

DETERMINANTY EFEKTYWNOŚCI FUZJI I PRZEJĘĆ PRZEDSIĘBIORSTW

Adam Kucharski, Jakub Marszałek



SIZ

wydawnictwo



Determinanty efektywności fuzji i przejęć przedsiębiorstw

Adam Kucharski, Jakub Marszałek

SIZ

wydawnictwo



**WYDAWNICTWO
UNIwersYTETU
ŁÓDZKIEGO**

ŁÓDŹ 2024

Adam Kucharski

Jakub Marszałek (ORCID: 0000-0002-7665-1497) – Uniwersytet Łódzki
Wydział Zarządzania, Katedra Rachunkowości, 90-237 Łódź, ul. Matejki 22/26

RECENZENTKI

Anna Korzeniowska

Joanna Wyrobek

PROJEKT OKŁADKI

Kamil Dura

PROJEKT TYPOGRAFICZNY, SKŁAD I ŁAMANIE

Mateusz Poradecki

REDAKCJA JĘZYKOWO-STYLISTYCZNA

Monika Poradecka

© Copyright by the Authors, Łódź 2024

© Copyright for this edition by Wydawnictwo SIZ, Łódź 2024

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2024

Wszelkie prawa zastrzeżone

Zezwala się na kopiowanie, dystrybucje, wyświetlanie tylko dokładnych (dosłownych) kopii dzieła.

Niedozwolone jest jego zmienianie i tworzenie na jego bazie pochodnych

<https://doi.org/10.18778/8331-654-3>

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego i Wydawnictwo SIZ

Wydanie I W.11615.24.0.K

9,5 ark. druk.

ISBN SIZ 978-83-6804-915-2

e-ISBN SIZ 978-83-6804-916-9

ISBN WUŁ 978-83-8331-654-3

e-ISBN WUŁ 978-83-8331-655-0

Wydawnictwo SIZ

90-237 Łódź, ul. Matejki 22/26, pok. 112

email: biuro@wydawnictwo-siz.pl

tel. 42 635 47 91

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-237 Łódź, ul. Jana Matejki 34A

www.wydawnictwo.uni.lodz.pl

e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl

tel. 42 635 55 77

Spis treści

Wstęp	7
I. Procesy konsolidacyjne przedsiębiorstw	15
1. Motywy konsolidacji przedsiębiorstw	15
1.1. Strategie wzrostu i rozwoju przedsiębiorstw	15
1.2. Motywy procesów konsolidacyjnych	18
2. Formy konsolidacji kapitałowej	22
2.1. Fuzje	22
2.2. Przejęcia	25
II. Efektywność fuzji i przejęć przedsiębiorstw	33
1. Motywy a efekty konsolidacji kapitałowej	33
2. Teoretyczne aspekty efektywności	34
3. Metody pomiaru efektywności funkcjonowania przedsiębiorstw	35
3.1. Analiza zdarzenia na podstawie danych rynkowych (<i>event study</i>)	35
3.2. Analiza zdarzenia na podstawie danych księgowych	36
3.3. Badania ankietowe pośród najwyższego kierownictwa	37
3.4. Studium przypadku (<i>case study</i>)	38
4. Determinanty efektywności fuzji i przejęć przedsiębiorstw – przegląd badań	38
5. Efektywność fuzji i przejęć przedsiębiorstw – wątpliwości metodologiczne	46
III. Efektywność fuzji i przejęć przedsiębiorstw sektora motoryzacyjnego – badanie empiryczne	49
1. Charakterystyka badania empirycznego	49
2. Narzędzia badawcze i metody statystyczne	54
3. Charakterystyka finansowa spółek dokonujących transakcji konsolidacyjnych	60
3.1. Ocena rentowności	62
3.2. Ocena zadłużenia	63
3.3. Ocena płynności	64
3.4. Ocena efektywności	64
3.5. Analiza wyceny	65
3.6. Nakłady na prace badawczo-rozwojowe	67
4. Porównanie sytuacji finansowej spółek dokonujących transakcji konsolidacyjnych w krajach rozwiniętych i rozwijających się	67
5. Sukces transakcji konsolidacyjnych – ogólna charakterystyka	70
6. Sytuacja finansowa spółek a sukces transakcji konsolidacyjnych	72
6.1. Uwarunkowania sukcesu fuzji i przejęć – analiza regresji logistycznej	75
6.2. Uwarunkowania sukcesu fuzji i przejęć – analiza regresji liniowej	80

