

Analiza skuteczności fuzji i przejęć w latach 2009–2019 w Polsce

Paweł Łojek

Wyższa Szkoła Finansów
i Prawa w Bielsku-Białej
E-mail: plojek@wsfp.edu.pl
ORCID: 0000-0003-4049-4626

Joanna Toborek- -Mazur

Uniwersytet Ekonomiczny
w Krakowie
E-mail: jitm@wp.pl
ORCID: 0000-0003-3639-3910

Abstrakt: Podstawowym motywem funkcjonowania przedsiębiorstw jest maksymalizacja korzyści poprzez osiąganie dodatnich wyników finansowych przy możliwie minimalnym zaangażowaniu kapitału przedsiębiorstwa. Każde dodatnie rezultaty, które przedsiębiorstwo jest w stanie osiągnąć z tytułu prowadzonej działalności, jest traktowane przez jego interesariuszy pozytywnie, bowiem przyczynia się do wzrostu jego potencjału ekonomicznego. Jednakże aby go osiągnąć, należy dokonać pewnych procesów, które wprost w swoim zamierzeniu dążą do wypracowania odpowiedniej wartości poprzez współdziałanie z innymi podmiotami na rynku. Wśród takich procesów wyróżnia się transakcje oparte o mechanizm fuzji i przejęcia. Należy podkreślić, że ogólnie są one postrzegane jako pozytywne, a niekiedy – z perspektywy ekonomicznej – nawet konieczne. Głównym celem artykułu jest dokonanie przeglądu największych wartościowo transakcji fuzji i przejęć wśród grup kapitałowych funkcjonujących w Polsce. Wartością dodaną artykułu jest możliwość rozszerzenia obserwacji na inne sektory gospodarcze oraz geograficzne (w szczególności oceny skutków fuzji i przejęć w innych krajach świata). Wnioski płynące z artykułu mogą świadczyć o ustabilizowaniu sektora fuzji i przejęć w ostatnich latach, a także o pozytywnych korzyściach płynących z tych transakcji. Oczywiście nie każda fuzja czy przejęcie niesie ze sobą pomyślne skutki.

Słowa kluczowe: fuzje, przejęcia, skuteczność, trwałość

1. Wprowadzenie

Fuzje i przejęcia były motywem badań wielu autorów (Cartwright, Cooper, 1993; Gumułka, Figurski, 2015; Homberg, Osterloh, 2010; Philips, Zhdanov, 2013; Toborek-Mazur, w latach 2005, 2011, 2015a, 2015b, 2015c; Walsh, 1989). Obserwacje i badania zgodnie dowiodły, że fuzje przynoszą pozytywne efekty. Istnieją jednak również inne formy łączenia się przedsiębiorstw (obok fuzji), takie jak konsolidacje i przejęcia (Czekaj, Dresle, 2005). Badając przedmiotowe

Publikacja sfinansowana przez:
Małopolska Wyższa Szkoła
Ekonomiczna w Tarnowie

Korespondencja:
Wyższa Szkoła Finansów
i Prawa w Bielsku-Białej
Katedra Finansów i Logistyki
ul. Czesława Tańskiego 5
43-382 Bielsko-Biała
E-mail: plojek@wsfp.edu.pl

transakcje, warto zastanowić się nad odpowiedzią na pytanie: czy utworzone lub przekształcone organizacje przetrwały w dłuższej perspektywie czasu? Może mieć to znaczenie dla interesariuszy, takich jak inwestorzy oraz inni dawcy kapitału.

W artykule jako metody badawcze wykorzystano analizę i krytykę piśmiennictwa, analizę dokumentów finansowych (sprawozdań finansowych badanej próby), opracowanie i zestawienie danych w tabelach oraz ich prezentację na rysunkach. W badaniach empirycznych zweryfikowane zostaną następujące pytania badawcze, będące jednocześnie problemami badawczymi:

P1: Czy w analizowanym okresie fuzje przetrwały w co najmniej 50%?

P2: Czy zakończone przejęcia „pozytywnie” wpłynęły na sytuację majątkową badanych podmiotów gospodarczych wyrażoną przez wzrost przychodów z podstawowej działalności?

Ponadto postawiono hipotezy badawcze:

H1: W badanej grupie podmiotów zakładany poziom przetrwania fuzji był wyższy niż 50%.

H2: Jednostki planują kolejne fuzje mimo panującej ogólnoswiatowej pandemii koronawirusa.

H3: Dokonane przejęcia pozwoliły na zwiększone przychody w badanej grupie podmiotów.

Ogólnoswiatowa, panująca do dziś pandemia koronawirusa wywołała zaburzenie porządku ekonomicznego poprzez wyhamowanie bądź spowolnienie gospodarki, stagnację na rynkach pieniężnych czy wreszcie ograniczenie zasobności portfela inwestycyjnego wielu przedsiębiorstw międzynarodowych, co skutkuje ograniczonym (wynikającym z większego ryzyka inwestycyjnego i potrzeby kumulacji kapitału w okresie niepewności gospodarczej) zapotrzebowaniem na przeprowadzenie procesów fuzji i przejęć. Szczególnie jest to widoczne w branży gastronomicznej, hotelarskiej, turystycznej oraz motoryzacyjnej (Kołodko, 2020).

2. Podstawy i motywy transakcji fuzji i przejęć

W kodeksie spółek handlowych można znaleźć dwie elementarne metody łączenia spółek. Jedną z nich to przejęcie, a druga – fuzja będąca metodą powstawania nowej spółki z dwóch już istniejących (Świetla, Toborek-Mazur, 2020). Należy pamiętać jednakże, że obie te metody zasadniczo różnią się od siebie, a ich zastosowanie wynika z określonych uwarunkowań gospodarczych oraz oczekiwań interesariuszy co do koncepcji rozwoju połączonych przedsiębiorstw.

Fuzja (*per unionem*, ang. *merger*) spółek kapitałowych polega na zawiązaniu nowej spółki kapitałowej, na którą przenoszone są majątki wszystkich łączących się jednostek w zamian za udziały lub akcje w nowej spółce. Wówczas udziały w spółkach łączonych są umarzane (wygasają), a spółka nowo zawiązana zostaje wyposażona w kapitał początkowy równy łącznemu ich majątkowi. W rezultacie fuzji łączące się podmioty przestają istnieć (tracą swój byt prawny), czego następstwem jest wypisanie z Krajowego Rejestru Sądowego (Kiddyba, 2020). Z kolei inkorporacja (*per incorporationem*, ang. *acquisition*) polega na przeniesieniu całego majątku spółki przejmowanej na inną spółkę (zwaną przejmującą) w zamian za udziały lub akcje, które spółka przejmująca wydaje współnikom spółki przejmowanej.

W spółce przejmującej następuje podwyższenie kapitału w wartości aktywów netto podmiotu przejmującego¹.

Obydwie metody są podstawą rozwoju korporacji od ponad 100 lat (Głyżewski, 2021). Jak można zauważyć, regulacje zawarte w kodeksie spółek handlowych, dotyczące połączeń spółek, mają charakter ustrojowy, tzn. regulują materię prawa prywatnego. Dla użytkowników sprawozdań finansowych istotna staje się prezentacja sposobu połączenia zgodnie z w prawem bilansowym. W tym miejscu należy podkreślić, że na gruncie prawa bilansowego zupełnie inaczej rozpatrywany i ujmowany jest proces fuzji i przejęć w ustawie o rachunkowości, a jeszcze inaczej w międzynarodowych standardach rachunkowości.

