

Paweł Łojek

Krakowska Akademia im. Andrzeja Frycza Modrzewskiego, Polska / Andrzej Frycz Modrzewski Krakow University, Poland

Próba określenia przyczyn nieudanej transakcji M & A na przykładzie Daimler i Chrysler

An attempt to determine the reasons for a failed M & A transaction on the example of Daimler and Chrysler

Abstrakt: Fuzje i przejęcia są ciągle atrakcyjną formą tworzenia nowych podmiotów gospodarczych oraz form przynoszących korzyści. Chociaż w ostatnich latach ich liczba znacząco spadła w stosunku do pierwszej dekady XXI w. to w literaturze przedmiotu można stosunkowo łatwo znaleźć dane liczbowe (Fordata, 2023, 5 czerwca). Głównym celem artykułu jest analiza nieudanego przejęcia na przykładzie spółki Daimler i Chrysler wraz z określeniem przyczyn niepowodzeń oraz wskazanie ich uwarunkowań. Cele poboczne artykułu to zdefiniowanie podstawowych pojęć związanych z transakcjami fuzji i przejęć, schematów ich powstawania, określenie konsekwencji tworzenia nowego podmiotu gospodarczego w sposób będący przedmiotem artykułu oraz klasyfikacja typologii grup kapitałowych. Artykuł składa się z wstępu, części teoretycznej zawierającej informacje powstawanie podmiotów gospodarczych wskutek fuzji i przejęć, części empirycznej zawierającej analizę niepowodzenia fuzji Daimler i Chrysler oraz zakończenia. Wartością dodaną artykułu jest możliwość rozwinięcia badań w zakresie analiz innych podmiotów gospodarczych w sposób zaproponowany przez autora. W artykule zastosowano takie metody badawcze, jak analiza i krytyka piśmiennictwa oraz analiza sprawozdań finansowych omawianych podmiotów.

Abstract: Mergers and acquisitions are still an attractive strategy for creating new business entities and forms that yield benefits. Although their number has significantly decreased in recent years compared to the first decade of the 21st century, statistical data are readily accessible in the relevant literature. The primary aim of this article is to analyse a failed takeover, using the case study of Daimler and Chrysler, along with the reasons for failure and their underlying determinants. The secondary objectives are to define the basic concepts related to mergers and acquisitions, explore the patterns of their formation, assess the consequences of creating a new economic entity in the manner discussed in the article, and classify the typology of capital groups. The article consists of an introduction, a theoretical section detailing the emergence of business entities through mergers and acquisitions, an empirical section analysing the failure of the Daimler-Chrysler merger, and conclusions. The article's added value lies in the opportunity to extend research into the analysis of other economic entities in the manner proposed by the author. The research methods used in the article include literature analysis and critique, as well as financial statement analysis of the discussed entities.

Słowa kluczowe: fuzje; niepowodzenia Daimler i Chrysler; przejęcia; skutki połączeń

Keywords: acquisitions; failures of Daimler and Chrysler; mergers; merger effects

Otrzymano: 1 kwietnia 2023

Received: 1 April 2023

Zaakceptowano: 6 czerwca 2023

Accepted: 6 June 2023

Sugerowana cytacja/Suggested citation:

Łojek, P. (2023). Próba określenia przyczyn nieudanej transakcji M&A na przykładzie Daimler i Chrysler. *Przedsiębiorczość – Edukacja [Entrepreneurship – Education]*, 19(1),59–75. <https://doi.org/10.24917/20833296.191.5>

Wstęp

Współczesną gospodarkę rynkową charakteryzuje nasilanie się procesów integracji kapitałowej i organizacyjnej przedsiębiorstw (Gardziński, 2016). Skutkiem powyższych działań jest tworzenie zaawansowanych podmiotów gospodarczych, obejmujących jednostki zachowujące dotychczasową podmiotowość na gruncie prawa. Mowa tutaj o grupach kapitałowych. Zawiązanie spółki kapitałowej może nastąpić w formie fuzji, czy też przejęcia (Toborek-Mazur, 2010).

Fuzje i przejęcia to transakcje stosowane przez przedsiębiorstwa, gdzie zamierzeniami są cele strategiczne oraz finansowe (Trocki – materiały niepublikowane). W konsekwencji może powstać nowy podmiot, który będzie łączył dotychczasowe cele dwóch odmiennych uczestników rynku (Toborek-Mazur, 2006). Wspomniane przeznaczenia jednostek gospodarczych mogą być zróżnicowane, a co za tym idzie – obejmować m.in. wzrost firmy, uzyskanie przewagi konkurencyjnej, poszerzenie rynku lub asortymentu produktów, czy też – obniżenie ryzyka działalności (Świetla, Toborek-Mazur, 2020).

Artykuł składa się z części teoretycznej i empirycznej. W pierwszej z nich zdefiniowano takie pojęcia, jak grupa kapitałowa, fuzja, przejęcie. W drugiej części opisano przykład połączenia podmiotów Daimler i Chrysler (podmiotów z branży motoryzacyjnej).

Głównym celem artykułu jest próba rozważenia możliwych niepowodzeń związanych z transakcjami M & A na przykładzie podmiotów z branży motoryzacyjnej – Daimler oraz Chrysler. Cele poboczne to zdefiniowanie pojęć związanych z grupami kapitałowymi, opisanie metod ich powstawania oraz skutków takich działań.

Definicja grupy kapitałowej

Grupa kapitałowa to jedna z nielicznych form koncentracji przedsiębiorstw (Trocki, 2000). Częstym zjawiskiem jest błędne łączenie pojęć grupy kapitałowej oraz holdingu. Polskie prawo nie definiuje tych terminów (Toborek-Mazur 2010).

Pod pojęciem grupy kapitałowej można rozumieć podmiot prawny, samodzielnie powiązany gospodarczo, kapitałowo, personalnie, strategicznie, kontraktowo, organizacyjnie oraz rynkowo. Grupa kapitałowa to podmiot, w którym istnieje spółka nadrzędna (dominująca), sprawująca kontrolę nad pozostałymi spółkami zależnymi oraz spółki mniejsze (podrzędne) (Elyasiani, Wang, 2012). Wyżej wspomniane podmioty „słabsze” to takie, w których

spółka nadrzędna ma przynajmniej 50% akcji lub udziałów. W spółkach stowarzyszonych poziom ten wynosi od 20% do 50% (Banasik, 1998).

Grupa kapitałowa według polskich aktów normatywnych to jednostka dominująca wraz z jednostkami zależnymi, zaś kontrolę sprawuje właśnie jednostka dominująca. Sprawuje ona kontrolę nad jednostkami zależnymi i wraz z nimi tworzy grupę kapitałową, inaczej – holding finansowy (Chadam, 2002).

Można też powiedzieć, że jednostka dominująca to spółka handlowa (osobowa, kapitałowa lub przedsiębiorstwo państwowe), która sprawuje kontrolę poprzez:

- posiadanie większości z całkowitej liczby głosów w organach zależnej jednostki,
- posiadanie prawa decydowania w zakresie polityki finansowej,
- możliwość powoływania i/lub odwoływania większości członków zarządu (Ustawa, 1994).

Wszelkie obowiązki grupy kapitałowej są szczegółowo omówione w rozdziale 6 Ustawy z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości (Ustawa, 1994). Do jednych z nich należy sporządzanie skonsolidowanego sprawozdania finansowego, na które składa się:

- skonsolidowany bilans,
- skonsolidowany rachunek zysków i strat,
- skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych,
- skonsolidowane zestawienie zmian w kapitale własnym,
- informacja dodatkowa wraz z wprowadzeniem do sprawozdania finansowego oraz dodatkowe noty i objaśnienia do wyżej wymienionych elementów (Ustawa, 1994).

