Agnieszka KICIŃSKA

MOTYWY ŁĄCZENIA SIĘ PRZEDSIĘBIORSTW

1. Wprowadzenie

Współcześnie takie formy grupowania się przedsiębiorstw[1], jak fuzje i wykupy (mergers and acquisitions), są stałym elementem sceny biznesu nie tylko krajów wysoko rozwiniętych, ale także wielu rozwijających się, takich jak np. Hongkong, Tajwan czy Korea. Obecne przeobrażenia strukturalne zachodzące w krajach Europy Wschodniej i Środkowej, a związane z ich przechodzeniem do gospodarki rynkowej, rodzą nowe możliwości tak dla lokalnego świata biznesu, jak i dla ekspansywnych gospodarek krajów Europy Zachodniej, japońskiej i amerykańskiej, zainteresowanych pozyskaniem nowych rynków zbytu oraz taniej bazy surowcowej. Za jeden z głównych celów tworzenia i funkcjonowania przedsiębiorstwa uznaje się jego ciągły rozwój[2].

Obecnie jedynie ekspansywne i dynamiczne przedsiębiorstwo ma szanse stawienia czoła coraz bardziej skomplikowanym i wymagającym mechanizmom ryn-

---

[1] Przedsiębiorstwo rozumiane jest zgodnie z art. 55[1] Kodeksu cywilnego jako zespół składników materialnych i niematerialnych przeznaczonych do realizacji określonych zadań gospodarczych. Obejmuje wszystko, co wchodzi w skład przedsiębiorstwa, bez względu na jego formę prawną, a w szczególności:

1) firmę (nazwę), znaki towarowe i inne oznaczenia indywidualizujące przedsiębiorstwo,
2) księgi handlowe,
3) nieruchomości i ruchomości należące do przedsiębiorstwa, w tym produkty i materiały,
4) patenty, wzory użytkowe i zdobnicze,
5) zobowiązania i obciążenia związane z prowadzeniem przedsiębiorstwa,
6) prawa wynikające z najmu i dzierżawy lokali zajmowanych przez przedsiębiorstwo.

Zatem zamiennie stosowane będą terminy: „przedsiębiorstwo", „spółka" i „firma". W wypadku przedsiębiorstw, których właścicielem jest państwo, używany będzie termin „przedsiębiorstwo państwowe".

[2] Por. W. **Gabrusewicz**, Rozwój przedsiębiorstw przemysłowych i jego ocena w gospodarce rynkowej, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu" seria II, 1992, nr 120, s. 1.

kowym. Dla wielu właśnie fuzje i wykupy są sposobem na osiągnięcie sukcesu. Na Zachodzie uważa się je za swoistą strategię ekonomiczną, prowadzącą do wzrostu efektywności i dochodowości łączących się przedsiębiorstw oraz przynoszącą korzyści całej gospodarce narodowej. Lata osiemdziesiąte, będące w krajach rozwiniętej gospodarki rynkowej okresem nasilonego procesu tworzenia ugrupowań przez przedsiębiorstwa i korporacje, zwłaszcza w formie wykupu, dowiodły, że każdy z uczestników świata biznesu może „zjeść" lub może „być zjedzonym". Taka sytuacja wywołała głębokie zainteresowanie teorią fuzji i wykupu zarówno wśród teoretyków, jak i praktyków.

Dużo już napisano na temat teorii grupowania się przedsiębiorstw, ale jeszcze wiele pytań pozostaje bez ostatecznej odpowiedzi. Jednym z nich jest problem motywów, które skłaniają przedsiębiorstwa do wejścia w grupę. Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie motywów łączenia się przedsiębiorstw oraz wskazanie rozbieżności w ich ocenie. Ze względu na charakter opracowania użyto metody analizy opisowej opartej na literaturze zachodniej, głównie anglo-amerykańskiej. Opracowanie to stanowi wprowadzenie do badań nad problemami fuzji oraz przejęć przedsiębiorstw i korporacji.

Przechodząc do istoty prezentacji, celowe wydaje się przybliżenie terminologii związanej z teorią fuzji i wykupu. Mimo iż problem ten nie jest nowy na Zachodzie, sprawa jednoznacznego nazewnictwa pozostaje cały czas otwarta. Na gruncie polskim także wydaje się konieczne zadbanie o jednolitość słownictwa, co wyeliminuje już na wstępie wieloznaczność terminów i związane z tym nieporozumienia.

