczby transakcji fuzji i przejęć na rynku globalnym w latach 1985–2022.



Rysunek 17.1. Kształtowanie się liczby oraz wartości transakcji fuzji i przejęć w latach 1985–2023 w ujęciu globalnym

Źródło: Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances, <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>, (dostęp: 18-03-2024).

Jak wynika z rysunku 17.1, aktywność rynku kontroli wydaje się okresowo nasilać, by następnie wejść w fazę spowolnienia mierzonego zazwyczaj spadkiem zarówno liczby, jak i wartości transakcji. Okresy te przypadały na czas wzmożonej niepewności dotyczącej międzynarodowe rynki w szczególności w sytuacjach kryzysowych,

<sup>15</sup> M. Lewandowski: *Rozwój fuzji i przejęć na świecie i w Polsce*, [w:] W. Frąckowiak (red.): *Fuzje i przejęcia*. PWE, Warszawa 2009.

<sup>16</sup> M. Gort: *An Economic Disturbance Theory of Mergers*. Quarterly Journal of Economics 1969, no. 83, pp. 624–642.

<sup>17</sup> M.L. Mitchell, J.H. Mulherin: *The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity*. Journal of Financial Economics 1996, vol. 41, pp. 193–229.

np. w wyniku pęknięcia bańki internetowej w 2001 r., czy kryzysu *subprime* z 2008 r. W ostatnich latach obserwuje się dużą zmienność rynku fuzji i przejęć wynikającą w pierwszej kolejności z pandemii COVID-19, a następnie rosyjskiej agresji na Ukrainę. W 2020 r. wartość rynku fuzji i przejęć oraz liczba transakcji spadły odpowiednio o 16,1% oraz 11,7% w stosunku do roku poprzedniego. Korekta ta miała jednorazowy charakter, ponieważ rok później zaobserwowano wzrost wartości rynku o 60,2%, przy jednoczesnym wzroście liczby transakcji o 23,3%, osiągając najwyższe wartości w całej historii rynku M&A: wartość transakcji przekroczyła 5,2 mld USD, a ich liczba osiągnęła poziom 58 tys. Wzrost niepewności związanej z atakiem Rosji na Ukrainę, a także towarzysząca tej agresji wysoka inflacja spowodowały ponowne spadki na rynku kontroli, które były kontynuowane również w 2023 r. Wartość transakcji w latach 2022–2023 spadła odpowiednio o 35,4% oraz 26,3%, a liczba odpowiednio o 12,9% oraz 22,0%.

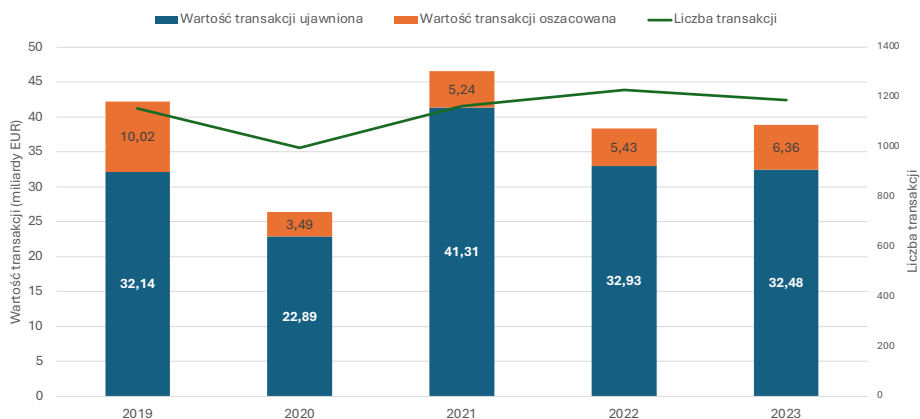
W raporcie pt. „Emerging Europe M&A. Report 2023/24” przedstawiono kluczowe statystyki rynku fuzji i przejęć dla państw Europy Środkowo-Wschodniej (CEE)<sup>18</sup>. Wyraźne osłabienie rynku fuzji i przejęć w naszym regionie spowodowała pandemia COVID-19. W 2020 r. ujawniona wartość transakcji spadła do poziomu 22,89 mld EUR z 32,14 mld EUR w roku poprzednim. Szacowana wartość rynku M&A spadła w ujęciu względnym o blisko 65% (z 10,02 mld EUR w 2019 r. do 3,49 mld EUR). Za oczywistą przyczynę takiego stanu rzeczy podaje się wzrost niepewności wynikający z początku pandemii COVID-19. Spadek liczby transakcji w 2020 r. nie był już tak znaczący i wyniósł w ujęciu względnym niecałe 14%.

Podobnie jak na globalnym rynku M&A, rok 2021 przyniósł znaczące ożywienie również w Europie Środkowo-Wschodniej. Liczba transakcji osiągnęła 1164 (wzrost o blisko 17% r/r), ujawniona wartość transakcji wzrosła z 22,89 mld EUR do 41,31 mld EUR (przyrost o ponad 80% r/r), a wartość szacowana transakcji z 3,49 mld EUR do 5,24 mld EUR, czyli o około 50%, przebijając nie tylko wszystkie możliwe poziomy sprzed pandemii, lecz również sprzed 7 lat wstecz<sup>19</sup> (rysunek 17.2).

Największym w regionie był polski rynek fuzji i przejęć z 284 transakcjami opiewającymi na ponad 7,45 mld EUR. Drugim państwem w regionie, zarówno pod względem liczby, jak i wartości transakcji, była Rumunia (199 transakcji o łącznej wartości 5,54 mld EUR), a trzecim Węgry (pod względem wartości transakcji) lub Czechy (pod względem liczby transakcji). Pięć najbardziej aktywnych państw Europy Środkowo-Wschodniej odpowiada za 71,1% liczby oraz 76,6% wartości ujawnionej dla całego regionu. Na rysunku 17.3 przedstawiono kształtowanie się wartości oraz liczby transakcji dla pięciu najważniejszych pod tym względem państw naszego regionu.

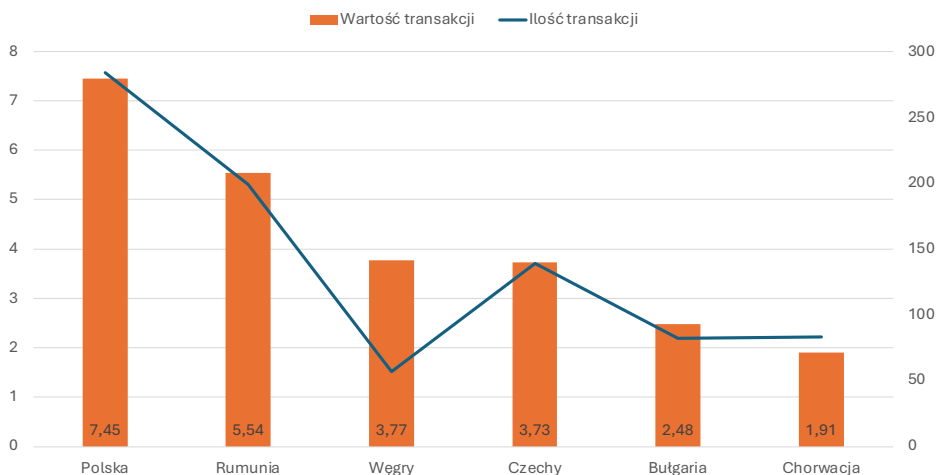
<sup>18</sup> CME, EMIS: *Emerging Europe M&A Report 2023/24*, styczeń 2024, <https://www.emis.com/php/home>, dostęp: 19.03.2024.

