

**Jakub Kraciuk<sup>1</sup>**

Katedra Ekonomiki Rolnictwa i Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych,  
Wydział Nauk Ekonomicznych,  
Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

## **Procesy koncentracji na rynku kapitałowym w aspekcie kosztów transakcyjnych**

### **Processes of concentration on the capital market in terms of transaction costs**

**Synopsis.** Fuzje i przejęcia zachodzące w gospodarce światowej i polskiej mogą przyczyniać się do rozwoju przedsiębiorstw, poprawy ich konkurencyjności, a co za tym idzie prowadzić do szybszego rozwoju gospodarki. Istnieje wiele motywów fuzji i przejęć. W opracowaniu skoncentrowano się na motywach i korzyściach wynikających z procesów koncentracji a wyjaśnianych przez teorię kosztów transakcyjnych. Ukazano, że koszty transakcyjne można obniżyć poprzez fuzje i przyjęcia, które prowadzą do internalizacji działań przedsiębiorstwa. Dodatkowo korporacje transnarodowe poprawiają swoją globalną efektywność poprzez prowadzenie polityki podatkowej i optymalizację obciążeń podatkowych.

**Słowa kluczowe:** fuzje, przejęcia, koszty transakcyjne

**Abstract.** Mergers and acquisitions taking place in the global and Polish economy may contribute to enterprise development and improvement of their competitiveness, and thus lead to faster development of the economy. There are many motives in mergers and acquisitions. The study focused on the motives and benefits of processes concentration, explained by the theory of transaction costs. It was shown that transaction costs can be reduced through mergers and acceptance, which leads to internalization of the company's activities. In addition, transnational corporations improve their global efficiency by conducting fiscal policy and optimization of the tax burden.

**Key words:** merges, acquisitions, transaction costs, Poland

## **Wstęp**

Globalizacja gospodarki oraz związana z tym ekspansja korporacji transnarodowych na rynki światowe znacząco wpłynęły na zintensyfikowanie procesów koncentracji kapitałowej, której głównymi formami są fuzje i przejęcia. Te formy koncentracji pozwalają przyspieszyć rozwój firmy, zwiększyć konkurencyjność, zainwestować w nowe przedsięwzięcia czy też uwolnić kapitał dzięki korzystnemu zbyciu przedsiębiorstwa. Zarówno transakcje kupna-sprzedaży, jak i łączenia firm, są jednak procesami skomplikowanymi i obciążonymi ryzykiem.

Na korzyści z koncentracji kapitału zwraca uwagę teoria kosztów transakcyjnych. Wychodzi ona z założenia, że z zawieranymi na rynku transakcjami wiązą się dodatkowe koszty: poszukiwanie partnerów, negocjacje, koszty związane z niepewnością i brakiem zaufania do partnerów, itp. W celu uniknięcia kosztów transakcyjnych korzystne jest

---

<sup>1</sup> dr hab. prof. SGGW, e-mail: jakub\_kraciuk@sggw.pl

przejmowanie innych przedsiębiorstw lub wchodzenie z nimi w bliskie związki, zawieranie aliansów, podpisywanie trwałych umów. Stopień, w jakim koszty transakcyjne wyjaśniają skoncentrowaną organizację gospodarki, zależy od rodzaju działalności. Wszędzie tam, gdzie koszty transakcyjne nie są duże, korzystne będzie utrzymywanie stosunków rynkowych z dostawcami i odbiorcami, natomiast tam gdzie są one znaczne, przedsiębiorstwo dążyć będzie do ich usunięcia poprzez koncentrację [Pankau 2004].

Celem opracowania jest ukazanie procesów koncentracji kapitałowej w gospodarce światowej i polskiej oraz przedstawienie tych procesów w kontekście kosztów transakcyjnych.

