

ROZDZIAŁ 14

WZROST WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA A AKTYWNOŚĆ W OBSZARZE FUZJI I PRZEJĘĆ

Wprowadzenie

Często wybieranym sposobem wzrostu jest łączenie przedsiębiorstw. Celem artykułu jest sprawdzenie, czy duża aktywność na rynku kontroli nad przedsiębiorstwami powoduje wzrost wartości przedsiębiorstwa. Innymi słowy, celem artykułu jest sprawdzenie, czy ceny akcji spółek, które przejmowały inne przedsiębiorstwa lub łączyły się z innymi przedsiębiorstwami, jest wyższa od cen spółek, które nie przejawiały aktywności w zakresie połączeń.

Przeprowadzone dotychczas badania nie wskazują jednoznacznie, czy połączenia przedsiębiorstw są korzystne dla uczestniczących w nich spółek. Jensen i Ruback wskazują, że przejęcia przedsiębiorstw przynoszą generalnie pozytywne efekty: przedsiębiorstwa przejmowane zyskują, zaś przedsiębiorstwa przejmujące przynajmniej nie tracą na operacji połączenia (Jensen, Ruback, 1983). Badania firmy doradczej KPMG przyniosły jednak przeciwne wnioski, ponieważ wynika z nich, że aż 53 proc. transakcji wiązało się ze spadkiem wartości przedsiębiorstw biorących udział w fuzji lub przejęciu, zaś tylko 17 proc. transakcji doprowadziło do zwiększenia wartości przedsiębiorstw uczestniczących w połączeniach (KPMG, 1999). Można podać dalsze przykłady: Bradley, Desai i Kim stwierdzili przeciętnie wzrost cen akcji po transakcji (Bradley i inni, 1988, za: Lipczyński i inni, 2005, s. 263), podobnie jak Schwert (Schwert, 1996, za Lipczyński i inni, 2005, s. 263), podczas gdy Jarrell, Brickley i Netter stwierdzili wzrost cen akcji spółek-nabywców w latach 60. i 70. oraz spadek cen akcji w latach 80. XX wieku (Jarrell i inni, 1988), zaś Roller, Stennek i Verboven zaobserwowali, że przeciętnie zyskiwały firmy-cele, natomiast transakcje nie miały wpływu na spółki przejmujące (Roller i inni, 2001).

Jak pokazują przytoczone badania, nie stwierdzono jednoznacznie pozytywnego lub negatywnego związku pomiędzy łączeniem się przedsiębiorstw a ich wyceną. Dlatego też konieczne są dalsze badania tego zagadnienia, aby m.in. znaleźć przyczyny powodujące, że transakcje, które musiały mieć pozytywne perspektywy (bez tego właściciele nie zgodziliby się na fuzję lub przejęcie), nie przyniosły oczekiwanych rezultatów. Aby jednak przejść do badań nad przyczynami ewentualnych niepowodzeń, należy stwierdzić, czy rzeczywiście połączenia rzeczywiście nie powodują wzrostu wartości. Hipoteza badawcza tego opracowania to stwierdzenie, że aktywność w zakresie fuzji i przejęć nie prowadzi generalnie do zwiększenia wartości przedsiębiorstwa. Badanie zostało przeprowadzone na podstawie próby dużych spółek (to znaczy: należących do indeksu WIG20) notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, które były aktywne na polu fuzji lub przejęć w początkowych latach XXI wieku. W celu stwierdzenia, czy aktywność ta spowodowała wzrost wartości spółki, wzrost wartości akcji został porównany ze wzrostem wartości indeksów giełdowych w kolejnych latach po roku 2004.

Mechanizmy wzrostu wartości spółki na skutek połączeń

Połączenie przedsiębiorstw jest decyzją, która wywołuje określone skutki ekonomicz-

ne. Zarządzający przedsiębiorstwami kierują się określonymi motywami, które mają wpływ na dalszą działalność łączących się podmiotów. Zgodnie z podejściem neoklasycznym celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja zysku. Nie należy jednak rozumieć tego postulatu jako konieczności maksymalizacji przez kadrę zarządzającą zysku w krótkim okresie, ponieważ takie postępowanie może być niekorzystne z długookresowego punktu widzenia. Uwzględniając teorię, według której wartość przedsiębiorstwa odzwierciedla zaktualizowaną wartość przyszłych zysków, dobrze zdefiniowaną funkcją celu przedsiębiorstwa jest maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa (czyli maksymalizacja ceny akcji) (Varian, 2002, s. 352). Istnieją jednak również alternatywne teorie przedsiębiorstwa, jak na przykład teorie menedżerskie, według których głównym celem zarządzających przedsiębiorstwem jest maksymalizacja korzyści czerpanych z funkcji pełnionych przez menedżerów.