Rola podrzędna jest przypisana do przedsiębiorstw kontrolowanych przez inne przedsiębiorstwo albo dotyczy takiego przedsiębiorstwa, w którym co najmniej 50% kapitału jest w posiadaniu spółki-matki (spółki dominującej) (Suszyński, 1999). W sytuacji, gdy 100% kapitału należy do spółki-matki, dane przedsiębiorstwo jest spółką w pełni zależną. Zamienną nazwą dla takiego przedsiębiorstwa jest spółka zależna (Frąckowiak, 1998). Spółka dominująca ma możliwość podejmowania wiążących dla spółki zależnej decyzji poprzez posiadanie większości głosów na zgromadzeniu wspólników (w przypadku spółki z o.o.) oraz na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (w przypadku spółki akcyjnej). Spółka-matka może powoływać lub odwoływać członków organów spółki zależnej (Zarząd i/lub Rada Nadzorcza) (Haus, 1993). Istnieją również podmioty, które mają równe znaczenie w grupie kapitałowej. W takim przypadku powiązania kapitałowe nie dają żadnemu przedsiębiorstwu pozycji dominującej (Łojek, 2021).

W tym miejscu warto wspomnieć o nowo powstałej możliwości prowadzenia działalności gospodarczej – prosta spółka akcyjna, która funkcjonuje w polskim prawie od 1 lipca 2021 r. Podejmowanie decyzji przez akcjonariuszy tej spółki następuje na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, tak jak w przypadku spółki akcyjnej (Łojek, 2021).

Można wyróżnić bardzo wiele funkcji grupy kapitałowej. Do najważniejszych z nich należą:

- zarządzanie poszczególnymi spółkami tworzącymi grupę kapitałową,
- zarządzanie grupami kapitałowymi (Romanowska, Trocki, Wawrzyniak, 2000).

Zarządzanie podmiotami gospodarczymi takimi jak spółki obejmuje ich prowadzenie oraz zarządzanie poprzez funkcjonowanie operacyjne. Zaliczono do niego wytwarzanie wyrobów oraz świadczenie usług, a także zarządzanie rozwojem. Drugie kryterium (rola) dotyczy strategicznego zarządzania rozwojem grupy oraz zarządzania udziałami spółek powiązanych podrzędnie.

Przyczyny transakcji połączeniowych można podzielić na ekonomiczne oraz pozaekonomiczne. Często dochodzi do transakcji, ponieważ firmy chcą w ten sposób osiągnąć synergę, dzięki poprawie efektywności zarządzania, pozyskaniu bardziej efektywnego kierownictwa oraz wykorzystaniu dodatkowego potencjału wzrostu. Zwiększenie efektywności zarządzania jest najczęściej wynikiem działań restrukturyzacyjnych prowadzących do obniżki kosztów (Rozwadowska, 2012).

Jednakże w dalszym ciągu powstaje pytanie o to, co skłania przedsiębiorców do tworzenia grup kapitałowych. Odpowiedź jest dość prosta: maksymalizacja obrotów, a co za tym idzie – zysków przy minimalnym poziomie kosztów. Tworzą się nowe zdolności produkcyjne, usługowe i handlowe (Bukowiński, 2021). Ponadto, ciągły rozwój pojedynczych przedsiębiorstw nie jest pożądany. Po pewnym czasie przedsiębiorstwo staje się za duże, co utrudnia mu funkcjonowanie. Jednym z przykładów są chociażby konsekwencje podatkowe. Rozwiązaniem problemu może być podzielenie podmiotu na mniejsze jednostki gospodarcze oraz stworzenie na ich podstawie grupy kapitałowej poprzez wspólne połączenie (Dale, Punklett, 1987).

W trakcie wielu lat tworzenia grup kapitałowych (pierwsza z nich powstała w XIX w. w USA) wykreowało się wiele podziałów grup kapitałowych (Zattoni, 2002). W tabeli 1 przedstawiono najistotniejsze z nich.

Tabela 1. Typologia grup kapitałowych

Kryterium (zmienna)	Typologia
Charakter grupy	
rodzaj własności	grupy państwowe, prywatne, mieszane
typ grupy	holding czysty
Powiązania ekonomiczne w grupie	
intensywność więzi techniczno- -ekonomicznych pomiędzy firmami	grupy gospodarcze, finansowe, mieszane
rodzaj gospodarczego zintegrowania firm	integracja pozioma, pionowa, konglomeraty
strategiczne zintegrowanie firm	grupy majątkowe, finansowe, przemysłowe
stopień zintegrowania techniczno- -ekonomicznego i sposób kreowania	grupy strategiczne, finansowe, majątkowe, formalne
Struktura formalna grupy	
rozmiar grupy	grupy duże, średnie i małe
stosunek zależności pomiędzy firmami	grupy poziome i pionowe
formalna struktura udziałów	grupy o strukturach prostych, złożonych, łańcuchowych
zasięg geograficzny	grupy narodowe, międzynarodowe

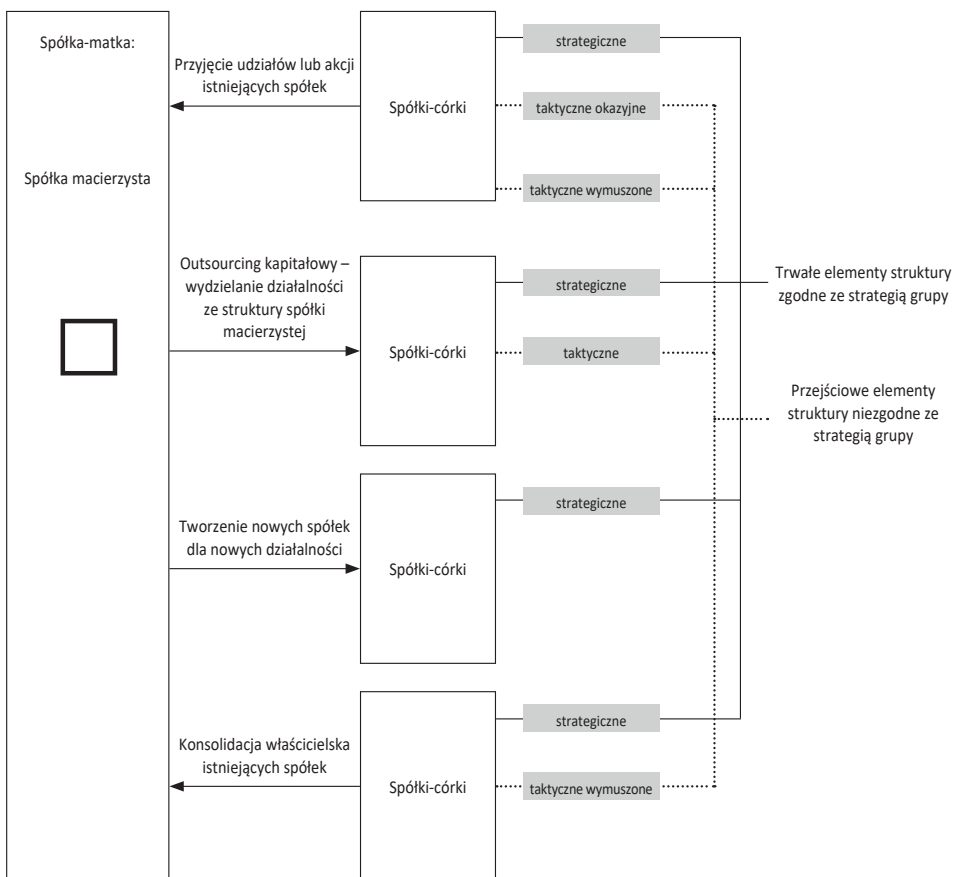
Źródło: Zattoni (2002)