W literaturze przedmiotu brakuje dowodów na wzrost zyskowności i pozytywny wpływ na kondycję połączonych przedsiębiorstw (Wróbel, 2002). Bardzo często zdarza się, że przedsiębiorstwa dążą do osiągnięcia efektu synergii, polegającego na zintegrowaniu dwóch lub więcej typów działalności w jeden podmiot gospodarczy lub w formie grupy kapitałowej. Wartość wynikająca z tego zabiegu jest określana jako znaczący wzrost rentowności oraz jako podwyższenie wartości połączonego przedsiębiorstwa (Helin, Zorde, Bernaziuk, Kowalski, 2019). Wynika to z faktu, że połączone przedsiębiorstwo uzyskuje dostęp do kapitału przedsiębiorstw przed połączeniem bądź zawiązaniem nowej spółki (fuzją), z czego na ogół korzysta, np. przez dostęp do bazy know-how bądź patentów czy licencji. Jest to swoista premia, którą każde przedsiębiorstwo „konsumuje” do momentu, w którym rozwiązanie to przynosi oczekiwane korzyści ekonomiczne.

Wspomniany efekt synergii może być postrzegany jako (Ćwikliński, 2001):

- a. czysta synergia, której przykładem może być podwyższenie wiarygodności i wypłacalności przedsiębiorstwa w celu uzyskania tańszego źródła finansowania,
- b. synergia kosztowa wyrażana jako rozwój wspólnego systemu rachunkowości (zwłaszcza zarządczej).

Ta ostatnia jest wymieniana jako jeden z czynników skłaniających inwestorów strategicznych do dokonania transakcji fuzji i przejęć w latach 2018-2019 (Raport KPMG, 2019).

Nabywca połączonych przedsiębiorstw – co do zasady – z tytułu przeprowadzenia transakcji fuzji albo przejęcia uzyskuje wiele korzyści. Jednym z nich jest wspomniany efekt synergii. Pozwala on bowiem na taką kooperację co najmniej dwóch podmiotów, której łączna interakcja umożliwia uzyskanie lepszego efektu niż mieliby go uzyskać, działając pojedynczo. Obok wspomnianego efektu synergii można wyróżnić motywy ofensywne, defensywne, finansowe oraz marketingowe. Motywy fuzji i przejęć z punktu widzenia nabywcy zaklasyfikował Waldemar Frąckowiak (Frąckowiak, 1998).

¹ Brak lub zmniejszenie emisji jest możliwe, gdy spółka przejmująca posiada udziały lub akcje spółki przejmowanej.

Tabela 1. Motywy nabywcy w procesie połączenia

Lp.	Grupa motywów	Motywy specyficzne
1.	Motywy techniczne i operacyjne	<ul style="list-style-type: none"> – zwiększenie efektywności zarządzania, – pozyskanie bardziej efektywnego kierownictwa, – usunięcie nieefektywnego kierownictwa, – korzyści skali, – komplementarność zasobów i umiejętności, – ograniczenie kosztów, – korzyści integracji technicznej.
2.	Motywy rynkowe i marketingowe	<ul style="list-style-type: none"> – zwiększenie udziału w rynku, – zwiększenie wartości dodanej, – wyeliminowanie konkurencji, – komplementarność produktów (rynków), – dywersyfikacja ryzyka działalności, – wejście w nowe obszary działalności.
3.	Motywy finansowe	<ul style="list-style-type: none"> – wykorzystanie posiadanych nadwyżek, – zwiększenie zdolności do zadłużenia, – obniżenie kosztu kapitału, – korzyści podatkowe, – niedoszacowanie wartości nabywanej firmy.
4.	Motywy menedżerskie	<ul style="list-style-type: none"> – wzrost wynagrodzeń kierownictwa, – wzrost prestiżu i władzy, – zmniejszenie ryzyka zobowiązań, – zwiększenie swobody działania.

Źródło: Frąckowiak, 1998.

Analizując powyższą klasyfikację, najbardziej istotne wydają się motywy finansowe, gdyż celem każdego przedsiębiorstwa jest maksymalizacja jego zysków przy jak najniższym zaangażowaniu kapitału własnego. W tym sensie wydaje się zasadne uznać, że gdy podmiot posiada nadwyżki finansowe, powinien je odpowiednio zaangażować, chociażby poprzez próbę ich relokacji w transakcjach konsolidacyjnych. Pozwala to na budowanie zaplecza finansowo-technicznego, stanowiącego podstawę dalszego rozwoju przedsiębiorstwa, w szczególności na rynkach agresywnych bądź z niepewną sytuacją ekonomiczną. O ile jednak motywy finansowe stanowią najistotniejsze ogniwo decyzyjne, nie wolno pomijać pozostałych grup motywów sklasyfikowanych w powyższej tabeli, gdyż one również mogą determinować opłacalność.

Powiększenie wpływów oraz obszarów działalności jest równie istotne, co maksymalizacja jego zyskowności, jest to podstawowy cel każdego przedsiębiorstwa nie działającego jako organizacja non-profit. Analizując sytuację sprzedawcy spółki, należy wziąć pod uwagę, że ich różnorodność jest bardziej ograniczona niż przy transakcjach fuzji czy też przejęć. Zbycie oznacza z reguły wycofanie się z aktywnej działalności prowadzenia przedsiębiorstwa. Niekiedy wspomniane zdarzenie (sprzedaż) jest wymuszona przez okoliczności, choć powinna być dobrowolna (Toborek-Mazur, 2015b). W tabeli 2 zestawiono i opisano typowe motywy występujące po stronie sprzedawcy przedsiębiorstwa.

Tabela 2. Typowe motywy sprzedawcy podmiotu gospodarczego

Lp.	Wyszczególnienie	Opis
1.	Skupienie działań na podstawowej działalności	Trudno wyobrazić sobie sytuację, gdy wykwalifikowana kadra menedżerska towarzystwa ubezpieczeniowego radzi sobie bezbłędnie z produkcją i handlem w hucie stali. Dlatego istotne jest, aby skupić swoje działania na jednym konkretnym zakresie funkcjonowania podmiotu gospodarczego.
2.	Finansowanie pozostałych części jednostki	Obserwowanym zjawiskiem jest wyprzedaż majątku przedsiębiorstwa w celu pozyskania środków na działalność podstawową. Stąd też kadra zarządzająca podejmuje decyzję o sprzedaży spółki.
3.	Zaprzestanie prowadzenia aktywnej działalności	Motyw spotykany w przypadku osób, które samodzielnie założyły przedsiębiorstwo i je rozwinęły. Czasami wymuszone przez pozostałych akcjonariuszy.
4.	Brak porozumienia wśród udziałowców	Jedna z podstawowych przeszkód w prawidłowym funkcjonowaniu przedsiębiorstwa.
5.	Oportunizm	Rozumiany jako zdolność do akceptowania korzystnej oferty cenowej jako brak innego, rozsądnego rozwiązania.
6.	Prywatyzacja	Ideologia prywatyzacji jest najczęstszym motywem sprzedaży.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Helin, Zorze, Bernaziuk, Kowalski, 2019.