## **Fuzje i przejęcia w światowej i polskiej gospodarce**

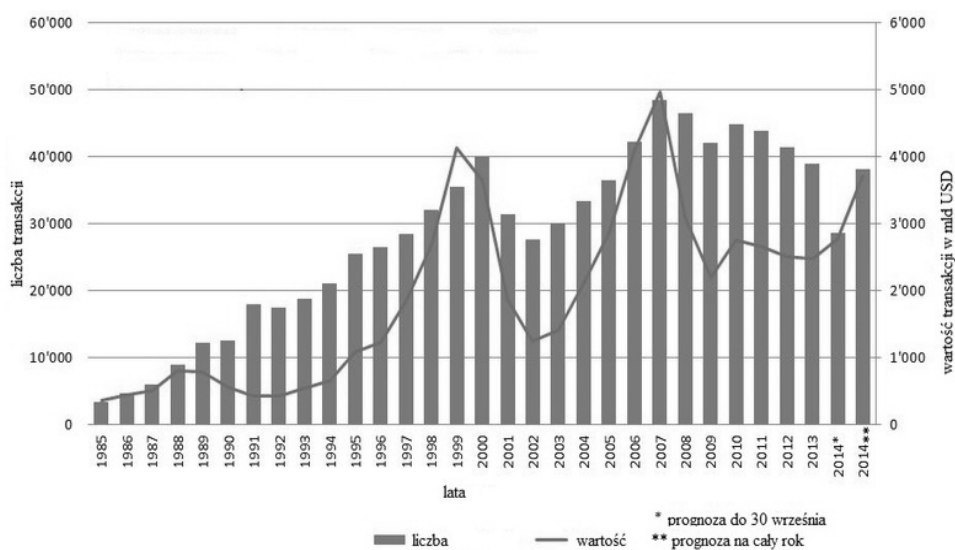
Jedną z najbardziej charakterystycznych cech współczesnej gospodarki jest funkcjonowanie rynku kapitałowego. Konsekwencją istnienia tego rynku jest współdziałanie podmiotów, które może przybierać formę kooperacji lub też koncentracji [Turyna 2006]. Jeżeli podstawą współdziałania jest kooperacja, przedsiębiorstwa utrzymują osobowość prawną i samodzielność. Typowym przykładem takiej współpracy mogą być partnerzy w obrocie handlowym, podwykonawcy, kooperanci. Druga forma – koncentracja – polega przede wszystkim na utworzeniu wspólnego kierownictwa dla współdziałających podmiotów, stopniowej utracie samodzielności gospodarczej podmiotów podporządkowanych naczelnemu kierownictwu, a w konsekwencji utracie osobowości prawnej przez niektóre podmioty [Maćkowiak 2012]. Głównymi formami koncentracji kapitałowej są fuzje i przejęcia. Istnieje wiele, różnorodnych definicji tych terminów. Fuzją zazwyczaj określa się połączenie dwóch (lub większej liczby), początkowo niezależnych podmiotów, które w wyniku zawartej umowy tworzą nowy podmiot. Cechą charakterystyczną tego procesu jest dobrowolne działanie partnerów. Procesy te mogą mieć dwojaki charakter. Jeżeli w wyniku połączenia z dwóch niezależnych bytów prawnych pozostaje jeden, można mówić o inkorporacji bądź wchłonięciu. W sytuacji natomiast, gdy obie łączące się jednostki tracą osobowość prawną, a zamiast nich z połączonych majątków i kapitałów powstaje nowe przedsiębiorstwo, to proces ten nazywa się konsolidacją [Frąckowiak 1998].

Przez przejęcie należy rozumieć zdobycie kontroli przez przedsiębiorstwo (najczęściej silniejsze ekonomicznie) nad innym poprzez nabycie akcji w takiej liczbie, aby uzyskać nad nim kontrolę. Dotychczasowi akcjonariusze nabytego podmiotu tracą niezależność na rzecz kontroli kapitałowej objętej przez spółkę nabywającą [Szczepankowska 2002].

Na przestrzeni XX wieku zaobserwowano, że procesy koncentracji mają charakter cykliczny. Cykliczność ta w literaturze przedmiotu zyskała miano „fal fuzji i przejęć”. Falami określane jest zjawisko polegające na nasileniu się transakcji w zakresie ich liczby oraz wartości w danym przedziale czasowym. Do tej pory zaobserwowano pięć fal fuzji i przejęć opisywanych w literaturze przedmiotu. Pierwsza miała miejsce w latach 1893–1904 i była to tzw. fala „szalejącej spekulacji wartością aktywów”. Obejmowała głównie połączenia pomiędzy jednostkami o takim samym profilu działalności, a podstawowym czynnikiem, który zdecydował o jej wystąpieniu, było dążenie do wzrostu efektywności. Do zakończenia tej fali przyczyniły się nieprawidłowości w finansowaniu działalności przedsiębiorstw oraz krach na rynku finansowym w 1904 roku. Druga fala trwała przez lata

