

EFEKT SYNERGII W PROCESACH ŁĄCZENIA SIĘ KAPITAŁU (WYBRANE PROBLEMY)

Danuta Kozłowska-Makós
Katedra Finansów
Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

Abstrakt. Fuzje i przejęcia decydują o konkurencyjności i rozwoju nie tylko przedsiębiorstw, ale także sektorów, a nawet całej gospodarki. Jednocześnie należą do procesów trudnych i skomplikowanych, które w wielu przypadkach kończą się niepowodzeniem. Niewątpliwie są uzasadnione, jeżeli prowadzą do zwiększenia wartości dodanej (lub w szczególnych przypadkach do zapobieżenia jej spadkowi). Wartość uzyskana w wyniku przejęcia to inaczej wartość uzyskana dzięki synergii, która jest różnicą między wartością połączonych przedsiębiorstw a sumą odrębnych wartości przedsiębiorstwa przejmującego i przejmowanego. Efekt synergii może pochodzić z różnych źródeł, zarówno finansowych, jak i operacyjnych (struktura organizacyjna, styl zarządzania itp.). W rzeczywistości synergia nie jest tylko konsekwencją tworzenia grup kapitałowych, ale często są jednym z powodów ich istnienia i funkcjonowania.

Słowa kluczowe: fuzje i przejęcia, grupy kapitałowe, efekt synergii, wartość firmy

WSTĘP

Zmieniające się warunki prowadzenia działalności gospodarczej na rynku polskim, związane z nasilającymi się procesami internacjonalistycznymi oraz globalizacyjnymi, są częstą przyczyną zmian charakteru i sposobu koncentracji kapitału. Fuzje i przejęcia są jednymi z typowych rozwiązań dających przedsiębiorstwom szansę na rozwój i osiągnięcie przewagi konkurencyjnej. Motywów skłaniających podmioty gospodarcze do ich przeprowadzenia jest bardzo wiele, jednak zasadniczo można wymienić dwie główne ich grupy – związane ze wzrostem wartości

oraz z efektem synergii. A więc tworzenie struktur kapitałowych wiąże się z podejmowaniem decyzji, których skutki przekładają się na długookresową wartość całej organizacji. Błędy na poziomie decyzji, źle przeprowadzone procesy implementacji, brak kompetencji w zarządzaniu grupami kapitałowymi i słabo zidentyfikowane lub niezrealizowane przypadki synergii, prowadzą nieuchronnie do destrukcji wartości prowadzonego biznesu.

Wyróżnić można wiele rodzajów synergii, które można podawać jako uzasadnienie integracji przedsiębiorstw. Łączenie się firm, jako metoda prowadząca do wzrostu wartości, wynika z umiejętności odpowiedniego wykorzystania rozwiązań strukturalnych i strategicznych, a z oceną potencjału przedsiębiorstwa związana jest ocena efektu synergii.

W praktyce, pomimo bogatej metodyki oceny skutków koncentracji kapitału, trudno w sposób jednoznaczny ocenić konsekwencje łączenia się przedsiębiorstw w aspekcie efektu synergii. Spowodowane to jest tym, iż na wyniki działania przedsiębiorstwa, zwłaszcza w długim okresie, wpływa wiele zjawisk poza samą transakcją.

CEL I METODA BADAŃ

Celem artykułu jest analiza i ocena szans i zagrożeń łączenia się przedsiębiorstw na rynku finansowym. Szczególną uwagę zwrócono na uzyskiwane efekty synergii możliwe do osiągnięcia w procesach fuzji i przejęć.

W celu przedstawienia zagadnień stanowiących przedmiot rozważań oraz osiągnięcia zamierzonych celów zastosowano metody badań literaturowych oparte na analizie krajowych i zagranicznych publikacji zwartych i artykułowych. Artykuł ma zatem charakter teoretyczny oparty na krytycznej ocenie literatury.

SPOSOBY POWSTAWANIA GRUP KAPITAŁOWYCH

Procesy łączenia się przedsiębiorstw i związana z tym koncentracja kapitału mogą wpłynąć pozytywnie zarówno na pozycję konkurencyjną przedsiębiorstw na ich rynku macierzystym, jak i zwiększyć szansę powodzenia ekspansji zagranicznej.

