

MICHAŁ SOLIWODA

## KREOWANIE WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW W PROCESACH FUZJI I PRZEJĘĆ

### Wprowadzenie

Zaostrzająca się konkurencja, nasilające się procesy globalizacyjne, znoszenie barier w przepływach czynników produkcji, a także rozwój rynków finansowych przyspieszają działania o charakterze konsolidacyjnym, które znane były od przełomu XIX i XX wieku<sup>1</sup>.

Połączenia przedsiębiorstw stanowią jedną z podstawowych strategii rozwoju przedsiębiorstwa, realizowanych metodą zewnętrzną<sup>2</sup>. Podstawowym kryterium podziału tych procesów jest rodzaj uzyskiwanej synergii oraz status prawno-organizacyjny podmiotu, powstającego (przeobrażającego się) podczas połączenia. Z perspektywy strategicznej najbardziej odpowiedni jest podział na fuzje oraz przejęcia<sup>3</sup>. Fuzje opierają się na efektach synergii technologicznej, produkcyjnej bądź rynkowej, natomiast przejęcia bazują przede wszystkim na synergii finansowej. W przypadku fuzji powstaje nowy podmiot gospodarczy, a podmioty uczestniczące podlegają rozwiązaniu. Udziałowcy (bądź akcjonariusze) spółek łączących się w fuzji otrzymują udziały (akcje) nowo utworzonego przedsiębiorstwa. Przejęcie odnosi się to takich działań, w wyniku których następuje utrata kontroli nad firmą przez jedną grupę osób na rzecz innej grupy<sup>4</sup>.

System zarządzania oparty na wzroście wartości firmy dla akcjonariuszy (lub udziałowców), znany jako *Value-Based Management*, wywarł znaczący wpływ na strategię rozwoju przedsiębiorstw. W krajach anglosaskich, o rozwiniętym rynku kapitałowym, gdzie głównym celem działania spółki jest generowanie wartości dla właścicieli, niska cena udziałów/akcji, wynikająca ze złego zarządzania, aktywizuje rynek przejęć (nazywany również rynkiem dla kontroli spółek). Wartość nowego podmiotu, powstającego w wyniku

<sup>1</sup> A. Herdan: *Fuzje, przejęcia – wybrane aspekty integracji*, Wyd. UJ, Kraków 2008, s. 7.

<sup>2</sup> Z. Pierścionek: *Strategie konkurencyjne w rozwoju przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 383.

<sup>3</sup> *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 19–20.

<sup>4</sup> A. Bert, T. MacDonald, Th. Herd: *Two merger imperatives: urgency and execution*, „Strategy and Leadership” 2003, No. 3, Vol. 31, s. 42–49.

połączenia, nie równa się sumie odrębnych wartości przedsiębiorstw, a różnica ta nazywana jest synergią połączenia<sup>5</sup>.

Celem opracowania jest określenie uwarunkowań procesu kreowania wartości podczas połączeń przedsiębiorstw. Metodą badań są studia literaturowe (głównie na podstawie zagranicznych artykułów i pozycji książkowych). Wykorzystano elementy działań o charakterze dedukcyjnym i indukcyjnym, a przytaczane informacje zaprezentowano w formie rysunków i tabel.

### Przyczyny połączeń przedsiębiorstw

Utrzymanie bądź poprawa pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa wymaga od kadry zarządzającej podejmowania decyzji ukierunkowanych nie tylko na rozwój wewnętrzny, ale i zewnętrzny<sup>6</sup>. Fuzje i przejęcia stanowią wielopłaszczyznowe i wieloetapowe procesy, wymagające zaangażowania interdyscyplinarnego zespołu (*M&A team*). Głównym motywem fuzji poziomych (tzn. obejmujących firmy z danej branży) jest wykorzystanie efektów korzyści skali, ponadto zwiększenie siły rynkowej jednostki w celu znacznego ograniczenia konkurencji. Fuzje pionowe (obejmujące przedsiębiorstwa z jednego cyklu produkcyjnego, np. kopalnie, huty żelaza, walcownie) powstają wskutek dążenia do wykorzystania komplementarnych zasobów przez połączenia z podmiotem występującym w cyklu produkcyjnym. Powstanie fuzji o charakterze konglomeratu jest uwarunkowane chęcią dywersyfikacji działalności gospodarczej oraz uwarunkowaniami prawnopodatkowymi, związanymi z dużą grupą kapitałową<sup>7</sup>.

