

# Długookresowy wpływ połączeń przedsiębiorstw na wartość spółek przejmujących

<https://doi.org/10.33141/po.2010.10.08>

Przeład Organizacji, Nr 10 (849), 2010, ss. 33-36

[www.przeładorganizacji.pl](http://www.przeładorganizacji.pl)

Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa (TNOiK)

Leszek Czerwonka

## Wprowadzenie

**P**rzedsiębiorstwa jako drogę rozwoju często wybierają połączenia z innymi podmiotami rynkowymi. W przypadku spółek giełdowych, których wycena opiera się na przewidywanych przyszłych zyskach, transakcje te mają wpływ na cenę akcji. Jeżeli inwestorzy uważają, że długoterminowy wpływ fuzji lub przejęcia na spółkę będzie pozytywny, wówczas ceny akcji rosną, w przeciwnym przypadku ceny maleją. Dotychczas przeprowadzono wiele analiz, zarówno krótko-, jak i długoterminowych, wpływu połączeń na ceny akcji spółek biorących w nich udział, z których wynika raczej brak pozytywnego wpływu transakcji na wartość spółek przejmujących. Analizy te dotyczyły głównie rynku amerykańskiego. Celem tego opracowania jest sprawdzenie, czy w długim (w porównaniu do analiz kilkudniowych), 3-letnim okresie, gdy mógł już ujawnić się realny wpływ transakcji, spółki przejmujące uzyskały pozytywne efekty przejęcia. Hipoteza badawcza to stwierdzenie, że transakcje połączeń przeciętnie nie mają pozytywnego wpływu na wartość spółek przejmujących w okresie 3 lat po ogłoszeniu transakcji. Próbą badawczą są spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), które w latach 2002–2005 ogłosiły udział w transakcji połączenia jako strona przejmująca. Badanie oparte jest na analizie nadzwyczajnych stóp zwrotu „kup i trzymaj” BHAR. Metoda analizy nadzwyczajnych stóp zwrotu (skumulowanych – CAR oraz „kup i trzymaj” BHAR) jest stosowana między innymi do analizy: wpływu publikacji sprawozdań finansowych lub prognoz zysku, ogłoszenia zmian polityki dywidend na cenę akcji, wezwań do sprzedaży akcji czy informacji o fuzji.

## Motywy łączenia przedsiębiorstw i wpływ transakcji na wartość spółek

**W**łaściciele przedsiębiorstw powierzają zarządzanie swoimi spółkami menedżerom, którzy w ich imieniu tak powinni kierować przedsiębiorstwem, aby maksymalizować korzyści uzyskiwane przez właścicieli spółki. Taki mechanizm funkcjonowania przedsiębiorstw przyjmuje neoklasyczna teoria przedsiębiorstwa, w której jednym z podstawowych założeń jest założenie maksymalizacji zysku. Istnieją jednak również alternatywne

teorie przedsiębiorstwa, między innymi teorie menedżerskie, według których głównym celem menedżerów jest maksymalizacja własnych korzyści, czerpanych z pełnionej funkcji. W związku z tym inwestorzy mogą zastanawiać się, czy działania podejmowane przez menedżerów mają na celu poprawę sytuacji zarządzających, czy właściciele przedsiębiorstwa. Szczególnie odnosi się to do zagadnienia połączeń przedsiębiorstw, ponieważ podstawowym wnioskiem wynikającym z menedżerskich modeli przedsiębiorstwa jest stwierdzenie, że skutkiem działań menedżerów jest zwiększanie przychodów, majątku, zatrudnienia, czyli ogólnie wielkości przedsiębiorstwa, ponad wielkość optymalną [Baumol, 1958; Williamson, 1963; Yarrow, 1973]. Dlatego też klasyfikacje motywów połączeń przedsiębiorstw zawierają zawsze motywy menedżerskie. W klasyfikacjach tych kładzie się nacisk na różne aspekty, występuje tam również różne grupowanie motywów szczegółowych, jednak można stwierdzić, że klasyfikacje te są w dużym stopniu zbieżne. Jako przykład można podać klasyfikacje z publikacji Guglera, Muellera, Yurtoglu i Zelehnera (2003) czy też z opracowania pod redakcją Frąckowiaka (1998).