20. XX wieku. Była to fala, która zmieniła obraz rynku z monopolistycznego w kierunku oligopolistycznego. Trzecia fala trwała od połowy lat 50. do początku lat 70. XX wieku i doprowadziła do powstania konglomeratów – tzw. „era konglomeratów”. Czwarta fala rozpoczęła się w 1981 roku i trwała do lat 90. XX wieku. Charakteryzowała się bezprecedensową liczbą wrogich przejęć, wykupów menedżerskich (MBO) czy transakcji lewarowanych (LBO). Głównym motywem nasilenia się procesów konsolidacyjnych w tym czasie był brak efektywności konglomeratów powstałych w czasie trzeciej fali, co zmusiło spółki do reorganizacji. Piąta fala zaczęła się w 1993 roku i charakteryzowała się bardzo wysoką wartością transakcji, a około jedna czwarta wszystkich działań konsolidacyjnych miała charakter międzynarodowy. Fala ta zakończyła się wiosną 2000 roku na skutek przeceny akcji spółek z branży technologicznej.

Obserwując zachowanie analizowanego rynku, można zauważyć, że po roku 2000 nastąpił początkowo spadek a następnie wyraźny wzrost liczby i wartości fuzji i przejęć, który osiągnął apogeum 2007 roku. Można w związku z tym stwierdzić, że zarysowała się kolejna, VI fala fuzji i przejęć. Widać było w tym przypadku również zależność rynku fuzji i przejęć od kursów akcji. Można założyć, że kryzys finansowy zapoczątkowany przez upadek banku Lehman Brothers, zakończył istnienie VII fali fuzji i przejęć. Literatura przedmiotu nie oferuje jednak jeszcze szczegółowego omówienia tego zjawiska [Ocieszek 2014].



Rys. 1. Liczba i wartość fuzji i przejęć na świecie w latach 1985-2014

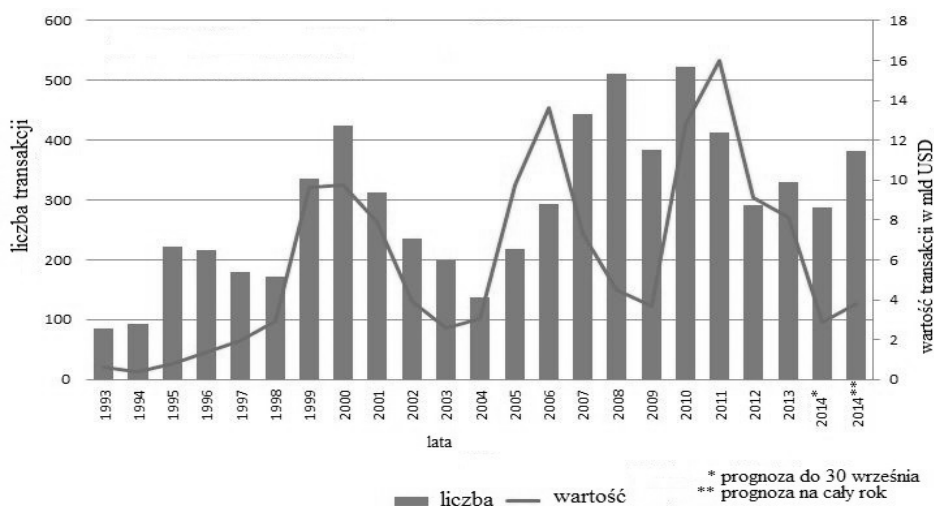
Fig. 1. The number and the value of mergers and acquisitions in the world in years 1985-2014

Źródło: [http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html# TopMergersAcquisitions\\_Worldwide](http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html# TopMergersAcquisitions_Worldwide).

Przez kilka ostatnich lat wartość fuzji i przejęć na świecie kształtowała się na poziomie około 2,5 bln USD rocznie. Jest to wartość o połowę niższa od wartości transakcji fuzji i przejęć, jaka miała miejsce na świecie w 2007 roku, czyli przed kryzysem finansowym. W ostatnich latach dochodziło do dużej liczby przejęć małych i średnich

przedsiębiorstw, na co wskazuje stosunkowo wysoki iloraz liczby transakcji do ich wartości. Brak jest jeszcze ostatecznych danych dotyczących fuzji i przejęć w 2014 roku. Prognozy wskazują jednak na odwrócenie niekorzystnych tendencji i wyraźny wzrost wartości transakcji fuzji i przejęć w tym roku (rys. 1).