Najważniejszą przesłanką połączenia przedsiębiorstwa powinien być sens ekonomiczny, tzn. opłacalność. Przedsiębiorstwo powinno podjąć decyzję o procesie fuzji lub przejęcia wtedy, gdy prowadzi to do wzrostu dochodów właścicieli, tzn. nowy podmiot będzie przedstawiał znaczną wartość więcej niż jest wart obecnie<sup>8</sup>. Warunek ten jest spełniony, kiedy nowo powstałe przedsiębiorstwo będzie dysponować wartością rynkową większą, niż suma podmiotów niezależnych (uczestniczących w połączeniu):

$$PVC > PV_A + PV_B,$$

$$Z = PVC - (PV_A + PV_B),$$

gdzie:  $Z$  – wynik ekonomiczny fuzji/ przejęcia;  $PVC$  – bieżąca wartość połączonego przedsiębiorstwa  $AB$ ;  $PV_A$ ,  $PV_B$  – bieżące wartości przedsiębiorstwa  $A$ ,  $B$ .

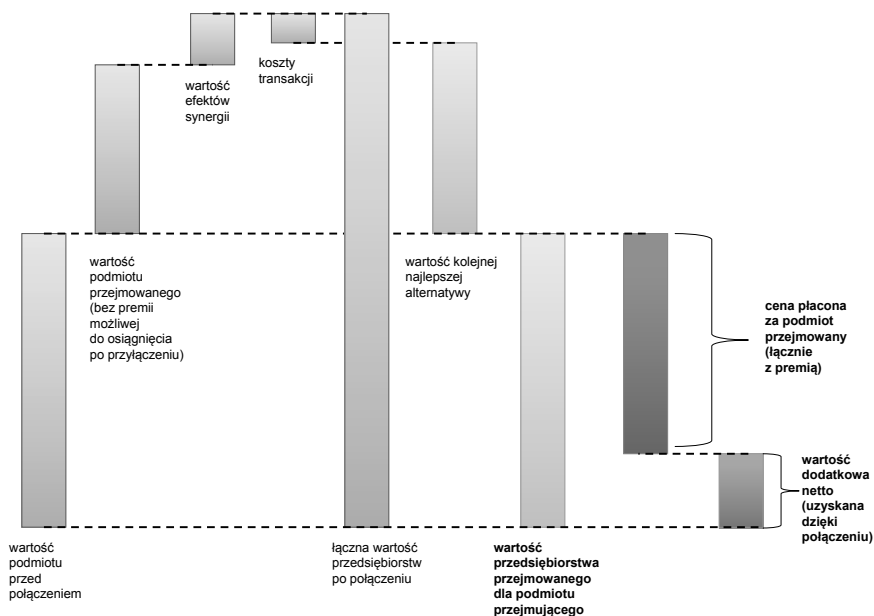
<sup>5</sup> M. Cigola, P. Modesti: *A note on mergers and acquisitions*, "Managerial Finance" 2008, No. 4, Vol. 34, s. 221–238.

<sup>6</sup> A. Szablewski, R. Tuzimek: *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Wyd. Poltext, Warszawa 2005, s. 350.

<sup>7</sup> *Fuzje i przejęcia...*, s. 21–22.

<sup>8</sup> S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan: *Fundament of Corporate Finance*, Irwin, New York 1993, s. 164.

Zysk stanowi bieżącą wartość korzyści uzyskanych w procesie połączenia. Ekonomiczny sens fuzji i przejęć jest tylko wówczas, gdy zachodzi zjawisko synergii. Efekt ekonomiczny w procesie połączenia przedstawiono na rysunku 1.