Klasyfikacja motywów połączeń, zawarta w opracowaniu Guglera i innych, jest klasyfikacją, w której motywy połączeń podzielono na trzy grupy [Gugler i inni, 2003, s. 626]:

- wzrost siły rynkowej,
- obniżka kosztów,
- motywy menedżerskie.

Z kolei u Frąckowiaka występuje podział motywów na cztery grupy [Frąckowiak, 1998, s. 22]:

- techniczne i operacyjne,
- rynkowe i marketingowe,
- finansowe,
- menedżerskie.

W klasyfikacji tej, mimo że akcenty zostały rozłożone trochę inaczej, generalna zasada jest podobna. Początkowe grupy motywów odpowiadają celowi maksymalizacji zysku, ostatnia grupa to motywy menedżerskie. Motywy techniczne i operacyjne oraz finansowe generalnie powodują obniżkę kosztów działania, a motywy rynkowe i marketingowe w dużej części mają powodować wzrost siły rynkowej. Klasyfikacje nie odpowiadają sobie w pełni, jednak można zauważyć ich podobieństwo.

Stwierdzenie, czy menedżerowie kierują się zasadą maksymalizacji zysku przedsiębiorstwa nie jest



proste, ponieważ maksymalizacja zysku w krótkim okresie może być niekorzystna w okresie długim. Podstawowym jednak problemem jest fakt, że neoklasyczny model przedsiębiorstwa opiera się na założeniu pewnej i doskonałej informacji, podczas gdy rzeczywiste przedsiębiorstwa funkcjonują w warunkach ryzyka i niepewności. Stąd też przyjmuje się, że dobrze zdefiniowaną funkcją celu, równoważną maksymalizacji zysku, jest maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Wartość przedsiębiorstwa odpowiada wartości zaktualizowanej przyszłego strumienia zysków. Dlatego wzrost zysków, które mogą zostać w przyszłości osiągnięte, spowoduje wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa. W warunkach niepewności menedżerowie czynią sytuację akcjonariuszy najlepszą z możliwych wtedy, gdy próbują osiągnąć możliwie największą wartość akcji [Varian, 2002, s. 352].

Dotychczasowe analizy wpływu połączeń przedsiębiorstw na wartość przedsiębiorstw, biorących udział w transakcjach, wskazują, że akcjonariusze firm-celów zawsze zyskują na transakcjach przejęć, podczas gdy zysk akcjonariuszy spółek przejmujących jest niewielki lub wręcz akcjonariusze ci tracą z powodu przeprowadzenia transakcji. Do wniosków takich doszli Jensen i Ruback po analizie kilkunastu programów badań transakcji połączeń [Jensen, Ruback, 1983]. Analizowane przez nich programy badań dotyczyły efektów krótkoterminowych, w większości kilkudniowych (a maksymalnie 12-miesięcznych) wokół dnia ogłoszenia transakcji. Przedmiotem badań były więc oczekiwania inwestorów co do wpływu transakcji na funkcjonowanie spółek. Podobne wyniki uzyskali także inni autorzy, jak na przykład Morck, Shleifer i Vishny (1990) czy Anand i Singh (2008).

Również analizy długookresowe, w których analizuje się okres 3 do 5 lat po transakcji połączenia, wskazują na przeciętnie gorsze wyniki w stosunku do grupy kontrolnej lub zachowania całego rynku. Agrawal, Jaffe i Mandelker stwierdzają, że akcjonariusze spółek przejmujących odczuwają przeciętnie 10-procentową utratę bogactwa w okresie 5 lat po transakcji połączenia [Agrawal i inni, 1992, s. 1618]. Utratę wartości spółek przejmujących zauważyli w kilkuletnim okresie po transakcji także między innymi Asquith (1983), Loughran i Vijh (1997), Mitchell i Stafford (2000) czy Rosen (2006). Loughran i Vijh oraz Mitchell i Stafford stwierdzili dla całej próby przeciętnie utratę wartości, jednak dzieląc próbę na transakcje finansowane gotówką oraz emisją akcji, uzyskali wzrost wartości spółek przejmujących dla finansowania gotówką, zaś spadek wartości dla finansowania transakcji emisją akcji.