Do dnia dzisiejszego wielu badaczy i autorów wyznaczyło wiele podejść do tworzenia grup kapitałowych. Jednym z zajmujących się tym ekonomistów jest M. Trocki. Wyróżnił on cztery podstawowe drogi tworzenia grup kapitałowych:

- przejęcie/wykup przez spółkę-matkę udziałów akcji istniejącej spółki/spółek,
- wydzielenie ze struktury macierzystej niektórych działalności zorganizowane w formie spółek-córek (outsourcing kapitałowy),
- spółka-matka tworzy nowe spółki,
- przekazanie przez właścicieli swoich udziałów lub akcji w spółkach-matkach, tak zwana konsolidacja właścicieli (Trocki, 2004).

Z kolei A. Zattoni opracował najbardziej rozwiniętą systematyzację form organizacyjnych grup kapitałowych (dane w tabeli pierwszej). Kryteria te podzielił na trzy grupy: charakter grupy, powiązania ekonomiczne w grupie oraz struktura formalna grupy. Następnie w każdej z grup wydzielił dodatkowo kilka rodzajów kryteriów.

Rycina 1. Typowe drogi tworzenia grup kapitałowych



Źródło: Trocki (2004)

B. Haus i H. Jagoda uporządkowali klasyfikację grup kapitałowych według najczęściej stosowanych kryteriów. W tabeli drugiej wyszczególniono kryterium klasyfikacji oraz rodzaje holdingów.

Tabela 2. Kryteria klasyfikacji oraz rodzaje holdingów

Kryterium	Rodzaje holdingów			
Równorzędność spółek lub podporządkowanie	podporządkowujący		równorzędny	
Charakter nadrzędnego podmiotu	wraz ze spółką wiodącą (tzw. w szerokim znaczeniu)		wraz ze spółką zarządzającą (tzw. w wąskim znaczeniu)	
Typ układu gospodarczego	poziomy	pionowy	konglomeratowi	mieszany
Zakres funkcji zarządczych spółki nadrzędnej	operatywny	strategiczny	finansowy	przedsiębiorczy
Liczba poziomów nadrzędności i podporządkowania	jednopoziomowy		wielopoziomowy	
Kierunek powiązań kapitałowych	jednokierunkowe		wielokierunkowe	
Sposób powstania	wydzielenie przedsiębiorstw	łączenie podmiotów	przekształcenie	
Forma własności	prywatny	państwowy	komunalny	własność mieszana
Obszar działania	krajowy		międzynarodowy	
Lokalizacja spółek	terytorialnie kupiony		terytorialnie rozproszony	
Instrument panowania	faktyczny		umowny	

Źródło: Haus, Jagoda (1995)

Fuzja oraz przejęcie – przyczyny, przebieg oraz skutki

Fuzja (ang. merger) to połączenie się co najmniej dwóch jednostek gospodarczych w jedno, duże przedsiębiorstwo. W jego wyniku zostaje utworzony podmiot o nowej tożsamości. W rezultacie takiego zabiegu przedsiębiorstwa przestają figurować w rejestrze oraz przestają istnieć formalnie (Helin, Zorde, 1998). W myśl Kodeksu Spółek Handlowych (KSH) fuzja może nastąpić poprzez przeniesienie aktywów z tzw. spółki przejmowanej do tzw. spółki przejmującej w zamian za udziały dające wspólnikom kontrolę nad spółką przejmowaną (Gródek-Szostak, 2018).

Fuzje najczęściej postrzegane są jako konsolidacja, w wyniku, której dochodzi do powstania nowego podmiotu prawnego. Ma miejsce także inkorporacja, gdy przedsiębiorstwo jest wcielane do spółki przyjmującej i traci własność osobowość prawną. Artykuł 492 KSH odzwierciedla obie formy łączenia:

- połączenie, gdy następuje przeniesienie pełnej wartości aktywów spółki przejmowanej na inną spółkę przejmującą w zamian za udziały lub akcje, które spółka przejmująca wydaje wspólnikom spółki przejmowanej – łączenie się przez przejęcie. Cechą wyróżniającą jest utrata prawnego funkcjonowania jednej spółki, która podlega połączeniu;

- połączenie przez związek (*per unionem*), gdy tworzona jest nowa spółka kapitałowa i przechodzą wszystkie aktywa przedsiębiorstw w zamian za udziały lub akcje nowej spółki – łączenie przez zawiązanie nowej spółki. Zjawisko to określane jest jako fuzja (merger). Charakteryzuje je połączenie podmiotów tworzące podmiotowość prawną (Brigham, Houston, 2001).

Istotne jest to, że w obu przypadkach, formach fuzji, o skutkach prawnych decyduje moment faktycznego dokonania odpowiednich wpisów do rejestru spółek handlowych, a nie sądownie wydana decyzja o wpisie do rejestru. Pomimo uregulowań prawnych różniących fuzje od przejęć w literaturze przejścia występują jako główny rodzaj działań integrujących przedsiębiorstwa, a fuzje – jako specjalny przypadek przejścia (Toborek-Mazur, 2015).

Podstawowym zamierzeniem transakcji M&A jest uzyskanie dodatkowej wartości przedsiębiorstwa, które staje się stosunkowo obiektywnym kryterium oceny efektywnego zarządzania przedsiębiorstwem (Manne, 1965). W efekcie fuzji lub przejścia wartość stworzona stanowi różnicę pomiędzy wartością połączonych przedsiębiorstw a sumą wartości przedsiębiorstw; przejmującego i przejmowanego, wskazując na korzyści wynikające z osiągnięcia efektów synergii. Efekt synergii może zostać wypracowany w obszarach:

- gałąź operacyjna – ekonomia skali w zakresie zarządzania, marketingu, produkcji, dystrybucji, wzrostu przychodów ze sprzedaży, redukcji kosztów operacyjnych itp.,
- gałąź finansowa – niższe koszty transakcyjne, kapitału, korzyści podatkowe, większa zdolność zadłużania, poprawa płynności finansowej, zwiększenie efektu tarczy podatkowej, poprawa struktury finansowania itp.,
- zróżnicowana efektywność działania łączących się przedsiębiorstw oraz wzrost siły rynkowej prowadzi do redukcji konkurencji w danym sektorze (Manne, 1965).

Przejęcie (ang. acquisition) spółki nie jest tożsame z fuzją. Wspomniana transakcja oznacza przede wszystkim działania prawne prowadzące do uzyskania wpływu na przedsiębiorstwo w znaczeniu przedmiotowym (Hubbard, 1999). Ta metoda łączenia się spółek działa odmiennie niż dotychczas omawiany proces fuzji.

Z punktu widzenia analizy rodzimych procesów konsolidacyjnych jednym ze sposobów przejścia jest prywatyzacja przedsiębiorstw. To proces przekształceń własnościowych, w którym dochodzi do przejścia przedsiębiorstw państwowych przez prywatnych właścicieli, co powoduje wycofanie firmy z obrotu publicznego i wykupienie akcji notowanych na giełdzie (Tomaszkiewicz, 2010). W prywatyzacji bezpośredniej, gdy pracownicy przejmują od Skarbu Państwa majątek przedsiębiorstwa do odpłatnego korzystania, można wyróżnić mieszaną formę przejścia (MBO/EBO) (Szczepankowski, 2000).

