Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 17:18:31

DOI:10.17951/h.2017.51.6.149

A N N A L E S
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA

VOL. LI, 6 SECTIO H 2017

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach. Wydział Finansów i Ubezpieczeń

DANUTA KOZŁOWSKA-MAKÓŚ

danuta.kozlowska-makos@ue.katowice.pl

Przesłanki i konsekwencje konfliktów interesów w warunkach koncentracji kapitału

The Rationale and Consequences of Interests' Conflicts in the Area of Capital Concentration

Słowa kluczowe: fuzje i przejęcia; koncentracja kapitału; konflikty interesów; społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa

Keywords: mergers and acquisitions; capital concentration; conflicts of interests; corporate social responsibility

Kod JEL: G34; M4; D82

Wstęp

Jedną z charakterystycznych cech współczesnej gospodarki rynkowej jest funkcjonowanie przedsiębiorstw w warunkach „burzliwego" otoczenia. Proces globalizacji zachodzący w gospodarce światowej związany jest przede wszystkim z łatwością przepływu kapitału i szybkością informacji. Możliwe staje się współdziałanie podmiotów gospodarczych, co prowadzi do powstania różnych form koncentracji kapitału. Integrowanie przedsiębiorstw odbywa się najczęściej przez fuzje i przejęcia. Wywierają one duży wpływ na konkurencyjność i rozwój nie tylko przedsiębiorstw, ale także sektorów oraz całej gospodarki. Fuzje i przejęcia mogą być realizowane w sprzyjających warunkach, najczęściej jednak jest to proces, któremu towarzyszą liczne konflikty interesów i asymetria informacji. Pomimo wzrostu zainteresowania

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 17:18:31

tematyką pod względem teoretycznym oraz wzrastającą liczbą badań empirycznych, zidentyfikowanie przesłanek i konsekwencji konfliktów interesów, jakie towarzyszą tym procesom, w dalszym ciągu jest niewystarczające.

Niniejszy artykuł ma charakter poznawczy, a jego celem jest wskazanie problemów towarzyszących procesom fuzji i przejęć, które stają się coraz bardziej skomplikowane i są – co najistotniejsze – zmienne w zależności od obszaru działania przedsiębiorstwa oraz okresu, w którym są przeprowadzane.

1. Charakterystyka polskiego rynku koncentracji kapitału

Procesy integracji wiążą się z transferem kapitału i wymagają dalszej jego koncentracji. Aby operacje można było zaliczyć do rynku koncentracji kapitału, musi dojść do równoczesnego transferu praw kontroli i praw własności. Do przepływu i koncentracji kapitału służą również fuzje i przejęcia [Zadora, 2011, s. 32]. Najczęściej przez fuzję określa się połączenie przedsiębiorstw, które może mieć dwojaki charakter. Jeżeli w wyniku połączenia z dwóch niezależnych podmiotów gospodarczych pozostaje jeden, można mówić o inkorporacji bądź wchłonięciu. W sytuacji natomiast, gdy łączące się przedsiębiorstwa tracą osobowość prawną, a na ich potencjałach powstaje nowe (trzecie) przedsiębiorstwo, to proces ten nazywa się konsolidacją. Do różnic należy ponadto zaliczyć charakter procesu, a mianowicie o ile fuzja ma zawsze charakter przyjazny (*friendly takeover*), akceptowany przez wszystkie strony transakcji, o tyle przejęcie może być przyjazne bądź wrogie. Przejęcie wrogie (*hostile takeover*) ma miejsce wówczas, gdy zarząd przejmowanego przedsiębiorstwa sprzeciwia się przejęciu lub przejęcie kontroli odbywa się bez wiedzy organów (zarządu) spółki [Kozłowska-Makóś, 2016a, s. 72].

