

Agnieszka Perepeczo

Formy fuzji i przejęć a rynkowe dodatkowe stopy zwrotu

Ekonomiczne Problemy Usług nr 39, 101-107

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

AGNIESZKA PEREPECZO

Uniwersytet Szczeciński

FORMY FUZZJI I PRZEJĘĆ A RYNKOWE DODATKOWE STOPY ZWROTU

Wprowadzenie

Zarówno w literaturze, jak i w praktyce gospodarczej bardzo często pojęcia fuzja, przejęcie, wykup są uznawane za tożsame i używane zamiennie. Z jednej strony ze względów prawnych, księgowych i podatkowych, z którymi wiążą się konkretne zobowiązania, istotne staje się ich rozróżnienie. Natomiast z ekonomicznego punktu widzenia połączenie w sensie prawnym oraz połączenie w sensie gospodarczym pociąga za sobą identyczny skutek, tj. przejęcie kontroli nad aktywami innej spółki w sposób bezpośredni albo pośredni. Powstaje jednak pytanie, jak forma łączenia spółek przekłada się na efekty finansowe i która z nich jest korzystniejsza z punktu widzenia akcjonariusza. Wyniki licznych badań empirycznych rynkowych dodatkowych stóp zwrotu przeprowadzonych na rynkach rozwiniętych świadczą, iż forma połączenia dwóch przedsiębiorstw nie jest obojętna wobec efektów finansowych występujących po realizacji transakcji. Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie wyników badań wpływu form fuzji i przejęć na rynkowe dodatkowe stopy zwrotu.

Definicje i formy fuzji i przejęć

Istnieje wiele rozbieżności w definiowaniu procesów fuzji i przejęć. Pierwsza istotna różnica sprowadza się do tego, że w literaturze i praktyce gospodarczej fuzje i przejęcia są pojmowane znacznie szerzej niż w kontekście prawnym. Zgodnie z polskim prawem fuzje i przejęcia są określane jednym wspólnym pojęciem łączenia spółek¹. Zgodnie z obowiązującym kodeksem handlowym możliwe są dwa sposoby łączenia spółek, które stanowią ich definicję prawną. Przez łączenie spółek należy rozumieć przeniesienie całego majątku spółki (przejmowanej) na inną spółkę (przejmującą) za udziały lub akcje, które spółka przejmująca wydaje wspólnikom spółki przejmowanej. Łączenie spółek to także zawiązanie spółki kapitałowej, na którą przechodzi majątek wszystkich łączących się spółek za udziały lub akcje nowej spółki. Pierwsze rozwiązanie to łączenie przez przejęcie tzw. fuzja *per in-*

¹ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, DzU nr 94, poz. 1037 z późn. zm.

*corporationem*², w literaturze określane jako przejęcie. Natomiast drugie rozwiązanie, to łączenie się przez zawiązanie nowej spółki, inaczej zjednoczenie tzw. fuzja *per unionem*³, w literaturze nazywane fuzją.

Bez względu na to, czy dane połączenie jest przejęciem czy też fuzją zawsze w rozumieniu kodeksu spółek handlowych, połączenie oznacza przeniesienie całego majątku w zamian za udziały lub akcje oraz ustanie bytu gospodarczego i prawnego co najmniej jednego podmiotu. W uproszczeniu, można tutaj dodać, że w przypadku przejęcia w spółce przejmującej następuje powiększenie kapitału o wartość aktywów netto podmiotu przejętego, a w przypadku zjednoczenia, nowo utworzona spółka zostaje zasilona kapitałem równym łącznemu majątkowi łączących się spółek.