Na początku rozważań należy podkreślić, że dane przedsiębiorstwo może wejść w grupę na zasadzie dobrowolności lub „pod przymusem". Zatem w zależności od mechanizmu odpowiedzialnego za proces grupowania możemy mówić o fuzji, tj. połączeniu (merger), lub wykupie (acquisition).

W literaturze anglo-amerykańskiej część autorów, np. G. Meeks[3], stosuje zamiennie takie terminy, jak: wykup, przejęcie, fuzja, konsolidacja, połączenie itp., uważając, iż obecnie większości transakcji prowadzących do powstania grupy przedsiębiorstw odbywa się na zasadzie wykupu, a jedynie mały procent (jeśli w ogóle) to fuzje. Inni twierdzą, że z uwagi na fakt, iż jednak część ugrupowań jest wynikiem dobrowolnego połączenia interesów (pooling of interests = merger), powinno się precyzyjnie określić granicę pomiędzy fuzją a wykupem.

Według A. Simmondsa[4] łączenie czynników wytwórczych (business combinations) stanowi naczelny termin, który m.in. obejmuje fuzje i wykupy. Oznacza on każdy proces, ofertę lub umowę, w wyniku której jedno lub więcej przedsiębiorstw traci swoją niezależność na rzecz innego przedsiębiorstwa. „Słownik rachunkowości"

---

[3] G. Meeks, Dissappointing Marriage: A Study of the Gains of Merger, Cambridge University Press, Cambridge 1977.

[4] A. Simmonds, Mergers, Acquisitions and Goodwill – A Practical Guide, Touche Ross & Co., London 1986, s.7.

Parkera podaje uproszczone definicje fuzji i wykupu. Fuzją nazywa sytuację, w której dwa lub więcej przedsiębiorstw decyduje się na zaprzestanie działalności jako odrębne przedsiębiorstwa. Wykup zaś oznacza sytuację, w której jedno przedsiębiorstwo przejmuje (wykupuje) drugie[5].

Można także przytoczyć wiele szczegółowych definicji obu pojęć, które podają listę warunków, jakie muszą być spełnione, aby daną transakcję zakwalifikować jako wykup lub fuzję. Z uwagi na ograniczoną objętość artykułu proponuje się czytelnikowi następujące pozycje: ARB No 16[6], A. Singh[7], A. Simmonds[8], SSAP 23[9] i ED 48[10].

Polski Kodeks handlowy[11] przewiduje sytuację łączenia się spółek (art. 283 - 289 dotyczące spółek z ograniczoną odpowiedzialnością i art. 463 - 469, które dotyczą spółek akcyjnych). Zgodnie z tymi artykułami połączenie spółek może być dokonane:

1) przez przeniesienie całego majątku spółki (przejętej) na inną (przejmującą), w zamian za udziały (akcje), które spółka przejmująca wydaje wspólnikom (akcjonariuszom) spółki przejętej,

2) przez zawiązanie nowej spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (akcyjnej), na którą przechodzi majątek wszystkich łączących się spółek w zamian za udziały (akcje) nowej spółki.

Z powyższego wynika, że połączenie spółek może zachodzić w formie przyłączenia bądź zjednoczenia. Oba te przypadki stanowią jednak dobrowolny akt woli łączących się firm. Kodeks handlowy precyzyjnie określa istotę połączenia. Uznaje on, że jest to nie tylko przejęcie majątku innej spółki, lecz ponadto przyznanie jej wspólnikom (akcjonariuszom) udziałów (akcji) w spółce przejmującej. Nie zachodzi więc połączenie spółek, gdy spółka nabywa majątek innej spółki, ale jej wspólnikom (akcjonariuszom) nie przyznaje udziałów (akcji). Powojenne ustawodawstwo polskie, jak do tej pory, nie uregulowało problemu fuzji i wykupu przedsiębiorstwa, wydaje się jednak nieuchronne, iż rozwijająca się w naszym kraju gospodarka rynkowa wkrótce sama wymusi uregulowanie tej kwestii.