<sup>19</sup> CME, EMIS: *Emerging Europe M&A Report 2020/2021*, styczeń 2021, <https://www.emis.com/php/home>, dostęp: 10.02.2022.



Rysunek 17.2. Kształtowanie się liczby oraz wartości transakcji fuzji i przejęć w 2019–2023 w Europie Środkowo-Wschodniej

Źródło CME, EMIS: *Emerging Europe M&A Report 2023/24*, styczeń 2024, <https://www.emis.com/php/home>, dostęp: 19.03.2024.



Rysunek 17.3. Liczba oraz wartość transakcji fuzji i przejęć wśród najbardziej aktywnych państw regionu Europy Środkowo-Wschodniej w roku 2023

Źródło: opracowanie własne na podstawie: CME, EMIS: *Emerging Europe M&A Report 2023/24*, styczeń 2024, <https://www.emis.com/php/home>, dostęp: 19.03.2024.

Najbardziej aktywnym sektorem na rynku kontroli w regionie był rynek telekomunikacyjny oraz IT – pomimo spadku liczby o 70 transakcji w porównaniu do roku 2022, w sumie odnotowano w tym sektorze 266 połączeń na łączną kwotę 9,1 mld EUR. Drugim największym sektorem pod względem wartości transakcji był sektor produkcyjny, w ramach którego przeprowadzono 181 transakcji (wzrost o 11 transakcji r/r) na łączną kwotę ponad 6,5 mld EUR (wzrost o 138,8% r/r). Trzecie miejsce pod względem wartości transakcji fuzji i przejęć w Europie Środkowo-Wschodniej zajął sektor energetyki i usług

komunalnych, w którym wprawdzie w roku 2023 przeprowadzono więcej transakcji niż w roku poprzednim (wzrost z 69 do 85 transakcji), ale wartość tego rynku spadła o 18%, osiągając sumarycznie 3,3 mld EUR. Sektor nieruchomości i budownictwa był podobny pod względem wartości (3,2 mld EUR), jednak ze znacząco większą liczbą transakcji wynoszącą 158. Charakteryzował się on znaczącym spadkiem wartości w porównaniu do roku 2022 (spadek o 59,2%), ustępując pod tym względem górnictwu (spadek o 91,7% do poziomu 666,2 mln EUR) oraz mediom i wydawnictwom (spadek o 71,6%). Sektor mediów i wydawnictw można jednocześnie uznać za najmniej aktywne: przeprowadzono w nim zaledwie 13 transakcji na łączną kwotę 18 mln EUR. Największe wzrosty wartości transakcji zaobserwowano w sektorze transport i logistyka (wzrost o 161,9% do poziomu 1,95 mld EUR) oraz w sektorze produkcyjnym (wzrost o 138,8% do poziomu 6,57 mld EUR). Stosowne dane przedstawiono w tabeli 17.1.

Tabela 17.1. Liczba oraz wartość transakcji fuzji i przejęć w roku 2023 w Europie Środkowo-Wschodniej z podziałem na sektory

Sektor	Liczba transakcji	Zmiana liczby transakcji r/r	Wartość transakcji (mln EUR)	Zmiana procentowa wartości transakcji r/r
Rolnictwo i hodowla	18	+2	206	-4,3%
Edukacja i usługi medyczne	44	-14	560,3	+8,9%
Energetyka i usługi komunalne	85	+16	3300	-18%
Finanse i ubezpieczenia	68	-1	1570	+21,4%
Jedzenie i napoje	50	+5	956,6	+17,8%
Produkcja	181	+11	6570	+138,8%
Media i wydawnictwa	13	-2	18	-71,6%
Górnictwo	20	+10	666,2	-91,7%
Inne	19	+1	1450	+56,1%
Nieruchomości i budownictwo	158	-47	3190	-59,2%
Usługi	106	+11	498,6	+6,7%
Telekomunikacja i IT	266	-70	9100	+140,3%
Transport i logistyka	46	+22	1950	+161,9%
Handel hurtowy i detaliczny	113	+14	2450	+59,8%

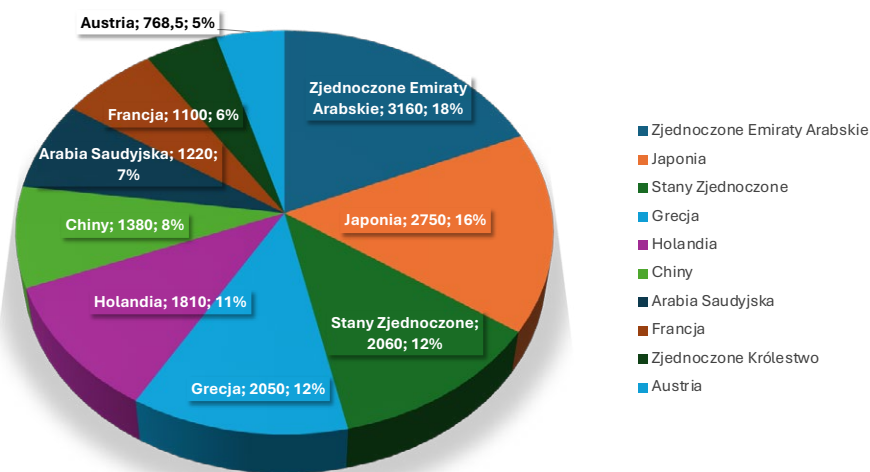
Źródło: opracowanie własne na podstawie: CME, EMIS: *Emerging Europe M&A Report 2023/24*, styczeń 2024, <https://www.emis.com/php/home>, dostęp: 19.03.2024.

Pod względem kraju pochodzenia kupującego, w regionie Europy Środkowo-Wschodniej blisko 63% transakcji było dokonywane przez podmioty zagraniczne (746 spośród 1187 transakcji). Transakcje te dominowały znacząco pod względem wartości, ponieważ stanowiły blisko 95% całkowitej wartości ujawnionych transakcji przeprowadzonych w naszym regionie. Wynika z tego, że średnia wartość transakcji krajowych w regionie CEE była stosunkowo niska.