Jedną z klasyfikacji motywów nabywania przedsiębiorstw, jest podział motywów na cztery grupy (Frąckowiak, 1998, s. 22):

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

Pierwsze trzy grupy motywów są przejawem założenia maksymalizacji zysku, maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa. Grupa czwarta, menedżerska, są to motywy, które kierują zarządzającymi przedsiębiorstwami w celu zwiększenia własnych korzyści, a nie korzyści akcjonariuszy.

Do szczegółowych motywów w grupie motywów technicznych i operacyjnych należą: zwiększenie efektywności działania przedsiębiorstwa nabywanego, chęć przejęcia kadry kierowniczej, czy też skorzystanie z efektu synergii. Zwiększenie efektywności działania przedsiębiorstwa nabywanego może odbyć się w sposób, który przedsiębiorstwo nabywające wypróbowało już u siebie i przez to jest to mniej ryzykowne. Restrukturyzacja polega przede wszystkim na zmniejszeniu kosztów i na bardziej rygorystycznym zarządzaniu finansami. Zmiany mogą polegać na pozbyciu się zbędnych aktywów lub przesunięciu ich do działalności, która przynosi większe korzyści.

Do motywów nabywania przedsiębiorstw należy też chęć skorzystania z efektu synergii (Frąckowiak, 1998, s. 26). W literaturze brak zgodności odnośnie do zakresu synergii. Jensen i Ruback uważają, że efekt synergii to obniżka kosztów produkcji i dystrybucji, która może zostać zrealizowana poprzez uzyskanie korzyści skali, integrację pionową, wdrożenie bardziej efektywnych metod produkcji, poprawienie organizacji, lepsze wykorzystanie zdolności zarządczych menedżerów przedsiębiorstwa przejmującego, czy ograniczenie kosztów agencji poprzez kontrolę jednego właściciela nad pewnymi aktywami (Jensen, Ruback, 1983). Z kolei według Farrella i Shapiro o synergii można mówić jedynie wówczas, gdy korzyści, które osiągnie się dzięki fuzji, nie mogą zostać osiągnięte samodzielnie. Mogą one występować tylko wtedy, gdy zajdzie bliska integracja pewnych trudno osiągalnych aktywów. W związku z tym nie można utożsamiać korzyści skali z efektem synergii, ponieważ korzyści skali mogą zostać uzyskane samodzielnie, poprzez rozbudowę własnego przedsiębiorstwa (Farrell, Shapiro, 2000).

Najczęściej jednak w literaturze spotyka się następujące źródła efektu synergii (Alberciak, 2002):

- korzyści skali,
- korzyści zakresu,
- ograniczenie kosztów transakcyjnych.

Powyższe wyliczenie wskazuje, że synergia może zostać osiągnięta m.in. dzięki korzyściom skali. Jest to argument podnoszony szczególnie w przypadku koncentracji poziomej. Przy przejęciu przedsiębiorstwa działającego w tej samej branży, można skorzystać z efektów

skali poprzez wydłużenie serii, co spowoduje obniżkę przeciętnych kosztów stałych.

Synergia występuje również, gdy przedsiębiorstwo kupuje inne przedsiębiorstwo, posiadające komplementarne zasoby i umiejętności do posiadanych. Gdy jedno przedsiębiorstwo posiada umiejętności, które drugie przedsiębiorstwo próbuje dopiero rozwinać, często o wiele korzystniej (szybciej i taniej) jest kupić całą firmę. Wreszcie synergia może być uzyskana dzięki uzyskaniu lepszej kontroli nad całym procesem produkcji (Williamson, Masten, 1999, s. 23-24). W porównaniu do kupowania półproduktów na otwartym rynku wytwarzanie ich we własnym zakresie może być lepszym rozwiązaniem, gdyż umożliwia techniczne zintegrowanie różnych etapów ciągu produkcyjno-technologicznego. Ułatwia to zarządzanie, koordynację oraz kontrolę całego procesu zaopatrzenia, produkcji i zbytu.