W Polsce dopiero zmiany systemowe i reformy przeprowadzone po 1989 roku otworzyły całkowicie rynek dla prywatnych inwestorów. Przez pierwsze dziesięć lat gospodarki rynkowej dochodziło głównie do prywatyzacji przedsiębiorstw przez krajowych i zagranicznych inwestorów. Skarb Państwa sprzedawał pakiety kontrolne zainteresowanym podmiotom. Wprawdzie nie było to klasyczne nabycie, ale spełniane były motywy realizacji transakcji. Po wykupie dochodziło często do dezinvestycji, głównie w postaci sprzedaży niepotrzebnych aktywów. Nieliczne fuzje i przejęcia, do których dochodziło w tym czasie w Polsce, różniły się od transakcji zachodzących w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej. Metody finansowania były proste i banki inwestycyjne rzadko brały udział w tym procederze. Nabywcy zazwyczaj przejmowali wraz z przedsiębiorstwem zobowiązania inwestycyjne i socjalne. Fuzje i przejęcia były dokonywane głównie z powodu rynku kapitałowym, który w tamtym okresie nie był wystarczająco rozwinięty.



Rys. 2. Liczba i wartość fuzji i przejęć w Polsce w latach 1993-2014

Fig. 2. The number and the value of mergers and acquisitions in Poland in years 1993-2014

Źródło: [http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html# TopMergersAcquisitions\\_Worldwide](http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html# TopMergersAcquisitions_Worldwide).

Dynamiczny rozwój fuzji i przejęć miał miejsce na przełomie 1999/2000, natomiast latach 2001–2004 odnotowano zmniejszenie liczby transakcji (rys. 2) Spadek związany był przede wszystkim z wstrzymaniem procesu prywatyzacji, spowolnieniem tempa rozwoju gospodarczego, brakiem reform w finansach publicznych, co w konsekwencji doprowadziło do rezygnacji potencjalnych inwestorów i poszukiwaniu przez nich innych rynków w Europie Środkowej. Wstąpienie Polski do Unii Europejskiej przyczyniło się do

liberalizacji przepływów kapitałowych i spowodowało wyraźny wzrost liczby zawieranych transakcji przejęć i połączeń.

Rok 2004 charakteryzował się wzrostem inwestycji polskich firm poza granicami Polski. Przykładem takiej działalności może być nabycie 66% udziału w Kredyt Bank Ukraina przez PKO BP [Maćkowiak 2012].

W kolejnych dwóch latach następował dalszy wzrost wartości i liczby fuzji i przejęć i dopiero załamanie tego rynku w Polsce nastąpiło wraz z wybuchem kryzysu finansowego. Kryzys spowodował zmniejszenie się liczby dużych transakcji, czego konsekwencją był znaczny spadek wartości wszystkich transakcji. Liczba mniejszych transakcji, aż do roku 2010 stale rosła (za wyjątkiem roku 2009). Rok 2010 był rekordowy zarówno pod względem wartości, jak też liczby fuzji i przejęć. W kolejnych latach, z powodu osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce, rynek fuzji i przejęć w Polsce zaczął się kurczyć.

## **Teoria kosztów transakcyjnych**

Teoria kosztów transakcyjnych jest – obok teorii agencji i teorii praw własności – jednym z najważniejszych składników nowej ekonomii instytucjonalnej [Gorynia 2000]. Podstawy tej teorii opracował w latach trzydziestych XX w. R. Coase, który zauważył, że alternatywnym mechanizmem alokacji zasobów wobec rynku jest hierarchiczna struktura podejmowania decyzji w ramach danego systemu zarządzania w przedsiębiorstwie oraz że podstawowym czynnikiem decydującym o powstawaniu, rozmiarach i strukturze przedsiębiorstw jest motyw oszczędności w obszarze kosztów wykorzystania mechanizmu cenowego, czyli kosztów regulacji alokacji zasobów przez rynek [Cieślińska 2006]. Koszty wykorzystania mechanizmu cenowego K. J. Arrow nazwał w końcu lat sześćdziesiątych kosztami transakcyjnymi, czyli kosztami funkcjonowania systemu gospodarczego K.J. Arrow (1969). Z kolei O.E. Williamson (1998) zdefiniował koszty transakcyjne jako „komparatywne koszty planowania, adaptacji i nadzoru nad wypełnianiem zadań w różnych strukturach zarządzania”. Przeniósł tym samym punkt nacisku na proces zawierania transakcji i sposób organizacji tego procesu, jako podstawę analizy działalności przedsiębiorstwa. W przypadku każdej transakcji przedsiębiorstwo dokonuje wyboru między nabyciem przedmiotu kontraktu na rynku lub wytworzeniem go we własnym zakresie.