IV. Jakościowe uwarunkowania efektywności fuzji i przejęć przedsiębiorstw sektora motoryzacyjnego – analiza przypadków	85
1. Charakterystyka <i>case studies</i>	85
2. Analiza przejęcia Volvo przez Geely	87
3. Analiza fuzji DaimlerChrysler	92
4. Analiza przejęcia Cooper Tire & Rubber Company przez Apollo Tyres Limited	100
5. Analiza konsolidacji Shanghai Automotive i Ssangyong Motor	103
6. Analiza przejęcia Barcelona Brand Auto przez Automotive Company Inc.	112
 Zakończenie	 117
 Załączniki	 127
 Bibliografia	 133
 Spis rysunków	 149
 Spis tabel	 151

Wstęp

Postępujące procesy globalizacyjne sprawiły, iż światowa gospodarka stała się bardziej zintegrowana, a trendy rozwojowe przedsiębiorstw przesunęły się z tradycyjnych, wymagających czasu inwestycji organicznych w kierunku szybkiej ekspansji poprzez fuzje i przejęcia. We współczesnych realiach rynkowych procesy akwizycyjne okazały się cennym narzędziem w zdobywaniu przewagi konkurencyjnej i osiągnięciu spektakularnego wzrostu. Termin „fuzje i przejęcia” jest szeroko stosowany i choć występuje wiele rodzajów połączeń konsolidacyjnych, to wybór optymalnej formy integracji i metody jej przeprowadzenia uważa się za jedną z najważniejszych decyzji przesądzających o pomyślnej realizacji zakładanych celów. Zarówno z praktycznego, jak i naukowego punktu widzenia istnieje mnogość czynników decydujących o sukcesie akwizycji, a każdą z transakcji cechują specyficzne, odmienne oraz indywidualne okoliczności. Z drugiej strony nie sposób wykluczyć istnienia uwarunkowań ogólnych, których obecność mogłaby determinować sukces bądź niepowodzenie zamierzonej strategii.

Przykładem sektora stanowiącego wymowną ilustrację uwarunkowań dla procesów fuzji i przejęć jest przemysł motoryzacyjny. Silne oddziaływanie na gospodarkę i politykę, specyficzne wymagania klientów czy transnarodowy charakter to jego kluczowe cechy. Konkurencyjne, globalne środowisko wpływa na strukturę łańcucha dostaw do tego stopnia, że niektórzy podwykonawcy wnoszą do powstającego pojazdu większą wartość niż jego rzeczywisty producent. W takich sytuacjach międzynarodowe fuzje i przejęcia wydają się szczególnie atrakcyjne i powinny wywoływać pozytywne reakcje na rynkach kapitałowych. Jednak czy tak jest naprawdę? Badania poświęcone skuteczności transgranicznych fuzji i przejęć wypełniają stopniowo lukę badawczą, niemniej obecny stan wiedzy na temat efektywności połączeń firm zajmujących się produkcją samochodów jest w dalszym ciągu ograniczony, a możliwość implementowania wyników badań z innych gałęzi gospodarki wydaje się dyskusyjna. Pojawia się zatem przestrzeń do eksploracji czynników determinujących powodzenie transakcji konsolidacyjnej w branży motoryzacyjnej. Niniejsza praca stara się wypełnić tę lukę, wykorzystując w tym celu szeroki zakres zróżnicowanych danych publikowanych w latach 2000–2018.