Kolejnymi sposobami przejść są:

- nabycie udziałów/akcji gwarantujących znaczący wpływ na spółkę lub osiągnięcie poziomu kontrolującego (minimum 50% posiadania udziałów) w spółce osobowej,
- uzyskanie statusu zastawnika (wierzyciela) lub użytkownika akcji/udziałów, w sytuacji, gdy w umowie lub statucie spółki nie wyłączono prawa głosu,
- zawarcie porozumień, które mają na celu zagwarantowanie faktycznego wpływu (Kwaśnicki, 2021).

Ważny jest również charakter przejścia. Może on być określanej jako przyjazny lub wrogi i ma wpływ na dalsze funkcjonowanie przedsiębiorstwa. Techniki obrony przed wrogim przejściem wpisują się jednak w szerszy kontekst kontroli nad spółkami, sprawowania nadzoru właścicielskiego i współpracy między inwestorami w grupach kapitałowych (Frąckowiak, 2009).

Utrata dotychczasowych uprawnień może odbywać się na dwa sposoby:

- dobrowolnie – przyjazne przejęcie (friendly takeover),
- przy sprzeciwie przyjmowanego – wrogie przejęcie (hostile takeover) (Sasiak, 2000).

Należy podkreślić, że przejęcie nie prowadzi do ustania podmiotowości prawnej łączących się spółek, lecz jedynie skutkuje dominacją nad uczestnikami tego procesu. Różnica między fuzją a przejęciem wynika zatem z:

- podstawy prawnej, na której opiera się połączenie,
- skutków prawnych dokonanego połączenia (Hitt i in., 2001).

Do przeprowadzenia fuzji konieczne są uchwały walnych zgromadzeń łączących się spółek, a w przejęciach istotną rolę odgrywają zarządy obu spółek bądź jednej spółki. Zadaniem właścicieli firm, prezesów lub dyrektorów procesów fuzji i przejęć, jest wybór jednej z wielu możliwości, które mogą wykorzystać do poprawienia swojej pozycji na rynku, a niejednokrotnie – do przetrwania na rynku i tym samym zachowania miejsc pracy (Szczepankiewicz, 2013).

Maksymalizacja wartości w procesach przejęć przedsiębiorstwa powinna koncentrować się na działaniach i procesach zwiększających wartość, czyli utrzymaniu lub wzroście sprzedaży i udziału w rynku oraz eliminacji czynników destrukcyjnie wpływających na jego wartość (Wójcik-Jurkiewicz, 2020).

Można wyróżnić wiele motywów przejęć (np. rynkowe i marketingowe, techniczne i operacyjne, finansowe, inwestycyjne), przy czym są one coraz bardziej skomplikowane oraz zmienne, zależą bowiem od obszaru działania przedsiębiorstw oraz zakresu, w którym są przeprowadzane. Ponadto warto podkreślić, że większość przedsiębiorstw planujących rozwój nie zaczyna od pomysłu przejęcia innego podmiotu. Decyzja o nabyciu innego podmiotu zostaje podjęta po tym, jak zwykła działalność przedsiębiorstwa nie daje szans na szybki rozwój, czy też odpowiedni zwrot z inwestycji.

W odniesieniu do przesłanek łączenia się przedsiębiorstw w Polsce należy zwrócić uwagę na potrzeby wypracowania pozycji na rynku, zwiększenia wartości aktywów, czy też konieczność zamiany długów na udziały wymuszone przez złą sytuację finansową przedsiębiorstwa oraz stworzenie korzystnych warunków do przyciągnięcia kapitału i nowoczesnej myśli technicznej (Kotas, 2013).

Zaangażowanie oraz wdrożenie nowych i coraz to bardziej złożonych instrumentów wymaga doboru odpowiednich metod finansowania omawianych transakcji wykorzystujących szanse stwarzane przez obecne rynki finansowe, a także konieczności ograniczenia zagrożeń. Odpowiednio sfinansowana transakcja M & A często decyduje o prawidłowym rozwoju grupy kapitałowej oraz realizacji podstawowego celu jej działania.

Fuzje i przejęcia mogą również przynieść oszczędności przez likwidację niektórych stanowisk bądź też pozbycie się zbędnych aktywów oraz zwiększenie przychodów (Toborek-Mazur, 2001). Coraz częściej są one postrzegane jako skuteczna metoda osiągania dynamicznego tempa wzrostu wartości, a łączące się przedsiębiorstwa spodziewają się uzyskać różnego rodzaju korzyści (Grinberger, Nehrebecka, 2015).

Motywy łączenia przedsiębiorstw mogą mieć wpływ na wycenę spółek przez rynek, a co za tym idzie – na inwestorów. Władze spółek często zapewniają, że do działania skłania ich dobro spółki i chęć powiększania majątku właścicieli. Informacja o połączeniu powinna spowodować wzrost ceny akcji łączących się spółek (Zimnicki, 2007). Jest to zjawisko naturalne.

Udziałowcy i akcjonariusze spółek przejmowanych zwykle zyskują na transakcjach, zaś przedsiębiorstwa przejmowane nie tracą na tej operacji (Maćkowiak, 2012). Statystycznie

zyskują firmy „cele”. Bez znaczenia natomiast ma to to wpływ na spółki przejmujące. Niezbędnych analiz dokonano także dla paneli badań fuzji, gdzie stopy zwrotu były zdecydowanie niższe niż w przypadku spółek przejmowanych oraz podobne do spółek przejmujących (Kuchmacz, 1996).

Próba wejścia podmiotu gospodarczego na nowe rynki wydaje się być istotna z perspektywy początkowych koncepcji wspólników oraz osób zarządzających. Można wysnuć wniosek, że wiele transakcji M & A to dobry sposób na stosunkowo szybkie zwiększenie pozycji rynkowej przedsiębiorstwa, a co za tym idzie – dążenie do uzyskania dominującej skali działalności. Większy udział w rynku pozwala na wykorzystanie korzyści skali w transakcjach rynkowych, co prowadzi do wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa (Ujwary-Gil, 2018).

Poszerzenie zasięgu działalności podmiotu w rozumieniu geograficznym poprzez nabycie już działających firm może dawać możliwość zmniejszenia ryzyka niepowodzenia działania, ograniczenia ryzyka (operacyjnego i kapitałowego), a także rozwoju strategicznego, chociażby poprzez rozpoznawalną już markę na rynku (Kowalik, Baranowska-Prokok, 2013).

W tabeli 3 przedstawiono motywy fuzji i przejęć po stronie nabywcy oraz sprzedawcy. Wynika z niej, że głównymi motywami po stronie nabywcy są przesłanki techniczne, operacyjne, rynkowe, marketingowe oraz finansowe, czy też menedżerskie. Po stronie sprzedawcy są nimi przesłanki finansowe, strategiczne oraz menedżerskie.