Początkowe lata transformacji ustrojowej w Polsce przypadające na początek lat 90. XX wieku zostały zdominowane przez prywatyzację przedsiębiorstw będących w posiadaniu państwa, wówczas masowo przekształcano te podmioty w spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (Karpińska-Mizielińska, Smuga, 2002). Po blisko trzydziestu latach przemian w dalszym ciągu można było zaobserwować polskie otwarcie rynku dla podmiotów z kapitałem zagranicznym. Przybiera ono różnorakie formy, począwszy od swobodnych umów o współpracy, poprzez liczne powiązania (kapitałowe oraz strategiczne), a kończąc na fuzjach przedsiębiorstw (Ambukita, 2014; Żywczyk, 2006).

Jak pisze P. Ciećwierz: „(...) każda transakcja ma swoje cechy indywidualne, konkretne ryzyka prawne mają charakter powtarzalny. To pozwala czerpać ze sprawdzonych rozwiązań i identyfikować ryzyka typowe dla danej branży, struktury właścicielskiej czy rodzaju prowadzonej działalności. Wymagania dotyczące transakcji z udziałem funduszy private equity będą bowiem inne aniżeli w transakcji, w której bierze udział prywatny inwestor lub której celem jest restrukturyzacja korporacji” (Ciećwierz, Zielińska-Barłózek, 2013).

Same założenia koncepcyjne oraz motywy są jedynie teoretycznymi podstawami rozważań o transakcjach fuzji i przejęć. Etapy połączeń przedsiębiorstw tworzą proces dość skomplikowany, o dużym stopniu złożoności, bowiem należy dokonać szeregu kalkulacji i analiz opłacalności, które niejednokrotnie mogą nie przynieść oczekiwanego rezultatu w rzeczywistości. Sprzedaży przedsiębiorstwa często dokonują grupy kapitałowe, które muszą przeprowadzić odpowiednią wycenę podmiotu gospodarczego, który ma być celem transakcji (Burtym, Odlanicka-Poczobutt, 2002).

3. Etapy łączenia się przedsiębiorstw

Wspólne elementy, takie jak budżetowanie, branże i kultury, a także brak wielu zapisów w umowie wstępnej trudno jednoznacznie zaklasyfikować. Przypisywanie i analizowanie kosztów w grupie po fuzji może być rozpatrywane na dwa sposoby. Z jednej strony pozytywnie poprzez konsolidację wyników zarządczych, a z drugiej negatywnie poprzez począt-

kowe, nadmierne koszty (możliwy brak przychodów) w młodzieńczym wieku po dokonaniu transakcji.

Tabela 3. Korzyści i zagrożenia wynikające z transakcji fuzji

Korzyści	Zagrożenia	Wspólne, rozumiane jako trudne do klasyfikacji ²
<ul style="list-style-type: none"> – zwiększenie wzrostu gospodarczego, – rozszerzenie skali funkcjonowania, – zwiększone możliwości pozyskiwania kapitału oraz finansowania majątku, – niższe koszty działalności, – większy udział w rynku, – dostęp do bazy klientów, – długoterminowa perspektywa rozwoju, – mniejsza konkurencja, – wykwalifikowany personel. 	<ul style="list-style-type: none"> – błędy kadry menedżerskiej spółki, która jest włączana do grupy, – brak wystarczającej ilości czasu na odpowiednią analizę, – brak spojrzenia w szerszym spektrum możliwości (zwykle perspektywa krótkookresowa), – często brak odpowiedniego przepływu informacji, – liczne obawy personelu co do przyszłości. 	<ul style="list-style-type: none"> – wspólne budżetowanie, – łączenie przedsiębiorstw z innych branż, kultur (kupujący nie docenia efektu synergii), – wstępna umowa nie posiada wielu paragrafów.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Fister Gale, 2003 oraz Łopacińska, 2014.

Analizując powyższą tabelę, warto pamiętać, że narzędzie analizy kondycji przedsiębiorstwa due diligence nie może zawierać wszystkich zapisów pod kątem prawnym. Często dopiero po dokonaniu transakcji pojawiają się „rupy w szafie”, które niekiedy przesądzały o powodzeniu fuzji w gospodarce światowej (Kowalska, 2009; Sierpińska, 2007). Przykładem przedsiębiorstwa, które posiada wyspecjalizowany dział analizujący możliwe fuzje, jest Intel produkujący podzespoły komputerowe, szczególnie procesory (Bolton, 2020). Zdaniem autorów stosowane tam rozwiązanie może przynosić korzyści dzięki rozbudowanej i dogłębnej analizie celu tych transakcji.

Warunki „idealnego kandydata” do procesu przejścia powinny być jasno określone, dopiero po ich spełnieniu może rozpocząć się faza rozmów, a także negocjacji, które są niezwykle istotnym punktem każdego przedsięwzięcia. Zapisy będące efektem tych działań są ujęte w kontrakcie dotyczącym transakcji. Faza fizycznego przejścia zawiera w sobie między innymi inwentaryzację, poinformowanie interesariuszy oraz sporządzenie bilansu połączenia (przejęcia) i zgłoszenie niezbędnych zmian w rejestrach sądowych.

Przedsiębiorstwo, które dokonało wyboru odpowiedniej strategii i decyduje się na ekspansję poprzez przejście, jako priorytet powinno postawić bardzo restrykcyjne wymagania w zakresie informacji, a także ich odpowiedniego przepływu. Ponadto musi kierować się jasnymi i klarownymi motywami działań, stopniowo odkrywać korzyści oraz identyfikować ryzyko i zagrożenia (Toborek-Mazur, 2010). Zdarza się, że kupujący zapomina o zakładanym budżecie, co może doprowadzić do nadmiernego zadłużenia przedsiębiorstwa i w efekcie transakcja staje się krótkookresowym przedsięwzięciem (Rogowski, 2018).

Reasumując przeprowadzone analizy fuzji i przejęć, można stwierdzić, że przedsiębiorstwa powinny dążyć do ciągłego rozwoju poprzez poszerzanie rynków zbytu, umacnianie swojej pozycji oraz poprzez dążenie do procesów konsolidacyjnych (Puzio, 2018). Wzrost

² Trudne do klasyfikacji rozumiane jako problematyczne, czy korzystne, czy nie.

poprzez omówione formy transakcji wiąże się z wspomnianymi możliwościami (Koralewski, 2009). Fuzje są rozpatrywane jako zjawisko dobrowolne i przyjazne, zaś przejęcia mogą być odbierane jako złowrogię (Zajęc, 2009), chociaż nie zawsze tak jest.

4. Ocena trwałości transakcji fuzji i przejęć w Polsce w latach 2009–2019

Skuteczność w literaturze jest określana jako „dająca pożądane wyniki” lub „taka działalność, która przynosi spodziewane efekty” (Słownik języka polskiego, 2021). Jak pisze Emil Bukłaha: „(...) w skuteczności kładzie się nacisk na efekt końcowy działań, odsuwając na drugi plan zasoby w rozumieniu włożonego wysiłku (czasu, pieniędzy, osób, know-how i innych)” (Zajęc, 2009).

W literaturze przedmiotu można znaleźć stwierdzenia, że skuteczność jest podstawą efektywności transakcji (Gasparski, 2008). W ujęciu systemowym skuteczność określana jest jako zdolność do pokonywania granic i niepewności płynących z otoczenia (Bielski, 1996).

Sprawność jest podstawowym warunkiem skuteczności. Ta pierwsza definiowana jest jako umiejętny dobór celów (Rogowski, 2018). W literaturze zagranicznej można również znaleźć definicję skuteczności wyrażaną jako zgodność programu z zamierzeniami czy też jako osiągnięcie poszukiwanego rozwiązania (Jackson, 1991).