### **Analiza zdarzeń i metoda BHAR (buy-and-hold-abnormal returns)**

**A**naliza zdarzeń (*event study*) jest narzędziem pomagającym w ocenie wpływu pewnych zdarzeń dotyczących spółki na cenę akcji tej spółki, czyli na jej wartość rynkową [Kothari, Warner, 2006, s. 5, Gurgul, 2006, s. 26]. Metoda analizy zdarzeń polega na obliczeniu oczekiwanych („normalnych”) zwrotów z akcji, które powinny wystąpić, gdyby żadne nadzwyczajne zdarzenie nie wystąpiło, a następnie porównaniu rzeczywistych zwrotów z akcji z oczekiwanymi.

$$R_{it} = K_{it} + e_{it} ,$$

gdzie:

$R_{it}$  – stopa zwrotu z akcji spółki  $i$ -tej, której dotyczy zdarzenie, w okresie  $t$  w stosunku do dnia zdarzenia,  $K_{it}$  – „normalna” stopa zwrotu (oczekiwana stopa zwrotu, wyznaczona za pomocą modelu),  $e_{it}$  – nadzwyczajny, nieoczekiwany, składnik stopy zwrotu z akcji spółki  $i$ -tej w okresie  $t$  [Kothari, Warner, 2006, s. 9–10], stąd:

$$e_{it} = AR_{it} = R_{it} - K_{it} ,$$

gdzie:

$AR_{it}$  – nadzwyczajna stopa zwrotu z akcji spółki  $i$ -tej w okresie  $t$ .

Porównanie zwrotów rzeczywistych z oczekiwanymi daje „nadzwyczajne stopy zwrotu”. Jeżeli wartość nadzwyczajnej stopy zwrotu jest większa od zera, oznacza to, że zdarzenie spowodowało dodatkowy wzrost wartości spółki dla akcjonariuszy. Ujemna wartość nadzwyczajnej stopy zwrotu oznacza zmniejszenie wartości spółki w stosunku do sytuacji, gdyby zdarzenie nie wystąpiło. Aby uzyskać „normalne” stopy zwrotu, konieczny jest model, który pozwoli je obliczyć. Przykładowe stosowane modele to: model skorygowany o średnią, model skorygowany o rynek, model rynkowy, model CAPM, trójczynnikiowy model Famy i Frencha, model portfelowy czy model spółki kontrolnej.

W analizach wpływu zdarzeń na wartość spółek spotyka się dwa mierniki nadzwyczajnych stóp zwrotu:

- *CAR* – cumulative abnormal returns,
- *BHAR* – buy-and-hold-abnormal returns.

Skumulowana nadzwyczajna stopa zwrotu *CAR* liczona jest jako suma nadzwyczajnych stóp zwrotu w pewnym okresie:

$$CAR_{iT} = \sum_{t=1}^T AR_{it} .$$

Z kolei stopa zwrotu „kup i trzymaj” *BHAR* mierzy stopę zwrotu z akcji kupionych na początku okresu analizy i trzymany do końca okresu pomiaru stopy nadzwyczajnej, skorygowaną o oczekiwaną stopę zwrotu w tym okresie:

$$BHAR_{iT} = \prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^T (1 + K_{it})$$

(oznaczenia jak wyżej) [Barber, Lyon, 1997, s. 344].

W niniejszym opracowaniu używa się nadzwyczajnej stopy zwrotu „kup i trzymaj” *BHAR* stosowanej przez Rosena, w której rzeczywista stopa zwrotu z akcji skorygowana jest przez podzielenie przez stopę zwrotu z indeksu giełdowego:

$$BHAR_{iT} = \prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) / \prod_{t=1}^T (1 + R_{index,t}) ,$$

gdzie:

$R_{index,t}$  – wartość indeksu giełdowego w okresie  $t$  [Rosen, 2006, s. 1006].

W przypadku tak zdefiniowanej nadzwyczajnej stopy zwrotu akcjonariusze zyskają, gdy jej wartość będzie powyżej jedności, zaś tracą, gdy wartość *BHAR* będzie w przedziale od zera do jednego.

