

Połączenia i przejęcia transgraniczne z udziałem polskich spółek w latach 2005–2014 – wybrane zagadnienia

Piotr Luty*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest analiza transgranicznych połączeń jednostek gospodarczych, w których jedna ze spółek (przejmująca lub przejmowana) jest spółką polską, druga z łączących się spółek jest z innego kraju niż Polska.

Metodologia badania – Badanie zostało przeprowadzone na próbie spółek biorących udział w połączeniach transgranicznych. W bazie Thomson Reuters zidentyfikowano 215 połączeń (w latach 2005–2014).

Wynik – W wyniku badania okazało się, że istnieje słaba lub średnia dodatnia korelacja między liczbą połączeń transgranicznych a innymi formami przejęcia kontroli (aktywów lub tytułów własności). Dodatkowo w większości przypadków polskie spółki łączyły się ze spółkami z tego samego sektora działalności gospodarczej.

Oryginalność/wartość – Połączenia transgraniczne stanowią istotny udział we wszystkich połączeniach polskich spółek. Brak jest badań z zakresy połączeń transgranicznych.

Słowa kluczowe: połączenia spółek, przejęcia spółek, połączenia transgraniczne, M&A

Wprowadzenie¹

Celem artykułu jest analiza transgranicznych przejęć i połączeń jednostek gospodarczych z udziałem polskich spółek, które miały miejsce w latach 2005–2014. Powszechnie wiadomo, że procesy zachodzące w gospodarce (w tym procesy łączenia się podmiotów) przebiegają cyklicznie. Liczne publikacje wskazują różnorodne przyczyny występowania „fal” połączeń jednostek gospodarczych. Do najważniejszych przesłanek pojawiających się „fal” zaliczyć można zmiany w otoczeniu ekonomicznym, technologicznym, prawnym, a także wycenę rynkową spółek (niedowartościowanie spółek). W gospodarce podzielonej na różnorodne sektory działalności gospodarczej (usługi, produkcję, handel) zachodzące procesy łączenia spółek mogą przebiegać w odmienny sposób w każdym sektorze.

W artykule przebadane zostaną połączenia transgraniczne jednostek gospodarczych na tle innych form przejmowania kontroli (przejęć aktywów lub tytułów własności).

* dr Piotr Luty, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, ul. Komandorska 118–120, 53-345 Wrocław, e-mail: piotr.luty@ue.wroc.pl.

¹ Przegląd literatury z zakresu połączeń i połączeń transgranicznych w niektórych fragmentach wykorzystany był w artykule nieopublikowanym do 11.02.2015 roku, zgłoszonym na konferencję CREATING SHARED VALUE IN KNOWLEDGE BASED SOCIETY: EXPERTISE, INNOVATION AND CONTINUITY w Rydze (Łotwa).

Przeprowadzona zostanie także szczegółowa analiza spółek identyfikowanych w trakcie połączenia jako przejmujące lub przejmowane z podziałem na sektory działalności gospodarczej (między innymi usługowej, produkcyjnej lub handlowej).

W artykule postawiono następujące hipotezy badawcze:

- H1.** Istnieje zależność między procesami połączenia transgranicznego a innymi formami przejęcia kontroli jednostek gospodarczych w latach 2005–2014.
- H2.** Spółki polskie w połączeniach transgranicznych przejmują lub są przejmowane przez spółki z tego samego sektora działalności gospodarczej.
- H3.** Istnieje zależność między krajowymi i transgranicznymi procesami połączenia spółek w latach 2005–2014.

Cel artykułu zostanie osiągnięty po zweryfikowaniu postawionych hipotez badawczych.

W polskiej literaturze połączenia transgraniczne spółek opisywane są głównie z punktu widzenia regulacji prawa. Są to komentarze do ustaw regulujących połączenie, między innymi Kodeksu spółek handlowych, Ustawy o rachunkowości (Witosz, Kidyba 2013; Remlein 2008; Litwińska-Werner 2005; *Prawo handlowe...* 1998; Allerhand 1997).