Rys. 1. Efekt ekonomiczny w połączeniu przedsiębiorstw

Źródło: *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, red. A. Szablewski, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2005, s. 352.

Z punktu widzenia możliwych do osiągnięcia efektów synergii możliwy jest podział kryteriów integracji na<sup>9</sup>:

- motywy operacyjne (związane z poprawą efektywności gospodarczej),
- motywy finansowe.

Motywy operacyjne prowadzą do poprawy pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa. Synergie wynikają z korzystania np. ze wspólnego programu marketingowego, centrum R&D. Połączenie podmiotów umożliwia poprawę jakości produktów oraz usług, w konsekwencji prowadzi to do zwiększenia sprzedaży oraz wzrostu wartości akcji. W wypadku połączenia małego i dużego przedsiębiorstwa dochodzi do połączenia komplementarnych zasobów (np. infrastruktury technicznej, kapitału intelektualnego, obejmującego kompetencje menedżerskie, z reguły wyższe w dużych firmach), co umożliwia osiągnięcie takich

<sup>9</sup> R. MacDonald: *A Template For Shareholder Value Creation on M&As*, „Strategic Direction” 2005, No. 5, Vol. 21, s. 3–10.

rozmiarów, które pozwalają na konkurowanie na rynku międzynarodowym, ponoszenie dużych nakładów inwestycyjnych, kontrolę kanałów dystrybucji, uzyskanie dostępu do rynków<sup>10</sup>.

Motywy finansowe warunkują decyzje o połączeniu bądź przejęciu przedsiębiorstwa. Przesłanki te obejmują m.in. redukcję ryzyka z powodu dywersyfikacji portfela papierów wartościowych, korzyści podatkowe z przejęcia spółki z dużą skumulowaną stratą przez przedsiębiorstwo wysoce rentowne, wykorzystania niedowartościowania przedsiębiorstw przez rynek<sup>11</sup>.

Motywy menedżerskie wiążą się z wzrostem wynagrodzeń dla kierownictwa, wzrostem prestiżu oraz władzy, uzyskaniem większej swobody działania. Zwiększona motywacja kadry menadżerskiej często przedkłada się na zwiększoną efektywność gospodarowania przedsiębiorstwem.

Głębsza analiza transakcji fuzji i przejęć nie pozwala na jednoznaczne określenie jednego motywu przewodniego. W praktyce występuje bardzo wiele nakładających się czynników sprzyjających integracji. Przesłanki połączenia, a także efekty synergii, zależą od sektora, regulacji prawnych, dotyczących poszczególnych podmiotów.

### **Proces kreowania wartości w połączeniach przedsiębiorstw**

Rozwój przedsiębiorstwa realizowany przez połączenie jest ukierunkowany na realizowanie podstawowej strategii przedsiębiorstwa, tzn. maksymalizowania wartości. Bardzo istotne są dwa uwarunkowania, stanowiące o specyfice fuzji i przejęć.

Połączenia, w przeciwieństwie do inwestycji w kapitał rzeczowy, nie powodują zmiany zdolności produkcyjnych, lecz transferują prawa własności z jednej grupy akcjonariuszy do drugiej. Cena przedsiębiorstwa przyłączanego (przejmowanego) jest ustalana na wysoce konkurencyjnym rynku, dlatego są ograniczone możliwości kreowania dodatkowej wartości<sup>12</sup>. W przypadku połączeń cena, jaką trzeba zapłacić przy nabyciu pakietu kontrolnego, przewyższa cenę rynkową przedsiębiorstwa. Cena nabycia podlega silnym negocjacjom i jest bardziej elastyczna.