W literaturze i praktyce gospodarczej pojęcie fuzji i przejęć jest znacznie szersze. Również i tutaj pojawiają się kolejne rozbieżności. Jedni traktują fuzję jako szczególną formę przejęcia⁴, inni natomiast ostro rozgraniczają fuzję od przejęcia⁵. Według Sudarsanama, fuzja (*merger*) oznacza połączenie spółek, które decydują się dzielić swoimi zasobami dla osiągnięcia wspólnych celów. Na bazie łączących się podmiotów powstaje nowa spółka. Właściciele łączących się spółek stają się współwłaścicielami nowej⁶. Tak rozumiane pojęcie fuzji jest bardzo zbieżne z tym jak traktuje kodeks spółek handlowych łączenie spółek przez zjednoczenie. Bardziej szczegółową definicję przedstawiają Helin i Zorde, uważając, że fuzja ma miejsce wtedy, gdy łączą się podmioty identycznej lub porównywalnej wielkości, które w połączonym przedsiębiorstwie występują każdy z wagą 50%, a na walnym zgromadzeniu akcjonariusze łączących się spółek otrzymali po 50% głosów. W każdym innym przypadku należy mówić o przejęciu jednego podmiotu przez drugi⁷. Z kolei według Sudarsanama, przejęcie (*acquisition*) jest taką transakcją, w przypadku której jedna spółka kupuje aktywa lub akcje drugiej, przy czym właściciele spółki przejętej przestają być jej właścicielami, a sam podmiot staje się zależny od spółki przejmującej⁸. Innymi słowy przejęcie to taka transakcja, w której kontrola nad podmiotem przechodzi od jednej osoby lub grupy osób fizycznych lub prawnych do innej osoby lub grupy osób⁹. W świetle prawa taka transakcja nie jest łączeniem spółek, lecz jest instytucją dominacji i zależności, gdy następuje przeniesienie udziałów lub akcji lub instytucją nabycia przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części, gdy dochodzi do nabycia majątku. Podobnym do nabycia szczegól-

² M. Rodzynekiewicz: *Łączenie się spółek. Komentarz*. LexisNexis, Warszawa 2003, s. 23.

³ *Ibidem*, s. 22.

⁴ A. Helin, K. Zorde: *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 5.

⁵ Zobacz *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*. Red. W. Frąckowiak. PWN, Warszawa 1998, s. 18–22 oraz P.J. Szczepankowski: *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*. PWN, Warszawa 2000, s. 25–28.

⁶ S. Sudarsanam: *Fuzje i przejęcia*. WIG-Press, Warszawa 1998, s. 1–2.

⁷ A. Helin, K. Zorde: *op.cit.*, s. 5.

⁸ S. Sudarsanam: *Fuzje...*, s. 1–2.

⁹ A. Helin, K. Zorde: *op.cit.*, s. 1.

nym przypadkiem łączenia w rozumieniu gospodarczym jest przejęcie majątku w drodze wniesienia aportu rzeczowego do spółki.

W literaturze przedmiotu podobne do przejęć są transakcje wykupu (*takeover*), z tym wyjątkiem, że spółka kupująca jest znacznie większa od spółki przejmowanej. Istnieją również transakcje odwrotne, gdzie spółka przejmowana jest większa od spółki przejmującej, wówczas transakcja taka jest określana mianem odwrotnego wykupu (*reverse takeover*)¹⁰.

Poza przedstawionymi podstawowymi formami łączenia spółek w literaturze przedmiotu wyróżnia się inne klasyfikacje fuzji i przejęć, w zależności od przyjętego kryterium. Czynnikiem wyróżniającym określoną formę może być profil działalności łączących się podmiotów, wola i nastawienie łączących się stron, źródło finansowania, pochodzenie geograficzne podmiotów. Ze względu na profil prowadzonej działalności łączących się podmiotów wyróżnia się cztery formy fuzji i przejęć¹¹: pozioma, pionowa, koncentryczna, konglomeratowa. Kierując się wolą stron i nastawieniem do transakcji połączenia dzielimy je na wrogie (*hostile takeovers*) i przyjazne (*friendly takeovers*)¹². W przypadku finansowania długiem mowa jest o wykupach lewarowanych (*Leverage Buy-Outs*, LBO)¹³. W sytuacji kiedy przejmującym kontrolę nad firmą jest kadra zarządzająca, takie przejęcie jest wykupem menedżerskim (*Management Buy-Outs*, MBO)¹⁴. Z uwagi na pochodzenie geograficzne podmiotów wyróżnia się także fuzje i przejęcia krajowe (*domestic acquisitions*) oraz międzynarodowe inaczej transgraniczne lub transkontynentalne (*cross-border acquisitions*)¹⁵.