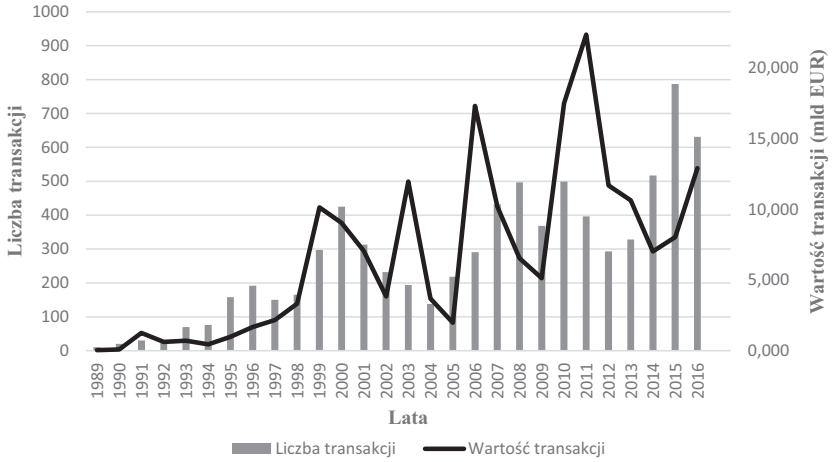
Na przestrzeni XX w. zaobserwowano, że procesy koncentracji kapitału mają charakter cykliczny. Cykliczność ta zyskała miano „fal fuzji i przejęć". W literaturze przedmiotu poszukuje się przyczyn powstawania fal fuzji i przejęć, ich wybuchów i zamierania. Wszelkie procesy koncentracji kapitału w Polsce zostały zablokowane po zakończeniu II wojny światowej i stan ten trwał do przemian ustrojowych. Transakcje fuzji i przejęć zachodzące w Polsce po 1989 r. można podzielić na kilka okresów, obejmujących lata:

- 1989–1998: procesy przemian gospodarczych i rozwój polskiego rynku kapitałowego,
- 1998–2001: przełom milenijny oraz tzw. bańka internetowa,
- 2002–2008: okres finalnych przygotowań i akcesji do Unii Europejskiej,
- po 2008 r.: kryzys finansowy i jego skutki.

Chociaż nie jest to wyłączny i jedyny możliwy podział, to wskazane okresy cechują się odmienną specyfiką pod względem ilości i wartości transakcji oraz poziomu rozwoju rynku koncentracji kapitału. Ilość i wartość transakcji fuzji i przejęć w Polsce w latach 1989–2016 została przedstawiona na rys. 1.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 17:18:31

Początki polskiego rynku koncentracji kapitału były związane z rozpoczęciem procesów prywatyzacji, które stanowiły efekt zmian ustroju politycznego, jaki nastąpił w Polsce po 1989 r. Wprowadzone zmiany w kodeksie handlowym oraz nowelizacja ustawy o rachunkowości w zakresie połączeń i konsolidacji pozwoliły na rozwój sektora prywatnego. Koniec lat 90. XX w. był związany ze wzrostem koniunktury na świecie oraz boomem na spółki internetowe, co przyczyniło się do osiągnięcia niespotykanej wcześniej aktywności inwestorów na polskim rynku. W 2001 r., wraz z pęknięciem bańki internetowej, zaobserwowano spadek aktywności związanej z transakcjami fuzji i przejęć. Sytuacja ta trwała do 2004 r. Kolejna fala była powiązana z akcesją do Unii Europejskiej. Pozwoliło to na istotną zmianę postrzegania polskiej gospodarki przez zagranicznych inwestorów. Pozytywna sytuacja trwała do 2008 r. i zakończyła się wraz z globalnym kryzysem finansowym. Istotną przeszkodą w realizowaniu transakcji fuzji i przejęć podczas kryzysu finansowego były problemy związane z pozyskiwaniem kapitału na realizowanie transakcji fuzji i przejęć oraz wyraźna awersja instytucji finansujących do ryzyka. Pomimo spadkowego trendu do 2012 r., kolejne lata wykazały się dynamiką, a rok 2015 był rekordowym okresem pod względem ilości i wartości transakcji na polskim rynku koncentracji kapitału [Kozłowska-Makóś, 2016b, s. 129–130]. Najbardziej aktywnymi kupującymi w Polsce były fundusze *private equity*. Nowy rok może okazać się również rekordowy pod względem fuzji i przejęć. Wzrośnie aktywność funduszy inwestycyjnych i *private equity* w związku z wychodzeniem z inwestycji.