Ostatnie dwadzieścia lat zmian gospodarczych i strukturalnych zachodzących w sektorze motoryzacyjnym przyczyniło się do wymiernej aktywności konsolidacyjnej podmiotów z tej branży. Oczekiwania rynku związane z produkcją tańszych i lepiej wyposażonych aut spowodowały wśród dostawców konieczność podążania drogą specjalizacji i internacjonalizacji. Dla wielu spółek fuzje i przejęcia stały się wspólną strategiczną odpowiedzią na nastające trendy, przyczyniając się jeszcze bardziej

do globalnej dominacji. W konsekwencji liczba dostawców i producentów aut regularnie spada. Na przykład w Europie liczba bezpośrednich dostawców zmniejszyła się z około 10 000 na początku lat siedemdziesiątych ubiegłego wieku do około 3000 w latach dziewięćdziesiątych (Sadler, 1999, s. 109–119) i niespełna 500 w tym stuleciu. Jednocześnie stan konsolidacji poziomych cyklicznie ulegał zmianom, wykazując tendencję wzrostową.

Początek XXI wieku przynosi branży nowe wyzwania, stawiając kooperantów pod presją płynącą z obu stron łańcucha wartości. Po pierwsze, producenci OEM¹ konsolidują się, a ich wzrastające potrzeby zmuszają dostawców do kosztownych międzynarodowych relokacji w celu szukania oszczędności. Zmieniają się także wymagania linii montażowych w zakresie zaopatrywania w bardziej kompleksowe komponenty od mniejszej liczby dostawców, z jednoczesnym przenoszeniem coraz większej liczby zadań produkcyjnych i prac badawczych w dół łańcucha dostaw (Sadler, 1999, s. 109–119; von Corswant, Fredriksson, 2002, s. 741–758). Po drugie, rosnące ceny surowców i występujące ograniczenia w ich dostępności jeszcze bardziej zaostwiają konkurencję, a rynek dokonuje podziału dostawców na dwie grupy. Tam, gdzie w jednym asortymencie dominuje kilku światowych liderów, występują silne bariery wejścia dla nowych, potencjalnych producentów, a tam, gdzie know-how i zaangażowanie wysokiego kapitału nie tworzy przewagi konkurencyjnej, względnie duża liczba wytwórców sprzyja bardzo silnej rywalizacji (Aktas, de Bodt, Derbaix, 2003, s. 40–49). Ze względu na te specyficzne cechy dotychczasowe badania nad potencjałem procesów akwizycyjnych sytuują branżę motoryzacyjną w kategorii nietypowych (*outlier*²).

Ten szczególnie interesujący obiekt badawczy, charakteryzujący się wysokim potencjałem do inicjowania przedsięwzięć konsolidacyjnych, stał się inspiracją do podjęcia próby zidentyfikowania czynników determinujących efektywność połączeń kapitałowych przeprowadzanych przez giełdowe spółki motoryzacyjne.

Współczesna nauka poświęca wiele uwagi problematyce efektywności procesów konsolidacyjnych, jednakże szeroko zakrojona dyskusja nie daje jednoznacznych, wiążących rekomendacji. Poczynając od twierdzeń, że procesy akwizycyjne są nieefektywne i generują straty, odpowiedzialnością za skuteczność fuzji i przejęć obarcza się praktycznie wszystkie możliwe obszary funkcjonowania przedsiębiorstwa, z otoczeniem zewnętrznym włącznie. I tak na przykład zgodnie z teorią swobodnego przepływu gotówki Jensena (1986) pojawia się opinia, że nabywcy z nadmiernymi zasobami wolnych środków są bardziej skłonni do dokonywania pochopnych zakupów i tym

1 OEM – *Original Equipment Manufacturer* – wytwórca oryginalnego wyposażenia. Skrót pierwotnie stosowany do wskazania producenta wyrobu. W przypadku branży motoryzacyjnej określenie identyfikuje właściciela marki odpowiadającego za montaż podzespołów, a nie ich produkcję.