Najczęściej stosowaną drogą tworzenia i rozwoju grup kapitałowych w krajach rozwiniętych jest przejęcie. Z przejęciem (akwizycją) mamy do czynienia wówczas, gdy jeden podmiot (silniejszy ekonomicznie) uzyskuje przewagę i kontrolę nad innym podmiotem tracącym swą niezależność. Na użytek niniejszych rozważań przyjmujemy, że przejęcie dokonuje się poprzez zakup akcji/udziałów

przejmowanego przedsiębiorstwa.¹ Jest to proces odmienny od fuzji, gdzie łączące się przedsiębiorstwa tworzą w ramach dobrowolności zawartej umowy nowy podmiot gospodarczy lub przejmowana firma traci osobowość prawną. Do różnic należy również zaliczyć charakter procesu, a mianowicie: o ile fuzja ma zawsze charakter przyjazny (*friendly takeover*), akceptowany przez wszystkie strony transakcji, o tyle przejęcie może być przyjazne bądź wrogie. Przejęcie wrogie (*hostile takeover*) ma miejsce wówczas, gdy zarząd przejmowanej firmy sprzeciwia się przejęciu lub przejęcie kontroli odbywa się bez wiedzy organów (zarządu) spółki.

W przypadku fuzji udziałowcy (akcjonariusze) łączących się podmiotów uzyskują za posiadane akcje (udziały) tytuły własnościowe nowego podmiotu gospodarczego. Mogą powstać jednak dwie sytuacje związane ze stopniem zachowania tożsamości i osobowości prawnej łączących się przedsiębiorstw w ramach fuzji:

- z dwóch łączących się podmiotów powstaje jeden (drugi traci osobowość prawną). Następuje więc przeniesienie całego majątku spółki przejmowanej na spółkę przejmującą w zamian za akcje, które spółka przejmująca wydaje akcjonariuszom spółki przejmowanej (tzw. *wcielenie lub inkorporacja*). Czyli: $A + B = A$, gdzie: A jest nabywcą, B sprzedawcą;
- łączące się podmioty tracą osobowość prawną, a na ich potencjałach powstaje trzecie (nowe) przedsiębiorstwo, na które przechodzi majątek wszystkich łączących się podmiotów w zamian za akcje nowego przedsiębiorstwa (tzw. *konsolidacja*). Czyli: $A + B = C$.

Natomiast w przypadku przejęcia następuje *transfer kontroli*, czyli przeniesienie kontroli nad działalnością gospodarczą przedsiębiorstwa z jednej grupy inwestorów (lub jednego inwestora) do innej (lub innego).

Zaznaczyć należy, że w procesie koncentracji kapitału występuje wiele możliwości w zakresie tworzenia złożonych struktur kapitałowych we współczesnej gospodarce rynkowej, a fuzje i przejęcia są jednym z typowych form. Działania tego typu wiążą się z najbardziej złożonymi decyzjami inwestycyjnymi oraz finansowymi, jakie muszą podjąć właściciele i menedżerowie przedsiębiorstwa przejmującego oraz przejmowanego.

Problem ten jest o tyle ważny, że następuje wzrastające znaczenie fuzji i przejęć na rynku kapitałowym, a praktyka w tym przypadku wyprzedza teorię.

¹ W literaturze pojęciem *przejęcia* obejmuje się też inne działania, np. dzierżawę lub pełnomocnictwo, por. Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw. Pr. zb. pod red. W. Frąckowiaka, PWE, Warszawa 2009.



RYZIKO I BARIERY W PROCESACH FUZJI I PRZEJĘĆ

Problem ryzyka należy rozpatrywać z dwóch punktów widzenia. Z jednej strony fuzje i przejęcia sprzyjają ograniczeniu ryzyka rozwoju przedsiębiorstw, z drugiej strony są źródłem wielu rodzajów ryzyka o charakterze specyficznym, typowym dla fuzji i przejęć. Główną przesłanką fuzji i przejęć w tym kontekście jest niższe ryzyko rynkowe osiągnięte dzięki dywersyfikacji obszarowej i produktowej. Źródło niższego ryzyka tkwi w tym, że nowo powstałe przedsiębiorstwo wchodzi na rozpoznany już rynek dzięki działającemu tam nabytemu przedsiębiorstwu. Dywersyfikacja produktowa i geograficzna ogranicza więc ryzyko operacyjne nowo powstałego przedsiębiorstwa dzięki temu, że następuje zróżnicowanie źródeł przychodów. Korzyść w postaci mniejszego ryzyka operacyjnego występuje również wówczas, gdy nabywa się konkurencyjne przedsiębiorstwo. Zwiększa się wówczas skala produkcji i zmniejszają się koszty jednostkowe produkcji, a silniejsza pozycja na rynku zwiększa przychody ze sprzedaży i zmniejsza ryzyko operacyjne.