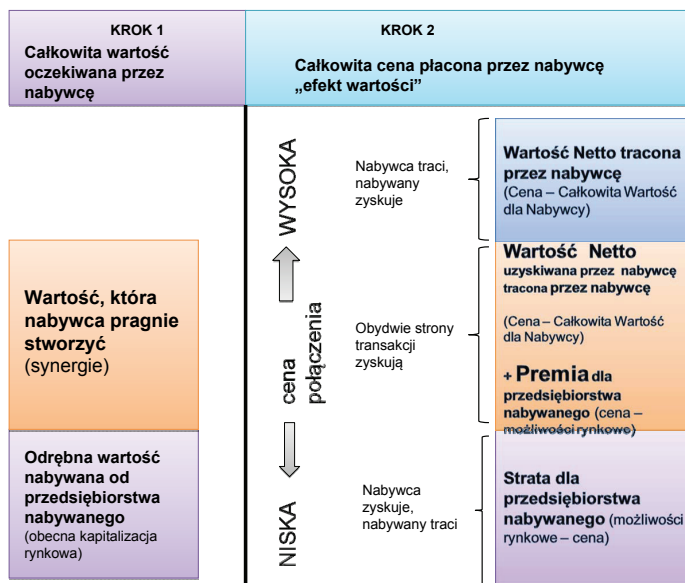
W „modelu wartości” G. Stewarta zostają odrzucone czynniki o krótkoterminowym działaniu. Ponadto przyjmuje się, że mechanizm rynkowy zapewnia efektywną ekonomicznie wycenę podmiotu gospodarczego, który zostanie połączony lub przejęty. Przedsiębiorstwo, będące potencjalnym nabywcą, musi zidentyfikować cele, w których można wygenerować wartość. Całkowita wartość, której spodziewa się nabywca, obejmuje odrębną wartość przedsiębiorstwa przejmowanego wraz z synergiami, stanowiącymi tzw. wartość

<sup>10</sup> F. Delaney, S. Wamuziri: *The impact of mergers and acquisitions on shareholder wealth in the UK construction industry*, „Engineering, Construction and Architectural Management” 2004, No. 1, Vol. 11, s. 65–73.

<sup>11</sup> Anonim: *Aquisition Fallacies and Net Value Added*, „The Antidote”, Issue 12, 1998, s. 23–24.

<sup>12</sup> A. Bert, T. MacDonald, Th. Herd: *op.cit.*, s. 42–49.

nadzwyczajną. Ze względu na procesy negocjacyjne obecne w transakcji, cena, którą płaci nabywca, nie jest równoznaczna z całkowitą wartością, spodziewaną przez nabywcę. Różnica między tymi kategoriami stanowi dodaną wartość netto dla nabywcy (por. rys. 2)<sup>13</sup>.



Rys. 2. „Model wartości” w połączeniach przedsiębiorstw według Stewarta

Źródło: opracowanie własne.

W modelu tworzenia wartości w połączeniach, według Rappaporta<sup>14</sup> należy zestawić odrębną wartość tworzenia wartości dla akcjonariuszy nabywcy w przypadku przejęcia, odrębną wartość nabywanego przedsiębiorstwa, wartość korzyści uzyskanych w wyniku przejęcia, a także cenę zakupu:

- wartość tworzona podczas połączenia = (wartość połączonych przedsiębiorstw) – [(odrębna wartość nabywcy) + (odrębna wartość nabywanego przedsiębiorstwa)] (1)
- maksymalna cena zakupu = (odrębna wartość przedsiębiorstwa nabywanego) + (wartość synergii dzięki przejęciu) (2)
- wartość wygenerowana dla nabywcy = maksymalna akceptowalna cena zakupu + cena zapłacona za przedsiębiorstwo nabyte (3)

<sup>13</sup> G.B. Stewart: *The Quest for Value*, Harper Business, NY 1991, s. 12–35.

<sup>14</sup> A. Rappaport: *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999.

Wartość wygenerowana w procesie połączenia przedsiębiorstw wskazuje na korzyści wynikające z efektów synergii operacyjnych lub finansowych, prowadzących do wzrostu dochodów gotówkowych bądź zmniejszenia ryzyka strumienia przepływów gotówkowych. Nie jest ona równoznaczna z wartością uzyskaną przez nabywcę, gdyż proporcje transferu wartości zależą od ceny zakupu<sup>15</sup>.