Skuteczność przy transakcjach fuzji i przejęć wyrażana i oceniana będzie jako ciągłość trwania przedsięwzięcia w strukturach danej grupy kapitałowej. Autorzy w tej części artykułu postanowili odpowiedzieć na pytania, czy w analizowanym okresie transakcje fuzji i przejęć przetrwały w co najmniej 50% oraz czy przychody z podstawowej działalności podmiotów nabywających uległy znaczącym zmianom, czy też nastąpiła tendencja rosnąca.

W celu przeprowadzenia obserwacji i badań wykorzystano sprawozdania finansowe podmiotów biorących udział w transakcji jako strona kupująca w latach 2009-2019 oraz informacje z baz danych, raportów branżowych FORDATA i Navigator Capital. Ponadto autorzy postanowili przeanalizować sytuację na rynku fuzji i przejęć w 2020 roku, aby uzyskać pełne dane z ostatniego roku obrotowego. Istotną częścią oceny sytuacji pandemia związana z rozprzestrzenianiem się wirusa SARS-CoV-2 w skali globalnej.

Odpowiedzi na pytania postawione w wstępie artykułu oraz weryfikacja postawionych hipotez badawczych odbyła się na podstawie licznych tabel i zestawień. Ponadto wybrane dane zaprezentowano w postaci graficznej, aby odbiorca artykułu mógł wprost zaobserwować najbardziej istotne zmiany.

Tabela 6. Ilościowe i wartościowe zestawienie transakcji fuzji i przejęć w Polsce, w latach 2009–2019

Rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Liczba transakcji	525	581	516	331	363	245	223	279	288	323	258
Łączna wartość (mld euro)	9,6	21	17,5	9	12	8,7	6,3	11,2	10,6	6,5	10,9
Wartość największej transakcji (mld zł)	11,0	3,0	18,6	4,4	6,0	6,2	2,4	12,7	4,3	4,2	5,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie baz danych FORDATA Raporty M&A Index Polska za lata 2009-2019 (M&A Index Polska, 2020) oraz Navigator Capital Rynek M&A w Polsce (Navigator Capital Group, 2019).

Z powyższej tabeli można wywnioskować, że na przestrzeni lat 2009-2019 przedsiębiorstwa dokonywały coraz to niższej liczby ilości transakcji fuzji i przejęć. Pod koniec pierwszej dekady XXI wieku można mówić o rekordowej ich ilości. Wy tłumaczeniem takiego stanu rzeczy może być zwiększone łączenie się spółek ze względu na problemy finansowe występujące po globalnym kryzysie gospodarczym z 2008 roku. Jednostki często miewają trudności z płynnością finansową, która z kolei jest zjawiskiem o wiele bardziej istotnym niż rentowność podmiotów gospodarczych (Łojek, 2020b).

Drugim uzasadnieniem może być ostrożność inwestycyjna wynikająca z niepewności zdarzeń gospodarczych, a co za tym idzie – trudności w ocenie perspektywy długoterminowej funkcjonowania przedsiębiorstw. Problem ten jest szczególnie widoczny w dobie pandemii koronawirusa, która skłania przedsiębiorstwa bardziej do koncentracji zgromadzonego kapitału niż do podejmowania kosztownych decyzji biznesowych, do których procesy fuzji i przejęć niewątpliwie się zaliczają. Zmniejszona liczba transakcji na rynku fuzji i przejęć w naturalny sposób wpływa na szacowane wartości, w tym na łączną wartość transakcji, jak również ich wielkość wyrażoną wartością największej transakcji w danym roku.

Dość powszechnym zjawiskiem w przypadku dokonywania transakcji fuzji i przejęć jest brak dogłębnego poznania podmiotu, który będzie przejmowany. Dlatego na etapie planowania ważne jest odpowiednie zidentyfikowanie „kandydata”. Jednym z narzędzi służących kompleksowej ocenie spółki-kandydata jest analiza due diligence. Podobnie jak na rynku nieruchomości, tak i na rynku fuzji i przejęć ta analiza pozwala na eliminację bądź chociażby precyzyjne wskazanie obszarów ryzyka odpowiedzialnych za niepowodzenie transakcji (Żywczyk, 2006). Polega ona na zbadaniu obszarów takich jak finanse, aspekty prawne, obciążenia podatkowe, a także analizie nieruchomości, technicznej, organizacji, przepływu informacji oraz aspektów psychologicznych i moralnych (Brzozowska, 2011).

Tabela 7. Zestawienie największych wartościowo fuzji i przejęć w Polsce, w latach 2009–2019

Rok	Cel	Kupujący	Wartość w mld zł
2009	Kompania Piwowarska	SAB Miller	11,0
2010	BZ WBK	Bank Santander	3,0
2011	Spartan Capital Holdings	Polkomtel	18,6
2012	Kredyt Bank	BZ WBK (Bank Santander)	4,4
2013	Polkomtel	Cyfrowy Polsat	6,0
2014	Metelem Holding Company Limited	Cyfrowy Polsat	6,2
2015	TVN	Scripps Networks	2,4
2016	Allegro	Cinven, Permira&Mid Europa	12,7
2017	Żabka	CVC Capital Partners	4,3
2018	Unipetrol	PKN Orlen	4,2
2019	DCT Gdańsk	PFR, PSA International & IFM Investors	5,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie baz danych FORDATA (M&A Index Polska, 2020) oraz Navigator Capital (Navigator Capital Group, 2019), dane UOKiK, KNF.

Z przeprowadzonych obserwacji można wnioskować, że transakcje w początkowym okresie badawczym charakteryzowały się znacznie wyższą wartością niż te z końca drugiej dekady XXI wieku. Powodem takiej sytuacji może być między innymi dokonanie fuzji w „złym” okresie, który występuje wtedy, gdy dana spółka jest stosunkowo wysoko wartościowa na rynku. Można mówić o umocnieniu się pozycji przedsiębiorstwa na rynku, a także rozwoju.

Innym aspektem może być fakt błędnej analizy due diligence tzw. „trupów w szafie”, które z kolei zwiększyły wartość danej transakcji. Podkreślić należy, że techniki audytorskie uległy znacznemu postępowi technologicznemu, co zapobiega takim zdarzeniom. Przykładem może być większa dokładność badań wrywkowych (Łojek, 2021). Dla większości interesariuszy roczne sprawozdanie finansowe dostarcza odpowiedniego źródła informacji o danym podmiocie. Jednakże w przypadku transakcji fuzji lub przejęć to za mało (Bauer, Toborek-Mazur, 2014). Potrzebna jest znacznie bardziej szczegółowa ocena sytuacji danego celu transakcji (Łojek, 2020a).