Tabela 3. Motywy fuzji i przejęć po stronie nabywcy i sprzedawcy

Po stronie nabywcy	Po stronie sprzedawcy
Motywy techniczne i operacyjne 1. zwiększenie efektywności zarządzania 2. pozyskiwanie bardziej efektywnego kierownictwa 3. restrukturyzacja, wzmocnienie kontroli 4. synergia operacyjna	Motywy finansowe 1. pokrycie strat 2. zwiększenie zdolności do zadłużenia 3. pozyskanie kapitału na inwestycje
Motywy rynkowe i marketingowe 1. zwiększenie udziału w rynku, 2. wejście na nowy rynek 3. wyeliminowanie konkurencji 4. dywersyfikacja ryzyka działalności	Motywy strategiczne 1. pozbycie się niepotrzebnych aktywów 2. pozyskanie partnera biznesowego 3. obrona przed wrogim przejęciem 4. poprawa pozycji konkurencyjnej
Motywy finansowe 1. obniżenie kosztów finansowych 2. korzyści podatkowe 3. zwiększenie zdolności kredytowej 4. wzrost wartości akcji na rynku kapitałowym	Motywy administracyjne 1. nakaz sprzedaży wynikający np. z przepisów antymonopolowych
Motywy menedżerskie 1. wzrost wynagrodzeń oraz prestiżu kierownictwa 2. zwiększenia swobody działania 3. zmniejszenie ryzyka zarządzania 4. nowe stanowiska kierownicze	Motywy menedżerskie 1. wyd. Paweł Łojek 2. Krakowska Akademia im. Andrzeja Frycza Modrzewskiego, Polska / Andrzej Frycz Modrzewski Krakow University, Poland zielone spółki może prowadzić do powstania nowych stanowisk kierowniczych 3. menedżerowie mogą chcieć się usamodzielnic

Źródło: Ambukita (2014)

Rozwój poprzez opisywane transakcje przejęć czy fuzji to jeden z motorów napędowych wzrostu zewnętrznego sprzeczny w swoich założeniach z polityką wzrostu wewnętrznego. Kierownictwo i właściciele podmiotów często mają możliwość podjęcia decyzji, wybierając pomiędzy powiększeniem własnego kapitału a powiększeniem kapitału produkcyjnego albo też przejęciem aktywów innego podmiotu (Węgrzyn, Świda, 2002).

Wewnętrzny rozwój odpowiada stopniowemu i ciąglemu rozwojowi przedsiębiorstwa w oparciu o rozwój istniejących zdolności lub tworzenie nowej zdolności handlowej lub produkcyjnej. Podejście to pozwala na niezależność finansową i ekonomiczną (Dunin-Wąsowicz, 2001). Jak donosi międzynarodowy portal Bisnode Polska, największa fala fuzji już przeszła (Bisnode Polska, 2015). Stwierdzenie to można również zaobserwować w raportach Fordata oraz Navigator Capital. Najbardziej aktualne dane można znaleźć za 2020 r. Dane zaprezentowano w tabeli piątej.

Tabela 4. Liczba transakcji fuzji i przejęć w Polsce w latach 2009–2020*

Rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Liczba transakcji	525	581	516	331	363	245	223	279	288	323	258	229

* Dane na dzień pisania artykułu w trakcie recenzji

Źródło: Łojek, Toborek-Mazur (2021); opracowanie własne na podstawie baz danych FORDATA Raporty M&A Index Polska za lata 2009–2020 Raporty branżowe.

Dlaczego fuzje i przejęcia są opłacalne? Fuzja umożliwia nowemu przedsiębiorcy generowanie większych przychodów niż te, które były generowane przed połączeniem się spółek. Ponadto umożliwia oszczędności oraz minimalizację ponoszonych stałych, wewnętrznych kosztów. Wiele osób twierdzi, że częstym motywem fuzji i przejęć jest chęć pozyskania wiedzy na temat funkcjonowania sektora, w którym firma planuje pomnażać swój kapitał w przyszłości. Bardzo często można to zaobserwować w sektorze IT, usług finansowych, telekomunikacji, energetyki czy też górnictwa (Matuszewski, 2021).

Przyczyny niepowodzeń transakcji M & A oraz przykład Daimler i Chrysler

Przyczyn niepowodzenia transakcji fuzji i przejęć można doszukiwać się na każdym etapie; począwszy od przygotowania, poprzez negocjacje, a kończąc na elementach końcowych takich jak integracja.

Na pierwszym etapie ze wspomnianych (przygotowawczym) powody niepowodzenia mogą tkwić w błędnej decyzji o wyborze metody rozwoju podmiotu (rozwój wewnętrzny zestawiony z rozwojem zewnętrznym), braku jasno sprecyzowanych motywów, celów. Często również można dostrzec błędne skonstruowanie planu strategicznego transakcji oraz nietrafiony wybór kandydata do nabycia.

Podczas etapu negocjacyjnego przyczyn niepowodzeń transakcji można doszukać się w dwóch zasadniczych kwestiach: wyceny nabywanego przedsiębiorstwa oraz wyboru metody opłacenia transakcji i źródeł pozyskania kapitału. Cena nabycia często jest zawyżana sztucznie. Takie działanie jest spowodowane zbyt optymistyczną wyceną danego podmiotu. Menedżerowie przeszacowują potencjalne efekty synergii, błędnie myśląc, że uzyskają wysoką wartość dodaną transakcji przejęcia, oraz nie rozpoznają wszystkich

kosztów powiązanych. W praktyce można spotkać się z zanizaniem lub nieuwzględnianiem kosztów restrukturyzacji oraz integracji, gdzie niekiedy wartość ta może być w niektórych sytuacjach równa kosztowi nabycia. Odmiennym czynnikiem odbijającym się na kosztach transakcji jest wybór metody opłacania nabycia. Tu może zostać podjęta decyzja np. o zapłacie w gotówce, akcjami innej firmy, a także w odniesieniu do źródeł finansowania (kapitał własny, obcy, instrumenty hybrydowe) może być przedmiotem negocjacji. Warto przeanalizować dokładnie te formy ze względu na uwarunkowania prawne i podatkowe obowiązujące w danej chwili (Stradomski, 2009).

Integracyjny etap fuzji i przejęć również może nieść za sobą ryzyko niepowodzenia transakcji. Dopatrywać tych zdarzeń można się w braku rzetelnie przygotowanych planów integracyjnych. Każda integracja przedsiębiorstwa jest trudna, zróżnicowana pod wieloma aspektami, wymagająca wiedzy menedżerów, ich doświadczenia oraz zaangażowania. Często wynikają nieprzewidziane sytuacje, które nie zawierają się w nawet najbardziej dopracowanych planach. Jako przykłady można podać brak zrozumienia ze strony pracowników, czy też – znaczący opór wobec zmian, odejścia/zwolnienia pracowników i kadry kierowniczej, naciski ze strony innych interesariuszy, organizacji (Skłodowski, 2015).

Końcowy etap (integracyjny), tak jak poprzednio opisane etapy, może wywoływać różnice występujące pomiędzy łączącymi się podmiotami. Mogą one dotyczyć kultury organizacyjnej, strategii rozwoju, technologii, zaawansowania informatycznych systemów, stosowanych procedur działania w określonych sytuacjach i obszarach działania. Jeżeli znacznym różnicom łączących się przedsiębiorstw towarzyszy brak zrozumienia i tolerancji, prowadzi to do słabej integracji, utrzymywania wewnątrz nowo powstałego podmiotu podziałów na „my” i „oni”; często też w wyniku takiego podejścia integracja staje się niemożliwa do przeprowadzenia (Budzanowska-Drzewiecka, Marcinkowski, Motyl-Adamczyk, 2016).

Niekiedy również można mówić o nieopłacalnej transakcji, gdzie przykładami są Daimler-Benz i Chrysler lub Time Warner i America on Line. W obydwu przypadkach można mówić o różnicach wynikających wprost oraz o złej atmosferze podczas integracyjnego etapu.