W pracach badawczych polskich naukowców, poświęconych łączeniu polskich spółek, badane były efekty finansowania połączeń, w tym spółek giełdowych (Perepeczo 2009). Opisywane były także cykliczne pojawiające się w Polsce „fale” połączeń (Janowicz 2012; Perepeczo 2010). Istnieją publikacje opisujące łączenie się podmiotów z punktu widzenia kreowania wartości dla właścicieli (Oziębło 2012; Czerwonka 2010a, 2010b; Rojek 2011). Na podstawie wyników badań można stwierdzić, że na połączenie jednostek gospodarczych jest bardziej korzystne ekonomicznie dla spółek przejmowanych niż przejmujących. Wszystkie badania dotyczyły połączeń krajowych, w których łączące się podmioty to polskie spółki. Brakuje kompleksowych badań nad naturą połączeń transgranicznych z udziałem polskich spółek (połączeń, w których jedna spółka jest z Polski, a druga z innego kraju). Artykuł ten stanowić będzie wstęp do pogłębionej analizy procesów transgranicznych połączeń i przejęć z udziałem polskich spółek.

Badania empiryczne prowadzone przez zagranicznych badaczy mają szerszy zakres aniżeli badania prowadzone przez polskich naukowców. W literaturze zagranicznej wskazuje się, że połączenia jednostek gospodarczych wpisują się w nurt neoklasycznych czy behawioralnych teorii, a także teorii agencji. Świadczy to o złożoności i wieloaspektowości procesów łączenia się spółek. W swoich badaniach Makaew (2009) zauważył, że połączenia transgraniczne wywołane są głównie zmianami produktywności i płynności spółek. Badania nad przyczynami połączeń wywołanymi zmianami produktywności przedsiębiorstw prowadzili także Ditmar i Ditmar (2008), Yang (2008), Maksimovic, Phillips (2001), Mitchell, Mulherin (1996). Niektórzy autorzy wskazują przesłanki transakcji połączeń w zmianach płynności finansowej spółek (Maksimovic, Phillips, Yang 2009; Harford 2005; Eisfeldt, Rampini 2003). W swoich badaniach di Giovanni (2005) wskazuje, że w państwach o dobrze rozwiniętym rynku kapitałowym aktywność procesów łączenia rośnie. Istnieją badania dowodzące, że w transgranicznych połączeniach jednostek gospodarczych, w spółkach

z udziałem zagranicznych właścicieli instytucjonalnych, połączenia występują częściej niż w pozostałych przypadkach (Ferreira, Massa, Matos (2005). Na podstawie badań prowadzonych w Stanach Zjednoczonych spółki przejmujące posiadały ponadprzeciętną kondycję finansową, w przeciwieństwie do spółek przejmowanych, które odznaczały się produktywnością poniżej średniej wartości w danej branży (Makaew 2009). Potwierdzałyby to neoklasyczną teorię przyczyn połączeń spółek (Harford 2005). W badaniach, które przeprowadził Piotr Luty, na gruncie polskich spółek (Luty 2014a, 2014b) nie można potwierdzić tezy o neoklasycznych determinantach połączeń. Blunck i Bartholdy (2009) zauważyli również, że neoklasyczna teoria odnosząca się do zmian otoczenia ekonomicznego może tłumaczyć połączenia spółek prywatnych (niebędących w obrocie giełdowym), natomiast nie wyjaśniają przyczyn połączeń spółek publicznych.

1. Metodyka

Badanie połączeń krajowych i transgranicznych zostało przeprowadzone przy wykorzystaniu bazy danych Thomson Reuters. W wyniku badania otrzymano następujące liczby transakcji przejęć i połączeń (tab. 1).

Tabela 1

Liczebność transakcji M&A w latach 2005–2014

	Połączenie transgraniczne	Połączenie transgraniczne – spółka polska przejmująca	Połączenie transgraniczne – spółka polska przejmowana
Wszystkie transakcje M&A	1290	224	1066
Połączenia (Merger)	215	41	174

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 2 przedstawiono zestawienie spółek przejmowanych z różnych państw, które zostały przejęte przez polskie spółki w latach 2005–2014.