Następną grupą motywów są motywy rynkowe i marketingowe. Jednym z podstawowych motywów rynkowych jest zwiększenie udziału w rynku. Powoduje to zwiększenie siły przetargowej przedsiębiorstwa wobec jej dostawców i odbiorców. Dzięki temu możliwe jest stosowanie bardziej agresywnej polityki cenowej, skracanie terminów dostaw, wymuszanie poprawy jakości zaopatrzenia. Motywem rynkowym jest także komplementarność produktów lub rynków. Fuzja lub przejęcie pozwala firmie na oferowanie szerszego asortymentu lub obecność na większym rynku pod względem geograficznym (Frąckowiak, 1998, s. 28).

Trzecią grupą motywów są motywy finansowe. Korzyści finansowe mogą polegać na poprawie sytuacji finansowej jak i na wyższe cen akcji przedsiębiorstwa. Przejęcia mogą być powodowane nadmiernymi wolnymi funduszami, posiadanymi przez przedsiębiorstwa z dojrzałych sektorów, które mogą być wypłacone w postaci dywidendy lub zainwestowane w zakup innego przedsiębiorstwa. Motywem przejęcia może być też chęć zwiększenia możliwości zadłużania się. Jeżeli pewne przedsiębiorstwo nie wykorzystuje w pełni swoich możliwości zadłużania się, to kupując je nabywca uzyskuje możliwość dalszego zadłużania się w oparciu o powiększone, wspólne aktywa.

Następnym motywem zakupu może być niedoszacowanie wartości przedsiębiorstwa przez rynek. Przedsiębiorstwo nabywające na podstawie swojej oceny może uznać, że dane przedsiębiorstwo ma o wiele większą wartość niż wynika to z jego aktualnej wartości rynkowej. Motywem połączeń mogą być też korzyści podatkowe. (Frąckowiak, 1998, s. 29-31).

Ostatnią grupą motywów są motywy menedżerskie. Menedżerowie mają wiele powodów, żeby prowadzić do transakcji fuzji i przejęć. Chociaż mają oni kierować się maksymalizowaniem zysku¹ dla akcjonariuszy, którzy są właścicielami przedsiębiorstwa, kadra zarządzająca ma swoje własne motywy przejmowania innych przedsiębiorstw.

Wynagrodzenia menedżerów są zazwyczaj związane z obrotami i wielkością przedsiębiorstw ze względu na większą złożoność dużych organizacji. Kierownictwo może więc spodziewać się, że wzrost wielkości spółki spowoduje wzrost ich wynagrodzeń. Wielkość przedsiębiorstwa to oprócz wzrostu wynagrodzeń także wzrost prestiżu i władzy oraz swobody, spowodowanej większym rozproszeniem własności. Transakcja może również pomóc ukryć błędy popełnione w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Zarządzający uważają także, że większe przedsiębiorstwo będzie trudniej przejąć, sami więc łączą się i nabywają jako środek obrony przed wrogim przejęciem, którego skutkiem dla nich mogłaby być utrata stanowisk (Sudarsanam, 1998, s. 16-18).

Tak, jak trzy pierwsze grupy motywów mają na celu osiągnięcie różnymi drogami neoklasycznego celu maksymalizacji bogactwa akcjonariuszy, to próbę wyjaśnienia motywów grupy czwartej stanowią menedżerskie teorie przedsiębiorstwa. Jednym z modeli w ramach tej teorii jest model Baumola (Baumol, 1958). Główną hipotezą tego modelu jest stwierdzenie, że menedżerowie dążą do maksymalizacji przychodu całkowitego. Ułatwia to

¹ zysk rozumiany jako wartość przedsiębiorstwa w długim okresie, a nie różnicę między przychodami i kosztami przedsiębiorstwa.

menedżerom realizację ich własnych celów, takich jak: wzrost wynagrodzeń czy zwiększenie prestiżu i władzy (Baumol, 1972, s. 320). Powyższy cel mógłby jednak spowodować niezadowolone akcjonariuszy. Aby uniknąć niebezpieczeństwa zwolnienia, menedżerowie powinni zapewnić pewien, akceptowany przez właścicieli, poziom zysku.