Na rysunku 17.4 przedstawiono podział wartości transakcji fuzji i przejęć przeprowadzonych w regionie CEE, gdzie nabywającym były podmioty zagraniczne (spoza tego



regionu). Uwzględniono 10 państw najbardziej aktywnych na rynku fuzji i przejęć pod względem wartości transakcji. Znaczące transakcje były dokonane przez podmioty ze Zjednoczonych Emiratów Arabskich (ZEA). W sumie autorzy raportu wskazują 9 transakcji na łączną kwotę 3,16 mld EUR, przeprowadzonych przez podmioty z tego państwa. Trzecie najbardziej aktywne państwo na rynku M&A w naszym regionie pod względem wartości transakcji, a pierwsze pod względem liczby transakcji, to Stany Zjednoczone (USA). W przypadku tych dwóch państw występuje znacząca różnica w średniej wartości transakcji. Podmioty z USA w sumie dokonały aż 96 transakcji za 2,06 mld EUR. Porównując te dane z ZEA, można zauważyć, że średnia wartość transakcji dokonywanej przez podmioty z Bliskiego Wschodu wynosiła w 2023 roku 351,11 mln EUR, w porównaniu do średniej wartości transakcji wynoszącej 21,46 mln EUR, gdzie kupującym był podmiot z USA. Japonia była trzecim najbardziej aktywnym państwem pod kątem wartości dokonanych transakcji, wydając 2,75 mld EUR i realizując jednocześnie 5 transakcji (zakup słowackiej gałęzi U.S. Steel przez spółkę Nippon Steel Corp.), co daje średnią wartość transakcji na poziomie 550 mln EUR. Kupującym dokonujących największych transakcji był podmiot z Arabii Saudyjskiej, który dokonał zakupu wież telekomunikacyjnych na terenie Bułgarii, Chorwacji oraz Słowenii za kwotę 1,22 mld EUR.



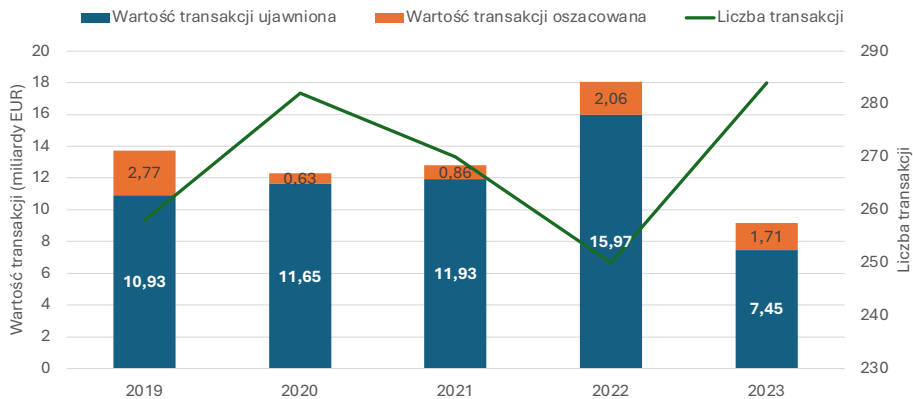
Rysunek 17.4. Wartość transakcji fuzji i przejęć w regionie CEE w roku 2023 z punktu widzenia państwa pochodzenia podmiotu nabywającego (dane w mln EUR oraz w %)

Źródło: jak do rysunku 17.3.

Po stronie kupujących bardzo aktywne były fundusze *private equity*, które były zaangażowane w 248 transakcji regionie i pomimo spadku w liczbie transakcji (spadek o 14,2% r/r) zwiększyły ich wartość o blisko 57% r/r do poziomu 15,5 mld EUR, głównie za sprawą dużych transakcji typu „public-to-private” w sektorach telekomunikacyjnym i IT (9,1 mld EUR), produkcyjnym (6,57 mld EUR), nieruchomości i budowlanym (3,19 mld EUR). Najbardziej dynamicznie rozwijającym się sektorem pod względem przyrostu liczby transakcji był sektor transport i logistyka. Zaobserwowano wzrost liczby transakcji o 22 (wzrost o 92%) oraz wartości do poziomu 1,95 mld EUR (wzrost

o 161,9% r/r). Również dynamicznie rozwijał się sektor energetyczny. W przypadku podmiotów zajmujących się przesyłem energii dokonano 85 transakcji, co stanowiło przyrost o 23% r/r, a w przypadku produkcji energii związanej głównie z wykorzystaniem fotowoltaiki wystąpił przyrost liczby transakcji o 49% oraz wartości o 20,6% w porównaniu do roku 2022.

W Polsce liczba transakcji fuzji i przejęć w 2023 r. wyniosła 284 i był to wzrost o 34 transakcje w porównaniu do roku poprzedniego. Pomimo tego rok 2023 przyniósł spadek wartości transakcji z 15,97 mld EUR w roku 2022 do 7,45 mld EUR. Należy pamiętać, że rok 2022 na polskim rynku M&A pod względem wartości transakcji osiągnął bardzo wysokie wartości za sprawą fuzji pomiędzy PKN Orlen oraz PGNiG, której wartość wyniosła około 7,9 mld EUR. Największą transakcją w 2023 r. było przejęcie spółki Techland przez chiński Tencent Holdings za 1,34 mld EUR. Jak wynika z danych przedstawionych na rysunku 17.5, w 2023 r. liczba transakcji w Polsce osiągnęła swoje maksimum. Warto jednak zauważyć, że jest to poziom kształtujący się poniżej liczby transakcji z lat 2015, 2018 czy 2017, kiedy liczba transakcji fuzji i przejęć wyniosła odpowiednio 346, 323 oraz 288. Natomiast niezaprzeczalnie rok 2022 był rekordowy pod względem wartości transakcji, zarówno ujawnionej, jak i szacowanej<sup>20</sup>.



Rysunek 17.5. Kształtowanie się liczby oraz wartości transakcji fuzji i przejęć w 2019–2023 w Polsce

Źródło: jak do rysunku 17.3.

## Pomiar efektów transakcji fuzji i przejęć

Zgodnie z teorią finansów podejmowane decyzje finansowe i inwestycyjne powinny prowadzić do maksymalizacji bogactwa akcjonariuszy, co jednocześnie jest też głównym celem fuzji i przejęć<sup>21</sup>. Z tego punktu widzenia sukcesem transakcji powinno być

<sup>20</sup> CME, EMIS: *Emerging Europe M&A Report 2019/2020*, styczeń 2020, <https://www.emis.com/php/home>, dostęp: 10.02.2022.

<sup>21</sup> S. Sudarsanam: *Fuzje i przejęcia*, op. cit.

zwiększenie wartości łączących się podmiotów. Należy jednak podkreślić, że w literaturze przedmiotu wskazuje się wiele motywów tych transakcji, nie zawsze w sposób bezpośredni nawiązujących do postulatu wzrostu wartości przedsiębiorstw biorących udział w połączeniu. Często spotyka się podział motywów fuzji i przejęć na motywy nabywcy i sprzedawcy<sup>22</sup>. Został on zaprezentowany w tabeli 17.2.