Potwierdzeniem powyższych stwierdzeń są wyniki badań empirycznych, które dowodzą, iż do najczęstszych przyczyn niepowodzeń należą:

- postawa kierownictwa przejmowanej firmy oraz różnice kulturowe – 85%,
- brak planów dotyczących integracji – 80%,
- brak wiedzy o branży lub przejmowanej firmie – 45%,
- złe zarządzanie przejętą firmą – 45%,
- brak wcześniejszych doświadczeń w dziedzinie przejęć – 30% (Sudersanam, 1998).

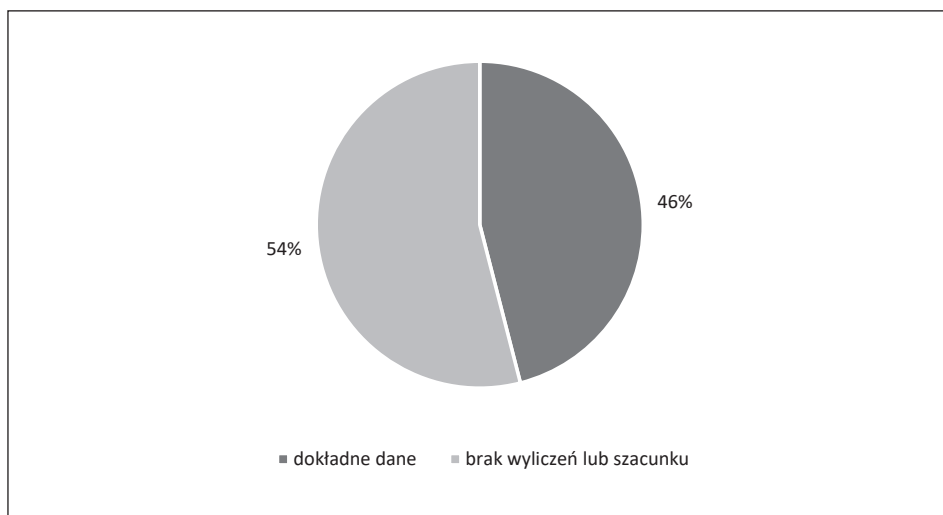
Z ceną w transakcji fuzji i przejęcia związane jest zjawisko tzw. premii akwizycyjnej. W dużym uproszczeniu premia akwizycyjna to nadwyżka ceny ponad wartość godziwą przedsiębiorstwa, którą płaci nabywca za przejmowany podmiot. Nabywca przejmuje kontrolę, uzyskuje dostęp do informacji oraz otrzymuje możliwość realizacji efektów synergii połączonych podmiotów. Sprzedający, oddając kontrolę, zwykle żąda udziału w owych efektach, co w sumie daje premię akwizycyjną (Kabaciński, 2013).

Połączone podmioty będą wtedy budowały wartość dla akcjonariuszy, gdy efekty synergii przewyższą wspomnianą premię akwizycyjną. Błędnie, w ogóle lub nazbyt optymistycznie skalkulowane efekty synergii mogą powodować, że cena transakcyjna będzie zbyt wysoka, a w konsekwencji połączone podmioty nie będą generowały wartości dodanej oraz

kurs akcji nie będzie zachowywał się zgodnie z oczekiwaniami pomysłodawców przejęcia. Wyniki analiz pokazują, że w większości transakcji nie ma dokładnych wycień lub istnieją wycienienia wyłącznie szacunkowe. Zaprezentowane to na rycinie 2.

Wizja połączenia się marki Daimler i Chrysler rozpoczęła się w 1995 r. Pomysł modernizacji organizacji zrodził się na skutek rosnącej konkurencji. Jednakże głównym celem było wzmocnienie siły zarobkowej grupy, która miała się skupić na mobilności, transporcie i usługach branży motoryzacyjnej. Rozszerzenie podstawowych działalności, uzupełnienie ich o nowe produkty i usługi oraz poprawienie pozycji konkurencyjnej w kategoriach globalnych miało pierwszeństwo przed nowymi dziedzinami działalności (*Company History*, 2023).

Rycina 2. Wycienienia efektów ekonomicznych poprzedzających transakcję



Źródło: *Badanie czynników sukcesu przy transakcji fuzji i przejęć*. Rynki Kapitałowe BZ WBK

Umowa o połączeniu Daimler-Benz Aktiengesellschaft w Niemczech z Chrysler Corporation w Stanach Zjednoczonych Ameryki została podpisana w dniu 7 maja 1998 r. Produkcja samochodów została podjęta w Tuscaloosa w 1995 r., a w 1998 ogłoszono fuzję z Chrysler Corporation. Nowe przedsiębiorstwo miało nosić nazwę Daimler Chrysler AG. Głównym motywem połączenia miała być długotrwała konkurencyjność zaangażowanych przedsiębiorstw (Zaniewska, 2011).

Mercedes-Benz stał się dostawcą pełnowymiarowym za sprawą współpracy z Schweizerische Gesellschaft für Mikroelektronik und Unrenindustrie. Firmy te miały wspólnie stworzyć mały, inteligentny, miejski samochód. Jednocześnie segment autobusów i autokarów został wyrównywany przez EvoBus (Europejska Spółka Autobusowa). Powstała ona jako spółka zależna będąca w pełni własnością Mercedes-Benz AG (*Historia*, 2023).

Pod koniec lat 90. spółka DaimlerChrysler Trucks North America została włączona do portfela korporacyjnego Western Star Holding Ltd, a jej siedziba została przeniesiona do Kelowna w Kolumbii Brytyjskiej. Rozpoczęła także działalność jako producent samochodów ciężarowych (*Historia*, 2023).

Fuzja Daimler-Benz z Chryslerem była przygotowywana, gdy przewidywano krach na rynku motoryzacyjnym. Należało więc spodziewać się, że będzie to integracja trudna do przeprowadzenia, połączone firmy muszą się zmniejszyć, więc prawdopodobnie nawzajem będą się obwiniać o koszty restrukturyzacji. Chrysler przed fuzją rozrósł się do zbyt dużych rozmiarów i obniżył swą wydajność, nie martwiąc się o to, gdyż w drugiej połowie lat 90. odnosił rynkowe sukcesy (Osterwa, 2023).

Po przejściu, gdy popyt na rynku załamał się, powiązane z Daimler, Chrysler (a wcześniej z Chryslerem) firmy produkujące ciężarówki w USA były też tuż po przeprowadzeniu innych przejęć, a więc po kosztownych inwestycjach rozwijających produkcję, a popyt w Stanach Zjednoczonych spadł o ponad 50% (Strykiewicz, 2021). Kwartalna stopa wzrostu na poziomie (-1.90%) okazała się jedną z najniższych wartości, jaka spółka osiągnęła. Zjawisko to obrazuje tabela 5. Oznaczenie z gwiazdką to dane dla DaimlerChrysler.

Tabela 5. Zmiany wartości rynkowej i zysku w latach 2000–2009

Rok	Miejsce w rankingu	Wartość rynkowa (mld \$)	Zysk (mld \$)
2000	97*	47,75	7,41
2001	72*	49,25	-0,59
2002	115*	31,86	5,11
2003	99*	45,34	-0,51
2004	103*	51,28	3,07
2005	45*	56,45	3,36
2006	49*	68,78	4,26
2007	38	85,16	5,83
2008	83	21,21	1,88
2009	388	45,07	-3,69

Źródło: Rosińska-Bukowka (2011)

Zakończenie

Tworzenie grupy kapitałowej nie jest prostym zadaniem nawet dla doświadczonych managerów, analityków, biegłych rewidentów, a także dla pozostałych stron transakcji. Jednakże fuzje i przejęcia (M & A) są ciągle popularnym instrumentem rozwoju podmiotów gospodarczych. Skupiają uwagę rynku, generują zainteresowanie analityków i emocje obserwatorów.