Rys. 1. Ilość i wartość transakcji fuzji i przejęć w Polsce w latach 1989–2016

Źródło: [https://imaa-institute.org/m-and-a-statistics-countries].

Należy stwierdzić, że permanentną cechą rynku koncentracji kapitału jest znacząca fluktuacja o szerokim zakresie wahań. Związane jest to z szeregiem czynników, począwszy od makroekonomicznych, przez sytuację w danej branży, kończąc

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 17:18:31

na uwarunkowaniach prawnych i politycznych. Niewątpliwie współczesny rynek finansowy charakteryzuje się ograniczoną efektywnością, co powoduje, że procesom fuzji i przejęć towarzyszą liczne ryzyka i niepewność.

2. Uwarunkowania procesów kapitałowego łączenia się przedsiębiorstw

Decyzje dotyczące koncentracji kapitału są bardzo złożone i towarzyszą im liczne ryzyka oraz niepewność. Ważny wpływ ma zmienność rynku koncentracji kapitału. Dotyczy to głównie działalności w warunkach niedoskonałego rynku, o ograniczonej efektywności (w tym efektywności informacyjnej), z występowaniem konfliktów interesów. Ważne są również koszty transakcyjne oraz koszty wejścia i wyjścia z rynku. Rynek nie jest więc miejscem bezpłatnych transakcji, a koszty transakcyjne i asymetria informacji stanowią istotny element procesu decyzyjnego w zakresie integracji przedsiębiorstw.

Problem efektywności informacyjnej rynku dotyczy zarówno charakteru posiadanych informacji, ich dostępności, jak i kosztów pozyskania [Łukasik, Błach, 2016, s. 13–14]. Asymetria informacji wiąże się z tym, że jedna ze stron ma dostęp do informacji niezbędnych do podejmowania decyzji dotyczącej przeprowadzenia fuzji czy przejęcia, których nie zna druga strona. Przedsiębiorstwo przejmowane ma z reguły więcej informacji o potencjalnych dochodach i ryzyku niż przedsiębiorstwo przejmujące. Konsekwencją może być powstanie ryzyka przepłacenia, czyli przeszacowania wartości nabytego przedsiębiorstwa. Skutkować to może pojawieniem się dalszych ryzyk w postaci wystąpienia ryzyka finansowego i operacyjnego. Ryzyko finansowe ma miejsce, gdy przejęcie zostało sfinansowane kapitałem obcym, a niemożliwe staje się jednoczesne finansowanie własnych operacji. Dodatkowo ryzyku operacyjnemu towarzyszy niewielka wiedza odnośnie do działalności przejmowanego przedsiębiorstwa.

Należy zatem zauważyć, że aby transakcja zakończyła się sukcesem, ważny jest zarówno proces przejęcia, jak i tzw. faza potransakcyjna. Bariery występujące po zakończeniu transakcji wiążą się nie tylko z obawami inwestorów, ale również dotyczą postaw zachowawczych i braku doświadczenia strony przejmowanej, co w konsekwencji może doprowadzić do niepowodzenia transakcji.

Na postawy i zachowania pracowników oraz menedżerów w procesach integracji przedsiębiorstw niewątpliwy wpływ ma charakter przeprowadzanej transakcji. Jeżeli przejęcie kontroli nad przedsiębiorstwem przez inwestorów zewnętrznych jest przyjazne, kadra kierownicza angażuje swoje oszczędności w objęcie akcji, kierując się głównie motywem zachowania pozycji kierowniczej w nowej strukturze własnościowej spółki. Natomiast w przypadku wrogiego przejęcia będzie zachowywać bierną postawę [Pawłowski, 2004, s. 60]. O tym, że połączenie dużych zasobów ludzkich jest bardzo trudne, świadczy fakt, że pełna integracja zajmuje często od 5 do 7 lat, a w przypadku wrogich przejęć – nawet do 10 lat.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 17:18:31