Tabela 17.2. Motywy fuzji i przejęć z punktu widzenia nabywcy i sprzedawcy

Motywy nabywcy	Motywy sprzedawcy
Techniczne i operacyjne, np. zwiększenie efektywności działania, pozyskanie bardziej efektywnego kierownictwa, synergia operacyjna, korzyści skali.	Strategiczne, np. pozbycie się niepotrzebnych lub niedopasowanych aktywów, pozyskanie partnera biznesowego, obrona przed wrogim przejęciem.
Rynkowe i marketingowe, np. zwiększenie udziału w rynku, wyeliminowanie konkurencji, dywersyfikacja ryzyka działalności.	Administracyjne, np. nakaz wydany przez organy państwa czy wspólnoty państw w związku z regulacjami antymonopolowymi.
Finansowe, np. zwiększenie pojemności zadłużeniowej, przejęcie gotówki, korzyści podatkowe, niedoszacowanie wartości nabywanej firmy.	Finansowe, np. generowanie strat przed zbywane przedsiębiorstwo lub dywizję, reorganizacja portfela inwestycyjnego, osiągnięcie zadowalającej stopy zwrotu z inwestycji.
Menedżerskie, np. wzrost wynagrodzeń kierownictwa, wzrost prestiżu i władzy.	Menedżerskie, np. tworzenie nowych stanowisk kierowniczych, zwiększenie swobody działania w wyniku wydzielenia nowego przedsiębiorstwa i obsadzenia nowym kierownictwem

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: M. Lewandowski: *Motywy nabywcy i sprzedawcy*, [w:] W. Frąckowiak (red.): *Fuzje i przejęcia*. PWE, Warszawa 2009.

Z przedstawionej klasyfikacji wynika duże zróżnicowanie motywów fuzji i przejęć. Z punktu widzenia maksymalizacji wartości część motywów wydaje się bardziej uzasadniona od innych. Przykładowo można doszukiwać się rzeczywistego związku pomiędzy motywami technicznymi, takimi jak korzyści skali czy poszukiwanie synergii operacyjnej a wzrostem wartości łączących się podmiotów. Inne motywy sprawiają wrażenie bardziej wątpliwych z tego punktu widzenia. Na przykład dywersyfikacja ryzyka w przypadku spółek publicznych może być dużo efektywniej wykonana przez akcjonariuszy na poziomie portfela akcji niż na poziomie samej spółki, która z reguły musi zapłacić premię za kontrolę w przypadku przejmowania innych podmiotów. Krytyka niektórych motywów fuzji i przejęć stała się podstawą klasyfikacji przedstawionej przez R.A. Brealeya i S.C. Myersa, którzy dokonali podziału motywów na rozsądne oraz wątpliwe. Zdaniem autorów „motywy fuzji są często początkiem drogi ku rzeczywistym korzyściom, czasami jednak motywy są pozorne – istnieją jedynie w wyobraźni nieostrożnych lub zbyt pewnych siebie menedżerów, popychając ich w kierunku fatalnych w skutkach decyzji”<sup>23</sup>. Grupę motywów „rozsądnych” stanowiła ekonomia skali, łączenie zasobów komplementarnych, kwestie podatkowe, wykorzystanie nadwyżki finansowej oraz eliminowanie nieefektywności. Jako motywy wątpliwe autorzy wymie-

<sup>22</sup> M. Lewandowski: *Motywy nabywcy i sprzedawcy*, [w:] W. Frąckowiak (red.): *Fuzje i przejęcia*. PWE, Warszawa 2009.

<sup>23</sup> R.A. Brealey, S.C. Myers: *Podstawy finansów przedsiębiorstw*. PWN, Warszawa 1999, s. 1278.

nili m.in. dywersyfikację działalności, chęć osiągnięcia wzrostu zysku netto na jedną akcję, czy obniżenie kosztów finansowania.

Utożsamienie sukcesu transakcji z faktem wytworzenia lub utrzymania wartości jest postulowane między innymi przez R.F. Brunera, który jasno wskazuje, że zbyt szerokie podejście do celów transakcji może być zgubne. Ma to miejsce w sytuacji, gdy menedżerowie dokonują transakcji, kierując się niejasnymi celami strategicznymi, czy wyłącznie dlatego, że prezesów zarządu obu spółek łączą przyjazne relacje. Z tego powodu niezmiernie istotna staje się możliwość pomiaru efektów ekonomicznych takich transakcji, która powinna być ukierunkowana na pomiar wykreowanej (lub zniszczonej) wartości<sup>24</sup>.

Jednym z najczęściej podkreślanych motywów transakcji fuzji i przejęć i jednocześnie niekwestionowanym z punktu widzenia wzrostu wartości łączących się podmiotów jest chęć osiągnięcia efektu synergii. Wartość tego efektu można ustalić poprzez odjęcie od wartości połączonych podmiotów hipotetycznych wartości przedsiębiorstwa nabywającego oraz nabywanego, które te podmioty by osiągnęły, gdyby nie doszło do transakcji<sup>25</sup>. Przeprowadzenie takiej oceny jest procesem bardzo czasochłonnym i kosztochłonnym, często wymagającym ścisłej współpracy i przepływu informacji pomiędzy łączącymi się stronami a wyceniającym. Z praktyki transakcji fuzji i przejęć wynika, że taka współpraca nie zawsze ma miejsce, a w sytuacji, gdy wyceniający nie jest związany z żadną stroną transakcji, jest ona niemożliwa.

Pojawia się zatem pytanie, czy istnieją metody umożliwiające ocenę efektów transakcji, które nie wymagają informacji pochodzących z wnętrza podmiotów biorących udział w połączeniu. Jest ono istotne nie tylko z punktu widzenia praktyków rynków kapitałowych, ale również badaczy rynku kontroli. W literaturze przedmiotu wyróżnia się wiele metod oceny efektów fuzji i przejęć, jednak w tym kontekście najczęściej pojawiają się dwie: analiza nadwyżkowych stóp zwrotu osiągniętych przez akcjonariuszy łączących się spółek oraz analiza danych finansowych pochodzących ze sprawozdań finansowych publikowanych przez przedsiębiorstwa biorące udział w transakcjach<sup>26</sup>.

Metoda nadwyżkowych stóp zwrotu polega na porównaniu stóp zwrotu z papierów wartościowych zarówno spółki będącej celem nabycia, jak i spółki przejmującej w okresie poprzedzającym moment dokonania transakcji z pewnymi „normalnymi” stopami zwrotu, które wystąpiłyby, gdyby do transakcji nie doszło. Stopy te określane są na podstawie zwrotów pochodzących z okresu poprzedzającego moment podania informacji o planowanej fuzji lub przejęciu. Dodatkowa stopa zwrotu jest obliczana według następującej formuły<sup>27</sup>:

$$AR_{it} = R_{it}^R - E(R_{it}),$$

gdzie:

$AR_{it}$  – nadwyżkowa stopa zwrotu z papieru wartościowego  $i$  w okresie  $t$ ,

<sup>24</sup> R.F. Bruner: *Applied Mergers & Acquisitions*. John Wiley & Sons, New Jersey 2004.

<sup>25</sup> R. Machała: *Przejęcia i fuzje. Wpływ ...*, op. cit.