Przegląd badań wpływu formy łączenia spółek na dodatkowe stopy zwrotu na rynkach rozwiniętych

Jedno z pierwszych badań wpływu formy fuzji i przejęć na rynkowe efekty fuzji i przejęć znajdujemy w badaniach przeprowadzonych w 1983 roku przez M.C. Jensena i R.S. Rubacka¹⁶ dotyczących rynku amerykańskiego. Badania te stanowiły podsumowanie kilku przeprowadzonych do tego czasu analiz dodatkowych stóp zwrotu w wyniku fuzji lub przejęcia ogłoszonych w latach 1958-1981. Okres badawczy obejmował od 20 do 60 dni w okolicach ogłoszenia transakcji. Na podstawie uzyskanych wyników autorzy stwierdzili, iż akcjonariusze spółek uczestniczących w fuzjach zyskują mniej niż w przypadku ofert przejęć.

¹⁰ S. Sudarsanam: *Fuzje...*, s. 1–2.

¹¹ *Fuzje i przejęcia...*, s. 85.

¹² *Ibidem*, s. 78–84.

¹³ M. Wrześniński: *Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany (LBO) i menedżerski (MBO). Uwarunkowania rozwoju w Polsce*. LIBER, 2000, s. 1.

¹⁴ *Ibidem*, s. 3.

¹⁵ S. Sudarsanam: *Fuzje...*, s. 8.

¹⁶ M.C. Jensen, R.S. Ruback: *The market for corporate control. The scientific evidence*. „Journal of Financial Economics” 1983, Vol. 11, s. 5–50.

W 1988 roku E.B. Magenheim i D.C. Mueller¹⁷ zbadali dodatkowe stopy zwrotu dla spółek notowanych na NYSE i AMEX, które w latach 1976–1981 uczestniczyły w transakcjach fuzji i przejęć, a wartość transakcji wynosiła przynajmniej 15 mln USD. Próba liczyła 51 przypadków fuzji i 26 ofert przejęć. Autorzy analizowali dodatkowe stopy zwrotu zarówno w długim jak i krótkim okresie oddzielnie dla fuzji i przejęć. Wyniki przeprowadzonych badań wskazały, że wyższymi stopami zwrotu charakteryzowały się oferty przejęć w porównaniu do wyników fuzji. Na podstawie danych Magenheima i Muellera, Agrawal i Jaffe obliczyli skumulowane dodatkowe stopy zwrotu (CAARs) dla trzech lat po ogłoszeniu transakcji uzyskując wartości $-4,37\%$ dla fuzji oraz $6,32\%$ dla ofert przejęć¹⁸.

Kolejnej oceny rynkowych efektów fuzji i przejęć w USA dokonali C. Loderer i K. Martin w krótkim i długim okresie. Analiza dodatkowych stóp zwrotu w przedziale $(-5, 0)$ względem dnia ogłoszenia obejmowała 5172 ogłoszenia połączeń, które miały miejsce w latach 1966–1987, w tym fuzji, ofert przejęć, przejęć majątku oraz innych form połączeń. Rezultaty badań wskazują, że akcjonariusze spółek dokonujących fuzji zyskują najwięcej, na kolejnym miejscu znajdują się inne formy połączenia, w dalszej kolejności oferty przejęć, a najniższe korzyści osiągają akcjonariusze spółek przejmujących tylko majątek.

W 1992 roku A. Agrawal, J.F. Jaffe i G.N. Mandelker¹⁹ dokonali analizy dodatkowych stóp zwrotu 937 fuzji i 227 ofert przejęć spółek notowanych na giełdach NYSE i AMEX w latach 1955–1987. Za ofertę przejęcia przyjęto kupno przynajmniej 60% akcji spółki-celu lub sytuację, gdy później pozostałe akcje zostały wykupione w drodze *clean-up merger*. Autorzy przekrojowo analizowali dodatkowe stopy zwrotu, m.in. podzielili badaną populacją na dwie grupy: połączenia tworzące konglomeraty (686 przypadków) oraz transakcje niekonglomeratowe (79 spółek) i dokonali pomiaru dodatkowych stóp zwrotu. Dla obu populacji wyniki były negatywne, ale zdecydowanie większe straty ponieśli akcjonariusze spółek, które nie tworzyły konglomeratów.