2 *Outlier* – obserwacja relatywnie odległa od pozostałych elementów próby. Oznacza, że związek pomiędzy zmiennymi dla danej obserwacji może być inny niż dla reszty obserwacji w zbiorze danych.

samym doświadczają słabszych wyników po połączeniu w porównaniu z kupującymi, którzy mają bardziej ograniczone zasoby pieniężne. Pojawiają się jednak głosy (Fuller, Netter, Stegemoller, 2002), które tego poglądu nie podzielają. W dorobku naukowym znaleźć można opracowania poświęcone fuzjom i przejściom transgranicznym oraz ich wpływowi na poziom prac badawczo-rozwojowych po połączeniu (Vasconcellos, Kish, 2022). Wskazuje się, że o ile odsetek zgłaszanych przez firmy patentów po przejściach wzrasta, to ich oryginalność się zmniejsza. Niestety, mniej uwagi poświęca się spojrzeniu na wydatki B+R+W z perspektywy ich późniejszego wpływu na efekt konsolidacji, aczkolwiek w podobnym duchu ciekawy wątek inicjują Bannert i Tschirky (2004), sugerując, że przedsiębiorstwa z krajów rozwijających się nabywają w ramach międzynarodowych fuzji i przejęć wysoko rozwinięte technologie i tą drogą skutecznie rywalizują z konkurencją. Wśród badaczy znajdują się także głosy wskazujące na protekcyjność i monopol jako efekty uboczne fuzji konglomeratowych i poziomych (Scharfstein, Stein, 2000) czy też towarzyszące im efekty biurokratyzacji. Znaleźć można m.in. publikacje akcentujące stabilność polityczną i jakość sprawowanych rządów w kontekście wyniku połączenia, co dotyczy w szczególności wymienionych wcześniej krajów rozwijających się. Dużo miejsca zajmują uwagi dotyczące współdzielenia zasobów, z podkreśleniem, że komplementarność kompetencji organizacyjnych i personalnych ma pierwszoplanowy wpływ na wyniki operacyjne po akwizycji. Przy tej okazji nie sposób nie wspomnieć o znaczącej roli kompetencji menadżerskich, na temat których pierwsze wzmianki pojawiły się w latach osiemdziesiątych ubiegłego wieku (Kusewitt Jr., 1985; Fowler, Schmidt, 1989), aczkolwiek i w tym przypadku trudno doszukać się spójności stanowisk w zakresie wpływu doświadczenia dyrektorów koncernów na efektywność integracji. Ważne miejsce w dorobku naukowym ostatnich kilkunastu lat zajmują uwarunkowania społeczne. Kultura organizacji, ład korporacyjny, różnice kulturowe typowane są przez autorów opracowań naukowych do roli współczesnych determinantów sukcesu. Aspekty behawioralne, w tym umiejętności skutecznego komunikowania się w globalnym środowisku, mają ich zdaniem wymierny wpływ na zdobywanie rynkowej przewagi i przyszłą efektywność połączonych spółek.

Choć dostępne piśmiennictwo wszechstronnie analizuje czynniki mogące wpływać na skuteczność i efektywność inicjowanych transakcji, to nie udziela odpowiedzi na wszystkie wątpliwości towarzyszące omawianym procesom. Pytania, czy się konsolidować i jak to przeprowadzić racjonalnie, w dalszym ciągu nie znajdują odpowiedzi. Najwyraźniej ten niedostatek jednoznacznych rekomendacji redukujących ryzyko przeprowadzenia nieudanego połączenia nie zniechęca menadżerów do zawierania transakcji fuzji i przejęć. Przedsiębiorstwa planują bowiem konsolidacje z niepohamowanym optymizmem, ale w konsekwencji ich duży odsetek kończy się fiaskiem.