<sup>26</sup> R.F. Bruner: *Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker*. Journal of Applied Finance, Spring-Summer 2002, pp. 48-68; A. Perepeczo: *Fale fuzji i przejęć ...*, op. cit.

<sup>27</sup> S. Sudarsanam: *Fuzje i przejęcia*, op. cit.

$R_i^R$  – rzeczywista stopa zwrotu z papieru wartościowego  $i$  w okresie  $t$ ,  
 $E(R_i)$  – oczekiwana stopa zwrotu z papieru wartościowego  $i$  w okresie  $t$ .

Niewątpliwie słabą stroną tej metody jest ograniczenie efektów fuzji i przejęć tylko do sfery rynkowej, dodatkowo opartej na pewnych założeniach dotyczących efektywności rynków kapitałowych. Na korzyść tych metod może przemawiać jednorodność analizowanych danych, a więc ich porównywalność w czasie i przestrzeni. Metoda w bezpośredni sposób nawiązuje do wzrostu wartości firmy dla właścicieli.

Druga często wykorzystywana metoda oceny fuzji i przejęć polega na przeprowadzeniu analizy finansowej łączących się podmiotów w okresie poprzedzającym transakcję oraz w okresie po połączeniu, a następnie próbie odpowiedzi na pytanie, czy dana transakcja przyczyniła się do polepszenia lub pogorszenia kondycji finansowej obu tych podmiotów. Wśród mierników efektów można wyróżnić takie zmienne jak wskaźnik rentowności aktywów, rentowności kapitałów własnych, rentowności sprzedaży, wskaźnik cena/zysk, zysk na jedną akcję, zysk netto, przepływy pieniężne i inne. W celu eliminacji wpływu czynników niezależnych od transakcji, wyniki porównuje się najczęściej z wartościami branżowymi lub spółkami kontrolnymi (działającymi w tej samej branży, o zbliżonej wielkości aktywów lub przychodów ze sprzedaży, które nie uczestniczyły w procesach M&A)<sup>28</sup>. W rozważaniach rok wystąpienia połączenia określa się mianem okresu odniesienia oznaczanym jako  $t=0$ , a ocenę wpływu transakcji na wyniki przeprowadza się w okresie trzech lub pięciu lat przed i po ich przeprowadzeniu<sup>29</sup>. Zaletą rozpatrywanej metody jest sam fakt bazowania na danych raportowanych, które w większości przypadków podlegają badaniu przez biegłego rewidenta, a zatem można uznać za wiarygodne. Z drugiej strony analiza ta opiera się na danych historycznych, które niekoniecznie muszą uwzględniać perspektywy rozwoju. Analiza ta nie podejmuje również kwestii ważnej dla akcjonariuszy podmiotu przejmowanego, mianowicie wpływu transakcji fuzji lub przejęcia na kurs akcji w krótszym okresie obejmującym fazę ogłoszenia informacji o planowanej transakcji.

## Badania nad oceną finansowych konsekwencji fuzji i przejęć

W literaturze przedmiotu dostępnych jest wiele opracowań, w których analizowane są efekty fuzji i przejęć za pomocą obu wyżej opisanych metod. Jednym z takich opracowań jest przytaczany już artykuł R. Brunera<sup>30</sup>. W odniesieniu do kształtowania się nadwyżkowych stóp zwrotu autor przedstawił wyniki w dwóch ujęciach: z punktu widzenia podmiotów przejmowanych oraz z punktu widzenia podmiotów przejmujących. Zakres czasowo-przestrzenny, a także rozmiar próby badawczej były zróżnicowane i obejmowały odpowiednio lata 1919–1999 oraz 1929–1999. Rozmiar prób badawczych wahał się w przedziale 17–3968 transakcji, a przeprowadzono je głównie

<sup>28</sup> S. Sudarsanam: *Fuzje i przejęcia*, op. cit.

<sup>29</sup> A. Perepeczo: *Fale fuzji i przejęć...*, op. cit.

<sup>30</sup> R. Bruner: *Does M&A Pay? ...*, op. cit.

na rynkach rozwiniętych Wielkiej Brytanii, USA oraz Kanady. Okno zdarzenia<sup>31</sup> miało również zróżnicowaną rozpiętość. Nadwyżkowe stopy zwrotu szacowane były począwszy od okien dwudniowych (-1, 0), a skończywszy na oknach znacznie szerszych, takich jak (-42, +126), czy nawet (0, +1250).

W przypadku pomiaru efektów fuzji i przejęć od strony akcjonariuszy spółek przejmowanych, R. Bruner zauważył, że nadwyżkowe stopy zwrotu przez nich realizowane są z reguły dodatnie i istotne statystycznie. Przeciętna nadwyżkowa stopa zwrotu dla akcjonariuszy spółki przejmowanej wahała się między 20% a 30%, przy czym w niektórych przypadkach zaobserwowano nawet 130-procentowy wzrost cen akcji, co miało jednak miejsce dla bardzo wąskiego okna zdarzenia (-1, 0) oraz (-5, +5). Pozytywna reakcja rynku zależała od rodzaju transakcji i była wyższa w przypadku publicznych wezwań do sprzedaży akcji. Zestawienie badań nad efektami fuzji i przejęć dla akcjonariuszy podmiotów przejmujących obejmowało 44 publikacje. W 20 przypadkach autorzy zaobserwowali istotne statystycznie, ujemne nadwyżkowe stopy zwrotu, które wahały się od -1% do -3%. Można zatem sądzić, że w tych przypadkach informacja o planowanej transakcji została negatywnie odebrana przez rynek, co doprowadziło do spadku notowań akcji spółki przejmującej. W 24 przypadkach zaobserwowano dodatnie stopy zwrotu, przy czym istotność statystyczną potwierdzono w 17 przypadkach. Reakcja rynku była jednak znacznie niższa niż w spółek przejmowanych i wahała się od 0,07% do 9%<sup>32</sup>.

P. Asquith, który analizował rezultaty ponad 200 połączeń mających miejsce na amerykańskim rynku kontroli w latach 1962–1974, ukazał występowanie wyższych korzyści dla akcjonariuszy podmiotów przejmowanych. Wniosek z analizowanego badania wskazywał, że praktycznie całość zysku liczonego stopą zwrotu z akcji z połączenia trafia do podmiotu nabywanego, podczas gdy podmiot przejmujący z reguły realizuje na tyle niewielki zysk, że mieści się on w granicach błędu statystycznego<sup>33</sup>. A. Perepeczo przytoczyła w swoim opracowaniu wyniki badań prowadzonych dla gospodarek Europy Zachodniej. Podobnie, dla spółek-celów obserwowane były dodatnie nadwyżkowe stopy zwrotu, które wahały się w zależności od przyjętego okna zdarzenia od kilku do nawet kilkudziesięciu procent. Dla spółek przejmujących dodatkowe stopy zwrotu były nieznacznie ujemne lub dodatnie<sup>34</sup>.