Tabela 8. Klasyfikacja celu transakcji do branży według autorów

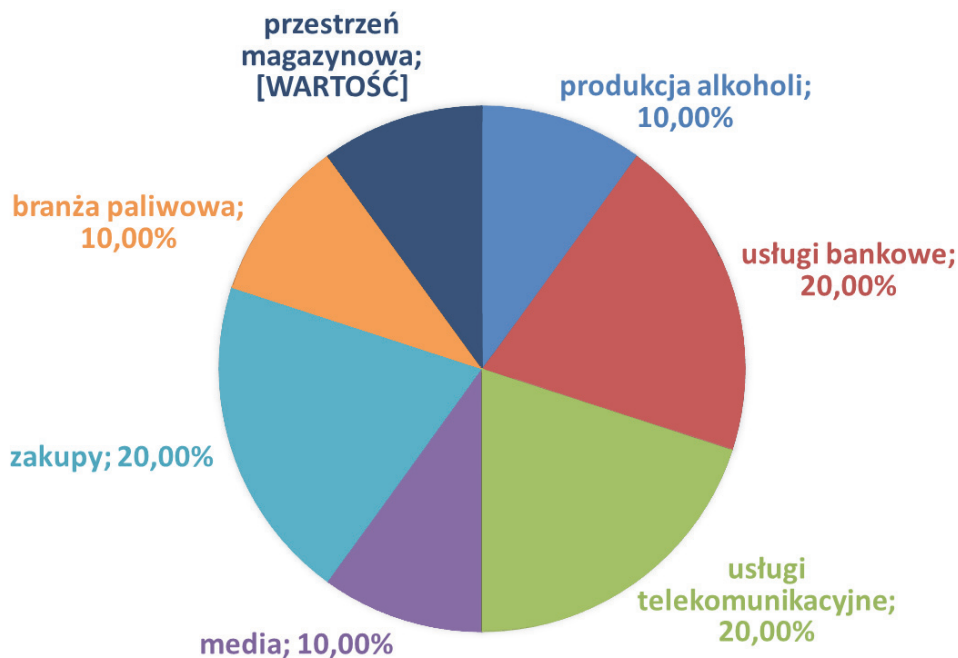
Cel transakcji	Kategoria	Udział kategorii w badanej grupie
Kompania Piwowarska	produkcja alkoholi	0,1
BZ WBK	usługi bankowe	0,2
Kredyt Bank	usługi bankowe	
Spartan Capital Holdings	usługi telekomunikacyjne	0,2
Metelem Holding Company Limited	usługi telekomunikacyjne	
TVN	media	0,1
Allegro	zakupy	0,1
Żabka	zakupy	0,1
Unipetrol	branża paliwowa	0,1
DCT Gdańsk	przestrzeń magazynowa, przeladunek	0,1

Źródło: opracowanie własne.

Przechodząc do próby odpowiedzi na pytania postawione w wstępie niniejszego opracowania, autorzy postanowili przypisać cel transakcji do branży, w jakiej funkcjonowały dane podmioty. Wyniki obserwacji zostały zaprezentowane w tabeli poniżej.

Na podstawie obserwacji można wnioskować, że w badanym okresie branża usług bankowych oraz zakupów znalazły się w zestawieniu największych transakcji M&A, co wynika z tabeli numer 8 oraz rysunku numer 1. Zatem nie można stwierdzić, że na przejścia lub fuzje są narażone jedynie wybrane branże. W tym wypadku rynek decyduje o tym, która dziedzina funkcjonowania zostanie w danym roku liderem pod względem rekordowej transakcji fuzji i przejęcia.

Analizując powyższą tabelę, można stwierdzić, że większość z transakcji na rynku fuzji i przejęć przetrwała do końca drugiego kwartału 2021 roku i nie zakończyła się. Należy jednak wziąć pod uwagę, że sytuacja ta może znacząco się zmienić w przyszłości.



Rysunek 1. Podział celu fuzji i/lub przejęcia według branży w okresie 2009–2019

Źródło: opracowanie własne.

Spółki powinny co najmniej raz w roku dokonać testu na utratę wartości aktywów w myśl MSR36 oraz zawsze, gdy istnieją ku temu przesłanki (MSR36 „utrata wartości aktywów”). Niewątpliwie pandemia koronawirusa jest okolicznością, która przemawia za dokonaniem wspomnianego testu. Wspomniany międzynarodowy standard zakłada między innymi dokonanie testu na wypadek utraty wartości akcji, udziałów posiadanych przez jednostkę (Toborek-Mazur, 2015a).

Mając na uwadze powyższe, należy odpowiedzieć sobie na pytanie, czy jednostki dokonały wspomnianego testu na utratę wartości aktywów. Sprawozdania finansowe są badane przez niezależnych biegłych rewidentów, co zapewnia ich rzetelność (Łojek, 2020a), a to z kolei pozwala na postawienie wniosku, że wspomniane spółki również dokonały testu na utratę wartości. Niekoniecznie są one raportowane wprost w rocznych sprawozdaniach finansowych. Jeżeli są nieistotne, mogły zostać pominięte, gdyż nie miały istotnego wpływu na obraz jednostki.

Jednakże należy również pamiętać, że jednym z podstawowych elementów polityki informacyjnej spółek jest sprawozdawczość (Wójcik-Jurkiewicz, 2020). Zdaniem autorów nawet „drobne” wartości nie powinny być pomijane, choć mogą być nieistotne z punktu widzenia całego obrazu jednostki.

Kolejno można zadać pytanie, czy spółki bogacą się w aktywa, aby sprzedawać je z zyskiem. Niestety, w obecnym czasie można mówić o kryzysie gospodarczym, choć nie na tak dużą skalę jak w pierwszej dekadzie XXI wieku. Próbę analizy wyceny rynkowej spółek podjął J. Kwit. W badaniach empirycznych dowiódł, że „gdy pojawia się szok zewnętrzny w po-

staci kryzysu, rynek zmienia priorytety – z fundamentalnych na makroekonomiczno-psychologiczne (...)” (Kwit, 2009). Autorzy są mocno powiązani z praktyką gospodarczą, co pozwala stwierdzić, że spółki gromadzą aktywa w celu ich sprzedaży w dogodnym momencie. Muszą one jednak pamiętać o ostrożnej wycenie zwłaszcza w dobie pandemii (Hałub, 2021). Niestety często jest tak, że zdarzenia istotne są ujawniane pod koniec badania, kiedy audytor posiada wstępne wyniki testów wiarygodności (Phang, Fargher, 2019; Zieniuk, 2020).

Tabela 9. Analiza, czy dana fuzja i/lub przejęcie przetrwały do końca II kwartału 2021 roku

Zdarzenie roku	Cel transakcji	Kupujący w danym okresie	Czy transakcja przetrwała do końca II kwartału 2021?	Komentarz
2009	Kompania Piwowarska	SAB Miller	Nie	Zmiana właściciela – japońska grupa ASAHI.
2010	BZ WBK	Bank Santander	Tak	
2011	Spartan Capital Holdings	Polkomtel	Nie	Polkomtel został częścią Cyfrowego Polsatu
2012	Kredyt Bank	BZ WBK (Bank Santander)	Tak	BZ WBK występuje jako Santander
2013	Polkomtel	Cyfrowy Polsat	Tak	
2014	Metelem Holding Company Limited	Cyfrowy Polsat	Tak	
2015	TVN	Scripps Networks	Tak	
2016	Allegro	Cinven, Permira & Mid Europa	Tak	
2017	Żabka	CVC Capital Partners	Tak	
2018	Unipetrol	PKN Orlen	Tak	
2019	DCT Gdańsk	PFR, PSA International & IFM Investors	Tak	

Źródło: opracowanie własne.

W 2020 roku dokonano łącznie 229 transakcji fuzji i przejęć, zatem w dalszym ciągu można mówić o niższej ilości transakcji niż na początku analizowanego okresu. Największa transakcja opiewała na wartość 9,6 miliarda złotych i dotyczyła przejęcia Play Communications przez Iliad S.A. Dzięki tej transakcji spółka kupująca stała się szóstym największym operatorem komórkowym w Europie. Plany strategiczne zakładają utrzymanie konkurencyjnej pozycji na rynku oraz rozwinięcie usług stacjonarnych. Klienci sieci Play będą mogli w przyszłości korzystać z bardziej kompleksowej oferty produktów i usług (M&A Index Polska, 2020).