W realiach globalnego rynku doskonale radzą sobie koncerny azjatyckie, skutecznie konkurując w takich obszarach, jak: efektywność, wydajność produkcji, koszt

wytworzenia i wreszcie jakoś. Państwa rozwijającej się Azji (Chiny, Indie) zajmują czołowe miejsca w rankingu gospodarczych potęg świata. Na przestrzeni ostatnich dwudziestu lat PKB obu tych krajów wzrosło kilkunastokrotnie³, a liczba przeprowadzanych przez kraje rozwijające się transakcji konsolidacyjnych przekroczyła połowę z ogółu zawartych na świecie. Może zatem analiza umów dokonywanych przez przedsiębiorców z rynków wschodzących okazałaby się pomocna w identyfikacji uwarunkowań efektywności fuzji i przejęć? Czy możliwa będzie implementacja zdefiniowanych czynników dla całej branży motoryzacyjnej, w tym również dla krajów wysoko rozwiniętych? A może kraje rozwijające się staną się przykładem dla organizacji działających w pozostałych sektorach gospodarki? Powszechność transakcji akwizycyjnych, czego dowodzą przytoczone liczby, skłania do przypuszczeń o uniwersalności tej formy rozwoju.

Przeгляд piśmiennictwa pozwala stwierdzić, iż obszerna naukowa polemika poświęcona badaniom procesów koncentracji jednostek nie wyczerpuje tematu. Przytoczone różnice zdań nasuwają wątpliwości, a niedobór konkretnych wytycznych zmniejsza szanse przedsiębiorstw na skuteczne i rentowne połączenie. Dociekania na gruncie podejmowanych przez kraje rozwijające się akwizycji nie są tematem dominującym wśród naukowców, aczkolwiek można sądzić, iż w niedalekiej przyszłości zainteresowanie to wzrośnie. Dostępne są oczywiście publikacje poświęcone wybranym krajom bądź pojedynczym transakcjom z rynków wschodzących, można jednak dostrzec lukę w obserwacjach ilościowych prowadzonych na licznej populacji z szerokim spektrum uwarunkowań. Niedostatek specjalistycznych opracowań dotyczy również branży motoryzacyjnej, której specyficzne cechy mogłyby okazać się cenny źródłem dla nowych spostrzeżeń. Dostrzeżona przestrzeń dla dalszych analiz stała się inspiracją do podjęcia badań nad efektywnością fuzji i przejęć zawieranych przez przedsiębiorstwa z krajów rozwiniętych i rozwijających się. **Głównym celem niniejszej monografii jest identyfikacja i analiza czynników odpowiedzialnych za efektywność konsolidacji kapitałowych przeprowadzonych przez podmioty działające w sektorze motoryzacyjnym. Natomiast główna hipoteza badawcza zakłada, że determinanty sukcesu fuzji i przejęć, na przykładzie sektora motoryzacyjnego, mają charakter uniwersalny, niezależny od miejsca i kategorii transakcji.**

Fuzje i przejęcia są procesami występującymi globalnie. Od dziesięcioleci przedsiębiorstwa z różnych branż, charakteryzujące się odmienną skalą i zróżnicowanym zakresem prowadzonej działalności, korzystają z tej formy rozwoju. Jak pokazują badania, nie w każdym przypadku akwizycja przynosi oczekiwany efekt. Z kolei literatura naukowa typuje istnienie szerokiej gamy czynników warunkujących uzyskanie

³ W przypadku Chin 18-krotny wzrost z niecałego biliona do ponad 18 bilionów dolarów, dla Indii z 400 miliardów do 3,5 bilionów USD (World Bank Group, b.r.).

zakładanego celu. Jeśli zatem w tak wszechstronnym ujęciu, jakim są wszystkie światowe transakcje akwizycyjne, pewna ich część kończy się sukcesem, a inna porażką, to nie można wykluczyć istnienia okoliczności sprzyjających takim rezultatom i można założyć istnienie części wspólnej, tzn. tych samych czynników rozstrzygających o sukcesie (bądź porażce) dla różnych transakcji fuzji i przejęć.