Podstawową różnicą w stosowaniu nadzwyczajnych stóp zwrotu *CAR* oraz *BHAR* jest horyzont czasowy analizy. Barber i Lyon, w swoim opracowaniu dotyczącym obliczania długookresowych nadzwyczajnych stóp zwrotu (od roku do 5 lat), stwierdzają, że w takim okresie właściwą metodą uzyskania prawidłowych wyników jest zastosowanie metody *BHAR* (*buy-and-hold-abnormal-returns*), a nie metody *CAR* (*cumulative abnormal returns*). Autorzy stwierdzają, że stopy *CARs* są obciążonymi predyktorami stóp *BHARs*, podając jako przykład analizę na próbie przedsiębiorstw, w której stopa *BHAR* w odniesieniu do indeksu rynkowego równa była zeru dla okresu jednego roku, podczas gdy 12-miesięczna stopa *CAR* wyniosła przeciętnie 5 proc. [Barber, Lyon, 1997, s. 370]. Z kolei Fama przekonuje, że jego teoretyczne i statystyczne rozważania sugerują, że powinno się raczej stosować stopę *CAR* (*AAR*), a nie stopę *BHAR* [Fama, 1998, s. 298]. Mimo że Fama wskazuje stopę *CAR* jako właściwą do obliczeń zarówno krótko-, jak i długookresowych, to jednak rozpowszechnione jest twierdzenie, że standardową metodą pomiaru długookresowych nadzwyczajnych stóp zwrotu jest stopa *BHAR* [Mitchell, Stafford, 2000, s. 296].

### Opis badania

**B**adanie zostało przeprowadzone na próbie 45 spółek, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, które w latach 2002–2005 ogłosiły udział w transakcji połączenia jako strona przejmująca. Dane uzyskano z serwisu Thomson Reuters na podstawie specjalnej umowy o współpracy pomiędzy Uniwersytetem Gdańskim a firmą Thomson Reuters. Próba została ograniczona do transakcji, gdzie zarówno spółka nabywająca, jak i nabywana zostały zaklasyfikowane jako podmioty polskie, zaś transakcja została przeprowadzona w walucie polskiej (PLN). Analizę oparto na metodzie *BHAR*, według formuły stosowanej przez Rosena (2006), dla okresu -2 dni do +3 lata, w stosunku do daty ogłoszenia transakcji, dlatego też spółki, które nie były notowane na giełdzie wystarczająco długo po ogłoszeniu transakcji, zostały wyłączone z próby badawczej.

Oczekiwane stopy zwrotu zostały uzyskane za pomocą modelu skorygowanego o rynek, w którym indeksem, użytym do skorygowania rzeczywistych stóp zwrotu z akcji spółek przejmujących w celu uzyskania nadzwyczajnych stóp zwrotu, był indeks

WIG. Ceny akcji oraz wartości indeksu WIG pochodzą z archiwum serwisu GPWInfoStrefa, który jest serwisem informacyjnym na temat spółek notowanych na GPW, powstałym w wyniku współpracy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie oraz Polskiej Agencji Prasowej. Dodatkowo, w przypadku spółek, dla których wskutek łączenia się z innymi spółkami giełdowymi, brak było danych z pewnego okresu, posiłkowano się danymi ze strony www Domu Maklerskiego BOŚ SA. W celu uzyskania stóp zwrotu z rzeczywiście uzyskanego przez inwestorów dochodu ceny akcji zostały skorygowane o podziały akcji, prawa poboru oraz wypłacone dywidendy. Informacje o podziałach akcji, prawach poboru oraz dywidendach pochodzą z „Roczników Giełdowych” z lat 2003–2009, wydawanych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Użyta formuła, służąca do korekty ceny akcji o wartość prawa poboru, zgodna jest z formułą stosowaną przez GPW w Warszawie do korekty wartości indeksu WIG, który, jako indeks dochodowy, również jest korygowany w przypadku dokonywania przez spółki podziałów akcji, emisji akcji z prawem poboru czy wypłaty dywidendy.

### Wycena spółek 3 lata po ogłoszeniu transakcji

**A**naliza wartości spółek, które w latach 2002–2005 ogłosiły udział w transakcji połączenia jako podmiot przejmujący, po 3 latach od ogłoszenia transakcji, nie wskazuje jednoznacznie, aby te transakcje były dla spółek korzystne. Średnia wartość nadzwyczajnej stopy zwrotu „kup i trzymaj” *BHAR* wynosi dla całej próby 1,09, co oznacza, że po 3 latach analizowana grupa spółek przyniosła 9 proc. zysku powyżej stopy zwrotu z indeksu WIG (czyli zysku nadzwyczajnego). Jednak z powodu dużego rozrzutu wyników wartość ta nie jest statystycznie istotnie różna od 1. Po odrzuceniu po jednej skrajnej wartości *BHAR* od dołu i od góry średnia dla próby stopa *BHAR* spadła do 1,02. Ze względu na widoczny wpływ skrajnych wyników dokonano obliczeń stopy *BHAR* dla próby zmniejszonej o 5 oraz 10 proc. skrajnych wyników z każdej strony (tabela 1).