Teoria kosztów transakcyjnych wywodząca się od R. Coase'a i O. Williamsona zwraca uwagę na instytucjonalne uwarunkowania efektywności mechanizmu rynkowego. Przedmiotem jej analiz są koszty transakcyjne, różnie klasyfikowane i opisywane. Koszty transakcyjne można podzielić na: ex ante ponoszone przed zawarciem kontraktu i ex post, które są konsekwencją realizowanej transakcji oraz rynkowe, menedżerskie jak i publiczne (polityczno-prawne). Poziom kosztów transakcyjnych zależy od sześciu podstawowych czynników: liczby uczestników zawieranych transakcji, struktury rynkowej (konkurencja, monopol), charakterystyki występujących w transakcjach zasobów i aktywów, rodzaju zawieranych kontraktów, zakresu niepewności postępowania partnerów transakcji oraz typu i formy własności. Koszty ponoszone przez przedsiębiorstwo wynikają z istniejących relacji między pracownikami przedsiębiorstwa, a także z relacji przedsiębiorstwa z zewnętrznymi interesariuszami, przede wszystkim z klientami i dostawcami [Świderska 2011]. Zarówno duża specyficzność zasobów, jak i występowanie asymetrii informacji w trakcie przeprowadzania transakcji i po jej zakończeniu, zwiększają konieczność

ponoszenia kosztów związanych z kontrolowaniem transakcji oraz gromadzenia niezbędnych w tym celu informacji. Wzrost złożoności warunków otoczenia również wpływa na coraz większą rolę kosztów transakcyjnych w przedsiębiorstwa [Kruis 2007]. Jako czynniki zmniejszające koszty transakcyjne wskazuje się: usprawnienie zarządzania firmą, postęp technologiczny, standaryzację produktów oraz *outsourcing*.

Koszty transakcyjne rozpatrywane są przy przyjęciu dwóch założeń behawioralnych: a) zachowania ludzkie charakteryzuje oportunizm, b) zachowania ludzkie cechuje ograniczona racjonalność. Spełnienie obu założeń warunkuje wystąpienie kosztów transakcyjnych. Teoretycznie można wyróżnić dwa ekstremalne sposoby regulacji transakcji: a) ogólna, generalna regulacja rynkowa (pojedyncze, niepowtarzalne transakcje rynkowe), b) regulacja administracyjna (hierarchiczna). Spektrum możliwych sposobów regulacji transakcji zawiera się między rynkiem a hierarchią. Ogólne zależności między formą regulacji a własnościami transakcji są następujące: a) regulacja rynkowa – wskazana jest przy braku specyficzności zasobów, wykazuje szczególną efektywność w przypadku transakcji wielokrotnych, b) regulacja trójstronna (z udziałem arbitra) – zalecana jest w przypadku okazjonalnych transakcji wymagających częściowo lub w pełni specyficznych zasobów, c) regulacja dwustronna – rekomendowana jest w przypadku średniej specyficzności nakładów i wielokrotnych transakcji, d) regulacja administracyjna – wskazana jest w sytuacji wysokiej specyficzności nakładów i transakcji wielokrotnych oraz w przypadku transakcji okazjonalnych [Gorynia 2007]. W teorii kosztów transakcji firma traktowana jest jako „struktura regulacji” (*governance structure*), umożliwiająca minimalizację kosztów transakcyjnych.