Nabywający musi zapłacić sprzedającemu premię powyżej odrębnej wartości przedsiębiorstwa nabywanego. Wraz ze wzrostem premii większa część wartości tworzonej podczas połączenia przypada sprzedającym akcjonariuszom, natomiast nabywcy coraz trudniej jest osiągnąć stopę zwrotu, która przekracza minimalny akceptowalny poziom.

Ważnym problemem transferu wartości w procesie połączeń jest określenie miernika tzw. odrębnej wartości przedsiębiorstwa nabywanego. Zwykle odrębną wartość określa się jako różnicę między bieżącą ceną rynkową a premią z tytułu oczekiwanej oferty przejęcia.

Wiarygodna oferta powyżej bieżącej ceny rynkowej może wyznaczać dolny poziom ceny, a w przypadku pesymistycznych przewidywań dotyczących pozyskiwania kapitału bądź sposobu zarządzania, poziom ceny sprzedającego będzie wówczas obniżony. Maksymalna akceptowalna cena zakupu stanowi sumę wartości odrębnej sprzedawanego przedsiębiorstwa, powiększonego o wartość efektów synergii. Jest to również różnica między wartością połączonych przedsiębiorstw (po połączeniu) a wartością nabywającego (przed połączeniem). Z perspektywy kosztu kapitału nabywca nie powinien zapłacić ceny wyższej niż cena krytyczna, przy której stopa zwrotu równa się skorygowanemu o ryzyko kosztowi kapitału.

Czasami połączenie może nie spełniać kryteriów opłacalności wynikających z analizy przepływów zdyskontowanej gotówki przy minimalnej i akceptowalnej stopie zwrotu, gdyż stanowi składowy projekt realizacji strategii budowy przewagi konkurencyjnej danego przedsiębiorstwa<sup>16</sup>. Wartość tworzona dla nabywcy, stanowiąca różnicę między maksymalną akceptowalną ceną zakupu a ceną zapłaconą za przedsiębiorstwo, występuje tylko wtedy, gdy istnieje możliwość generowania w wyniku przejęcia znaczących korzyści ekonomicznych.

Wycena przedsiębiorstw uczestniczących w połączeniu, zagrożonych potencjalnie przejęciem, jest istotna zarówno dla kadry zarządczej, jak i akcjonariatu jako podstawa procesu decyzyjnego „przyjąć czy odrzucić ofertę przejęcia”. Wycena wymienianych akcji według ich wartości rynkowej nie ma ekonomicznego uzasadnienia, kiedy przedsiębiorstwo przejmujące jest przekonane, że nastąpi przewartościowanie lub niedowartościowanie akcji przez rynek.

Im lepsza jest integracja po połączeniu, tym trudniej określić wartość dodaną w wyniku fuzji lub przejęcia. Przyczyną niezadowolających wyników przedsiębiorstw – nabywców

<sup>15</sup> A. Damodaran: *Corporate Finance*, John Wiley & Sons, NY 2001, s. 1223.

<sup>16</sup> W pewnych okolicznościach, np. występowania tańszych, atrakcyjnych alternatyw, aliansów strategicznych, zakupu pakietów mniejszościowych, maksymalna akceptowalna cena nabywcy jest niższa od sumy wartości odrębnej sprzedającego oraz wartości synergii.

jest funkcjonowanie wysoko konkurencyjnego rynku, w którym nie pojawiają się atrakcyjne oferty zakupu, w rezultacie trudno jest uzyskać akceptowalną stopę zwrotu. Warunkiem kreowania wartości dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa - nabywcy jest cena przejęcia nieprzekraczająca odrębnej wartości przedsiębiorstwa przejmowanego z wartością efektów synergii (powodujących zwiększenie przepływów gotówki połączonych podmiotów w stosunku do sumy przepływów odrębnych podmiotów). Cena przejęcia, zmniejszona o tzw. odrębną wartość przedsiębiorstwa nabywanego, jest równa co do wartości premii. Upraszczając, wartość efektów synergii równa się zapłaconej premii. Warunek *sine qua non* generowania wartości stanowi bieżąca wartość efektów synergii większa niż zapłacona z góry premia (będąca swego rodzaju opcją za niepewne efekty synergii). Generalnie połączenie tworzy wartość tylko wówczas, gdy wartość ta nie zostanie wytransferowana do akcjonariatu nabywcy (ale w tym przypadku premia jest wyższa).