Podobne badania pod względem szczegółowości zostały przeprowadzone przez C. Loderera i K. Martina²⁰ w 1992 roku. Próba obejmowała 1298 przypadków fuzji i przejęć spółek niepublicznych przez spółki notowane na giełdach NYSE i AMEX w latach 1966–1986. Obliczenia dodatkowych stóp zwrotu zostały dokonane na danych dziennych kolejno dla 1 roku, 2, 3, 4, i 5 lat po finalizacji transakcji. Wśród licznych uwarunkowań poddanych analizie autorzy badali wpływ rodzajów połączeń na dodatkowe stopy zwrotu. Dla czterech podgrup wg rodzajów: fuzje (304 przypadki), oferty przejęcia (155), inne przejęcia (746),

¹⁷ E.B. Magenheim, D.C. Mueller: *Are acquiring firm shareholders better off after an acquisition*. W: J.C. Coffee, Jr. L. Lowenstein, S. Rose-Ackerman: *Knight, raiders and targets: The impact of the hostile takeover*. Oxford University Press, New York 1988.

¹⁸ A. Agrawal, J.F. Jaffe: *The post-merger performance puzzle*, 1999, www.papers.ssrn.com.

¹⁹ A. Agrawal, J.F. Jaffe, G.N. Mandelker: *The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly*. „The Journal of Finance” 1992, Vol. XLVII, nr 4, s. 1605–1621.

²⁰ C. Loderer, K. Martin: *Post acquisition performance of acquiring firms*. Financial Management, Autumn 1992, s. 69–79.

przejęcia majątku (93). Loderer i Martin nie znaleźli dowodów na to, że wyniki dodatkowych stóp zwrotu zależą od formy połączenia.

W 1996 roku V.A. Kennedy i R.J. Limmack²¹ analizowali rynek kontroli firm oraz procesy zmiany zarządów w Wielkiej Brytanii. Część badań była poświęcona efektom finansowym fuzji i przejęć (247 przypadków), które zostały zrealizowane w latach 1980–1989. Analiza dodatkowych stóp zwrotu spółek przejmowanych dotyczyła okresu przed i w trakcie realizacji transakcji. W przypadku spółek przejmujących obejmowała okresy przed, w trakcie realizacji oraz po zawarciu transakcji. Autorzy m.in. zbadali, czy forma przejęcia ma wpływ na osiągnięte korzyści przez akcjonariuszy. Podzielili spółki przejmowane na dwie grupy: wrogie i akceptowane przejęcia. W momencie zdarzenia $t = 0$ wyniki nieznacznie się różniły (3,25% różnicy) na korzyść przejęć wrogich.

W 1996 roku G.W. Schwert²² opublikował wyniki badań 1523 zrealizowanych i niezrealizowanych fuzji i przejęć, które miały miejsce w latach 1975–1991 na rynku amerykańskim. Autor analizował dodatkowe stopy zwrotu dla spółek przejmowanych w okresie 42 dni poprzedzającym, tj. w przedziale $(-42, -1)$ i w okresie $(+1, +126)$ następującym po pierwszym publicznym ogłoszeniu transakcji. Autor podzielił próbę na wiele podgrup m.in. na fuzje i przejęcia, wykupy MBO, transakcje gotówkowe i kapitałowe, zrealizowane i niezrealizowane. Ogólne wyniki były pozytywne dla okresu przed i po zdarzeniu. W przypadku ofert przejęć okazało się, że kreują one większe korzyści dla akcjonariuszy niż fuzje.

Kolejny przykład dotyczy rynku amerykańskiego. Dodatkowe stopy zwrotu dla 947 fuzji i przejęć zrealizowanych w latach 1970–1989 analizowali T. Loughran i A.M. Vjih²³ wśród spółek notowanych przez giełdy NYSE, AMEX i NASDAQ. Dla celów szczegółowych próba została podzielona m.in. względem formy połączenia na 788 fuzji, 135 ofert przejęć i 24 transakcje niejednoznacznych. Za dzień zdarzenia autorzy przyjęli dzień ogłoszenia transakcji i względem niego obliczyli dodatkowe stopy zwrotu, w odróżnieniu od swoich poprzedników, stosując mierniki „kup i trzymaj” (BHAR, *buy-and-hold return*) dla pięciu lat następujących po zdarzeniu. Otrzymane rezultaty wskazały, iż fuzje charakteryzowały się negatywną dodatkową stopą zwrotu na poziomie $-15,9\%$. Natomiast oferty przejęć oraz oferty niejednoznaczne to korzyści dla akcjonariuszy mierzone dodatkową stopą zwrotu o wartościach odpowiednio $+43\%$ oraz $+20,8\%$.