Tabela 2

Kraje, z których pochodzą spółki przejmowane przez polskie spółki przejmujące w latach 2005–2014

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Suma
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Bułgaria									1		1
Chorwacja		1				1					2
Czechy		1	5	1				1			8
Niemcy				2	1		2	1	1	1	8
Węgry	1	1					2				4
Irlandia						1					1
Litwa						3					3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Holandia	10	9	8	7	4	11	8	4	2	6	69
Norwegia	2	1			1	2	1	3		3	13
Portugalia		1	2	1	1	3			1		9
Rumunia					2						2
Rosja	1	1	4				1			3	10
Słowacja	1					2				2	5
Afryka Południowa			1		1		1				3
Korea Południowa				1	1					1	3
Hiszpania	3	2	5	3	5	4			2	1	25
Szwecja	7	3	4	10	3	9	3	2	2	5	48
Szwajcaria	1			2	1	2	1	4	2	3	16
Tajwan				1					1		2
Tajlandia						1					1
Turcja			1								1
Ukraina	5		3	2							10
Wielka Brytania	9	19	19	16	7	17	10	9	12	11	129
Stany Zjednoczone	14	12	16	5	10	9	12	6	22	17	123
Suma	105	111	132	117	86	113	105	84	100	113	1066

Źródło: opracowanie własne.

W dalszym badaniu dokonano przypisania spółek do sektorów: usługi, produkcja, handel, finanse, energetyka i inne (jednostki samorządu terytorialnego i inne). W tabeli 4 ujęto polskie spółki przejmujące i przejmowane w połączeniach transgranicznych pogrupowane według sektorów.

Tabela 4

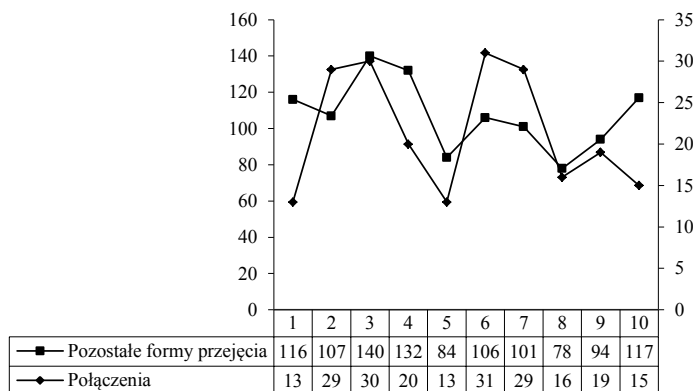
Liczebności spółek przejmujących i przejmowanych w połączeniach transgranicznych z podziałem na sektory

Spółka przejmowana	Liczba spółek
Energetyka	9
Finanse	60
Inne	2
Produkcja	64
Usługi	39
Suma	174
Spółka przejmująca	Liczba spółek
Energetyka	2
Finanse	10
Handel	1
Produkcja	26
Usługi	2
Suma	41

Źródło: opracowanie własne.

2. Wyniki badań

Hipoteza pierwsza, mówiąca o tym, że istnieje zależność między procesami połączenia transgranicznego a innymi formami przejścia kontroli jednostek gospodarczych w latach 2005–2014 zweryfikowana została na podstawie porównania (rys. 1) wykresu obrazującego liczbę transakcji połączeń transgranicznych i liczbę pozostałych transakcji przejścia (aktywów lub tytułów własności). Niezależnie od formy przejścia lub połączenia, polskie spółki identyfikowane były albo jako spółki przejmujące inne podmioty zagraniczne, albo jako spółki przejmowane przez inne podmioty zagraniczne.



Rysunek 1. Liczba transakcji połączeń transgranicznych i pozostałych transakcji przejścia

Źródło: opracowanie własne.