Przejęcie lub fuzja może uchronić przed ryzykiem upadłości wtedy, gdy nabywające przedsiębiorstwo działa w branży schyłkowej, a nabyte jest z branży rozwojowej. Wysoka cena nabycia eliminuje możliwość otrzymania satysfakcjonującego zwrotu z inwestycji, co może spowodować powstanie ryzyka przepłacenienia. Źródłem ryzyka jest przeszacowanie wartości nabytego przedsiębiorstwa. Druga grupa przesłanek dotyczy ryzyka finansowego. Poprzez nabycie przedsiębiorstwa można poprawić strukturę kapitału i zwiększyć zdolność kredytową, a przez to zmniejszyć ryzyko finansowe.

Warto zwrócić też uwagę na ryzyko płynności. Jeśli nowopowstałe przedsiębiorstwo nabyło przedsiębiorstwo zasobne w gotówkę, czyli o wysokiej płynności, to tym samym poprawia własną, obniżając ryzyko jej utraty, jeśli przed nabyciem na takie ryzyko było narażone. Istnieje też szansa na osiągnięcie korzyści podatkowych, gdy nabyte przedsiębiorstwo użyte jest do zmniejszenia opodatkowania zysku po nabyciu, co przekłada się na korzyści finansowe i zmniejsza ryzyko finansowe [Szczepankowski 2000].

Wymienione grupy źródeł ryzyka mają charakter uniwersalny, tzn. możliwe do zaobserwowania we wszystkich krajach, gdzie nasilają się zjawiska fuzji i przejęć. Oprócz ryzyka towarzyszącego fuzjom i przejęć można napotkać się także na liczne ich bariery.

Należy zauważyć, że aby fuzja zakończyła się sukcesem, konieczne jest przestrzeganie zasad zarządzania wartością nie tylko w procesie przejęcia, ale i także po zakończeniu transakcji. Bariery występujące w fazie porealizacyjnej wiążą się nie tylko z obawami inwestorów, ale również dotyczą postaw zachowawczych

i braku doświadczenia strony przejmowanej, co w konsekwencji może doprowadzić do niepowodzenia fuzji.

Wystąpić może tzw. syndrom fuzyjny, który oznacza zespół psychicznego wpływu fuzji i przejęć na zatrudnionych ludzi i związane z tym reakcje pracowników wobec połączenia. Na postawy i zachowania pracowników i menedżerów w procesach integracji przedsiębiorstw niewątpliwą rolę odgrywa charakter przeprowadzanej transakcji.² Jeżeli przejęcie kontroli nad firmą przez inwestorów zewnętrznych jest przyjazne, kadra kierownicza angażuje swoje oszczędności w objęcie akcji, kierując się głównie motywem zachowania pozycji kierowniczej w nowej strukturze własnościowej spółki. Natomiast w wypadku wrogiego przejęcia kadra kierownicza zachowuje bierną postawę i jest w pozycji podobnej do zajmowanej przez pracowników przedsiębiorstwa [Pawłowski 2005].

W kapitałowym łączeniu się przedsiębiorstw niewątpliwą rolę odgrywa aspekt kulturowy, który wiąże się z powstającymi konfliktami w przeprowadzaniu fuzji i przejęć. Stopień dostosowania kulturowego pomiędzy łączącymi się organizacjami czy tryb przejmowania innej kultury polega na integrowaniu się różnych kultur, wypieraniu jednej kultury przez inną lub na zachowaniu autonomii. Słaby poziom dostosowania kulturowego najczęściej prowadzi do znacznej defragmentacji, niepewności i rozbicia kulturowego, co ma niekorzystny wpływ na układ organizacyjny [Kozłowska-Makós 2009].

Należy zatem stwierdzić, że decyzje o realizacji fuzji i przejęcia należą do najtrudniejszych i najbardziej ryzykownych. Im bardziej skomplikowane połączenie, tym większą uwagę należy przykładąć do zarządzania czynnikiem ludzkim. W literaturze polskiej natomiast, mimo pojawiających się od kilku lat prac na ten temat, problem integracji i faktycznego zachowania przedsiębiorstw nie został jeszcze dobrze rozpoznany.