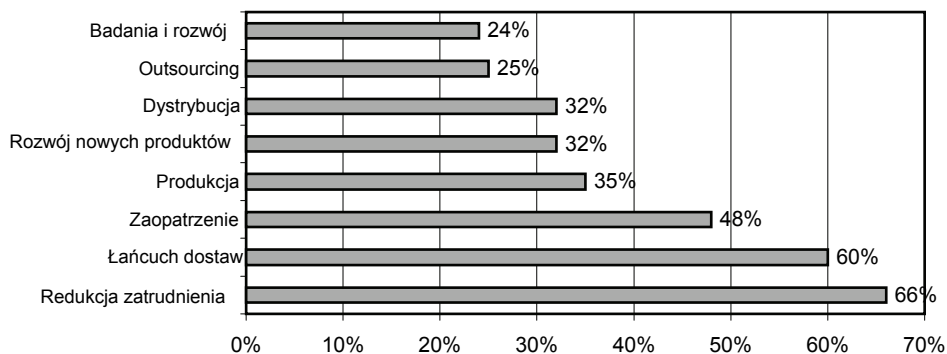
## Fuzje i przejęcia, jako sposoby redukcji kosztów transakcyjnych

Decyzja wejścia na rynek międzynarodowy, niezależnie od jej formy, powinna być podejmowana w racjonalny sposób, m.in. na podstawie porównania kosztów transakcyjnych i kosztów korzystania z wewnętrznego rynku. Istnieją teorie, które ukazują, w jaki sposób firmy działające na rynkach międzynarodowych, a przede wszystkim korporacje transnarodowe, poprzez fuzje i przejęcia redukują koszty transakcyjne i przysparzają firmom dodatkowych korzyści. Jedną z nich jest teoria internalizacji. Punktem wyjścia dla tej teorii jest, wspomniana wcześniej, teoria kosztów transakcyjnych. Twórcami teorii internalizacji byli; P. J. Buckley i M. Casson (1976), A. M. Rugman (1980) i J. F. Hennart (1982). Według nich w warunkach otwartego rynku występują sprzeczności („tarcia”) pomiędzy sprzedającymi i kupującymi, co prowadzi do powstawania kosztów transakcyjnych. Przedsiębiorstwa działając na rynkach zagranicznych dążą do minimalizacji tych kosztów. Robią to w ramach dwóch alternatywnych sposobów organizacji rynku (transakcji): zewnętrznego i wewnętrznego. Zewnętrzny sposób opiera się na mechanizmie cenowym i prowadzi do współpracy z partnerem zewnętrznym, wewnętrzny natomiast związany jest z tworzeniem systemów o wysokim stopniu integracji (najczęściej kapitałowej) i prowadzi do transakcji wewnętrznych (internalizacji) [Karasiwicz 2013]. Stąd też można wyciągnąć wniosek, że jeśli koszty transakcyjne przy rozwiązaniu zewnętrznym są wyższe od kosztów kontroli przy rozwiązaniu wewnętrznym, to przedsiębiorstwo decyduje się na strategię wejścia na rynki zagraniczne oparte na własnych filiach lub inwestycjach bezpośrednich, w tym fuzjach i przejęciach [Hollensen 2007].

Impulsem do zapoczątkowania procesu internalizacji jest zazwyczaj zbyt duża wartość kosztów ponoszonych przez przedsiębiorstwo dokonujące zakupów od podmiotów zewnętrznych. Stworzenie w ramach swoich struktur komórek pozwalających na zaspokojenie określonych potrzeb i spełniających jednocześnie wymagane funkcje, pozwala przedsiębiorstwu uniknąć dodatkowych kosztów związanych z poszukiwaniem partnerów handlowych, prowadzeniem negocjacji, dochodzenia roszczeń na drodze sądowej, ryzyka niedopełnienia przez drugą stronę zobowiązań, itp. Dlatego też dla przedsiębiorstwa korzystniejsza jest sytuacja kiedy występuje ono po obu stronach transakcji. Dzieje się tak wtedy, gdy firma jest zintegrowana pionowo, co oznacza, że jest ona połączona z przedsiębiorstwami zajmującymi się tą samą branżą, lecz różniącą się innymi stadiami produkcji. W przedsiębiorstwie zinternalizowanym występuje centralne zarządzanie i koordynacja cenami transferowymi, które zastąpiły mechanizm rynkowy związany z alokacją zasobów. Niemniej jednak przedsiębiorstwo takie nie może realizować wszystkich funkcji w oparciu o rynek wewnętrzny, musi ono wyjść na zewnątrz, na przykład przy sprzedaży swoich produktów.

Kolejną rzeczą, która może wpływać na decyzję o internalizacji jest dążenie do zachowania przez przedsiębiorstwo w tajemnicy wiedzy techniczno-produkcyjnej czy też *know-how*.