W 1998 roku wyniki studiów empirycznych, dotyczących także fuzji i przejęć spółek notowanych na giełdach amerykańskich NYSE, AMEX, NASDAQ, opublikowali P.R. Rau i T. Vermaelen²⁴. Badania obejmowały 3169 fuzji i 348 ofert przejęć zrealizowanych w la-

²¹ V.A. Kennedy, R.J. Limmack: *Takeover activity, CEO turnover, and the market for corporate control*. „Journal of Business Finance & Accounting” 1996, Vol. 23, s. 267–285.

²² G.W. Schwert: *Markup pricing in mergers and acquisitions*. „Journal of Financial Economics” 1996, Vol. 41, s. 153–192.

²³ T. Loughran, A.M. Vjih: *Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?* „The Journal of Finance” 1997, Vol. LII, nr 5, s. 1765–1790.

²⁴ P.R. Rau, T. Vermaelen: *Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms*. „Journal of Financial Economics” 1998, Vol. 49, s. 223–253.

tach 1980–1991. Spółki przejmujące to spółki notowane na giełdach, natomiast spółki przejmowane stanowiły własność prywatną lub publiczną. W niektórych przypadkach analizowane spółki-cele były tylko spółkami publicznymi i wówczas liczba badanych przypadków wynosiła 709 fuzji i 278 ofert przejęć. Autorzy obliczyli korzyści uzyskiwane przez akcjonariuszy w okresie 36 miesięcy po zdarzeniu. Jednym z czynników podanym analizie, wpływającym na efekty finansowe była forma łączenia. Wartość skumulowanej dodatkowej stopy zwrotu dla badanych przypadków fuzji była ujemna, na przestrzeni 36 miesięcy wynosiła $-4,04\%$, w przeciwieństwie do wyników dla ofert przejęć, gdzie analizowany miernik stopy zwrotu osiągnął wartość dodatnią w wysokości $8,85\%$.

Pomiaru efektów finansowych fuzji i przejęć na rynku europejskim dokonali M. Goergen, L. Renneboog²⁵. Badana populacja obejmowała 56 fuzji, 81 przejęć, w tym 40 wrogich, 21 przejęć przez spółki, które już wcześniej uczestniczyły w takich transakcjach oraz 29 deinwestycji, które miały miejsce w latach 1993–2000 w kilku krajach europejskich. Obliczenia dodatkowej stopy zwrotu zostały dokonane dla okresu 60 dni przed i po zdarzeniu ($-60, +60$). Analiza dodatkowych stóp zwrotu była bardzo przekrojowa i obejmowała wiele czynników wpływających na kształtowane wartości stóp zwrotu w tym m.in. rodzaj połączenia. Otrzymane wartości dodatkowych stóp zwrotu były dodatnie dla akcjonariuszy spółek-celów, ale zróżnicowane względem formy połączenia. Najwyższą wartość odnotowano w przypadku wrogich przejęć ($28,36\%$), następnie w kolejności dla przyjaznych przejęć, fuzji i wielokrotnych przejęć. Inaczej przedstawiała się sytuacja w przypadku akcjonariuszy spółek-oferentów. Tutaj najwyższą wartość analizowanych stóp odnotowano w przypadku fuzji ($3,03\%$) następnie w kolejności wrogich przejęć, przyjaznych przejęć i najmniej dla wielokrotnych przejęć ($-2,96\%$).