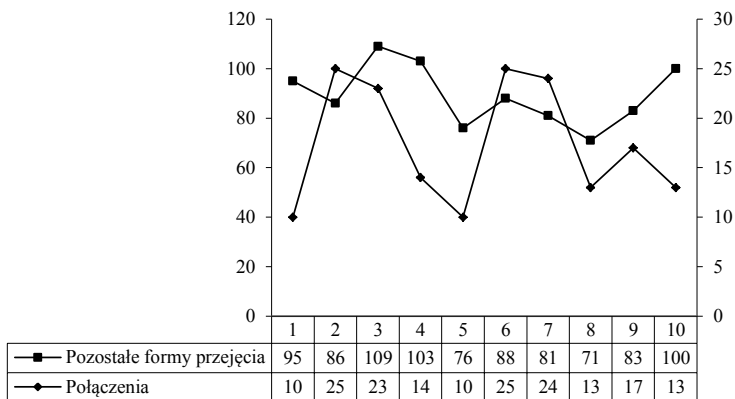
Współczynnik korelacji dla danych z rysunku 1 wynosi 0,329. Oznacza to, że istnieje słaba dodatnia zależność między liczbą połączeń transgranicznych i innych form przejścia kontroli (przejścia transgranicznego).

Dla połączeń transgranicznych, w których polskie spółki były spółkami przejmowanymi, wykres liczebności połączeń na tle pozostałych form przejścia kontroli (aktywów lub tytułów własności) przedstawiono na rysunku 2.

Współczynnik korelacji dla danych z rysunku 2 wynosi 0,096. Oznacza to, że istnieje bardzo słaba dodatnia zależność między liczbą połączeń transgranicznych i innych form przejścia kontroli (przejścia transgranicznego).

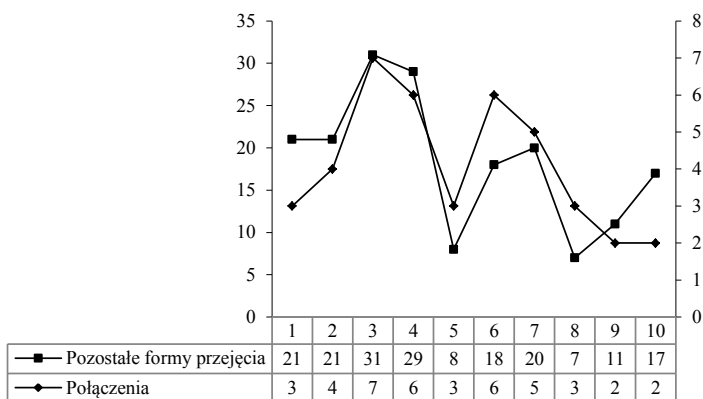
Dla połączeń transgranicznych, w których polskie spółki były spółkami przejmującymi, wykres liczebności połączeń na tle pozostałych form przejścia kontroli (aktywów lub tytułów własności) przedstawiono na rysunku 3.

Współczynnik korelacji dla danych z rysunku 3 wynosi 0,745. Oznacza to, że istnieje silna dodatnia zależność między liczbą połączeń transgranicznych i innych form przejścia kontroli (przejścia transgranicznego).



Rysunek 2. Liczba połączeń na tle pozostałych form przejęcia kontroli – spółki przejmowane

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 3. Liczba połączeń na tle pozostałych form przejęcia kontroli – spółki przejmujące

Źródło: opracowanie własne

Weryfikacja hipotezy drugiej, mówiącej o tym, że spółki polskie w połączeniach transgranicznych przejmują lub są przejmowane przez spółki z tego samego sektora działalności gospodarczej, zostanie zweryfikowana na podstawie porównania łączących się spółek w sektorach działalności gospodarczej (tab. 5 i 6). Użyte w tabelach 5 i 6 skróty oznaczają sektory:

- e – sektor energetyczny,
- f – sektor finansowy,
- g – sektor finansów publicznych,
- h – sektor handlowy,

p – sektor produkcyjny,
 u – sektor usługowy,
 i – inne, niesklasyfikowane w tym zestawieniu.