W przeglądowym artykule dotyczącym porażek i sukcesów w transakcjach fuzji i przejęć, L. Renneboog i C. Vansteenkiste<sup>35</sup> dokonali przeglądu wyników badań em-

<sup>31</sup> Poprzez okno zdarzenia rozumie się czas, w którym analizuje się kształtowanie nadwyżkowych stóp zwrotu, a tym samym bada się reakcję inwestorów na podanie do publicznej wiadomości informacji o planowanej fuzji lub przejęciu. Okno zdarzenia może obejmować okres od kilku do nawet kilkudziesięciu dni wokół dnia zdarzenia, czyli dnia, w którym informacja o transakcji zostaje upubliczniona. Dzień zdarzenia zwykle oznacza się jako 0, a dni poprzedzające dzień zdarzenia jako liczby ujemne (np. -2 oznacza dwa dni poprzedzające zdarzenie), natomiast dni następujące po zdarzeniu jako liczby dodatnie (np. +2 oznacza dwa dni następujące po zdarzeniu).

<sup>32</sup> R. Bruner: *Does M&A Pay?* ..., op. cit.

<sup>33</sup> za: M. Lewandowski: *Fuzje i przejęcia na tle ...*, op. cit.

<sup>34</sup> A. Perepeczo: *Fale fuzji i przejęć ...*, op. cit.

<sup>35</sup> L. Renneboog, C. Vansteenkiste: *Failure and success in mergers and acquisitions*. *Journal of Corporate Finance* 2019, no. 58, pp. 650–699.

pirycznych uwzględniając podział efektów na zwroty krótko – oraz długoterminowe. Wyniki w zakresie krótkoterminowej oceny efektów M&A wskazują na tworzenie wartości w przypadku akcjonariuszy spółek przejmowanych. W zależności od długości okna zdarzenia czy okresu analizy pozytywne reakcje rynku mierzone skumulowanymi nadwyżkowymi stopami zwrotu sięgały od kilku do nawet kilkudziesięciu procent. Zwroty dla akcjonariuszy firm przejmujących są zazwyczaj bliskie zeru lub nieistotne statystycznie. Zjawisko to jest szczególnie widoczne w przypadku dużych transakcji mających miejsce na rynkach publicznych.

Brak pozytywnych efektów fuzji i przejęć dla podmiotów przejmujących był szczególnie widoczny w długim okresie czasu obejmującym 2 do 3 lat po transakcji. Autorzy podkreślili, że w przypadku wielu transakcji spodziewany efekt synergii mógł być przeszacowany, na przykład za sprawą zbyt optymistycznych wycen, konkurencji pomiędzy kilkoma potencjalnymi nabywcami czy problemów z integracją łączących się podmiotów w okresie potransakcyjnym. Wśród kluczowych czynników zwiększających prawdopodobieństwo porażki transakcji L. Renneboog i C. Vansteenkiste wskazali również tzw. „seryjne przejęcia”, oznaczające tendencję niektórych przedsiębiorstw do częstszego angażowania się w transakcje M&A, oraz nadmierną pewność siebie CEO. W przypadku czynników sukcesów wyróżniono podobieństwo i uzupełniający się charakter firmy przejmującej i przejmowanej oraz aktywizm akcjonariuszy<sup>36</sup>.

Badania w zakresie oceny efektów fuzji i przejęć w postaci zwrotów dla akcjonariuszy podmiotów biorących udział w tych transakcjach były prowadzone również w Polsce. W większości potwierdzały one wyżej przytoczone wnioski. Akcjonariusze spółek przejmowanych zyskiwali zdecydowanie więcej niż akcjonariusze spółek przejmujących, przy czym w przypadku tej drugiej grupy autorzy często wykazywali ujemne nadwyżkowe stopy zwrotu lub nie znajdowali statystycznie istotnych wyników<sup>37</sup>.

W ostatnich latach przeprowadzono również badania wskazujące na niewielkie, pozytywne i istotne statystycznie reakcje stóp zwrotu w zakresie akcji spółek nabywających. P. Mielcarz oraz D. Osiichuk dokonali analizy kształtowania się reakcji rynkowej po stronie spółki nabywającej przy ponad 1500 transakcjach nabycia akcji na polskim rynku kapitałowym. W bardzo wąskim oknie obejmującym zaledwie 3 dni (-1;+1) pozytywna reakcja rynku wynosiła 1,5% i była istotna statystycznie<sup>38</sup>. Niemniej

<sup>36</sup> Ibidem.

<sup>37</sup> B. Kabaciński: *Ocena efektów fuzji i przejęć na podstawie analizy nadwyżkowych stóp zwrotu*, [w:] W. Glonau (red.): *Zarządzanie i finanse*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, vol. 11(2), część 4, 2013, s. 231–242; M. Lewandowski: op. cit.; R. Machała: *Przejęcia i fuzje. Wpływ...*, op. cit.; A. Szyszka: *Studium wydarzeń: reakcja inwestorów na publiczne wezwania do sprzedaży akcji*, [w:] D. Zarzecki (red.): *Zarządzanie finansami: klasyczne zasady – nowoczesne metody*, T1, Materiały z III Międzynarodowej Konferencji Naukowej Międzyzdroje, 10–12 kwietnia 2002 r. Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2002; A. Zaremba, M. Płotnicki: *Krótkoterminowe i długoterminowe reakcje cenowe na ogłoszenia transakcji fuzji i przejęć na rynkach Europy Środkowo-Wschodniej*, [w:] D. Zarzecki (red.): *Zarządzanie finansami: ryzyko, zarządzanie, wartość*. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 2015, nr 73, s. 593–606.

<sup>38</sup> P. Mielcarz, D. Osiichuk: *M&As of Polish public companies*, [w:] M. Dietl, D. Zarzecki (eds.): *Understanding the Polish Capital Market. From Emerging to Developed*. Routledge, Londyn 2022,

tego rodzaju wyniki stanowią raczej wyjątek i odbiegają od dominującego w literaturze przedmiotu przekonania, że akcjonariusze spółek przejmujących zwykle tracą lub nie zyskują na przejęciu.

Drugim nurtem badań nad efektami fuzji i przejęć jest ocena wpływu transakcji na kondycję finansową przedsiębiorstw biorących udział w połączeniu. Obszerne przeglądy badań w zakresie transakcji na rynku amerykańskim i brytyjskim dokonał R. Bruner<sup>39</sup>. W wielu przypadkach wystąpiło obniżenie się rentowności mierzonej wskaźnikami ROA, ROE, ROS wśród podmiotów przejmujących, które sięgało pięciu lat po transakcji. Zmiany te jednak nie zawsze były istotne statystycznie. W części badań wykazano, że podmioty biorące udział w fuzjach i przejęciach odnotowały wzrost produktywności aktywów prowadzący do wzrostu przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej w porównaniu z podmiotami z tych samych branż, które charakteryzowały się podobnym rozmiarem, ale nie brały udziału w transakcjach M&A.