Po stronie kosztów internalizacji wymienić należy problemy z efektywnym zarządzaniem, trudności z organizowaniem rynku wewnętrznego, które pojawiają się wskutek wzrostu rozmiarów i geograficznego rozproszenia firmy [[http://mfiles.pl/pl/index.php/Teoria\\_internalizacji](http://mfiles.pl/pl/index.php/Teoria_internalizacji)].



Rys. 3. Źródła oszczędności kosztów w procesach fuzji i przejęć

Fig. 3. Sources of cost savings in the process of mergers and acquisitions

Źródło: Unlocking shareholder value. The keys to success, Mergers and Acquisitions: Global Research Report KPMG 1999.

Przeprowadzone przez KPMG badania wskazują, że największym źródłem oszczędności kosztów w procesach fuzji i przejęć są: redukcja zatrudnienia, co jest niezmiernie istotne przy rosnących płacach oraz przejmowanie łańcucha dostaw, a co za tym idzie rozwijanie produkcji własnej, samozaopatrzenia itd. (rys. 3).

Dalsze korzyści wynikające z procesów koncentracji przedstawia teoria podatkowa. Wg Roll'a (1988) głównym motywem połączeń przedsiębiorstw według tej teorii są korzyści podatkowe. Istnieje tutaj cała gama motywów fuzji i przejęć [Roll 1988]:

- połączenie z przedsiębiorstwem mającym straty, co pozwoli przedsiębiorstwu przejmującemu, mającemu wysokie zyski obniżyć obciążenia podatkowe,
- potencjalny kupiec może być gotowy zapłacić za przejęcie wysoką cenę, a w zamian uzyskać większą możliwość odpisów amortyzacyjnych,
- przedsiębiorstwo może również zdecydować się na przejęcie innej firmy zamiast wypłacać dywidendy.

Teoria podatkowa zyskuje na znaczeniu wraz z rozwojem procesu globalizacji oraz powstaniem i rozwojem korporacji transnarodowych. Postępujący proces globalizacji sprawia, że blisko 40% handlu światowego stanowi handel wewnątrz korporacyjny [Liberska 2002]. Transakcje dokonywane są pomiędzy centralą a jej filiami, a także pomiędzy filiami korporacji. W transakcjach tych wykorzystywane są ceny transferowe, czyli ceny produktów lub usług stosowane w transakcjach zawieranych pomiędzy wyodrębnionymi jednostkami organizacyjnymi tego samego podmiotu gospodarczego lub pomiędzy podmiotami powiązanymi. Dodatkowo korporacje transnarodowe otwierają swoje filie w rajach podatkowych, tzn. w miejscach, w których stwarzane są szczególnie korzystne warunki dla prowadzenia działalności gospodarczej, ponieważ nie nalicza się tam podatków dochodowych albo też podatki te są bardzo niskie. Korporacje manipulują cenami transferowymi w taki sposób, by filie uzyskiwały jak najwyższe przychody w rajach podatkowych a generowały jak najwyższe koszty w krajach, w których podatki są wysokie. Dzięki tym działaniom korporacje dokonują transferu zysków z krajów czy regionów gdzie podatki są wysokie do krajów, gdzie podatki nie występują lub są bardzo niskie, osiągając w ten sposób maksimum sumarycznego zysku po opodatkowaniu.

W literaturze ekonomicznej można znaleźć przeciwstawne opinie dotyczące roli teorii podatkowej w wyjaśnianiu przyczyny fuzji i przejęć. Mueller (1979) był zdania, że w końcu lat siedemdziesiątych korzyści podatkowe były jedną z ważniejszych przyczyn procesów koncentracji. Do zupełnie innych wniosków doszedł Kaplan (1987). Według niego korzyści podatkowe mają niewielki wpływ na ceny przejmowanych przedsiębiorstw, a co za tym idzie nie stanowią istotnej przyczyny fuzji i przejęć [Kraciuk 2010].

## **Podsumowanie**

Podejście do przedsiębiorstwa oparte na teorii kosztów transakcyjnych Coase'a i Williamsona wskazuje, że jeżeli przedsiębiorstwo ma zbyt wysokie koszty transakcyjne, to jego efektywność będzie niska. Posiadanie zasobów i umiejętności może się okazać w takim przypadku niewystarczające dla zdobycia przewagi rynkowej. Istotnym sposobem na ograniczenie kosztów transakcyjnych oraz poprawę efektywności może być uczestnictwo przedsiębiorstwa w procesach koncentracji. Fuzje i przejęcia mogą się przyczynić do poprawy konkurencyjności nie tylko przez obniżenie kosztów transakcyjnych, ale również, poprzez optymalizację podatkową. Teoria podatkowa wskazuje, że dzięki internalizacji działań korporacje transnarodowe mogą, manipulując zyskami, realizować globalną efektywność i stawać się coraz potężniejszymi i ważniejszymi podmiotami gospodarki światowej.