Przywołując opisaną w literaturze różnorodność czynników udanego połączenia, nawiązują się pytania: „Co w takim razie charakteryzuje akwizycje »udane« na tle »nieudanych?»”, „Które aspekty odpowiadają za pomyślnie połączenie spółek?”. W celu udzielenia odpowiedzi na powyższe pytania postawiono cztery hipotezy pomocnicze.

Źródła naukowe opisują przypadki przejmowania przeszacowanych zasobów, niespełniających w konsekwencji pierwotnych oczekiwań. Czy w takim razie przewartościowanie wynika z niedoszacowania kosztów, czy z zawyżonej prognozy przyszłych korzyści? Zakładając, że motywem dla podejmowanej inicjatywy akwizycyjnej jest strategia oparta wyłącznie na chęci nabycia kolejnego przedsiębiorstwa, to takiej decyzji sprzyjają rezerwy kapitałowe, trudno bowiem mówić o swobodnym wykupie bez posiadania nadwyżek finansowych. Zdaniem menadżerów inwestycje realizowane w ramach zgromadzonych środków własnych są tańsze niż finansowane z kredytów. Nie można zatem wykluczyć, że przedsiębiorstwa utrzymujące wysoką płynność dążą (w ich pojęciu) do bardziej efektywnego zagospodarowania gotówki właśnie poprzez inwestycje zewnętrzne. Lokowanie nadwyżek finansowych, a nie rozwój, jest dla nich celem samym w sobie, co z kolei może nie sprzyjać rzetelnej ocenie planowanej akwizycji i implikować mniejsze zaangażowanie w przygotowanie przejęcia i późniejszą integrację.

W przypadku przedsiębiorstw z niską płynnością inwestowaniu towarzyszą odmienne okoliczności. Firmy niemające wolnych środków, postanawiając o ekspansji, zmuszone są pozyskiwać fundusze ze źródeł zewnętrznych. Wymaga to większej wnikliwości i zaangażowania, a samo przedsięwzięcie podlega dodatkowej ocenie ze strony dawcy kapitału. Obarczenie transakcji większym ryzykiem determinuje wyższy poziom staranności przy jej przygotowaniu. W celu weryfikacji powyższych założeń sformułowano pierwszą hipotezę szczegółową:

H1. Konserwatywny charakter polityki zarządzania finansami przedsiębiorstwa sprzyja niepowodzeniu realizowanych transakcji fuzji i przejęć.

Funkcjonowanie przedsiębiorstwa polega na jego interakcjach z otoczeniem zewnętrznym. Kierownictwo spółki giełdowej ma na uwadze czynniki mogące wpłynąć na decyzje akcjonariuszy, co w praktyce oznacza dążenie do osiągania wysokich wskaźników rentowności, niskiego zadłużenia czy poprawy płynności, by w ten sposób obniżyć ryzyko inwestycyjne inwestorów. Konserwatywna polityka zarządzania finansami może generować wówczas popyt na akcje przedsiębiorstwa, podnosząc wartość jego kapitalizacji. Wysoka wycena spółki, będąca następstwem podwyższonego popytu, dodatkowo

umacnia pozycję najwyższego kierownictwa poprzez przekonanie o słuszności przyjętej strategii zarządzania spółką, co zwiększa ryzyko niewłaściwego *due diligence*⁴. W celu weryfikacji tych założeń sformułowano drugą hipotezę szczegółową:

H2. Wyższa wycena względna⁵ przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym obniża szanse sukcesu zawieranych transakcji fuzji i przejęć.