3. Konflikty interesów w obszarze fuzji i przejęć

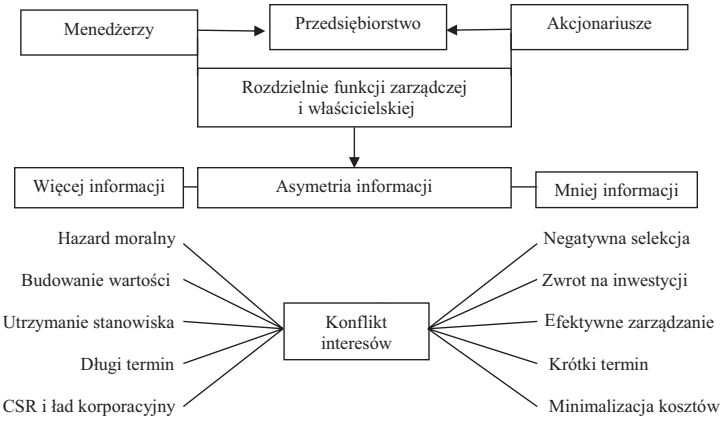
Należy zwrócić uwagę na podmiotową strukturę rynku koncentracji kapitału, z uwzględnieniem interesariuszy bezpośrednio uczestniczących w transakcji, tj. właścicieli (akcjonariuszy), menedżerów oraz pracowników. Fuzje i przejęcia wpływają bezpośrednio na ich sytuację, ale też w określony sposób to oni kształtują przebieg i rezultaty tych procesów. Procesy te oddziałują silnie na postawy oraz zachowania menedżerów i pracowników, a także stają się źródłem licznych zagrożeń, ale też szans.

W kapitałowym łączeniu się przedsiębiorstw niewątpliwą rolę odgrywa aspekt kulturowy, który wiąże się z powstającymi konfliktami w przeprowadzaniu fuzji i przejęć. Stopień dostosowania kulturowego pomiędzy łączącymi się organizacjami polega na integrowaniu się różnych środowisk, wypieraniu jednej kultury przez inną lub na zachowaniu autonomii. Słaby poziom dostosowania kulturowego najczęściej prowadzi do niepewności i rozbicia kulturowego, co ma niekorzystny wpływ na układ organizacyjny. Przejęcia, w których inwestor narzuca swoją kulturę, wiążą się najczęściej z zastąpieniem dotychczasowych kierowników własną zaufaną kadrą. Zdarza się, że pracownicy odchodzą zanim zostaną zwolnieni [Aniszewska, 2004, s. 96].

Kolejnym problemem w kapitałowym łączeniu się przedsiębiorstw jest konflikt interesów na płaszczyźnie właściciele – menedżerowie. Chociaż menedżerowie powinni dążyć do realizacji interesów właścicieli przedsiębiorstwa, to cel kierownictwa i akcjonariuszy (udziałowców) nie zawsze jest w pełni tożsamy. Podstawę teoretyczną stanowi tzw. teoria agencji i związane z tym koszty agencji, które pojawiają się wtedy, gdy właściciele nie pełnią funkcji zarządczych w przedsiębiorstwie. Związek agencji zakłada, że właściciel (pryncypał) zatrudnia menedżera (agenta) do zarządzania przedsiębiorstwem w jego imieniu. Menedżerowie są prawnie zobowiązani do przedkładania interesu właścicieli nad swoim. Jednak mogą pojawić się konflikty interesów między menedżerami i właścicielami. Problem agencji związany jest z zagadnieniem tzw. hazardu moralnego (pokusy nadużycia), wynikającym z asymetrii informacji. Przy czym zjawisko hazardu moralnego definiowane jest jako sytuacja, w której jedna ze stron jest skłonna i ma warunki, aby podejmować działania, które są niekorzystne z punktu widzenia drugiej strony transakcji. Na rys. 2 została przedstawiona teoria agencji w zakresie procesów fuzji i przejęć.