Yarrow rozwija powyższy model, wprowadzając inny warunek ograniczający funkcję celu menedżerów – wielkość niedoszacowania wartości przedsiębiorstwa przez rynek kapitałowy, na jakie mogą sobie pozwolić menedżerowie (Yarrow, 1976). Swoboda działania menedżerów wynika z kosztów usunięcia ich ze stanowiska (koszty sformowania koalicji) oraz kosztów przejęcia (pogorszenie wyników pracy w okresie reorganizacji czy uwzględnianie działań urzędów ochrony konkurencji).

Menedżerski model przedsiębiorstwa został stworzony także przez Williamsona. Użyteczność czerpana przez menedżerów jest w tym modelu funkcją zysku, wynagrodzeń menedżerów, świadczeń na ich rzecz, inwestycji i zatrudnienia (Williamson, 1963). Model zakłada, że menedżerowie dysponują dużą swobodą działania i realizują własne cele, niekoniecznie zbieżne z celami właścicieli.

Inną klasyfikacją motywów połączeń jest klasyfikacja, w której motywy połączeń podzielono na trzy grupy (Gugler i inni, 2003):

- wzrost siły rynkowej
- obniżka kosztów
- motywy menedżerskie.

W klasyfikacji tej, mimo, że akcenty zostały rozłożone trochę inaczej, generalna zasada jest podobna. Dwie pierwsze grupy motywów odpowiadają celowi maksymalizacji zysku, ostatnia grupa to znowu motywy menedżerskie. Co więcej, motywy techniczne i operacyjne oraz finansowe generalnie powodują obniżkę kosztów działania, zaś motywy rynkowe i marketingowe w dużej części mają powodować wzrost siły rynkowej. Klasyfikacje nie odpowiadają sobie w pełni i wśród obu tych grup można znaleźć takie motywy, które należy zaklasyfikować odwrotnie, jednak można zauważyć duże podobieństwo.

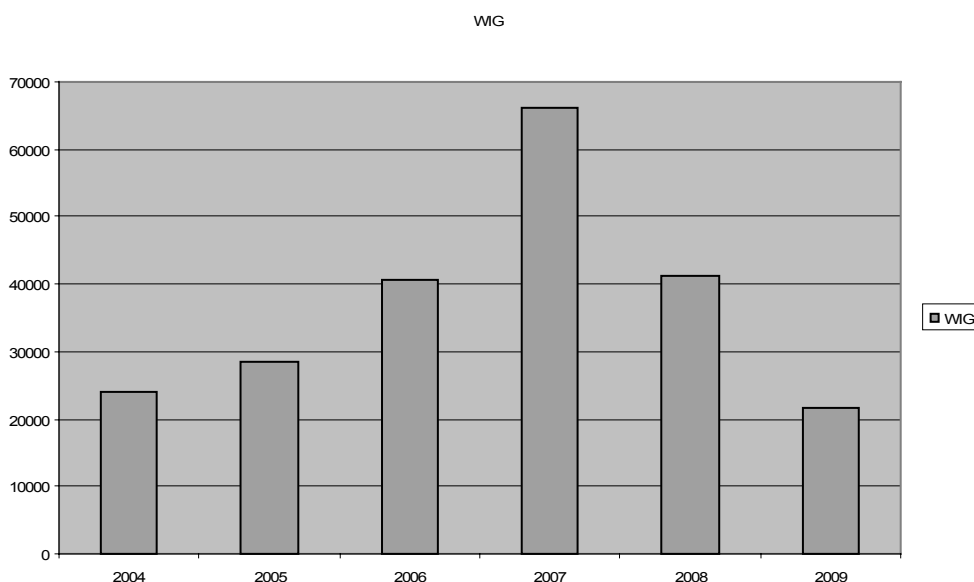
Tak więc, nie wnikając w grupowanie motywów, przyczynami połączeń przedsiębiorstw są wymienione powyżej czynniki. Jeżeli przyczyną połączeń nie są motywy menedżerskie, to połączenia przedsiębiorstw mają motywy ekonomiczne korzystne dla akcjonariuszy, podnoszące wartość przedsiębiorstwa na jeden lub więcej z wymienionych sposobów. Celem tego opracowania jest sprawdzenie czy aktywność na rynku kontroli nad przedsiębiorstwami powoduje wzrost wartości przedsiębiorstwa.