Po zmniejszeniu próby o wartości skrajne średnia wartość *BHAR* nie wskazuje już na wzrost, a na spadek wartości przedsiębiorstw, które ogłosiły w latach 2002–2005 udział w transakcji fuzji lub przejęcia. Mediana w tej próbie wynosi 0,79, a kolejne decyle przedstawia tabela 2.

Tab. 1. Średnie nadzwyczajne stopy *BHAR* dla różnych wielkości próby

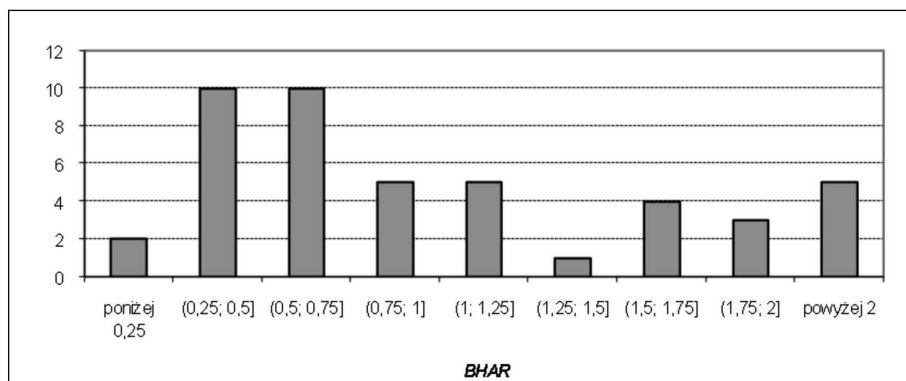
	<i>BHAR</i>	<i>BHAR</i> -1	<i>BHAR</i> -5%	<i>BHAR</i> -10%
Średnia	1,091	1,021	0,979	0,951
Mediana	0,794	0,794	0,794	0,794

Źródło: opracowanie własne.

Tab. 2. Nadzwyczajne stopy *BHAR* w podziale na decyle

Decyle	0,10	0,20	0,30	0,40	0,50	0,60	0,70	0,80	0,90
<i>BHAR</i>	0,33	0,41	0,59	0,68	0,79	1,00	1,23	1,69	2,05

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 1. Rozkład nadzwyczajnych stóp zwrotu BHAR

Źródło: opracowanie własne.

Granica rentowności, którą powinny przekraczać stopy zwrotu, aby wyniki spółek były lepsze od przeciętnej na rynku, jest liczba 1. W badanej próbie 60 proc. wyników jest poniżej tej granicy, czyli przyniosło ujemne efekty w ciągu 3 lat po ogłoszeniu przejęcia lub fuzji, a tylko 40 proc. przyniosło efekty dodatnie (tabela 2).

Rozkład nadzwyczajnych stóp zwrotu BHAR, który został przedstawiony na rysunku 1, wskazuje, że największe liczebności wyników znajdują się w przedziałach (0,25; 0,5] oraz (0,5; 0,75] – łącznie ponad 44 proc. wyników. Tak więc ujemne efekty dla inwestorów przyniosło 60 proc. spółek, w tym większość spowodowała straty od 75 do 25 proc. w stosunku do przeciętnej stopy zwrotu na rynku giełdowym.

## Podsumowanie

Zmiany cen akcji spółek pokazują, jak inwestorzy oceniają ich przyszły potencjał i przyszłe zyski. Dotychczasowe badania wpływu połączeń przedsiębiorstw na ich wycenę (zarówno krótko-, jak i długookresowe) wskazują, że o ile spółki przejmowane przeciętnie zyskują, to spółki przejmujące w najlepszym razie nie tracą. Przeprowadzona analiza na próbie polskich spółek giełdowych, spośród tych, które brały udział w transakcji fuzji lub przejęcia w latach 2002–2005, potwierdziła wnioski wynikające z opracowań analizujących zależności na dojrzałych rynkach, głównie amerykańskim. W przypadku zakupu na okres 3 lat akcji spółek, biorących udział w fuzjach lub przejęciach jako strona przejmująca, większe jest prawdopodobieństwo straty niż zysku.