Pomimo tak aktywnego rynku, w wyniku wielu transakcji nie powstaje wartość dodana, a efekty synergii zakładane w procesie planowania i realizacji transakcji nie są przekładane na rzeczywistość. Liczne badania dowodzą, iż 2/3 przejęć kończy się porażką, a większość fuzji nie zwiększa wartości przedsiębiorstwa, gdzie przykładem jest połączenie marek Daimler oraz Chrysler.

Główna przyczyna niepowodzenia tej transakcji dotyczyła uwarunkowań kulturowych, m.in. niedoceniań trudności połączenia autonomicznych kultur, słabej wiedzy o kulturze organizacyjnej partnera oraz licznych konsekwencji złej integracji kulturowej. Wydaje się, iż w celu minimalizacji ryzyka niepowodzenia M & A należy rozpoznać, konfrontować i wzajemnie dostosowywać zaistniałe różnice między firmami, aby stały się zrozumiałe i podatne na oddziaływanie na nie. Niewątpliwie oznacza to konieczność stworzenia warunków

umożliwiających efektywną kooperację osób uznających często odmienne systemy wartości. Ponadto zmusza to managerów do wyboru takich metod i technik zarządzania, które w ramach nowego przedsięwzięcia będą najbardziej skuteczne.

Wyzwania w zakresie zapewnienia niezbędnego zaangażowania, wglądu, trwałej koncentracji oraz umiejętności działania w krytycznych sytuacjach całego zespołu operacyjnego, to wciąż pojawiające się zagadnienia podczas realizacji transakcji i po jej finalizacji.

Przedsiębiorstwom, które angażują się wciąż w kolejne transakcje, brakuje istotnej refleksji w zakresie czynników, takich jak strategiczne dopasowanie celu przejęcia czy ryzyka kulturowe i komercyjne, co powoduje, że wyniki spółki po finalizacji transakcji są dużo niższe niż zakładane w planowanym modelu akwizycji. Można zatem twierdzić, że jeśli nie określa się celu, do którego dąży przedsiębiorstwo, nie można również określić metod, jakimi ma on być osiągnięty.

Nieudana integracja jest często wynikiem nieodpowiednio wykorzystanego potencjału zarządczego, który powoduje, że nie udaje się należyście zintegrować nabywanego przedsiębiorstwa z przedsiębiorstwem nabywcy.

Literatura

References

- Ambukita, E. (2014). Fuzje i przejęcia jako strategia rozwoju przedsiębiorstwa – aspekty teoretyczne. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 804(67).
- Banasik, M. (1998). Podatkowe grupy kapitałowe. *Doradca Podatnika*, 51/52.
- Bisnode Polska. *Polski rynek przejęć 2015*. (2023, 5 czerwca). Pozyskano z: <https://www.windykacja.pl/raporty,fala-przejec-w-polsce-juz-przeszla.html>.
- Brigham, E.F., Houston, J.F. (2001). *Fundamentals of Financial Management*, Harcourt Collage Publishers Orlando. Cyt. za: A. Staniszewski (2014). Sukces czy porażka? Ocena efektywności fuzji i przejęć. W: J. Korpus (red.), *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw. Kluczowe czynniki sukcesu i przyczyny niepowodzeń transakcji*. Warszawa: Wydawnictwa Profesjonalne PWN.
- Budzanowska-Drzewiecka, M., Marcinkowski, A.S., Motyl-Adamczyk, A. (2016). *Różnice kulturowe w komunikacji biznesowej*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego.
- Bukowiński, M. (2023, 5 czerwca) / *Konsolidacja sprawozdań finansowych w świetle MSR/MSSF*. Pozyskano z: <http://ksiegowosc.infor.pl/abc/85719,3,Konsolidacja-sprawozdan-finansowych-w-swietle-MSRMSSF.html>
- Chadam, J. (2002). Finansowe aspekty funkcjonowania mniejszych grup kapitałowych w Polsce. *Czasopismo Ekonomista*, 6.
- Dale, B.G., Punklett, J.J (1987). *Managing quality*. Harper, New York 1987.
- Dunin-Wąsowicz S., *Blaski i cienie gospodarki oddziałów*, Rzeczpospolita, nr 228, Warszawa 2001.
- Elyasiani, E., Wang, Y. (2012). Bank holding company diversification and production efficiency. *Applied Financial Economics*, 22(17).
- Fordata. (2023, 5 czerwca). *Raporty branżowe*. <https://fordata.pl/category/blog/raporty-branzowe/>
- Frąckowiak, W. (2009). *Istota i motywy fuzji i przejęć przedsiębiorstw*. W: W. Frąckowiak (red.), *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*. Warszawa: PWE.
- Frąckowiak, W. (red.). (1998). *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*. Warszawa: PWE.
- Gardziński, T. (2016). Przedsiębiorstwo społeczne środkiem rozwiązywania problemów współczesnej gospodarki. *International Journal of New Economics and Social Sciences. Międzynarodowy Instytut Innowacji „Nauka – Edukacja – Rozwój”*, 1(3).
- Grinberger, P., Nehrebecka, N. (2015). Determinanty wzrostu polskich przedsiębiorstw giełdowych, *Ekonomia, Rynek, Gospodarka, Społeczeństwo*, 43.