Istotnym elementem każdej strategii przedsiębiorstwa powinna być sfera prac badawczo-wdrożeniowych, rozwój to bowiem nie tylko zwiększanie rozmiarów organizacji, ale również zmiany jakościowe dążące do postępu, innowacji, tworzenia wiedzy i technologii. Prowadzenie prac badawczych jest procesem kosztownym i czasochłonnym, obciążonym wysokim stopniem niepewności na etapie wdrożenia i rynkowego debiutu nowego produktu. W przypadkach przedsiębiorstw ofensywnych, gdzie równolegle obok aktywności B+R+W prowadzi się procesy akwizycyjne, potrzeba efektywnego urzeczywistnienia wyników własnych dociekań może w znacznym stopniu zdominować zaangażowanie managementu, odwracając tym samym uwagę od pozostałych obszarów działalności, w tym potransakcyjnej integracji łączących się organizacji. Niska determinacja kierownictwa wpływa demotywująco na zespoły konsolidowanych firm, co w konsekwencji grozić może fiaskiem akwizycji.

Zastosowanie strategii opartej na odwróconym transferze wiedzy eliminuje ten negatywny efekt uboczny. Organizacja, która nie inicjuje badań na własną rękę, może rozwijać się dzięki fuzji lub przejęciu innego przedsiębiorstwa naukowo i technologicznie rozwiniętego. Wówczas jej celem nadrzędnym jest inkorporacja aktywów niematerialnych (know-how, technologii), a nie jedynie nabycie przedsiębiorstwa. Oczywiście jest, że bez efektywnej konsolidacji skuteczny transfer wiedzy nie nastąpi, dlatego też personel spółki przejmującej powinien skupiać całą uwagę na właściwym planowaniu, należytej staranności transakcji, ale przede wszystkim wysokiej jakości integracji po połączeniu. Pozyskiwanie wyników prac badawczo-rozwojowych to długi i żmudny proces oparty na przyswajaniu wiedzy, poznawaniu technologii i rozumieniu zasad funkcjonowania przejmowanej organizacji. Efektywność tej integracji zwiększa szanse osiągnięcia zamierzonych planów, implikując jednocześnie sukces samej akwizycji. Jeśli więc skuteczność realizacji celów jest funkcją ich liczby, to prowadzenie własnych prac badawczo-rozwojowych nie sprzyja efektywności fuzji i przejęć. W celu sprawdzenia

4 Należy ponadto pamiętać, że znaczna część operacji fuzji i przejęć ma miejsce w sytuacji bardzo dobrej koniunktury gospodarczej i giełdowej. Wtedy ceny rynkowe spółek są wysokie, czasem przewartościowane, co skłania dotychczasowych właścicieli do realizacji zysków, czyli sprzedaży posiadanych akcji, a inwestorzy (kupujący) z powodu optymizmu panującego na rynku kapitałowym są bardziej skłonni do podejmowania ryzyka. Tendencji tej sprzyja również ułatwiony dostęp do finansowania.

5 Przez wycenę względną rozumie się relację wartości rynkowej przedsiębiorstwa do jego wartości księgowych (zysku, aktywów trwałych etc.). Oznacza to, że nie tyle przedsiębiorstwa o wysokiej wartości nominalnej mają niską efektywność konsolidacji, ile spółki często przewartościowane w wycenach przez rynek mają skłonność do nieefektywnych fuzji.

oddziaływania sfery badawczo-rozwojowej na skuteczność funkcjonowania skonsolidowanej organizacji sformułowano trzecią hipotezę szczegółową:

H3. Większa aktywność w pracach B+R przedsiębiorstwa sprzyja niepowodzeniu realizowanych transakcji fuzji i przejęć.