Przejęcia przedsiębiorstw są zatem dokonywane nie tylko przez inne przedsiębiorstwa, ale i przez menedżerów. Nazywane są one przejęciami menedżerskimi i polegają na przejęciu przez własną kadrę menedżerską większości, a przynajmniej znaczącej części, udziałów przedsiębiorstwa, w którym jest ona zatrudniona (*management buy-out* – MBO). Definicja może być rozszerzona o zaznaczenie, że przejęcie odbywać się może z zewnętrznym zasilaniem kapitałowym (*laveraged management buy-out* – LMBO), jak również że w przejęciu uczestniczyć mogą pracownicy przedsiębiorstwa (*employment buy-out* – EBO; *laveraged employment buy-out* – LEBO) [Kozłowska-Makóś, 2009, s. 374]. Z drugiej strony tego typu strategie mogą stanowić jeden z elementów technik obrony przed wrogim przejęciem. Dotychczasowi

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 17:18:31



Rys. 2. Teoria agencji w procesach fuzji i przejęć

Źródło: opracowanie własne.

menedżerowie będą znacznie bardziej przychylnie przyjęci przez dotychczasowych akcjonariuszy niż niechciany inwestor zewnętrzny.

Należy zwrócić uwagę na najczęściej występujące motywy przejęć menedżerskich:

- uzyskanie ponadprzeciętnej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału – czynnikiem skłaniającym menedżerów do podjęcia ryzyka jest przekonanie o ukrytej wartości zarządzanego przez nich przedsiębiorstwa,
- zdobycie kontroli nad spółką – motyw ten pozwala na realizację własnej wizji rozwoju przedsiębiorstwa,
- zachowanie stanowiska kierowniczego – dotychczasowe kierownictwo zagrożone utratą pracy aktywizuje swoje działania mające na celu przejęcie przedsiębiorstwa,
- zapewnienie bytu sobie i rodzinie – przejęcie przedsiębiorstwa nawet wtedy, gdy przynosi tylko nieznaczne dochody, zapewnia pracę nie tylko przejmującym, ale często także ich rodzinom.

Menedżerowie – w przeciwieństwie do akcjonariuszy, którzy są zainteresowani głównie zyskiem – zwracają zatem uwagę na bezpieczeństwo zatrudnienia czy zakres władzy. W przypadku rozproszonego akcjonariatu kierownictwo ma więcej możliwości realizowania partykularnych interesów kosztem interesów akcjonariuszy [Kozłowska-Makóś, 2009, s. 375]. W celu ograniczania negatywnych konsekwencji teorii agencji w przedsiębiorstwie można zastosować np. efektywny nadzór korporacyjny, relacje inwestorskie czy system wynagradzania menedżerów oparty na wartości rynkowej [Merrinson, Smart, 2006, s. 29–30]. W rzeczywistości żaden kontrakt nie jest w stanie przewidzieć wszystkich możliwych sytuacji i wymaganych zachowań agenta, a więc rodzi się przestrzeń dla manipulacji zorientowanej na maksymalizację korzyści własnej.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 17:18:31

Pojawiają się również negatywne skutki tych transakcji. Wskazuje się bowiem na niekorzystny wpływ tych procesów na działalność spółek przejmowanych, redukcję zatrudnienia, a nawet na to, że mogą być przyczyną bankructwa. Zagrożenia te wynikają często z niespełnienia warunków koniecznych do ich powodzenia już na etapie podejmowania decyzji o przeprowadzeniu wykupu. Wskazuje się, że pozytywne skutki tych transakcji występują głównie w organizacjach stosunkowo małych. W organizacjach większych nieuchronnie nastąpi rozdział funkcji właścicielskiej od zarządczej. Powstanie zatem ponownie relacja agent – właściciel, której eliminacja jest podstawową zaletą transakcji MBO.