Problem motywów łączenia się przedsiębiorstw jest szeroko przedstawiony w literaturze anglo-amerykańskiej, jakkolwiek ciągle zmieniająca się rzeczywistość gospodarcza kreuje coraz to nowe możliwości i problemy. Sfera motywów skła-

---

[5] Por. R. H. **Parker**, Dictionary of Accounting, Macmillan, London 1992, s. 13, 188.

[6] „Accounting Research Bulletin", 1970, No 16.

[7] **A. Singh**, Takeovers: Their Relevance to the Stockmarket and the Theory of the Firm, Cambridge University Press, Cambridge 1971.

[8] **A. Simmonds**, op.cit.

[9] Statement of Standard Accounting Practice No 23: Accounting for Acquisitions and Mergers, ASC, London, April 1985.

[10] Exposure Draft No 48: Accounting for Acquisitions and Mergers, ASC, London, February 1990.

[11] Rozporządzenie Prezydenta Rzeczpospolitej z dnia 27 VI 1934 r. Dz. U. nr 57 z późniejszymi zmianami.

niających przedsiębiorstwa do łączenia czynników wytwórczych jest bardzo skomplikowana. T. E. Cooke podkreśla, że z reguły wiele motywów (rzadziej jeden) jest odpowiedzialnych za daną fuzję czy wykup[12].

Zrozumienie istoty wielu motywów fuzji i wykupu wiąże się z właściwą interpretacją pojęcia „przedsiębiorstwo", które jako całość jest przedmiotem transakcji. Objętość opracowania nie pozwala na dokładne prześledzenie i analizę różnorodnych definicji tego pojęcia. Wydaje się jednak stosowne podkreślenie, że przedsiębiorstwo nie jest jedynie kombinacją trzech zasadniczych czynników produkcji: ziemi, kapitału i pracy, jak twierdził J. Say. Faktycznie jest ono zbiorem wielu zasobów o bardzo różnorodnym charakterze, z czego najważniejszymi są:

1) zasoby naturalne o charakterze uniwersalnym, takie jak przestrzeń, czas itp.,
2) ziemia, grunty,
3) zasoby środków rzeczowych, takich jak: budynki, budowle, maszyny i urządzenia oraz wyposażenie,
4) zasoby środków obrotowych, tak rzeczowych, jak i finansowych,
5) zasoby menedżerskie,
6) zasoby pracy wykonawczej,
7) zasoby wiedzy,
8) zasoby posiadanych i opanowanych przez przedsiębiorstwo stosunków handlowych, międzyludzkich, prawnych, politycznych,
9) zasoby niematerialne[13].

Generalnie wyróżnia się dwie główne grupy motywów odpowiedzialnych za łączenie się przedsiębiorstw. Pierwsza z nich zawiera indywidualne motywy łączenia się przedsiębiorstw, zaś druga tzw. menedżerskie motywy łączenia się przedsiębiorstw[14]. W niniejszym opracowaniu przedstawiono jedynie wybrane motywy z obu grup.

2. Indywidualne motywy łączenia się przedsiębiorstw

Wśród indywidualnych motywów łączenia się przedsiębiorstw do najważniejszych zalicza się synergię, korzyści skali i zakresu, zintegrowanie transakcji, zwiększenie udziału w rynku, zdobycie nowego rynku lub sfery działalności, niedoszacowaną wartość przyłączanego przedsiębiorstwa, korzyści podatkowe oraz zróżnicowanie ryzyka.

---

[12] **T. E. Cooke**, Mergers and Acquisitions, Basil Blackwell, Oxford 1986.

[13] Por. **A. Kamela-Sowińska**, Wycena przedsiębiorstw i ich mienia w warunkach inflacji, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu" seria II, 1993, z.114, s. 29.

[14] Por. **J. M. Samuels, F. M. Wilkes** and **R. E. Brayshaw**, Management of Company Finance, Chapman & Hall, London 1991.

Synergia. Efekt synergii zwykle wyrażony jest relacją 2 + 2 = 5. Przenosząc tę relację na grunt fuzji korporacji można stwierdzić, że rentowność powstałego na skutek połączenia przedsiębiorstwa powinna być wyższa od prostej sumy rentowności łączących się przedsiębiorstw. Co za tym idzie, wartość połączonych firm, wyrażona rynkową ceną akcji nowo powstałego przedsiębiorstwa, powinna przewyższać sumę indywidualnych wartości ich akcji sprzed fuzji. Mówi się zatem, że efekt synergii jest swoistą „nadwartością", będącą rezultatem kombinacji czynników wytwórczych, innego przystosowania do stałych warunków lub wyboru innej strategii działania na rynku. Należy więc zaznaczyć, że przez pojęcie „nadwartości" powinno się rozumieć nie tylko „więcej", ale też „inaczej"[15].