Tabela 5

Zagregowany rozkład liczby połączeń transgranicznych spółek (spółka przejmująca pochodzi z Polski) z różnych sektorów działalności gospodarczej w latach 2005–2014 (%)

	e	f	h	p	u	Suma
e	76,47	0,00	0,00	17,65	5,88	100,00
f	3,77	39,62	13,21	24,53	18,87	100,00
h	0,00	0,00	80,00	20,00	0,00	100,00
p	1,67	1,67	5,83	78,33	12,50	100,00
u	0,00	10,34	3,45	24,14	62,07	100,00

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie zestawienia w tabeli 5 można stwierdzić, że większość połączeń transgranicznych, w których polska spółka jest identyfikowana jako spółka przejmująca, zachodzi w obrębie tego samego sektora działalności gospodarczej. Udział połączeń spółek przejmujących z Polski z sektora energetycznego i spółek przejmowanych z innego kraju z sektora energetycznego wynosi 76,47%; spółek przejmujących z Polski z sektora finansowego i spółek przejmowanych z innego kraju z sektora finansowego wynosi 39,62%; spółek przejmujących z Polski z sektora handlowego i spółek przejmowanych z innego kraju z sektora handlowego wynosi 80%; spółek przejmujących z Polski z sektora produkcji i spółek przejmowanych z innego kraju z sektora produkcji wynosi 78,33%; spółek przejmujących z Polski z sektora usług i spółek przejmowanych z innego kraju z sektora usług wynosi 62,07%.

Tabela 6

Zagregowany rozkład liczby połączeń transgranicznych spółek (spółka przejmowana pochodzi z Polski) z różnych sektorów działalności gospodarczej w latach 2005–2014 (%)

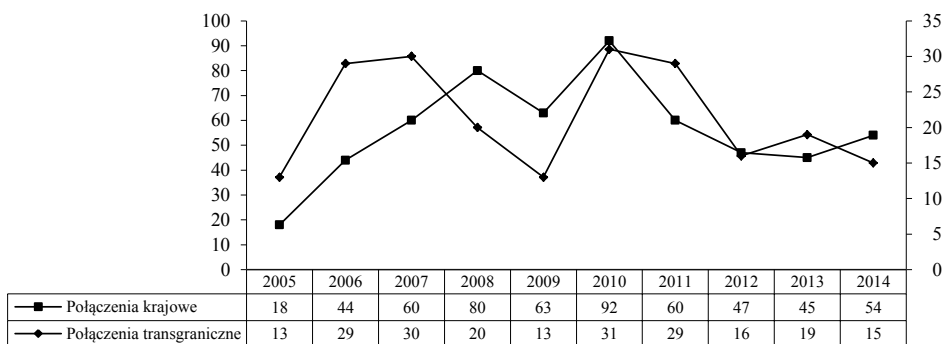
	e	f	h	i	p	u	Suma
e	58,90	15,07	2,74	1,37	12,33	9,59	100,00
f	0,74	86,76	0,00	1,47	3,68	7,35	100,00
h	0,00	40,00	22,00	0,00	30,00	8,00	100,00
i	0,00	0,00	0,00	63,64	18,18	18,18	100,00
p	1,28	33,15	1,10	1,28	51,10	12,09	100,00
u	1,60	31,20	0,80	0,00	13,60	52,80	100,00

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie zestawienia w tabeli 6 można stwierdzić, że większość połączeń transgranicznych, w których polska spółka jest identyfikowana jako spółka przejmowana, zachodzi

w obrębie tego samego sektora działalności gospodarczej. Udział połączeń spółek przejmowanych z Polski z sektora energetycznego i spółek przejmujących z innego kraju z sektora energetycznego wynosi 58,90%; spółek przejmowanych z Polski z sektora finansowego i spółek przejmujących z innego kraju z sektora finansowego wynosi 86,76%; spółek przejmowanych z Polski z sektora „inne” i spółek przejmujących z innego kraju z sektora „inne” wynosi 63,64%; spółek przejmowanych z Polski z sektora produkcji i spółek przejmujących z innego kraju z sektora produkcji wynosi 51,10%; spółek przejmowanych z Polski z sektora usług i spółek przejmujących z innego kraju z sektora usług wynosi 52,80%. Jedynym wyjątkiem były połączenia polskiej spółki przejmowanej z sektora handlowego, gdzie większość spółek przejmujących pochodziła z sektora finansowego.