Założenia badania

Wśród spółek wchodzących w skład indeksu WIG20 na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych 8 spółek przejawiało szczególną aktywność w zakresie przejęć innych przedsiębiorstw w początkowych latach XXI wieku (2002-2007). Każda z tych spółek dokonała kilku wchłonieć w analizowanym okresie. Z analizy wyłączono dwa przedsiębiorstwa, które zadebiutowały na giełdzie dopiero w 2005 roku (Bioton i Lotos). Ostatecznie przeanalizowano 6 spółek z WIG20: Agora, Asseco Poland, Getin Holding, PBG, PKN Orlen oraz Polimex-Mostostal. Pozostałe spółki dokonały pojedynczych przejęć przed lub po analizowanym okresie lub rozwijały się organicznie, ewentualnie powołując samodzielnie spółki-córki. Przyjęcie jako okresu bazowego lat 2002-2007 pozwala zauważyć średniookresowe skutki przejęć po kilku latach od procesu gwałtownego zwiększania wielkości przedsiębiorstwa. Metody badawcze, polegające na ocenie zmiany ceny akcji na kilka dni przed lub po ogłoszeniu informacji o połączeniu z ceną w dniu ogłoszenia, opierają się na założeniu, że uczestnicy rynku potrafią trafnie zdyskontować znaczenie połączenia spółek dla ich przyszłych wyników. Może jednak okazać się po kilku latach (a nawet wcześniej), że te przewidywania mogły

być nietrafne. W związku z tym, w niniejszym opracowaniu przyjęto metodę zbadania rozwoju spółek w kilka lat po okresie szczególnej aktywności, przyjmowanym za okres bazowy (co nie oznacza, że w okresie późniejszym spółka w dalszym ciągu nie przejmowała innych przedsiębiorstw – mogło to się jednak odbywać w mniejszej skali).

Rysunek 1. Wartość indeksu WIG w połowie roku – w latach 2004-2009



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z: www.gpw.pl, (stan na dzień 17.03.2009).

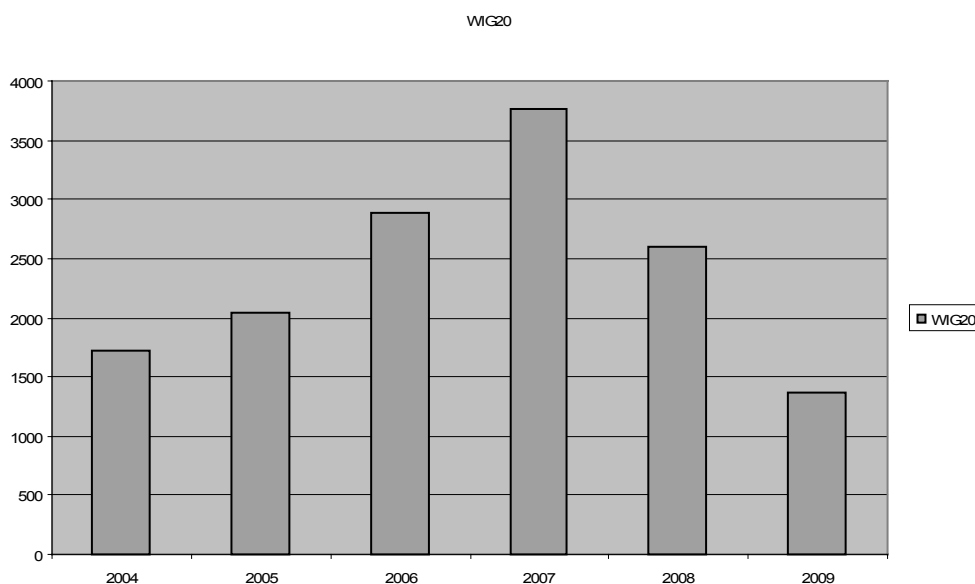
Przeprowadzone badanie z jednej strony jest badaniem pełnym, ponieważ przeanalizowano wszystkie spółki z danej grupy (WIG20), które były w okresie bazowym notowane na giełdzie. Z drugiej jednak strony niewielka liczebność badania sprawia, że, w odniesieniu do całej gospodarki, wnioski wynikające z tego badania mogą być traktowane na zasadzie badania case study, opisującego kilka przypadków – bardzo znaczących, bo opracowanych na podstawie największych polskich spółek giełdowych, czyli mających ogromne znaczenie dla polskiej gospodarki. Badanie to może mieć także charakter badania pilotażowego, przed dokonaniem większego badania statystycznego.