Nie wszyscy teoretycy zgadzają się jednak z powyższą definicją synergii. Na przykład J. Tracy O'Rurke podkreśla, iż dwie siły lub dwie słabości połączone razem nie dadzą efektu synergetycznego. Argumentując swoją wypowiedź zaznacza, że synergia jest czymś więcej niż eliminowaniem niektórych duplikacji na górze[16].

Niezależnie od rozważań nad istotą pojęcia synergia można wyróżnić jej dwa typy: synergię operacyjną i synergię finansową. Synergia operacyjna może występować zarówno przy fuzjach poziomych, jak i fuzjach pionowych. Głównym jej źródłem jest redukcja kosztów, będąca rezultatem połączenia przedsiębiorstw. Synergia finansowa wiąże się z możliwością obniżenia kosztów kapitału na skutek fuzji korporacji.

Korzyści skali i zakresu. Drugi motyw fuzji, znany jako korzyści skali, jest ściśle związany z poprzednim motywem. Pojawia się on w trakcie procesu produkcji, kiedy „większe" maszyny produkują po niższym koszcie na jednostkę niż „mniejsze" maszyny[17]. Udowodniono, że ten efekt uwidacznia się także w takich dziedzinach biznesu, jak marketing, reklama, dystrybucja czy finanse. Generalnie, korzyści skali prowadzą do obniżenia jednostkowego kosztu na skutek zwiększenia skali działalności przedsiębiorstwa.

Innym pojęciem ściśle związanym z korzyściami skali i często z nim niesłusznie utożsamianym są tzw. korzyści zakresu. Wyrażają one zdolność korporacji do produkowania szerszego asortymentu produktów lub świadczenia szerszego zakresu usług, opierając się na danym zestawie składników wytwórczych. Tego typu korzyści są często uzyskiwane w bankowości, kiedy instytucje finansowe łączą się po to, aby móc zaoferować klientom szerszy zakres usług, których świadczenie nie byłoby możliwe (zbyt kosztowne), gdyby działały jako odrębne jednostki.

Zintegrowanie transakcji. Kolejne dwa motywy łączenia się przedsiębiorstw związane są z typami integracji przedsiębiorstw. Pojęcie znane jako zintegrowanie

---

[15] **M. Strużycki**, Czynniki efektywnego zarządzania spółdzielnią, „Handel Wewnętrzny", 1993, nr 3, s. 14 - 19.

[16] **J. Tracy O'Rurke**, Postmerger Integration, w: The Arthur Young Management Guide to Mergers and Acquisitions, ed. R. S. **Bibler**, John Wiley & Sons, Londyn 1989, s. 227 i 228.

[17] Por. **J. M. Samuels, F. M. Wilkes** and **R. E. Brayshaw**, op.cit., s. 612.

transakcji związane jest z połączeniami pionowymi. Tego typu integracje mogą być wsteczne lub wybiegające. Pierwsze zakładają wykup lub przyłączenie przedsiębiorstwa, które jest wcześniejszym ogniwem w łańcuchu produkcyjnym, czyli np. dostarcza surowce naturalne. Drugi typ zintegrowania transakcji polega na wykupie bądź przyłączeniu przedsiębiorstwa, którego działalność stawia go bliżej punktu sprzedaży produktów. Z powyższego wynika, iż zintegrowanie transakcji prowadzi do redukcji lub eliminacji kosztów poszczególnych operacji.