Weryfikacja hipotezy trzeciej, mówiącej o tym, że istnieje zależność między krajowymi i transgranicznymi procesami połączenia spółek w latach 2005–2014 przeprowadzona zostanie na podstawie porównania liczby transakcji połączeń krajowych (między dwoma spółkami z Polski) i połączeń transgranicznych (jedna z łączących się spółek pochodzi z Polski). Na rysunku 4 przedstawiono liczbę połączeń krajowych i transgranicznych.



Rysunek 4. Liczba połączeń krajowych i transgranicznych – weryfikacja hipotezy 3

Źródło: opracowanie własne.

Współczynnik korelacji dla danych z rysunku 4 wynosi 0,462. Oznacza to istnienie średniej dodatniej korelacji między liczbą połączeń krajowych i transgranicznych z udziałem polskich spółek.

Uwagi końcowe

Połączenia spółek są nie są ograniczone granicami jednego państwa. W badanym okresie 2005–2014 udział połączeń transgranicznych z udziałem polskich spółek w ogólnej liczbie połączeń polskich spółek (krajowych – 563 transakcje i transgranicznych – 215 transakcji)

wyniósł 27,6%. Wysoki udział połączeń transgranicznych skłania do dokładnego przebadania tego zjawiska.

W artykule przedstawione zostały połączenia transgraniczne z podziałem na połączenia, w których polskie spółki identyfikowane były jako spółki przejmujące lub przejmowane. Dodatkowo wskazano państwa, których spółki łączyły się z polskimi podmiotami.

W wyniku badania połączeń i przejęć transgranicznych można stwierdzić, że połączenia transgraniczne są słabo skorelowane z innymi formami przejęcia kontroli (przejęcia aktywów lub tytułów własności). Współczynnik korelacji wyniósł 0,329. Interesujące jest także, że korelacja między połączeniami krajowymi i transgranicznymi jest średnia. Współczynnik korelacji w badanym okresie wyniósł 0,462. Czynniki wpływające na wybór spółek w procesie łączenia (makroekonomiczne, finansowe lub inne) będą w przyszłości badane przez autora.

Dodatkowo w większości przypadków w połączeniach transgranicznych, polskie spółki przejmujące i przejmowane łączyły się w ramach tego samego sektora ze spółkami z innych państw. W trakcie badania zauważalne były połączenia, w których spółki inwestycyjne (SPV, *venture capital*), przypisane w tym artykule do sektora finansowego, łączyły się z innymi podmiotami. Udział spółek finansowych, które przejmowały polskie spółki produkcyjne, wyniósł 40%. Badania nad strukturą właścicielską w łączących się podmiotach będą przedmiotem dalszych badań autora.