Aktualne opracowania naukowe z zakresu efektywności podejmowanych inicjatyw akwizycyjnych poświęcają coraz więcej uwagi aspektom pozaekonomicznym. Ład korporacyjny, różnice kulturowe wskazywane są jako czynniki odpowiedzialne za powodzenie działań konsolidacyjnych. Kultury egalitarne tworzą bowiem środowisko bardziej sprzyjające integracji, podczas gdy odmienne postrzeganie takich wartości jak równość czy hierarchiczność przyczyniać się może do osłabienia skuteczności aliansu. Literatura przedmiotu akcentuje wartości narodowe, brak zaufania i wynikającą z tego awersję do ryzyka jako okoliczności mające bardzo często większy wpływ na podejmowanie decyzji strategicznych niż czysta analiza finansowa. Jeśli zatem powyższe uwarunkowania istnieją, to prawdopodobnie oddziałują na skuteczność i efektywność transakcji międzynarodowych zawieranych przez spółki z krajów rozwiniętych i rozwijających się. Powyższe obserwacje stanowiły przesłankę do sformułowania czwartej hipotezy szczegółowej:

H4. Istniejące różnice kultury organizacyjnej w transakcjach transgranicznych determinują opłacalność fuzji i przejęć.

Badanie efektów ekonomicznych fuzji i przejęć jest zadaniem skomplikowanym metodologicznie, gdyż decyzje o integracji podejmowane są w dynamicznie zmieniającym się otoczeniu, nierzadko na skutek czynników zewnętrznych bądź pod presją czasu czy emocji. Dodatkowe utrudnienie to brak próby kontrolnej, ponieważ nie sposób prześledzić drogę po połączeniu i bez niego dla tego samego przedsiębiorstwa w tym samym czasie i tych samych uwarunkowaniach. Znalezienie skutecznej, eliminującej powyższe trudności metody pomiaru przesądza zatem o wyniku i jakości obserwacji. Określenia czynników efektywności procesów fuzji i przejęć dokonano w niniejszej monografii na podstawie wielokryterialnej analizy uwzględniającej aspekty ekonomiczne i społeczne z zastosowaniem szerokiego zakresu czasowego oraz dobór możliwie licznej próby. W tym celu posłużono się metodami badawczymi wpisującymi się w dotychczasowy dorobek naukowy, jak również zaproponowano rozwiązanie autorskie oparte na analizie wskaźnikowej uwzględniającej obszar badawczo-rozwojowy.

Jak wspomniano, fuzje i przejęcia to procesy złożone, specyficzne i interdyscyplinarne. W celu rzetelnego i możliwie wszechstronnego zidentyfikowania czynników wpływających na efektywność łączonych spółek poddano obserwacji również uwarunkowania niefinansowe. W tym celu przeprowadzono odrębne badanie jakościowe, w formie analizy przypadku (*case study*). Problematyka poprawy efektywności skonsolidowanego przedsiębiorstwa wymaga ujęcia wieloaspektowego, najlepiej takiego, które pozwala wykazać związek pomiędzy obserwowanym zjawiskiem a środowiskiem,

w którym ono zachodzi. Pięć zaprezentowanych międzynarodowych transakcji akwizycyjnych spółek z sektora samochodowego ukazuje zagadnienie w możliwie wszechstronnym ujęciu.

W niniejszej monografii dostrzega się istotę kontekstu rynkowego i księgowego fuzji i przejęć. Zidentyfikowane w wyniku badania determinanty sukcesu odnoszą się do dziedzin nauk o finansach, nauk o zarządzaniu i ekonomii behawioralnej. Z perspektywy praktyki natomiast określają uwarunkowania ułatwiające podejmowanie decyzji związanej z wyborem efektywnej formy wzrostu przedsiębiorstwa, stanowiąc przydatne źródło informacji dla menadżerów doświadczających powyższych dylematów. Celem praktycznym monografii jest dostarczenie informacji ułatwiających podejmowanie decyzji w zakresie wyboru efektywnej formy rozwoju realizowanego drogą konsolidacji kapitałowej. Pozyskana w następstwie realizacji celu badawczego wiedza może posłużyć zarówno zarządom spółek do zmiany sposobu ekspansji, jak i akcjonariuszom do oceny tych planów, stojących nierzadko w sprzeczności z ich interesami.