Z całą pewnością istotne jest, że spółki dokonywały przejęć wewnątrz grup. Warto podkreślić, że Polkomtel został częścią Cyfrowego Polsatu. Pierwszy z wspomnianych przejął Spartan Holdings Capital, a zatem całość wchodzi w posiadanie Cyfrowego Polsatu, który znajduje się

w czołówce rynku usług telekomunikacyjnych w Polsce. Drugim przykładem z punktu widzenia „trwałości” fuzji i przejęć jest rynek usług bankowych. Kredyt Bank w trakcie trwania fuzji z Santander Bank został przejęty przez BZ WBK, który ostatecznie połączył się z hiszpańską instytucją finansową. Można zatem stwierdzić, że zarówno Cyfrowy Polsat, jak również Santander Bank skorzystały podwójnie, wchłaniając w swe struktury kolejną spółkę.

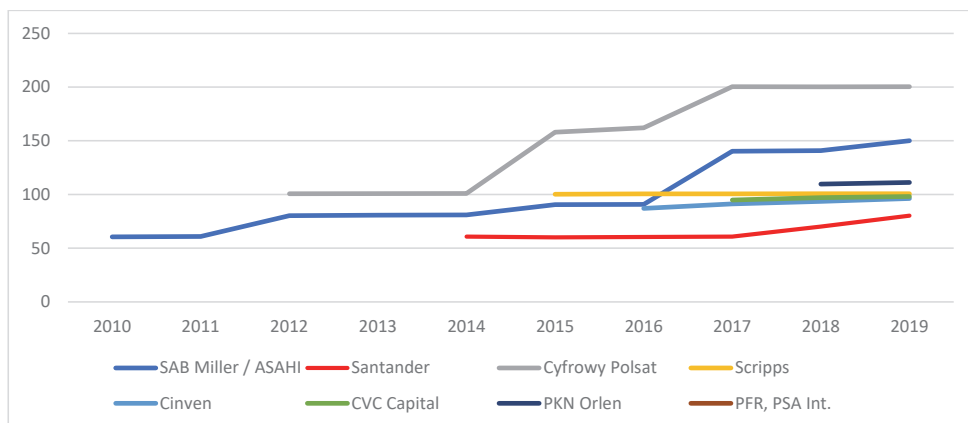
Realizując dalsze badania i przyjmując trzecią hipotezę postawioną w wstępie niniejszego artykułu, przeanalizowano wartość przychodów ze sprzedaży z tytułu podstawowej działalności nabywających podmiotów. Wspomniane przychody są różnie klasyfikowane ze względu na branżę, w jakiej funkcjonują. Co prawda będą one klasyfikowane w tej samej pozycji sprawozdania z całkowitych dochodów, jednakże struktura tych przychodów będzie zupełnie odmienna ze względu na branżę, w jakiej funkcjonują. Od lat w Polsce można zaobserwować wzrost klientów w branży telekomunikacyjnej, co wynika ze sprawozdania finansowego grupy Polsat za rok obrotowy 2020 (Sprawozdanie finansowe Polsat za 2020 rok, 2020).

Spółki wskazane w artykule są notowane na regulowanych rynkach, co obliguje je do wyceny aktywów i pasywów w myśl standardów międzynarodowych, co wynika z art. 55 ust. 5 ustawy o rachunkowości. Warto nadmienić, że sprawozdawczość branży bankowej i ubezpieczeniowej jest odmienna od sprawozdawczości jednostek gospodarczych. W próbie badawczej występują spółki z różnych branż. Wybrane dane finansowe zostały przedstawione w tabeli poniżej.

Tabela 10. Wzrost przychodów podmiotów kupujących po dokonaniu transakcji w badanej próbie

Podmiot kupujący	Wzrost przychodów w milionach złotych										Komentarz
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
SAB Miller	60,6	60,9	80,2	80,7	80,9	90,5	90,8	140,2	140,8	150,1	od 2017 roku dane grupy ASAH.
Santander Bank	XXX	XXX	XXX	XXX	60,7	60,1	60,4	60,7	70,1	80,3	do końca 2013 jako Bank Santander
Cyfrowy Polsat	XXX	XXX	100,7	100,8	100,9	158	162	200,3	200,2	200,4	
Scripps Networks	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	100,3	100,5	100,6	100,7	100,7	
Cinven, Permira & Mid Europa	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	87.1	91.2	93.5	96.3	
CVC Capital Partners	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	94.9	97.1	98.2	
PKN Orlen	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	109.7	111.2	
PFR, PSA International & IFM Investors	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	199,3	brak sprawozdania za 2020 rok – brak porównania

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych w/w podmiotów.



Rysunek 2. Graficzne zestawienie przychodów podmiotów kupujących po dokonaniu transakcji

Źródło: opracowanie własne.

W powyższej tabeli można zaobserwować, że niektóre dane finansowe są oznaczone jako „XXX”, co oznacza, że autorzy nie podejmowali próby oceny przychodów w latach przed dokonaniem transakcji fuzji lub przejęcia, tylko skupili się na wzroście, „o ile” od ostatniego roku przed wydarzeniem te przychody wzrosły. Z czysto statystycznego punktu widzenia takie działanie potraktować należy dość krytycznie, ponieważ bez odpowiedniej bazy porównania danych finansowych w latach poprzedzających przeprowadzenie transakcji fuzji i przejęć nie jest możliwe jednoznaczne przesądzenie pomyślności tego procesu. Istotna jest bowiem próba odpowiedzi na pytanie, czy działające osobno przedsiębiorstwa radziłyby sobie lepiej, gdyby taka transakcja w ogóle nie zaistniała. Wydaje się, że jest to kluczowe pytanie, które determinuje sens przeprowadzania fuzji. Samo natomiast uwzględnienie perspektywy jednego czy dwóch lat może nie być wystarczające, bowiem koniunktura gospodarcza, uwarunkowania rynku, zachowania konkurentów i konsumentów są zmiennymi warunkującymi osiągnięte przychody w poszczególnych latach. Analizując dane zawarte w tabeli, można wnioskować, że wzrost przychodów był dość stabilny w każdym z badanych podmiotów. Przeprowadzone obserwacje pozwalają przekonać użytkownika sprawozdania finansowego, że ma on do czynienia z podmiotem stabilnym finansowo. Dokonując przeglądu sprawozdań spółek, autorzy nie oceniali rentowności ani też wypłacalności tych podmiotów, lecz jedynie wzrost ich przychodów.

Podkreślić należy, że wszystkie z badanych podmiotów otrzymały pozytywną opinię biegłych rewidentów (bez zastrzeżeń), co oznacza, że sprawozdania te nie posiadają istotnie uwidoczniionych wad. Jednakże odbiorcy powinni mieć na uwadze, że obecne techniki badania są klasyfikowane jako „badania wyrwykowe” i interesariusz powinien podejść do nich z dużą ostrożnością, gdyż mogą nie wykrywać wszystkich zniekształceń (Hołda, 2020).

5. Zakończenie

Podsumowując przeprowadzone rozważania, dokonano analizy fuzji i przejęć w ujęciu teoretycznym i praktycznym (część empiryczna). Opis wspomnianych transakcji zawiera między innymi motywy powstawania nowych podmiotów z już istniejących, a także powody, dla których jednostki nawzajem „atakują się” finansowo – dokonują często wrogich przejęć. Jak wspomniano, fuzja jest zjawiskiem dobrowolnym, a przejęcie nie zawsze przybiera taki charakter w rzeczywistości gospodarczej.