Zwiększenie udziału w rynku. Motyw łączenia się przedsiębiorstw, znany jako zwiększenie udziału w rynku, związany jest z integracją poziomą. Ten typ integracji zakłada, że firmy zainteresowane połączeniem są na tym samym poziomie w łańcuchu produkcyjnym. Zatem nowo powstałe przedsiębiorstwo ma na celu zapewnienie sobie kontroli lub zwiększenie udziału w danym rynku. Ten motyw wydaje się ściśle związany z argumentem korzyści skali, ponieważ zwiększenie udziału w rynku zwykle prowadzi do wzrostu poziomu produkcji, co z kolei przyczynia się do obniżenia kosztów jednostkowych. Łączące się firmy powinny być jednak świadome, że ten motyw kryje w sobie pewne niebezpieczeństwo. Każdy bowiem wzrost udziału w rynku jest potencjalną przyczyną wszczęcia badań przez upoważniony do tego organ, zwykle urząd antymonopolowy, co może pociągać za sobą decyzje demonopolizacyjne.

Zdobycie nowego rynku lub sfery działalności. Wszystkie przedsiębiorstwa powinny być zainteresowane wzrostem i ekspansją. Jednak wejście na nowy rynek lub rozpoczęcie nowej działalności jest często bardzo kosztowne, ryzykowne i czasochłonne. Dlatego niekiedy szybciej i taniej jest „zakupić" wzrost, niż samemu rozwijać się w danym kierunku. Ten motyw wydaje się bardzo istotny w wypadkach, kiedy firma przejmująca jest zainteresowana zdobyciem trudnego rynku bądź rozpoczęciem ryzykownej i skomplikowanej działalności.

Zakup specyficznych zasobów lub dostęp do nich może być również przyczyną łączenia się przedsiębiorstw. Dla przykładu surowce naturalne, specjalistyczne maszyny, unikatowa technologia lub dostęp do wyników badań naukowych mogą być istotnymi czynnikami, które przyciągną potencjalnego nabywcę[18].

Niedoszacowana wartość przyłączanego przedsiębiorstwa. „Okazja" może być następnym motywem wykupu przedsiębiorstwa. Jest to przypadek, gdy nabywca zna lepiej wartość aktywów sprzedającego niż on sam. Uważa się, że wykupywane są z reguły przedsiębiorstwa mało efektywne, tzn. takie, które źle wykorzystują wartościowe, rzadkie dobra. Jednak dowody empiryczne nie potwierdzają całkowicie prawdziwości tego stwierdzenia. Przedsiębiorstwami takimi, potocznie zwanymi w literaturze anglojęzycznej „ofiarami", mogą być firmy, które w sposób właściwy użytkują swój majątek, ale ich akcje są niedoszacowane, np. na skutek braku informacji.

[18] Por. T. E. Cooke, op.cit., s. 29.

Hipoteza efektywnych rynków, sformułowana w 1970 r. przez E. F. Famę mówi, że jeśli rynek jest efektywny, to cena rynkowa akcji odzwierciedla w pełni wszystkie informacje[19]. Zatem jeśli to stwierdzenie jest prawdziwe, pozostaje pytanie, czy akcje przedsiębiorstwa mogą być niedowartościowane. Badania empiryczne dowiodły, że brytyjski czy amerykański rynek papierów wartościowych potwierdza jedynie istnienie niepełnej (semi-strong) formy efektywności. Oznacza to, że ceny akcji odzwierciedlają tylko publicznie dostępne informacje. Zatem istnieje możliwość uzyskania nadzwyczajnych zysków na podstawie informacji prywatnych, znanych tylko indywidualnemu nabywcy.

Korzyści podatkowe. Korzyści podatkowe bardzo często były motywem łączenia się przedsiębiorstw. Wynikają one przede wszystkim z istniejących prawnych uregulowań finansów przedsiębiorstw i korporacji. Dla przykładu w USA prawo podatkowe dotyczące strat często było ważnym czynnikiem skłaniającym korporacje do utworzenia grupy. Kluczowym punktem jest fakt, czy w danym wypadku straty jednej firmy mogą być użyte do zmniejszenia zysku innej, tworzącej z pierwszą grupę, co obniży łączną podstawę opodatkowania.