M. Lewandowski<sup>40</sup> przedstawił wyniki badań prowadzonych przez R.A. Brealeya oraz S.C. Myersa dotyczących 50 dużych połączeń w latach 1979–1983. Zaobserwowano nieznaczną poprawę rentowności aktywów, która miała wynikać ze wzrostu poziomu sprzedaży przy relatywnie stałym poziomie aktywów, a zatem wskazywałaby na synergię o charakterze operacyjnym. Transakcje fuzji i przejęć pozwoliły osiągnąć przyrost przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej przy jednoczesnym utrzymywaniu wydatków inwestycyjnych na dotychczasowym poziomie. M. Lewandowski<sup>41</sup> wskazał, iż sukces transakcji mierzony w oparciu o dane raportowane w sprawozdaniach finansowych jest tym większy, im:

- wartość firmy nabywanej stanowi mniejszy odsetek wartości firmy nabywającej,
- podobieństwo działalności prowadzonej przez nabywcę i podmiot nabywany jest większe,
- efektywność działalności operacyjnej podmiotu nabywanego w okresie przedtransakcyjnym jest większa.

A. Perepeczo przedstawiła wyniki badań w zakresie oceny efektów fuzji i przejęć opartych na danych raportowanych przeprowadzonych dla transakcji na terenie Europy Zachodniej<sup>42</sup>. Gdy głównym celem połączenia była dywersyfikacja działalności, występowały negatywne efekty finansowe w zakresie rentowności oraz przepływów pieniężnych. Pozytywne obserwowane były wówczas, gdy dochodziło do nabycia innego podmiotu funkcjonującego w tej samej branży, a celem transakcji było umocnienie pozycji konkurencyjnej. S. Sudarsanam<sup>43</sup> zauważył, że wyniki oceny efektów fuzji

---

s. 299–314. Warto jednak podkreślić, że zgodnie z kryteriami tworzenia próby badawczej autorzy brali pod uwagę wszystkie transakcje na rynku głównym GPW oraz NewConnect obejmujące pakiety akcji przekraczające 1% udziału w kapitale własnym spółki nabywanej. Oznacza to, że autorzy brali pod uwagę również nabycia pakietów mniejszościowych, przy których nie występuje premia za kontrolę, a to mogło z kolei silnie wpłynąć na otrzymane rezultaty.

<sup>39</sup> R. Bruner: *Does M&A Pay?* ..., op. cit.

<sup>40</sup> za: M. Lewandowski: *Analiza opłacalności nabycia przedsiębiorstw. Ustalenia empiryczne*, [w:] W. Frąckowiak (red.): *Fuzje i przejęcia*. PWE, Warszawa 2009.

<sup>41</sup> Ibidem.

<sup>42</sup> A. Perepeczo: *Fuzje i przejęcia* ..., op. cit.

<sup>43</sup> S. Sudarsanam: *Fuzje i przejęcia*, op. cit.



i przejęć nie stawiają tych procesów w całości w niekorzystnym świetle, ponieważ często dochodzi do pogorszenia rentowności podmiotów, które powstają po połączeniach. Autor podkreślił również, że istnieją również takie transakcje, które przynoszą wyraźne korzyści, co mogłoby sugerować, że niektóre podmioty nabywające mają zdolność do wyszukiwania odpowiednich spółek-celów.

M. Rahman i M. Lambkin<sup>44</sup> dokonali analizy 45 krajowych, horyzontalnych fuzji i przejęć, które miały miejsce w latach 1990–2010, przyjmując marketingową perspektywę oceny. Obejmowała ona zmianę przychodów ze sprzedaży oraz kosztów uzyskania tych przychodów. Analizowane transakcje przyczyniły się do wzrostu przychodów ze sprzedaży przy jednoczesnym ograniczeniu kosztów sprzedaży, promocji i administracyjnych, co autorzy zinterpretowali jako wzrost „produktywności marketingowej”<sup>45</sup>. Niemniej, podkreślili oni, że pomimo poprawy powyższych parametrów nie stwierdzono wzrostu stopy zwrotu ze sprzedaży, co oznaczałoby, że poprawa sytuacji rynkowej łączących się podmiotów nie była wystarczająco wysoka w porównaniu ze wzrostem całkowitych kosztów produkcji.

P. Łojek oraz J. Toborek–Mazur objęli analizą 11 największych transakcji fuzji i przejęć na polskim rynku kontroli, które miały miejsce w latach 2009–2019<sup>46</sup>. Transakcje zostały ocenione m.in. z punktu widzenia ich trwałości, rozumianej jako ich „prze-trwanie” do końca drugiego kwartału 2021 roku. Z przeprowadzonych analiz wynika, że ponad 50% rozpatrywanych połączeń przetrwało próbę czasu i zostało uznanych za trwałe, co zdaniem autorów artykułu stanowiło pewnego rodzaju dowód na ich sukces<sup>47</sup>. W większości transakcji zaobserwowano również wzrost przychodów podmiotu nabywającego, jednak, jak podkreślili sami autorzy, nie było to równoznaczne z sukcesem połączenia, ponieważ nie uwzględniło „odpowiedniej bazy porównania danych finansowych w latach poprzedzających przeprowadzenie transakcji” oraz nie informowało, „czy działające osobno przedsiębiorstwa radziłyby sobie lepiej, gdyby taka transakcja w ogóle nie zaistniała”<sup>48</sup>.

P. Mielcarz i D. Osiichuk, analizując 20-letnią historię transakcji na polskim rynku kapitałowym, zwrócili uwagę na kształtowanie się efektywności operacyjnej w okresie potransakcyjnym i odnosząc się do obu łączących się podmiotów. Z przeprowadzonej analizy regresji wynika, że transakcje fuzji i przejęć nie miały istotnego wpływu na średnioterminową efektywność operacyjną mierzoną wskaźnikami marży zysku operacyjnego, rotacji aktywów oraz rentowności aktywów (ROA)<sup>49</sup>.

Pozytywne zmiany w zakresie raportowanych danych finansowych uważane za rezultat fuzji i przejęć zidentyfikowali P. Aggarwal i S. Garg w przypadku 68 fuzji prze-

<sup>44</sup> M. Rahman, M. Lambkin: *Creating or destroying value through mergers and acquisitions: a marketing perspective*. *Industrial Marketing Management* 2015, no. 46, pp. 24–35.

<sup>45</sup> *Ibidem*, s. 32.

<sup>46</sup> P. Łojek, J. Toborek–Mazur: *Analiza skuteczności fuzji i przejęć w latach 2009 – 2019 w Polsce*. *Zeszyty Naukowe Małopolskiej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie* 2022, nr 53, s. 59–75.

<sup>47</sup> Autorzy tak samo traktowali transakcje, które miały miejsce na początku, jak i na końcu badanego okresu.

<sup>48</sup> *Ibidem*, s. 71.