Literatura

- Allerhand M. (1997), *Kodeks handlowy: komentarz*, Wydawnictwo Sto, Bielsko-Biała.
- Czerwonka L. (2010a), *Długookresowy wpływ połączeń przedsiębiorstw na wartość spółek przejmujących*, „Przeгляд Organizacji” nr 10, s. 33–36.
- Czerwonka L. (2010b), *Wpływ fuzji przedsiębiorstw na ich wartość*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” nr 4 (723), s. 31–37.
- Ditmar A.K., Ditmar R.F. (2008), *Timing of Financial Decisions: An Examination of the Correlation in Financing Waves*, „Journal of Financial Economics” vol. 90, s. 59–83.
- Eisfeldt A.L., Rampini A.A. (2003), *Capital Reallocation and Liquidity*, „Journal of Monetary Economics” vol. 53, s. 369–399.
- Harford J. (2005), *What Drives Merger Waves?*, „Journal of Financial Economics” vol. 77, s. 529–560.
- Giovanni J. di (2005), *What Drives Capital Flows? The Case of Cross-Border M&A Activity and Financial Deepening*, „Journal of International Economics” vol. 65, no. 1, s. 127–149.
- Janowicz M. (2012), *Cykliczność fuzji i przejęć na świecie i w Polsce*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 54, „Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia”, s. 67–86.
- Kodeks handlowy: komentarz* (1998), red. K. Kruczałak, Wydawnictwa Prawnicze PWN, Warszawa.
- Litwińska-Werner M. (2005), *Kodeks spółek handlowych: komentarz*, C.H. Beck, Warszawa.
- Luty P. (2014a), *Ocena kondycji finansowej łączących się spółek na przykładzie jednostek z wybranych województw Polski Zachodniej*, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości t. 75 (131).
- Luty P. (2014b), *Ocena kondycji finansowej spółek przejmujących na przykładzie wybranych polskich spółek w latach spowolnienia gospodarczego 2008–2010*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 66, s. 213–220.
- Makaew T. (2009), *The Dynamics of International Mergers and Acquisitions*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1572005.
- Maksimovic V., Phillips G. (2001), *The Market for Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and Are There Efficiency Gains?*, „Journal of Finance” vol. 56, s. 2019–2065.

- Maksimovic V., Phillips G., Yang L. (2009), *Public and Private Merger Waves*, University of Maryland and University of California, Los Angeles.
- Mitchell M.L., Mulherin J.H. (1996), *The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity*, „Journal of Financial Economics” vol. 41, s. 193–229.
- Oziębło M. (2012), *Rola zarządu i kadry menedżerskiej w procesach fuzji i przejęć przedsiębiorstw*, Przedsiębiorczość i Zarządzanie, Wydawnictwo SAN, s. 51–63.
- Perepeczo A. (2009), *Fuzje i przejęcia – efektywność finansowa*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Perepeczo A. (2010), *Fale fuzji i przejęć w latach 1990–2009 a kryzys finansowy*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 39, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, s. 21–36.
- Remlein M. (2008), *Połączenie i podział jednostek gospodarczych w świetle polskich i międzynarodowych regulacji bilansowych*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa.
- Rojek T. (2011), *Fuzje i przejęcia w procesach kreowania wartości przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 38, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, s. 587–596.
- Witosz A., Kidyba A. (2013), *Łączenie, podział i przekształcanie spółek handlowych*, Lex a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Yang L. (2008), *The Real Determinants of Asset Sales*, „Journal of Finance” vol. 63, s. 2231–2262.

CROSS-BORDER MERGERS AND ACQUISITIONS INVOLVING POLISH COMPANIES IN THE YEARS 2005–2014 – SELECTED ISSUES

Abstract: *Purpose* – The purpose of this article is to analyze cross-border business combinations in which one of the companies (taking or acquired) is a Polish company, the second of the merging companies is from a different country than Poland.

Design/Methodology/approach – The survey was conducted on a sample of companies involved in cross-border connections. Thomson Reuters in the database identified 215 cross-border mergers (years 2005–2014).

Findings – The study found that there is a weak or moderate positive correlation between the number of cross-border mergers and other forms of acquisition of control (assets or titles). Additionally, in most cases, Polish companies were connected with companies in the same sector of economic activity.

Originality/value – Cross-border mergers are an important part in all the joints Polish companies. There is no experience with the range of cross-border connections.

Keywords: merger, acquisitions, cross-border mergers, M&A

Cytowanie

- Luty P. (2015), *Połączenia i przejęcia transgraniczne z udziałem polskich spółek w latach 2005–2014 – wybrane zagadnienia*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 547–557; www.wneiz.pl/frfu.