FUZJE I PRZEJĘCIA JAKO METODA TWORZENIA EFEKTU SYNERGII

Procesy kapitałowego łączenia się przedsiębiorstw można rozpatrywać w kilku kategoriach, z uwzględnieniem przesłanek podejmowanych decyzji przez nabywcę i sprzedawcę z wyodrębnieniem szans i zagrożeń dla każdej ze stron. Rozważmy główne motywy decyzji kapitałowych łączenia się przedsiębiorstw.

Rynkowe i marketingowe motywy łączenia się przedsiębiorstw wiążą się głównie ze zwiększeniem udziału w rynku czy też wyeliminowaniem konkuren-

² O tym, że połączenie dużych zasobów ludzkich jest bardzo trudne, świadczą m.in. opinie ekspertów, zgodnie z którymi pełna integracja po fuzji zajmuje często od 5 do 7 lat, a w przypadku wroгих przejęć nawet do 10 lat.



cji. Jednak jednym z najważniejszych w tej grupie motywów tworzenia złożonych struktur kapitałowych jest również odzyskanie kontroli nad *wartością dodaną*, tworzoną w kolejnych etapach powiązań produkcyjno-handlowych.

Drugą grupę stanowią techniczne i operacyjne motywy, które polegają na zwiększeniu efektywności przedsiębiorstwa. Wiąże się to głównie ze wzmocnieniem kontroli kosztów czy też szeroko rozumianym zarządzaniem finansami.

Kolejną grupę stanowią motywy menedżerskie, a więc przede wszystkim kadra kierownicza, która jest szczególnie zainteresowana sukcesem przedsiębiorstwa, a także własnym. Menedżerowie, w przeciwieństwie do akcjonariuszy, którzy zainteresowani są głównie zyskiem, zwracają również uwagę na bezpieczeństwo zatrudnienia, zakres władzy lub zewnętrzne oznaki prestiżu.

Z punktu widzenia tematu rozważań, zwrócić należy uwagę głównie na motywy finansowe. Podstawą decyzji nabywcy jest przede wszystkim wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Jest to w głównej mierze wykorzystanie nadmiernych funduszy, zwiększenie zdolności do zadłużenia, przejęcie gotówki, korzyści podatkowe, zmniejszenie kosztu kapitału, nabycie firmy ze względu na niedoszacowanie jej wartości czy korzyści wynikające z efektu synergii.

Największe znaczenie w tej grupie motywów ma tzw. efekt synergii, który wyraża się tym, że: wartość połączonych spółek powinna być wyższa niż suma wartości poszczególnych przedsiębiorstw przed połączeniem (hipoteza $2 + 2 = 5$). Inaczej mówiąc, połączenie pozwala na uzyskanie efektów większych niż suma wyników każdej z firm przed tym procesem. Chęć uzyskania efektu synergii jest najczęstszym motywem podjęcia decyzji o współpracy z innymi przedsiębiorstwami.³

Motywy związane z efektami synergii można również podzielić na motywy ofensywne i defensywne:

- Motywy ofensywne – dyktowane są chęcią lepszego wykorzystania istniejącego potencjału, np. zmniejszenie zależności od jednego rynku poprzez ekspansję, osiągnięcie ekonomii skali, wejście w posiadanie know-how, zwiększenie rentowności, relatywne wzmocnienie pozycji rynkowej.
- Motywy defensywne – wynikają z potrzeby utrzymania pozycji rynkowej w obliczu wzmagającej się konkurencji. Mogą np. spowodować ekspansję na sąsiednie rynki, gdy rynek lokalny w coraz większym stopniu zostaje zagrożony przez konkurencję. Motyw defensywny wystąpi również w przypadku przejęcia konkurencyjnego przedsiębiorstwa w celu likwidacji lub gdy przejęcie przedsiębiorstwa ma na celu zapobieżenie przejęciu przez konkurenta.

Głębsza analiza transakcji fuzji i przejęć nie pozwala na jednoznaczne wyróżnienie jednego motywu przewodniego. W praktyce występuje bardzo wiele nakładających się czynników sprzyjających integracji. Przesłanki połączenia, a także

³ Badania dowodzą, że efekt ten występuje w ośmiu transakcjach fuzji i przejęć na dziesięć.

efekty synergii, zależą od sektora, regulacji prawnych, dotyczących poszczególnych podmiotów.