W dążeniu do odpowiedzi na postawione pytania we wstępie niniejszej pracy można wnioskować, że transakcje fuzji i przejęć przetrwały w ponad 50% na koniec drugiego kwartału 2021 roku. Autorzy mogli dokonać odpowiedzi na to pytanie jedynie na moment – na czas sporządzenia niniejszego artykułu. Drugie pytanie dotyczyło analizy wzrostu przychodów po dokonaniu połączenia podmiotów. W próbie badawczej można jednoznacznie stwierdzić, że tak – przychody znacząco wzrosły.

Istotne jest również, aby zwrócić uwagę czytelnika, że niektóre spółki łączyły się ze sobą „wewnątrz”, co oznacza, że podmioty takie jak Santander i Cyfrowy Polsat skorzystały podwójnie. Pozwoliło to na powiększenie grona klientów, a co za tym idzie, zwiększenie jeszcze bardziej swoich przychodów. Autorzy nie posiadają danych, z których mogłoby wynikać, ile klientów pozostało w strukturach danej grupy podmiotów po dokonaniu licznych zawirowań na rynku tych usług.

Reasumując rozważania w części empirycznej, można zaobserwować, że tendencja liczby transakcji fuzji i przejęć jest malejąca w badanym okresie. Nie oznacza to jednak, że spadek tych przedsięwzięć należy ocenić negatywnie. Obecna sytuacja pandemiczna pozwala wnioskować, że podmioty gospodarcze są często w złej kondycji finansowej mimo licznego wsparcia finansowego w postaci dotacji, dofinansowań z strony rządów państw, gdzie funkcjonują (Gulińska, Kordala, 2020). Podkreśleniu wymaga jednak fakt, że pomimo udzielonej pomocy finansowej przedsiębiorstwa nie są w stanie zaspokoić swoich zobowiązań bieżących bądź sprostać oczekiwaniom rynku, które pod wpływem nagłych i nieprzewidzianych zdarzeń, którym pandemia COVID-19 niewątpliwie jest, umiejętnie dostosować się do nowych realiów i oczekiwań konsumentów, przez co narażają się na utratę płynności, a w konsekwencji upadłość (Freitas, Napimoga, Donalisio, 2020).

W ocenie autorów artykułu skuteczność należy ocenić pozytywnie. Przeprowadzone obserwacje pozwalają stwierdzić, że największe transakcje fuzji i przejęć przetrwały do końca drugiego kwartału 2021 roku. Zatem można powiedzieć, że zrealizowane inwestycje dla podmiotów z strony kupującej były udane ekonomicznie.

W przyszłości będzie można dokonać obserwacji po zakończonej pandemii choroby COVID-19. Z całą pewnością miała ona wpływ na wyniki finansowe w badanej grupie podmiotów. Jednakże ocenę tych rezultatów autorzy będą mogli przedstawić jako osobny przedmiot opracowania po zakończeniu wspomnianego zjawiska.

Bibliografia

- Ambukita, E. (2014). Fuzje i przejęcia jako strategia rozwoju przedsiębiorstwa – aspekty teoretyczne. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 67, 715–723.
- Bauer, K., Toborek-Mazur, J. (2014). *Informative role of consolidated financial statements awn up in accordance with IFRS: the case of companies at bankruptcy-restructuring proceedings in Poland*, IFRS: Global Rules & Local Use, 2nd International Scientific Conference, School of Business Administration, Anglo-American University, Prague, ISBN 978-80-87658-12-3 (CD-ROM), ISBN 978-80-87658-11-6 (on-line). [online, dostęp: 2021-07-05]. Dostępny w Internecie: http://car.aauuni.edu/wp-content/uploads/IFRS-Proceedings_2014-Published.pdf.
- Bolton, C. (2020). *Developing a Robust, Sustainable Merger and Acquisition Process*. [online, dostęp: 2021-07-05]. Dostępny w Internecie: <https://www.intel.pl/content/www/pl/pl/it-management/intel-it-best-practices/robust-merger-and-acquisition-process-brief.html>.
- Burzym, K., Odlanicka-Poczobutt, M. (2002). Motywy sprzedawców i nabywców w transakcjach fuzji i przejęć. W: J. Pyka (red.). *Nowoczesność przemysłu i usług*. Katowice: Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa. ISBN 8385587101.
- Brzozowska, K. (2011). Due diligence jako źródło informacji w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. *Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 91, 17–26.
- Cartwright, S., Cooper C., L. (1993). The Psychological Impact of Merger and Acquisition on the Individual: A Study of Building Society Managers. *Sage Journals*, 46(3), 327–347. DOI: 10.1177/001872679304600302.
- Ciećwierz, P., Zielińska-Barłózek, I. (red.). (2013). *Ryzyka prawne w transakcjach fuzji i przejęć*. Warszawa: Wydawnictwo Wolters Kluwer. ISBN 9788378069690.
- Czekaj, J., Dresler, Z. (2005). *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN. ISBN 9788301149925.
- Ćwikliński, P. (2001). Łączenie spółek handlowych – wybrane zagadnienia, *MoP*, 12.
- Fister Gale, S. (2003). *Why Mergers Fail?*. [online, dostęp: 2021-07-05]. Dostępny w Internecie: www.workforce.com.
- Frąckowiak, W. (1998). *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne S.A. ISBN 8320811589.
- Freitas, A. R. R., Napimoga, M., Donalizio, M. R. (2020). Analise da gravidade da pandemia de Covid-19. *Artigo de opiniao, Epidemiol Serv. Saude* 29(2). DOI: 10.5123/S1679-49742020000200008.
- Gasparski W. (2008). Decyzje i etyka. Normy uczciwości. *Decydent & Decision Maker*, 74.
- Gulińska, A., Kordala, T. (2021). Kontrola koncentracji w Polsce w czasach pandemii koronawirusa i spowodowanego nią kryzysu gospodarczego – podsumowanie praktyki i postulaty de lege ferenda. *Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny*, 1(10). DOI: 10.7172/2299-5749.IKAR.1.10.1.
- Gumółka, J., Figurski, A. (2015). Fuzje i przejęcia jako czynniki stymulujące rozwój przedsiębiorstw na przykładzie spółki Cyfrowy Polsat S.A. *Zeszyt Naukowy.pl / Wyższa Szkoła Zarządzania i Bankowości w Krakowie*, 35, 26–41.
- Głyżewski, S. (2021). *Moda a kreacja wizerunku w kulturze i na ekranie*. Kraków: Uniwersytet Jagielloński.
- Hałub, K. (2021). Sprawozdanie finansowe w czasie pandemii COVID – 19 – rekomendacje KSR. *Czasopismo Rachunkowość*. Warszawa: Stowarzyszenie Księgowych w Polsce.
- Helin, A., Zorde, K., Bernaziuk, A., Kowalski, R. (2019). *Fuzje i przejęcia spółek kapitałowych. Zagadnienia rachunkowe i podatkowe*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck. ISBN 9788381288842.
- Holda, A. (2020). *Oszustwa i manipulacje księgowe a rachunkowość kreatywna*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne. ISBN 9788320824292.
- Homberg, F., Osterloh, M. (2010). Fusionen und Übernahmen im Licht der Hybris – Überblick über den Forschungsstand. *Journal für Betriebswirtschaft*, 60(1), 269–294.
- Karpińska-Mizielnińska, W., Smuga, T. (2002). Prywatyzacja przedsiębiorstw publicznych w latach 1998–2001. *Gospodarka Narodowa*, 3, 25–50.
- Kołodko, G., W. (2020). Pandemia: praktyczne reakcje i teoretyczne pytania. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, 2(55), 5–14.