dr Leszek Czerwonka  
Katedra Mikroekonomii  
Uniwersytetu Gdańskiego

## BIBLIOGRAFIA

- [1] AGRAWAL A., JAFFE J.F., MANDELKER G.N., *The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly*, „Journal of Finance” 1992, vol. 47, no. 4, s. 1605–1621.
- [2] ANAND M., SINGH J., *Impact of Merger Announcements on Shareholders. Wealth: Evidence from Indian Private Sector Banks*, „Vikalpa” 2008, vol. 33, no. 1.
- [3] ASQUITH, P., *Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns*, „Journal of Financial Economics” 1983, vol. 11, s. 51–83.
- [4] BARBER B.M., LYON J.D., *Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test*

*Statistics*, „Journal of Financial Economics” 1997, vol. 43, s. 341–372.

[5] BAUMOL W.J., *On the Theory of Oligopoly*, „Econometrica” 1958, vol. 25, s. 187–198.

[6] FAMA E.F., *Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance*, „Journal of Financial Economics” 1998, vol. 49, no. 3, s. 283–306.

[7] FRĄCKOWIAK W. (red.), *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 1998.

[8] GPWInfostrefa, [www.gpwinfostrefa.pl](http://www.gpwinfostrefa.pl) (dostęp: 20–27.04.2010).

[9] GUGLER K., MUELLER D.C., YURTOGLU B.B.,

ZELEHNER C., *The Effects of Mergers: An International Comparison*, „International Journal of Industrial Organization” 2003, vol. 21, s. 625–653.

[10] GURGUL H., *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.

[11] Wykresy Intraday w programie Omega, w: Notowania & Wykresy-Pliki z danymi – bossa\_pl, [http://bossa.pl/index.jsp?layout=mstock&page=1&news\\_cat\\_id=878&dirpath=/pub/intraday/omega/cgl/](http://bossa.pl/index.jsp?layout=mstock&page=1&news_cat_id=878&dirpath=/pub/intraday/omega/cgl/) (dostęp: 19.04.2010).

[12] JENSEN M.C., RUBACK R.S., *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, „Journal of Financial Economics” 1983, vol. 11, s. 5–50.

[13] KOTHARI, S., WARNER, J., *Econometrics of Event Studies*, in: E. ECKBO (ed.), *Handbook of Empirical Corporate Finance*, Elsevier, North-Holland 2006.

[14] LOUGHRAN T., VIJH A.M., *Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?*, „Journal of Finance” 1997, vol. 52, no. 5, s. 1765–1790.

[15] MITCHELL M.L., STAFFORD E., *Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance*, „Journal of Business” 2000, vol. 73, no. 3, s. 287–329.

[16] MORCK R., SHLEIFER A., VISHNY R.W., *Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?*, „Journal of Finance” 1990, vol. 45, no. 1, s. 31–48.

[17] PEREPECZO A., *Ocena efektów fuzji i przejęć. Istota metodologii analizy zdarzenia*, w: D. ZARZECKI (red.), *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, tom I, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2006.

[18] „Roczniki Giełdowe 2003–2009”, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2003–2009, <http://www.gpw.pl> (dostęp: 10.12.2009).

[19] ROSEN R.J., *Merger Momentum and Investor Sentiment: The Stock Market Reaction to Merger Announcements*, „Journal of Business” 2006, vol. 79, no. 2, s. 987–1017.

[20] VARIAN H.R., *Mikroekonomia. Kurs średni – ujęcie nowoczesne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.

[21] WILLIAMSON O.E., *Managerial Discretion and Business Behavior*, „American Economic Review” 1963, vol. 53, no. 5, s. 1032–1057.

[22] YARROW G.K., *Managerial Utility Maximization under Uncertainty*, „Econometrica” 1973, vol. 40, s. 155–173.

## Summary

As a way to grow firms often choose to connect with other companies. These transactions influence future firms' profits what result in the change of those firms' value. The aim of the research is to check the influence of mergers and acquisitions on firms listed on the Warsaw Stock Exchange, which informed about taking over other companies in period 2002–2005. The method of analysis is an event study, which assesses abnormal returns (BHAR) in the analysis period.