Aby można było uznać transakcję kooperacyjną za udaną, uzyskane efekty synergiczne muszą przewyższać premię zapłaconą przy połączeniu oraz koszty procesu transakcji. Celem łączenia się firm jest więc chęć podniesienia swej wartości, co w konsekwencji przekłada się na osiąganie efektów synergii. To oczekiwanie towarzyszy obu potencjalnym partnerom procesu. Trudno jest wskazać na niebudzące wątpliwości kryteria pozwalające na rozróżnienie motywów synergicznych i niesynergicznych, co wynika z wielości definicji samego pojęcia synergii, jak też i jego wieloznaczności.

Z punktu widzenia teorii zarządzania można przyjąć, że synergia to takie zestawienie dwóch lub więcej elementów, by ich oddziaływanie (w przypadku podmiotów działania) dawało skutek większy niż suma skutków wywołanych przez każdy z elementów oddzielnie. W wyniku synergii powstaje efekt synergiczny, tzn. nowa, dodatkowa wartość będąca wynikiem integracji działania. W wymiarze ekonomicznym efektem synergii jest wzrost zyskowności wyrażający się większą zyskownością całej grupy kapitałowej w porównaniu z sumą zyskowności jednostek wchodzących w jej skład i wartości nowo powstałej grupy, wyrażającej się większą wartością rynkową jej akcji niż suma wartości akcji jednostek tworzących grupę [Sikacz 2011].

Zatem w procesach fuzji i przejęć jednym z efektów synergii jest otrzymanie *dodatniej wartości z połączenia* [Brealey i Myers 1984]. Firmy planujące połączenie powinny rozważyć, czy będą generować wynik dodatni, co stanie się ekonomicznym uzasadnieniem podjęcia takiej decyzji. Efekt synergiczny z połączenia można przedstawić jako dodatni wynik równania:

$$S = AB - (A + B) > 0$$

gdzie:

S – efekt synergii,

AB – wartość firmy AB po połączeniu,

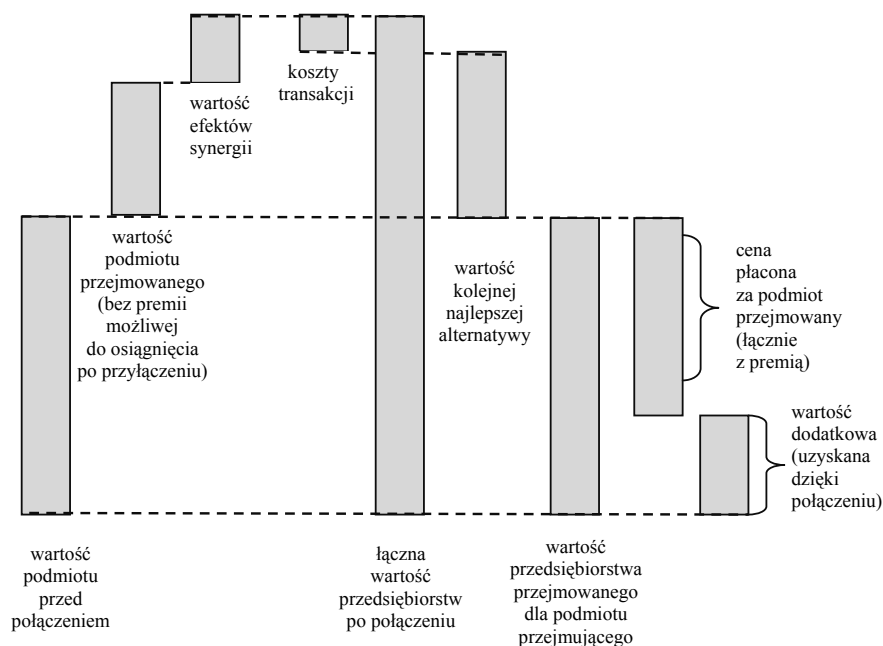
A – wartość firmy A przed połączeniem,

B – wartość firmy B przed połączeniem.

Jeżeli w wyniku połączenia dwu firm ich wartość będzie większa niż suma ich wartości, gdyby działały oddzielnie, to niewątpliwie pojawiają się ekonomicznie uzasadnione bodźce do połączenia [Czekaj i Dresler 2001]. Efekt ekonomiczny w procesie połączenia pokazano na rysunku 1.