Kolejne badania dotyczące rynku europejskiego zostały przeprowadzone przez M. Martynową, L. Rennebooga²⁶. Próba badawcza liczyła 2419 transakcji fuzji i przejęć firm z 28 europejskich krajów, które miały miejsce w latach dziewięćdziesiątych, w tym 162 wrogie przejęcia, 2257 przyjaznych ofert oraz 473 przejęć nieoponowanych (wezwań do sprzedaży). Podobnie jak w poprzednich badaniach analiza dodatkowych stóp zwrotu była przekrojowa. Z punktu widzenia akcjonariuszy spółek-celów najwyższe dodatnie wartości zastosowanego miernika odnotowano w przypadku przyjaznych ofert, następnie dla nieoponowanych ofert przejęcia i najmniej w sytuacji wrogich przejęć. Wyniki dla spółek-oferentów były nieco odmienne. Najniższe ujemne wartości uzyskano w przypadku transakcji przyjaznych, następnie dla wrogich i najwyższe dodatnie dla ofert nieoponowanych.

Ponadto autorzy zbadali wpływ dywersyfikacji i koncentracji działalności na realizowane dodatkowe stopy zwrotu. Badana populacja liczyła 861 fuzji i przejęć konglomeratowych, gdzie dwie strony działały w różnych branżach. Wyniki dla spółek-celów były

²⁵ M. Goergen, L. Renneboog: *Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border take-overs bids*. ECGI Working Paper Series in Finance 2003, http://ssrn.com/abstract_id=372440.

²⁶ M. Martynowa, L. Renneboog: *Mergers and Acquisitions in Europe*, ECGI Working Paper Series in Finance 2006, http://ssrn.com/abstract_id=880379.

wyższe w przypadku dywersyfikacji działalności i niższe dla strategii koncentracji (w obu przypadkach dodatnie). Z punktu widzenia akcjonariuszy spółek-oferentów sytuacja przedstawiała się zgoła odmiennie. Wyższe wartości miernika dodatkowych stóp zwrotu odnotowano w przypadku koncentracji działalności niż dywersyfikacji, ale w obu przypadkach ujemne.

Podsumowanie

Przedstawione wyniki badań rynkowych dodatkowych stóp zwrotu jako korzyści i strat realizowanych przez akcjonariuszy podmiotów uczestniczących w fuzjach i przejęciach, zdają się wskazywać na zależność osiąganych wartości dodatkowych stóp zwrotu od formy łączenia spółek. Nie ma jednak jednoznacznych dowodów, która z form połączenia jest najkorzystniejsza, chociaż większość cytowanych wyników wskazuje, iż dodatkowe stopy zwrotu są wyższe w przypadku przejęć niż fuzji. Fakt ten można również powiązać ze źródłem finansowania transakcji, gdzie w przypadku fuzji ma miejsce finansowanie akcjami, w przypadku przejęć finansowanie gotówką. Liczne badania dodatkowych stóp zwrotu dowodzą, że połączenia finansowane w drodze zamiany akcji na akcje nie kreują wartości dla akcjonariuszy w przeciwieństwie do transakcji finansowanych gotówką. Ponadto w grupie przejęć można zaobserwować, że zdecydowanie wyższe korzyści są uzyskiwane, gdy dochodzi do wrogiego przejęcia. W kwestii form koncentracji i dywersyfikacji wnioski też nie są jednoznaczne. Powszechnie uważa się, że strategia dywersyfikacji nie przynosi korzyści w odróżnieniu od koncentracji działalności. Ostatnie cytowane badania Martynovej i Rennebooga wskazują, że wartość dodatkowych stóp zwrotu dla poszczególnych form łączenia może być różnicowana ze względu na stronę transakcji. Poszukiwania zależności rynkowych dodatkowych stóp zwrotu od form łączenia spółek to nadal otwarty temat badawczy.

FORMS OF MERGERS AND ACQUISITIONS AND ABNORMAL MARKET RETURNS

Summary

In the paper are presented forms of mergers and acquisitions, in details: differences in definition of mergers and acquisitions in literature, in economy and in Polish law. Moreover the paper provides evidence on relation of forms of mergers and acquisitions and abnormal market returns performance on developed markets. The evidence of research studies is not clearly confirmation for exiting relation between abnormal returns and financing of mergers and acquisitions. Results of presented studies lead to the conclusion that in case of acquisition transaction the abnormal returns are higher than for merger transaction.