Zróżnicowanie ryzyka. Zróżnicowanie ryzyka (risk diversification) było decydującą przesłanką tworzenia połączeń w latach sześćdziesiątych. Ten okres znany jest jako era konglomeratów i utożsamiany z trzecia falą fuzji. Konglomerat powstaje na skutek połączenia się przedsiębiorstw prowadzących zupełnie odmienną działalność, co przyczynia się do stabilizacji całkowitych przychodów korporacji, zwiększenia jej zdolności kredytowej i obniżenia ryzyka bankructwa. Sytuację konglomeratu można porównać z pozycją indywidualnego inwestora-nabywcy papierów wartościowych, który inwestując w swój portfel aktywów kapitałowych, stara się podjąć decyzję optymalizującą relację ryzyko-zwrot nakładów. Za optymalną należy uznać taką kombinację aktywów, która przy danym poziomie ryzyka przynosi najwyższy zysk, lub taką, która przy danym poziomie zysku zapewnia najniższe ryzyko. J. M. Samuels[20] i inni twierdzą jednak, iż korzyści ze zróżnicowania ryzyka wynikające dla konglomeratu nie muszą być tożsame z korzyściami osiąganymi przez akcjonariuszy połączonych przedsiębiorstw. Podkreślają dalej, że jeśli akcjonariusze pragną tego typu korzyści, mogą je osiągnąć łatwiej poprzez swoje własne portfele aktywów kapitałowych, niż angażując do tego celu przedsiębiorstwo, którego są akcjonariuszami.

3. Menedżerskie motywy łączenia się przedsiębiorstw

W literaturze przedmiotu motywy menedżerskie łączenia się przedsiębiorstw tworzą odrębną grupę. Obecnie, kiedy korporacje stają się coraz większe i bardziej skom-

[19] E. F. Fama, Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work, „Journal of Finance", May 1970, s. 383 - 416.

[20] J. M. Samuels, F. M. Wilkes and R. E. Brayshaw, op. cit., s. 617.

plikowane, niemożliwe jest, aby wszyscy akcjonariusze zaangażowani byli w zarządzanie przedsiębiorstwem, którego są właścicielami. Sytuacja ta doprowadziła do konieczności oddzielenia własności od sprawowania nad nią zarządu. Kontrola ta została przekazana małej grupce ludzi, tzw. dyrektorom – menedżerom. Oni to w imieniu akcjonariuszy prowadzą firmę i mają wpływ na większość podejmowanych w przedsiębiorstwie decyzji. Dlatego też akcjonariusze przejmującego przedsiębiorstwa nie są z reguły inicjatorami transakcji. Główna inicjatywa pozostawiona jest menedżerom, którzy w imieniu właścicieli firmy poszukują potencjalnej „ofiary". Należy podkreślić, iż jedną z grup, która przeważnie zyskuje na transakcji zakończonej sukcesem, jest zarząd przejmującego przedsiębiorstwa, zaś tą, która z reguły traci, jest zarząd firmy przejętej. Tym samym wydaje się oczywiste, że dyrektorzy będą zainteresowani byciem „zwycięzcą" w powyższej grze. Według G.O. Newboulda[21] dyrektorzy mogą być zainteresowani fuzją lub wykupem, z uwagi na prestiż (niemierzalny, ale na pewno większy w dużej firmie), wynagrodzenie oraz realne perspektywy utrzymania swojej pozycji, związane z sukcesem przeprowadzonych przez nich transakcji.

Istnieje jednak problem związany z tą grupą motywów, wynikający z tzw. teorii agencyjnej (agency theory). Teoria ta mówi, że rozdzielenie własności i kontroli rodzi konflikt, polegający na tym, iż dyrektorzy często będą zmuszeni wybierać pomiędzy interesem akcjonariuszy (właścicieli) a swoim własnym. W konsekwencji nie każda fuzja czy wykup proponowane przez dyrektorów muszą być korzystne dla akcjonariuszy. Wspomniano już, że np. fuzje-konglomeraty prowadzące do obniżenia ryzyka nie zawsze leżą w interesie akcjonariuszy. W celu obrony własnych interesów akcjonariusze powinni wprowadzić pewne mechanizmy, które skutecznie zabezpieczą ich pozycję. Właściwy system motywujący dyrektorów jest najlepszym tego przykładem.

4. Uwagi końcowe

Dane empiryczne dotyczące wyników przedsiębiorstw po fuzji nie w pełni potwierdzają korzyści wynikające z rozważań teoretycznych. Zróżnicowanie ryzyka i synergia są najczęściej krytykowanymi motywami, co nie oznacza jednak ich całkowitej dyskwalifikacji.