W wyniku fuzji powinien wystąpić efekt synergii o charakterze operacyjnym lub finansowym. W pierwszym przypadku zwiększona zyskowność może wynikać ze zmniejszenia kosztów działalności operacyjnej lub ze wzrostu przychodów.





RYСУNEK 1. Efekt ekonomiczny w połączeniu przedsiębiorstw

Źródło: Szablewski i Tuzimek 2005.

Możliwe jest dzięki temu zapewnienie tempa rozwoju przedsiębiorstwa. W synergii finansowej zwiększona zyskowność jest wynikiem obniżenia kosztów kapitału. Oba rodzaje synergii wzajemnie się uzupełniają. Uzyskanie synergii finansowej wiąże się z takimi korzyściami, jak możliwość płacenia niższych podatków, wzrost zdolności do zaciągania pożyczek, lepsze wykorzystanie przejściowych nadwyżek środków pieniężnych. Po połączeniu firmy mogą transferować dochody w miejsca najbardziej korzystne, czyli tam, gdzie są ponoszone większe koszty lub występuje najniższe opodatkowanie. Z kolei synergia operacyjna pozwala na uzyskiwanie wyższych przychodów, zmniejszenie kosztów działalności, przyspieszenie tempa wzrostu firmy. Może być osiągnięta dzięki komplementarności zasobów i umiejętności, ograniczeniu kosztów transakcyjnych, a w szczególności dzięki *korzyściom skali*, które wynikają ze zwiększenia produkcji i obniżenia kosztów jednostkowych.

Na skutek połączenia podmiotów może wystąpić kilka rodzajów synergii finansowej w zależności od charakteru oraz celów transakcji, a także potencjału ekonomicznego łączących się stron. Rodzaje synergii finansowej przedstawiono w tabeli 1.

TABELA 1. Rodzaje synergii finansowej w transakcjach fuzji i przejęć

Rodzaj synergii finansowej w transakcjach fuzji i przejęć	Wartość AB w stosunku do spółek A i B	Źródło synergii	Rodzaj transakcji	Charakter transakcji
Dwustronna	wartość spółki AB większa od sumy wartości A i B sprzed połączenia	wartość A wzrasta dzięki połączeniu z B, wartość B wzrasta dzięki połączeniu z A	fuzja metodą konsolidacji	przyjazna
Jednostronna	wartość spółki AB większa od sumy wartości A i B	nadwyżka wartości AB uzyskana dzięki wzrostowi wartości spółki przejmowanej (łączonej)	fuzja metodą inkorporacji	przyjazna
Jednostronna	wartość spółki AB większa od sumy wartości A i B	nadwyżka wartości AB uzyskana dzięki wzrostowi wartości spółki przejmującej (łączącej)	fuzja metodą inkorporacji, przejęcie	przyjazna lub wroga
Brak	wartość spółki AB taka sama jak A i B	przejęcie służy alokacji nadwyżki gotówki lub ograniczeniu konkurencji na rynku	przyjęcie tworzące grupę kapitałową	przyjazna lub wroga
Ujemna	wartość AB mniejsza od sumy wartości A i B	ujemna wartość wynika z dodatkowych kosztów przewyższających dodatkowe przychody	fuzje obu rodzajów lub przejęcie	przyjazna
Ujemna	wartość AB mniejsza od sumy wartości A i B	ujemna wartość wynika z celowego niszczenia potencjału spółki przejętej (łączonej)	fuzja metodą inkorporacji lub przejęcie	wroga

Źródło: Van Horne i Wachowicz 1998.

Należy zaznaczyć, że synergia finansowa może także występować w procesie dezinwestycji, a więc rozłączenia podmiotów lub podziału jednego podmiotu na kilka mniejszych. Wartość podmiotu po podziale jest wówczas większa niż wynikałoby to z różnicy pomiędzy wartością spółki sprzed podziału i wartością firm, które wydzielono. Synergia tego typu określana jest mianem synergii odwróconej (*reverse synergy*) [Van Horne i Wachowicz 1998].

Reasumując, efektywna fuzja czy przejęcie powinny przynieść korzyści w postaci synergii, która poprzez zmiany w różnych obszarach działalności przedsiębiorstwa wpłynie pozytywnie na wzrost jego wartości. Wielkość efektu synergii zależy między innymi od: sposobu integracji firm, wielkości łączących się jednostek, sposobu przejęcia (przyjazne, wrogie) czy sposobu finansowania.