- Gródek-Szostak, Z. (2018). *Ćwiczenie 1 z zajęć: zarządzanie grupami kapitałowymi*. Kraków: Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, UEK.
- Haus, B., Jagoda, H. (1995). *Holding. Organizacja i funkcjonowanie*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN
- Haus, B., Jagoda, H., Karaś, M. (1983). *Tworzenie i funkcjonowanie holdingów*. Wrocław: AE.
- Helin, A., Zorde, K. (1998). *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*. Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości 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.
- History. (2023, 5 czerwca). Pozyskano z: <https://www.westernstartrucks.com>
- Historia. (2023, 5 czerwca). Pozyskano z: <https://www.evobus.com/pl-pl/>
- Hitt, M.A., Jeffrey, S., Harrison, R., Duane, R. (2001). *Mergers and Acquisition. A Guide to Creating Value for Stakeholders*. London: Oxford University Press Inc.
- Hołda, A., Strojny, K. (2019). Determinanty upadłości przedsiębiorców w Polsce – systematyka i badanie komparatywne opinii kadry zarządzającej i syndyków. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 101.
- Hubbard, N.A. (1999). *Acquisition strategy and impelementation*. London: Macmillan Press LTD.
- Kabaciński, B. (2013). Ocena efektów fuzji i przejęć na podstawie analizy nadwyżkowych stóp zwrotu. *Zarządzanie i Finanse*, 2(4).
- Kaczmarek, M. (2007). Problem wykorzystania rachunkowości agresywnej przez managerów w zarządzaniu. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 7.
- Kotas, A. (2013). Znaczenie ryzyka w procesie przejęć przedsiębiorstw. *Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego*, 14.
- Kowalik, I., Baranowska-Prokop, E. (2013). Determinanty powstawania i motywy ekspansji polskich przedsiębiorstw wcześniej umiędzynarodowionych. *Gospodarka Narodowa*, 263(4).
- Kuchmacz, J. (1996). Badanie stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału w warunkach efektywnego rynku. *Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie*, 467.
- Kwaśnicki, R. (2023, 5 czerwca). *Fuzje i przejęcia – warto wiedzieć o nich więcej*. Pozyskano z: <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Fuzje-i-przejecia-warto-wiedziec-o-nich-wiecej-1401272.html>,
- Łasak, P. (2013). *Procesy umiędzynarodowienia przemysłu samochodowego. Rola rynków wschodzących*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego.
- Łojek, P. (2021). Atrakcyjność prostej spółki akcyjnej na tle pozostałych spółek kapitałowych w Polsce. *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Humanitas*, 3.
- Maćkowiak, E. (2012). Fuzje i przejęcia w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 737(56).
- Manne, H.G. (1965). Mergers and the Market the Corporate Control. *The University of Chicago Press Journals*, 73(2).
- Matuszewski, M. (2021). Kluczowe obszary due dilligence w procesach fuzji i przejęć w sektorze górnictwym. *Inżynieria Mineralna*, 1(1).
- Osterwa, M. (2023, 5 czerwca). *Katastrofa najsłynniejszej fuzji*. Pozyskano z: <https://www.cxo.pl/fe-lietion/Katastrofa-najslynniejszej-fuzji,321461.html>
- Pietkun, P. (2007). Fuzja z przeszkodami. *Gazeta Bankowa*, 42.
- Romanowska, M., Trocki, M., Wawrzyniak, B. (2000). *Grupy kapitałowe w Polsce*. Warszawa: Difin.
- Rosińska-Bukowka, M. (2011). *Najpotężniejsze korporacje współczesnego świata*. Łódź: Wydawnictwo Wyższej Szkoły Studiów Międzynarodowych w Łodzi.
- Rozwadowska, B. (2012). *Fuzje i przejęcia*. Warszawa: Wydawnictwo Studio EMKA, Warszawa.
- Sasiak, R. (2000). *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*. Kraków: Kantor Wydawniczy Zakamycze.
- Skłodowski, H. (2015). Komunikacja w biznesie. I nie tylko... *Przedsiębiorczość i Zarządzanie*, 3(3).
- Stradomski, M. (2009). *Metody opłacania i finansowania nabycia przedsiębiorstwa*. W: *Fuzje i przejęcia*, W. Frąckowiak (red.), Warszawa: PWE.

- Strykiewicz, T., Kolsut, B., Doszchenko, B., Dyba, W., Kisiała, W., Kudlak, R., Wojtyra, B. (2021). Przegląd ekonomiczno-przestrzennych badań rynku samochodów osobowych. *Przegląd Geograficzny*, 92(2).
- Sudersanam, S. (1998). *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*. Warszawa: WIG-Press.
- Suszyński, C. (1999). *Restrukturyzacja przedsiębiorstw*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Szczepankiewicz, E.I. (2013). Informacje tworzące wartość rynkową w raportowaniu biznesowym. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, 3.
- Szczepankowski, P.J. (2000). *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Świetla, K., Toborek-Mazur, J. (2020). Motywy przejęć odwrotnych i zasady ich rozliczania. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 108.
- Toborek-Mazur, J. (2015). Fuzja spółek w aspekcie prawnym i bilansowym. *Studia i Materiały Wydziału Zarządzania i Administracji Wyższej Szkoły Pedagogicznej i. Jana Kochanowskiego w Kielcach*, 19.
- Toborek-Mazur, J. (2010). *Holding jako podmiot rachunkowości*. Warszawa: Oficyna Wolters Kluwers.
- Toborek-Mazur, J. (2006). Pozyskanie efektów jedności gospodarczej jako przesłanka tworzenia struktury holdingowej. *Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie*, 691.
- Toborek-Mazur, J. (2001). Problematyka podatku dochodowego w grupach holdingowych. *Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie*, 557.
- Tomaszkiewicz, B. (2010). Giełda na giełdzie: szanse i zagrożenia. *Czasopismo Bank*, 12.
- Trocki, M. (2004). *Grupy kapitałowe. Tworzenie i funkcjonowanie*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Trocki, M. (1995). *Struktury korporacyjne działalności gospodarczej*. Materiały niepublikowane, TP S.A. Warszawa.
- Ujwary-Gil A. (2018). *Kapitał intelektualny a wartość rynkowa przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości (tj. Dz.U. 2023 poz. 120).
- Węgrzyn, A., Świda, A. (2002). Wykorzystanie benchmarkingu w integracji przedsiębiorstwa. *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu*, 928.
- Wójcik-Jurkiewicz, M. (2020). Raportowanie niefinansowe banków z perspektywy społecznie odpowiedzialnej – przykłady z WIG-ESG. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 108.
- Zaniewska, K. (2011). Elastyczność w procesach fuzji i przejęć na przykładzie fuzji Daimler Chrysler AG. *Edukacja Ekonomistów i Menedżerów: problemy, innowacje, projekty*, 2(20).
- Zattoni, A. (2002). *Economia e governo dei gruppi aziendali*, EGEA, Milano 2000. W: B. Wawrzyniak (red.), *Polskie grupy kapitałowe. Perspektywa europejska*. Warszawa: Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego.
- Zimnicki, T. (2007). Segmenty działalności według MSR 14 determinantą wzrostu wartości informacyjnej sprawozdania finansowego. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 39.

Paweł Łojek, mgr, asystent badawczo-dydaktyczny w Krakowskiej Akademii im. Andrzeja Frycza Modrzewskiego, wykładowca w Wyższej Szkole Ekonomii i Informatyki w Krakowie (również na studiach podyplomowych), Wyższej Szkole Finansów i Prawa w Bielsku-Białej, Stowarzyszenia Księgowych w Polsce, prezes zarządu biura rachunkowego, główny księgowy oraz audytor wewnętrzny z wieloletnim doświadczeniem. Prowadzi także liczne szkolenia z zakresu prawa bilansowego, sprawozdawczości finansowej oraz doradztwa biznesowego w firmach prywatnych, a także dla kandydatów na biegłego rewidenta. Absolwent Wyższej Szkoły Ubezpieczeń w Krakowie – licencjat, Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie – magister, Wyższej Szkoły Ekonomii i Informatyki w Krakowie – studia podyplomowe z zakresu audytu wewnętrznego i kontroli zarządczej pod kierownictwem prof. UEK dra hab. Artura Hołdy. Jest autorem opracowań i artykułów z zakresu prawa bilansowego, a także analiz finansowych dla przedsiębiorstw.

Paweł Łojek, MA, research and teaching assistant at the Krakow Academy of Andrzej Frycz

Modrzewski, lecturer at the University of Economics and Information Technology in Krakow (also in postgraduate studies), the University of Finance and Law in Bielsko-Biała, the Association of Accountants in Poland, president of the management board of an accounting office, chief accountant and internal auditor with many years of experience. He also conducts numerous trainings in the field of balance sheet law, financial reporting and business consulting in private companies, as well as a candidate for a statutory auditor. A graduate of the University of Insurance in Krakow – bachelor's degree, University of Economics in Krakow – master's degree, University of Economics and Information Technology in Krakow – postgraduate studies in the field of internal audit and management control under the supervision of prof. UEK dr hab. Artur Hołda. Author of studies and articles in the field of balance sheet law, as well as financial analyzes for enterprises.

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4049-4626>

Adres/Address:

Krakowska Akademia im. Andrzeja Frycza-Modrzewskiego
Wydział Zarządzania i Komunikacji Społecznej
ul. Gustawa Herlinga – Grudzińskiego 1
30–705 Kraków, Poland
e-mail: plojek@365-afm.edu.plw