<sup>49</sup> P. Mielcarz, D. Osiichuk: *M&As of Polish ...*, op. cit.

prorowadzonych w latach 2007–2012 w Indiach<sup>50</sup>. Badaniem objęto kształtowanie się wskaźników rentowności (ROE, ROCE, ROA), płynności finansowej (wskaźnik bieżący oraz szybki płynności), a także wskaźników zadłużenia (D/E oraz wskaźnik pokrycia odsetek) w okresie od 5 lat przed do 5 lat po przeprowadzonej transakcji, analizując jedynie podmioty nabywające. W przypadku większości transakcji zaobserwowano poprawę w zakresie rentowności oraz płynności finansowej zarówno w długim okresie (do 5 lat po transakcji), jak i średnim (do 3 lat po transakcji). Nie zidentyfikowano natomiast istotnych zmian w zakresie wskaźników zadłużenia.

Jako podsumowanie prac prowadzonych w zakresie oceny efektów fuzji i przejęć warto przytoczyć badanie meta-analityczne obejmujące 93 badania pierwotne, w których dokonano analizy łącznie 206 910 transakcji fuzji i przejęć<sup>51</sup>. Badania te obejmowały swoim zakresem transakcje przeprowadzone w latach 1962 – 1992<sup>52</sup>. Z przeprowadzonych badań wynika, że transakcje M&A nie prowadzą do poprawy sytuacji przedsiębiorstw przejmowanych, niezależnie od tego, czy analizowany jest potencjalny wzrost wartości mierzony za pomocą nadwyżkowych stóp zwrotu, czy poprawa efektywności finansowej mierzona jest na przykład wskaźnikami rentowności.

Istotnym elementem przytaczanego wyżej artykułu była analiza heterogeniczności wyników raportowanych w badaniach pierwotnych. Polegała ona na próbie identyfikacji czynników, które wyjaśniały zróżnicowanie wyników tych badań. Wśród potencjalnych czynników wyróżniono m.in. informacje, czy autorzy badań pierwotnych rozpatrywali transakcje konglomeratowe lub horyzontalne, jaka była metoda płatności oraz czy spółka przejmująca miała wcześniejsze doświadczenie w zakresie transakcji M&A. Rezultaty przeprowadzonej metaanalizy wskazują, że zróżnicowanie wyników badań jest skutkiem zmiennych niezidentyfikowanych przez jej autorów, co z kolei sugeruje konieczność prowadzenia dalszych badań nad efektami transakcji fuzji i przejęć, a także czynnikami wpływającymi na ich sukces<sup>53</sup>.

## Podsumowanie

Transakcje fuzji i przejęć tworzą rynek, na którym kupowane i sprzedawane jest specyficzne aktywo: kontrola nad przedsiębiorstwami. Rynek ten, nazywany rynkiem kontroli, w ujęciu globalnym zyskuje na znaczeniu, czemu wyraz daje systematycznie rosnąca liczba oraz wartość transakcji. Jednocześnie charakteryzuje się on spadkiem aktywności w okresach, które należy uznać za kryzysowe z punktu widzenia gospodarki

<sup>50</sup> P. Aggarwal, S. Garg: *Impact of Mergers and Acquisitions on Accounting-based Performance of Acquiring Firms in India*. *Global Business Review* 2022, vol. 23(1), pp. 218–236.

<sup>51</sup> D.R. King, D.R. Dalton, C.M. Daily, J.G. Covin: *Meta-Analyses of Post-Acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators*. *Strategic Management Journal* 2004, vol. 25(2), pp. 187–200.

<sup>52</sup> Ze względu na dużą rozpiętość czasową analizowanych badań pierwotnych w na potrzeby metaanalizy przeprowadzono również testy odporności, dzieląc analizowaną próbę badawczą na dwa podokresy: przed oraz po roku 1980. Zasadniczo otrzymane wyniki i wnioski z nich płynące były podobne niezależnie od analizowanego podokresu.

<sup>53</sup> Ibidem.

globalnej. Ostatnie wstrząsy, do których można zaliczyć pandemię COVID-19, wojnę w Ukrainie, wysoką inflację, a co za tym idzie wysokie stopy procentowe, skutecznie tłumili aktywność na rynku kontroli. Jednak obecnie wielu ekspertów podkreśla, że między innymi spadek presji inflacyjnej, a także wzmożone zainteresowanie sztuczną inteligencją mogą, między innymi, stanowić impuls dla wzrostu zarówno liczby, jak i wartości transakcji. Znacząca większość (jak i wartość) transakcji ma miejsce na rozwiniętych rynkach amerykańskim czy zachodnioeuropejskim, niemniej należy pamiętać, że Europa Środkowo-Wschodnia również zyskuje na znaczeniu. Rynek CEE wykazuje pewne podobieństwa do rynku globalnego, np. pod względem nagromadzenia transakcji w określonych sektorach, takich jak telekomunikacja i IT, czy występowania wielu transakcji *public-to-private*, ale ma również swoją unikalną specyfikę, a polski rynek kontroli jest jego bardzo istotnym elementem.

Fuzje i przejęcia stanowią realizację drogi wzrostu zewnętrznego, która powinna prowadzić do wzrostu wartości zarówno podmiotu nabywanego, jak i nabywającego. Wielu badaczy dokonało próby oceny efektów tych transakcji stosując do tego dwie główne metody: analizę nadwyżkowych stóp zwrotu oraz analizę raportowanych danych finansowych. Jednoznaczne wyniki są uzyskiwane zasadniczo w przypadku pierwszej metody i to tylko w zakresie właścicieli podmiotów przejmowanych. Zwykle obserwuje się dodatnie i istotne statystycznie dodatkowe stopy zwrotu realizowane przez tę grupę interesariuszy, co wskazywałoby, że transakcje fuzji i przejęć budują wartość przedsiębiorstw przejmowanych. Z drugiej strony obserwuje się spadek wartości przedsiębiorstw przejmujących, co jednak nie jest już tak jednoznaczną obserwacją, między innymi za sprawą często występujących nieistotnych statystycznie wyników. Brakuje również jednoznacznych wyników w zakresie pozytywnych lub negatywnych efektów transakcji mierzonych wskaźnikami finansowymi.

Nagromadzenie różnych, często sprzecznych wyników badań, może wynikać z wieloaspektowości tego zjawiska oraz mnogości czynników, które są w stanie wpływać na powodzenie fuzji czy przejęcia. Z tego względu część autorów sięga po bardziej zaawansowane metody analizy istniejącego dorobku literatury, w tym metaanalizę. Niemniej jednak, jak sami przyznają, dotychczasowe rezultaty nie pozwalają wystarczająco dobrze wyjaśnić heterogeniczności otrzymywanych wyników, co stwarza potrzebę dalszego prowadzenia badań nad efektami fuzji i przejęć i przyczynami sukcesu lub porażki tych transakcji. Odrębnym kierunkiem badań, który może być istotny w ocenie ich efektów, są badania nad interakcjami pomiędzy rodzajem synergii, potencjałem do jej osiągnięcia oraz sposobem jej wyceny<sup>54</sup>.

<sup>54</sup> F. Bauer, M. Friesl: *Synergy Evaluation in Mergers and Acquisitions: An Attention-Based View*. Journal of Management Studies 2024, vol. 61(1), pp. 37–68.