## Literatura

- Arrow K. J. [1969]: The Organization of Economic Activity: Issues Pertinent to the Choice of Market versus Nonmarket Allocation, „The Analysis and Evaluation of Public Expenditure: The PPB System”, Vol. 1, US Joint Economic Committee, 91st Congress, 1st Session, Washington DC, US Government Printing Office
- Buckley P. J. [1998]: (red.), Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, PWE, Warszawa, s. 18-21.
- Gorynia M. [2007]: Studia nad transformacją i internacjonalizacją gospodarki polskiej, Difin, Warszawa, s. 114-115.
- Hennart J. F. [1982]: A Theory of Multinational Enterprise, *The University of Michigan Press*, Cambridge, Mass.
- Hollensen S. [2007]: Global Marketing: A Decision-oriented Approach, FT Prentice Hall, London,  
[http://mfiles.pl/pl/index.php/Teoria\\_internalizacji](http://mfiles.pl/pl/index.php/Teoria_internalizacji) - stan na 15.02.2015  
[http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html#TopMergersAcquisitions\\_Worldwide](http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html#TopMergersAcquisitions_Worldwide) - stan na 15.02.2015
- Kaplan, S. [1987]: Management Buyouts: Efficiency Gains or Value Transfer, Unpublished manuscript Harvard Business School Working Paper, Harvard.
- Karasiewicz G. [2013]: Marketingowe strategie internacjonalizacji polskich przedsiębiorstw, Wolters Kluwer Polska, Warszawa, s. 119.
- Kraciuk J. [2010]: Rola fuzji i przejęć w procesach koncentracji w polskim przemyśle spożywczym, Wydawnictwo SGGW, Warszawa, 2010, s. 75-76.
- Kruis A. M. [2007]: A Transaction Cost Theory of Management Control: Anempirical study, Working paper Workshop on Organizational Design.
- Liberska B. [2002]: (red.), Globalizacja, mechanizmy i wyzwania, PWE, Warszawa.
- Maćkowiak E. [2012]: Fuzje i przejęcia w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 737 Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia* nr 56 s. 120.
- Mueller D. C. [1979]: Hypothesen über Unternehmenszusammenschlüsse. Diskussion Paper Series, Nr. 67a, International Institute of Management, Wissenschaftszentrum Berlin.
- Ocieszak M. [2014]: Procesy konsolidacyjne w Polsce, ich determinanty i związki z tendencjami światowymi, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 803 Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 66, s. 221-222.
- Pankau E. [2004]: Wyzwania dla polityki konkurencji w gospodarce globalnej, [w:] A. Manikowski, A. Psyk, (red.) Unifikacja gospodarek europejskich: szanse i zagrożenia, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa, s. 28.
- Roll R. [1988]: Empirical Evidence on Takeover Activity and Shareholder Wealth, [in:] Coffee, J.C.; Rose-Ackerman, S.; Lowenstein, L.: *Knights, Raiders and Targets*, Oxford University Press, Oxford.
- Rugman A. M. [1980]: Internalization as a general theory of foreign direct investment: A reappraisal of the literature, *Review of World Economics*, vol. 116
- Szczepkowska M. [2002]: Przejęcia i połączenia na rynku Narodowych Funduszy Inwestycyjnych, V Konferencja Naukowa Młodych Ekonomistów - "Przemiany i perspektywy polskiej gospodarki", Sopot.
- Świdarska G. K., Raulinajtys-Grzybek M. [2011]: Identyfikacja kosztów transakcyjnych przez rachunkowość, *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, Tom 62 (118), Warszawa, s. 229.
- Turyňa J. [2006]: Standardy sprawozdawczości finansowej. MSSF, USGAAP – polskie ustawodawstwo, Difin, Warszawa 2006, s. 221.
- Unlocking shareholder value. The keys to success, Mergers and Acquisitions: *Global Research Report KPMG* 1999, p.12.
- Williamson O.E. [1998]: Ekonomiczne instytucje kapitalizmu, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa s. 32.