Analiza przypadków fuzji i przejęć w USA pokazała, że coraz częściej dochodzi do długoterminowego kreowania wartości dla akcjonariuszy w połączeniach przedsiębiorstw. Jedną z przyczyn jest efekt doświadczenia wielu firm, które realizują opcję strategiczną wzrostu zewnętrznego<sup>17</sup>.

### **Kreowanie wartości w fuzjach i przejęciach – aspekty zarządcze**

Uzyskanie wysokiej wartości w połączeniu przedsiębiorstw wymaga realizowaniu planu strategicznego, w którym uwzględnia się wzrost wartości dla akcjonariuszy. Podmiot przejmujący musi mieć jasno sprecyzowane motywy połączenia w celu określenia priorytetów integracji. Ponadto istotne jest dostosowanie planu fuzji lub przejęcia wraz trzema kamieniami milowymi: ustalenie wizji połączenia, zaplanowanie integracji, zrealizowanie planu. W zależności od przesłanek fuzji lub połączenia kadra zarządcza wybiera jeden z celów strategicznych połączenia (por. tab. 1).

Firma Bain & Co. przeanalizowała zachowania w ponad 12 tys. fuzji i przejęć w piętnastoletnim okresie 1986–2001 (w USA, Wielkiej Brytanii, Francji, Niemczech, Włoszech) w celu określenia strategii połączeń. Przedsiębiorstwo dokonujące często połączeń potrafiły generować wyższą wartość dla swoich akcjonariuszy niż przedsiębiorstw – nabywcy, którzy uczestniczyli w fuzjach lub przejęciach sporadycznie. Podmioty, zaangażowane w połączenia, ukształtowały swoje zdolności organizacyjne i procesy obejmujące analizę uwarunkowania fuzji bądź przejęcia, aby zapewnić racjonalny proces podejmowania decyzji. Przedsiębiorstwo-nabywca, które w udany sposób kreuje wartość dla swojego akcjonariatu, charakteryzuje się:

- profesjonalnym zespołem do fuzji i przejęć (*M&A team*), instytucjonalizacją procesu decyzyjnego,
- przekonaniem menedżerów liniowych do podejmowanego połączenia,

---

<sup>17</sup> D. Rovit, D. Harding, C. Lemire: *op.cit.*, s. 18.

- systemem wynagradzania kadry, nastawionym na premiowanie za uzyskiwanie długoterminowych wyników<sup>18</sup>.

Tabela 1

## Strategiczne przesłanki połączeń przedsiębiorstw

Cel strategiczny	Zwiększanie wydajności/ skali produkcji	„Sąsiedzka ekspansja”/ możliwości	Ponowne określenie modelu biznesu
Przewidywalność wartości połączenia	wysoka	średnia	niska
Podobieństwo funkcji podmiotów uczestni- czących w połączeniu	wysoka	średnia	niska
Charakterystyka	Wysokie tempo połączenia jest krytycznym czynnikiem Zwrócenie uwagi na aspekty organizacyjne	Przewaga aspektów strategicznych nad utrzymaniem tempa połączenia Równorzędność operacyjnych i strategicznych aspektów	Przewaga troski o rezultat strategiczny nad utrzymaniem tempa połączenia Zwrócenie uwagi na aspekty strategiczne Elastyczne plany działania

Źródło: O. Gadiesh, Ch. Ormiston, S. Rovit: *Achieving an M&A's strategic goals at maximum speed for maximum value*, "Strategy & Leadership" 2003, Vol. 31, No. 3, s. 36.