Podsumowanie

Jak wynika z rozważań, w procesie integracji przedsiębiorstw występuje wiele możliwości koncentracji kapitału, a proces ich różnicowania cały czas następuje. Niewątpliwie są to procesy, którym towarzyszą liczne ryzyka i niepewność. Współczesny rynek koncentracji kapitału charakteryzuje się ograniczoną efektywnością, a związana z tym asymetria informacji przyczynia się do powstania konfliktów interesów. Szczególnego znaczenia w tym zakresie nabiera teoria agencji i towarzyszące temu koszty agencji. Akcentuje się przy tym konflikt interesów między agentem i przełożonym, jak również występowanie wysokich kosztów i trudności weryfikacji przez przełożonego działań menedżera. Z pewnością wykupy menedżerskie są efektywną formą przejęcia spółki i stanowią jeden z najciekawszych obszarów rynku koncentracji kapitału. Konieczny wobec tego jest system oceny fuzji i przejęć przedsiębiorstw w aspekcie teorii agencji. Szeroko rozwijająca się gospodarka polska wymaga racjonalizacji działań niemal we wszystkich płaszczyznach aktywności gospodarczej, także społecznej.

Niniejszy artykuł stanowi jedynie wstępną próbę analizy wskazanego zjawiska, które ze względu na swoją złożoność zasługuje na dalsze badania naukowe.

Bibliografia

Aniszewska G., *Strategie integracji firm w fuzjach i przejęciach*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2004.

https://imaa-institute.org/m-and-a-statistics-countries [dostęp: 30.03.2017].

Kozłowska-Makóś D., *Fuzje i przejęcia jako formy koncentracji kapitału*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach" 2016a, nr 282.

Kozłowska-Makóś D., *Społeczne aspekty procesów łączenia się małych i średnich przedsiębiorstw*, „Ekonomiczne Problemy Usług" 2009, nr 34.

Kozłowska-Makóś D., *Wpływ rynkowego trendu koncentracji kapitału na strategię finansową przedsiębiorstwa*, [w:] G. Łukasik (red.), *Strategie finansowe przedsiębiorstwa wobec zmian na rynku kapitałowym*, CeDeWu, Warszawa 2016b.

Łukasik G., Błach J., *Strategie finansowe przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2016.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 05/09/2026 17:18:31

Merrinson W.L., Smart S.B., *Introduction to Corporate Finance*, Thomson South-Western, Mason 2006.
Pawłowski J., *Motywy podejmowania działań prywatyzacyjnych w kontekście przejęć menedżerskich*, „Zarządzanie Zasobami Ludzkimi" 2004, nr 3–4.
Zadora H., *Fuzje i przejęcia na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2011.

The Rationale and Consequences of Interests' Conflicts in the Area of Capital Concentration

Decisions on merger or takeover belong to the most difficult and risky. They cause a lot of changes, not only in the area of core business, but also social. The issue of hidden information arising from the uncertainty of the environment is important. This asymmetry may occur because of an agent acting whose course or outcome is not known to the principal – the so-called hidden action of the manager. Specific consequences are created by nature of the transaction, friendly or hostile, as well as the accompanying conflicts of interests. The purpose of this article is – based on the literature – an attempt to identify potential interests' conflicts in mergers and acquisitions.

Przesłanki i konsekwencje konfliktów interesów w warunkach koncentracji kapitału

Decyzje o realizacji fuzji lub przejęcia należą do najtrudniejszych i najbardziej ryzykownych. Powodują wiele zmian nie tylko w obszarze ekonomicznym, ale także społecznym. Ważny jest problem ukrytej informacji, wynikającej z niepewności otoczenia. Asymetria ta może przejawiać się na skutek podjęcia przez agenta działania, którego przebieg lub wynik nie są znane pryncypałowi (tzw. ukryte działanie menedżera). Szczególne konsekwencje stwarza charakter transakcji (przyjazny czy wrogi) oraz towarzyszące temu konflikty interesów. Celem artykułu jest – podjęta na podstawie literatury przedmiotu – próba identyfikacji potencjalnych konfliktów interesów w procesach fuzji i przejęć.