Lata sześćdziesiąte reprezentują erę konglomeratów w historii fuzji. W tym okresie wiele firm upatrywało swój rozwój w wykupie innego przedsiębiorstwa. Lata siedemdziesiąte i osiemdziesiąte pokazały jednak, iż wiele z tych konglomeratów było chybionych. Także analiza portfelowa zasiała pewne wątpliwości wokół motywu łączenia przedsiębiorstw, znanego jako zróżnicowanie ryzyka. Mimo krytyki oszacowano, że w Wielkiej Brytanii w latach 1979-1985 40% aktywów zmieniło właści-

[21] G.O. Newbould, Management and Merger Activity, Guthstead, Liverpool 1970.

ciela na drodze fuzji czy wykupu typu konglomerat. Także działalność znanego konglomeratu General Electric zdaje się wspierać ideę tego rodzaju połączeń przedsiębiorstw.

Oprócz tych dwóch motywów łączenia się przedsiębiorstw, tj. synergii i zróżnicowania ryzyka, należących do grupy indywidualnych motywów łączenia się przedsiębiorstw, w opracowaniu przedstawiono jeszcze inne motywy z tej grupy, takie jak korzyści skali i zakresu, zintegrowanie transakcji, zwiększenie udziału w rynku, zdobycie nowego rynku lub sfery działalności, niedoszacowanie wartości przyłączanego przedsiębiorstwa oraz korzyści podatkowe. Ponadto przedstawiono również grupę menedżerskich motywów łączenia się przedsiębiorstw.

Podsumowując należy podkreślić, iż przedsiębiorstwa wchodzące we wszelkiego rodzaju połączenia powinny pamiętać, że korzyści nie powstają automatycznie. Sukces zależy często od efektywnego zaangażowania i pracy wykonanej przez zarząd przedsiębiorstwa. Dla przykładu połączenie typu konglomerat generalnie wiąże się z fundamentalnymi zmianami w naturze problemów zarządczych. W wielu wypadkach powstająca firma rozpoczyna działalność w dziedzinie, w której ma niewielkie lub prawie żadne doświadczenie. Właściwa adaptacja wiąże się często z dodatkowymi kosztami i ryzykiem finansowym, które powinny być wzięte pod uwagę w analizie wstępnej przedsięwzięcia.

Zróżnicowanie ryzyka nie jest jedyną kłopotliwą sferą motywów łączenia się przedsiębiorstw. Wiele wykupów i fuzji kończy się niepowodzeniem z innych przyczyn. Należy więc podkreślić, iż integracja dwóch lub więcej różnych i niezależnych przedsiębiorstw stanowić będzie zawsze trudne zadanie, wymagające wielu analiz i przygotowań.

Z powyższych rozważań wynika, iż istnieje wiele korzyści, które przemawiają za łączeniem się przedsiębiorstw. Konieczne zatem wydaje się prowadzenie głębszych badań, które wskazałyby drogę do pełnego wykorzystania możliwości, jakie daje przedsiębiorstwom integracja, szczególnie w kontekście tworzącej się w Polsce gospodarki rynkowej.

MOTIVES FOR ENTERPRISE FUSION

Summary

The main aim of the article is to present motives for enterprise fusion and to show divergencies in their evaluation. It is mainly based on Anglo-American literature. The article is divided into four parts: introduction, individual motives for enterprise fusion, managers' motives for enterprise fusion, and final remarks.

The first part is a general introduction and indicates terminology problems concerning the theory of fusion and buyout.

The further two parts correspond to the well-known – from the related literature – division of the motives in question into two groups, namely the group of individual motives for enterprise fusion and the group of respective managers' motives. Due to limited space only the most important motives from both groups were presented.

The final remarks include the following statements:

1) The related literature cites many advantages of enterprise fusion.

2) Empirical data on the results of enterprises after fusion do not fully confirm theoretical considerations.

3) Many fusions and buyouts ended in a failure. The most frequently criticized motives for enterprise fusion are synergy and differentiation of risk.

4) Advantages resulting from integration of enterprises are not automatic, many things depend on efficient work of the management of merging corporations.

5) Integration of two or more independent and different enterprises will always be a difficult task.

6) For many enterprises fusions and buyouts are a specific economic strategy leading to the growth of effectiveness and higher incomes of the merging corporations, the strategy which brings benefits to the whole national economy.