## Podsumowanie

W opracowaniu określono uwarunkowania procesu transferu wartości w procesach połączeń przedsiębiorstw. Omówiono motywy fuzji i przejęć, ponadto przedstawiono proces kreowania wartości dla akcjonariuszy (na podstawie modeli Stewarta i Rappaporta). Opisano czynniki organizacyjne, od których zależy efektywność procesów połączeń.

Na podstawie przeprowadzonego przeglądu literatury można sformułować następujące wnioski:

1. Motywy połączeń przedsiębiorstw wiążą się z synergiami, wynikającymi z czynników organizacyjnych i finansowych.
2. W „modelu wartości” Stewarta całkowita wartość, której spodziewa się przedsiębiorstwo - nabywca, obejmuje odrębną wartość przedsiębiorstwa przejmowanego wraz z synergiami, stanowiącymi tzw. wartość nadzwyczajną.
3. W „modelu tworzenia wartości” Rappaporta warunkiem generowania wartości dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa - nabywcy jest cena przejęcia nieprzekraczająca odrębną wartość przedsiębiorstwa przejmowanego z wartością efektów synergii.

<sup>18</sup> *Ibidem*, s. 23–24.



Cena przejęcia zmniejszona o tzw. odrębną wartość przedsiębiorstwa nabywanego jest równa co do wartości premii.

4. Uzyskanie wysokiej wartości w połączeniu przedsiębiorstw wymaga realizowania planu strategicznego, w którym uwzględnia się wzrost wartości dla akcjonariuszy. Podmiot przejmujący powinien mieć jasno sprecyzowane motywy połączenia w celu określenia priorytetów integracji.

## Literatura

- Anonim: *Aquisition Fallacies and Net Value Added*, "The Antidote" 1998, Issue 12.
- Bert A., MacDonald T., Herd Th.: *Two merger imperatives: urgency and execution*, "Strategy and Leadership" 2003, No. 3, Vol. 31.
- Cigola M., Modesti P.: *A note on mergers and acquisitions*, "Managerial Finance" 2008, No. 4, Vol. 34.
- Damodaran A.: *Corporate Finance*, John Wiley & Sons, New York 2001.
- Delaney F., Wamuziri S.: *The impact of mergers and acquisitions on shareholder wealth in the UK construction industry*, „Engineering, Construction and Architectural Management” 2004, No. 1, Vol. 11.
- Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Herdan A.: *Fuzje, przejęcia – wybrane aspekty integracji*, Wyd. UJ, Kraków 2008.
- MacDonald R.: *A Template For Shareholder Value Creation on M&As*, „Strategic Direction” 2005, No. 5, Vol. 21.
- Pierścionek Z.: *Strategie konkurencyjne w rozwoju przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Rappaport A.: *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999.
- Ross S.A., Westerfield R. W., B. D. Jordan, *Fundament of Corporate Finance*, Irwin, New York 1993.
- Stewart G.B.: *The Quest for Value*, Harper Business, NY 1991.
- Wycena i zarządzanie wartością firmy*, red. A. Szablewski, R. Tuzimek, Wyd. Poltext, Warszawa 2005.

mgr Michał Soliwoda  
Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie  
Wydział Nauk Ekonomicznych

**Streszczenie**

Celem opracowania było określenie uwarunkowań procesu kreowania wartości w połączeniach przedsiębiorstw. Omówiono motywy fuzji i przejęć, ponadto przedstawiono proces kreowania wartości dla akcjonariuszy (na podstawie modeli Stewarta i Rappaporta). Opisano czynniki organizacyjne, od których zależy efektywność procesów połączeń.

**CREATING VALUE OF ENTERPRISES IN PROCESSES OF MERGERS  
AND ACQUISITIONS****Summary**

The aim of this paper was to identify determinants of the process of creating value in the processes of mergers and acquisitions. Motives of M&As presented, the process of creating value for shareholders (based on models of Stewart and Rappaport) was described as well. Organizational factors, that determine the efficiency of M&As, were also presented.