WNIOSKI

Na podstawie przeprowadzonych rozważań można sformułować następujące wnioski:

1. Tworzenie złożonych struktur kapitałowych wiąże się z podejmowaniem trudnych decyzji, których negatywne skutki mogą prowadzić do trudnych do skorygowania rezultatów, przekładających się na długookresową wartość całej organizacji.
2. Dla skuteczności procesów fuzji i przejęć organizacje muszą wziąć pod uwagę wszystkie aspekty z nią związane i posiadać umiejętność zarządzania ryzykiem wynikającym z integracji.
3. Motywy połączeń przedsiębiorstw wiążą się z efektami synergii, wynikającymi z czynników organizacyjnych i finansowych.
4. Wartość wygenerowana w procesie połączenia przedsiębiorstw wskazuje na korzyści wynikające z efektów synergii operacyjnych lub finansowych prowadzących do wzrostu wartości.

Spis literatury

- BREALEY R.A., MYERS S.C. 1984: *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill, New York.
- BRYER L., SIMENSKY M. 2002: *Intellectual property assets in mergers and acquisitions*. John Wiley and Sons, New York.
- CZEKAJ J., DRESLER Z. 2001: *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*. PWN, Warszawa.
- KORPUS J. 2014: *Fuzje i przejęcia: kluczowe czynniki sukcesu i przyczyny niepowodzeń transakcji*. PWN, Warszawa.
- FRĄCKOWIAK W. 1998: *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*. PWE, Warszawa.
- GERVEN D.V. 2010: *Cross-border mergers in Europe*. vol. 1/general editors. University Press Cambridge, New York.
- HELIN A. 2014: *Fuzje i przejęcia spółek kapitałowych: zagadnienia rachunkowe i podatkowe*. Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- KOZŁOWSKA-MAKÓS D. 2005: *Formy i motywy kapitałowego łączenia się przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej*. „Warsztaty doktorskie’05. Zarządzanie-Finanse-Ekonomia”. Wyd. AE, Katowice.
- KOZŁOWSKA-MAKÓS D. 2009: *Społeczne aspekty procesów łączenia się małych i średnich przedsiębiorstw*. [w:] *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro i małych przedsiębiorstw*. Mikrofirma, Zeszyty Naukowe nr 540, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- MCGLONE H. 2004: *International mergers & acquisitions: review 2004/2005*. Euromoney Institutional Investor PLC, England.



- PAWŁOWSKI J. 2005: Motywy podejmowania działań prywatyzacyjnych w kontekście przejęć menedżerskich. [w:] Zarządzanie zasobami ludzkimi nr 3–4.
- CIEĆWIERZA P., ZIELIŃSKIEJ-BARŁOŻEK I. 2013: Ryzyka prawne w transakcjach fuzji i przejęć. LexisNexis, Warszawa.
- SIKACZ H. 2011: Ocena sytuacji finansowej operacyjnych grup kapitałowych. Oficyna Wolters Kluwers Polska, Warszawa.
- SHERMAN A.J., HART M.A. 2006: Mergers & acquisitions from A to Z. AMACOM, New York.
- SZCZEPANKOWSKI P. J. 2000: Fuzje i przejęcia. PWN, Warszawa.
- VAN HORNE J.C., WACHOWICZ Jr J.M. 1998: Fundamentals of Financial Management. Prentice Hall International, London.
- SZABLEWSKI A., TUZIMEK R. 2005: Wycena i zarządzanie wartością firmy. Poltext, Warszawa.
- ZADORA H. 2011: Fuzje i przejęcia na rynku kapitałowym: motywy, okoliczności i warunki oraz procedury, procesy i struktury. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice.

THE SYNERGY EFFECT IN THE PROCESSES OF CAPITAL COMBINING (SELECTED PROBLEMS)

Abstract. Mergers and acquisitions decide on the competitiveness and development of not only companies but also sectors and even the whole economy. At the same time the processes are difficult and complicated, which in many cases they end with failure. Undoubtedly, they are justified if they lead to an increase in the value added (or in special cases, to prevent against decrease). The value obtained as a result of the acquisition is otherwise value obtained through synergy, which is the difference between the value of the combined companies and the sum of the separate values of the acquiring company and the acquired. Synergies can come from various sources, both financial as well as operational (organizational structure, management style, etc.). In fact, the synergies are not only a consequence of capital groups creating, but they are often one of the reasons for their being and functioning.

Key words: Mergers and acquisitions, capital groups, synergy effect, company goodwill