- Koralewski, M. (2009). *Krajowe i transgraniczne fuzje i przejęcia w prawie podatkowym i rachunkowości – regulacje ustawowe, prawo wspólnotowe, umowy międzynarodowe, MSR/MSSF*. Warszawa: Wydawnictwo CeDeWu. ISBN 9788375560992.
- Kowalska, B. (2009). Skuteczność, fuzji i przejęć w procesie konsolidacji przedsiębiorstw. *Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie*, 2(13), 99–115. DOI: 10.25944/znmwse.2009.02.99115.
- Kidyba, A. (2020). Komentarz bieżący do art. 493 Kodeksu spółek handlowych, LEX.
- Kwit, J. (2009). Znaczenie sprawozdań finansowych dla wyceny rynkowej spółek w warunkach globalnego kryzysu finansowego. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 51(107).
- Łojek, P. (2021). Examples Of Accounting Manipulations Related To The Valuation Of Balance Sheet Components. *ASEJ Scientific Journal*, 25(4), 38–43. DOI: 10.19192/wsfig.sj4.2021.6.
- Łojek, P. (2020a). Analiza wysokości wynagrodzenia firm audytorskich badających sprawozdania finansowe spółek giełdowych z WIG30. W: K. Chłapek, S. Krajewska, P. Zieniuk. *Wyzwania rewizji finansowej*. Warszawa: Wydawnictwo DIFIN, ISBN 9788380857605.
- Łojek, P. (2020b). The relationship between profitability and financial liquidity among the importers of best-selling brands of new cars in Poland. *Central European Economic Journal*, 7(54), 127-142. DOI: 10.2478/ceej-2020-0011.
- Łopacińska, K. (2014). Korzyści i zagrożenia dla przedsiębiorstw wynikające z fuzji i przejęć na rynku międzynarodowym. *International Business and Global Economy*, 33, 583–594. DOI: 10.4467/23539496IB.13.043.2428.
- M&A Index Polska. (2020). Raporty M&A Index Polska za lata 2009-2020. [online, dostęp: 2021-07-02]. Dostępny w Internecie: <https://fordata.pl/category/blog/raporty-branzowe/>.
- Navigator Capital Group. (2019). Rynek M&A w Polsce [online, dostęp: 2021-07-02]. Dostępny w Internecie: <https://www.navigatorcapital.pl/rynek-ma-w-polsce-raport-ma-index-poland-4q2019/>. Data dostępu: 2 lipca 2021 roku.
- Puzio E. (2018). Uwarunkowania fuzji i przejęć przedsiębiorstw. *Współczesne Problemy Ekonomiczne*, 18, 77-87. DOI: 10.18276/wpe.2018.18-08.
- Phang, S. Y., Fargher, N. L. (2019). Auditors' evaluation of subsequent events. The effects of prior commitment and type of accountability. *A Journal of Practice & Theory*, 38(3), 167-182. DOI: 10.2308/ajpt-52334.
- Philips, G. M., Zhdanov, A. (2013). R&D and the Incentives from Merger and Acquisition Activity. *The Review of Financial Studies*, 26(1), 34-78. DOI: 10.1093/rfs/lhs109.
- Rogowski, W. (2018). *Rachunek efektywności inwestycji. Wyzwania teorii i potrzeby praktyki*. Kraków: Wydawnictwo Nieoczywiste. ISBN 9788363391676.
- Sierpińska, M. (2007). Determinanty powodzenia fuzji i przejęć przedsiębiorstw. *Współczesna Ekonomia*, 1(1), 53–70.
- Świetla, K., Toborek-Mazur, J. (2020). Motywy przejęć odwrotnych i zasady ich rozliczania. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 108(164), 191–205. DOI: 10.5604/01.3001.0014.3602.
- Toborek-Mazur, J. (2015a). Kontrowersje wokół rozliczania fuzji w międzynarodowych standardach rachunkowości. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu Rachunkowość – polityka makroekonomiczna – globalizacja*, 390, 242–249. DOI: 10.15611/pn.2015.390.24.
- Toborek-Mazur, J. (2015b). Transakcje fuzji i przejęć jako przejaw globalizacji w praktyce. W: M. Makowiec (red.) *Wybrane problemy w kształtowaniu zachowań organizacyjnych*. Kraków: Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, 171–178. ISBN 9788394158026.
- Toborek-Mazur, J. (2015c). Fuzja spółek w aspekcie prawnym i bilansowym. *Studia i Materiały Wydziału Zarządzania i Administracji Wyższej Szkoły Pedagogicznej im. Jana Kochanowskiego w Kielcach*, 3(19), 439–451.
- Toborek-Mazur, J. (2010). *Holding jako podmiot rachunkowości*. Warszawa: Wydawnictwo Wolters Kluwer. ISBN 9788375267143.
- Toborek-Mazur, J. (2005). *Holding w aspekcie prawnym, bilansowym i podatkowym*. Kraków: Oficyna Ekonomiczna. ISBN 8389355604.
- Walsh, J., P. (1989). Doing a deal: Merger and acquisition negotiations and their impact upon target company top management turnover. *Strategic Management Journal*, 10(4), 307–322.

- Wójcik-Jurkiewicz, M. (2020). Raportowanie niefinansowe banków z perspektywy społecznej odpowiedzialności – przykłady z WIG-ESG. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 108(164), 207–228.
- Wróbel, P. (2002). Wyniki badań wpływu fuzji i przejęć na wartość dla akcjonariuszy. *Przegląd Organizacji*, 4(747), 23–27. DOI: 10.33141/po.2002.04.05.
- Zajac, Cz. (2009). Przejęcia i fuzje jako procesy zmian w przedsiębiorstwie. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 52, 144–150.
- Zieniuk, P. (2020). Wpływ sytuacji epidemicznej związanej z COVID-19 na audyt zdarzeń po dacie bilansu i inne procedury badania sprawozdań finansowych. W: K. Chłapek, S. Krajewska P. Zieniuk. *Wyzwania rewizji finansowej*. Warszawa: Wydawnictwo DIFIN. ISBN 9788380857605.
- Żywczyk, A. (2006). Niby-fuzja i prywatyzacja. *Gazeta Bankowa*, 12, 29–30.

Analysis of the effectiveness of mergers and acquisitions in 2009–2019 in Poland

Abstract: The basic motive for the functioning of enterprises is the maximization of benefits by achieving positive financial results with the minimum possible involvement of the company's capital. Each positive result that the company can achieve from its activities is treated positively by its stakeholders, as it contributes to the growth of its economic potential. However, to achieve it, certain processes must be carried out, which directly aim at generating appropriate value through cooperation with other entities on the market. Among such processes, there are transaction operations based on the merger and acquisition mechanism. It should be emphasized that they are generally perceived as posi-

tive measures, and sometimes—from an economic perspective—even necessary. The main purpose of the article is to review the most valuable M&A transactions among capital groups operating in Poland. The added value of the article is the possibility of developing research towards the benefits of mergers and acquisitions, as well as extending observations to other economic sectors and geographic locations (in particular, the assessment of the effects of mergers and acquisitions in other countries of the world). The conclusions from the article may indicate that the M&A sector has stabilized in recent years, as well as the positive benefits of these transactions.

Keywords: mergers, acquisitions, effectiveness, durability