W ciągu kilku lat, w których miały ujawnić się efekty dokonanych przejęć następowały zmiany koniunktury w gospodarce oraz na giełdzie. Pokazują to rysunki 1 i 2, z przedstawionymi zmianami indeksów WIG i WIG20 w latach 2004-2009 (z połowy danego roku, w roku 2009 z końca lutego).

W przeprowadzonym badaniu za rok bazowy przyjęto cenę akcji z roku 2004 (koniec czerwca – tabela 1), a następnie obliczono zmianę cen poszczególnych akcji w stosunku do ceny w roku bazowym. Wyniki pokazują więc rentowność w kolejnych latach inwestycji w akcje, zakupione w połowie 2004 roku (tabela 2), a więc w trakcie okresu szczególnej aktywności na rynku kontroli. Aby pozbyć się wpływu koniunktury giełdowej na wyniki, podobnie zrobiono z indeksami WIG oraz WIG20. Również jako poziom bazowy przyjęto wartość z połowy roku 2004, a następnie obliczono zmianę wartości indeksów w stosunku do roku bazowego. Ostatecznie porównano zmianę cen akcji ze zmianą wartości indeksów, dzieląc zmianę wartości akcji przez zmianę indeksu. W związku z tym, wartość powyżej 1 oznacza, że ceny akcji wzrosły bardziej (lub spadły mniej) od wartości indeksów WIG i WIG20, natomiast wartość poniżej 1 oznacza niekorzystne kształtowanie się wyceny danej spółki na tle całego portfela (czyli wszystkich notowanych spółek, z pewnymi ograniczeniami – w przy-

padku indeksu WIG, oraz 20 największych spółek – w przypadku indeksu WIG20). Wyniki obliczeń dla sześciu wskazanych wcześniej spółek przedstawiono na rysunkach 3–8.

Rysunek 2. Wartość indeksu WIG20 w połowie roku – w latach 2004-2009



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z: www.gpw.pl (stan na dzień 17.03.2009).

Zmiana cen akcji największych polskich przedsiębiorstw aktywnych na rynku kontroli

Spółki, które zostały włączone do badania to: Asseco Poland, Agora, Getin Holding, PBG, PKN Orlen oraz Polimex-Mostostal. Spółka Asseco Poland (wcześniej COMP Rzeszów) aktywność w dziedzinie fuzji i przejęć zaczęła w 2004 roku, kiedy to przejęła słowacką spółkę Asset Soft oraz odkupiła od Softbanku spółkę Epsilio. Od tamtego czasu spółka połączyła się z giełdowymi spółkami Softbank oraz Prokom Software, przejęła spółki ABG, litewską Sintagma oraz inne. Spółkę tę można więc bez wątplenia zaklasyfikować jako bardzo aktywną na rynku kontroli nad przedsiębiorstwami.

Spółka Agora w drugiej połowie lat 90. zaczęła przejmować lokalne radiostacje. W roku 2002 była właścicielem 24 radiostacji oraz przejęła spółkę AMS, zajmującej się reklamą zewnętrzną. W następnych latach Agora przejęła kolejne radiostacje oraz portal Trader.com.

Getin Holding zmienił w 2004 roku profil działalności kupując Górnośląski Bank Gospodarczy, a następnie, w roku 2005: Carcade, Powszechny Dom Kredytowy, Fiolet, Wschodni Bank Cukrownictwa. W roku 2006 Getin Holding przejął banki na Ukrainie i Białorusi, zaś w roku 2008 nabył akcje Domu Maklerskiego Polonia Net.

PBG wszedł na giełdę w 2004 roku. Pieniądze z emisji akcji przeznaczył na zakup spółek: PGS, Hydrobudowa Włocławek, Metorex, Infra. W latach 2006-2007 PBG zakupił jeszcze spółki: Hydrobudowa Śląsk, Przedsiębiorstwo Robót Inżynieryjno-Drogowych oraz Hydrobudowa 9.

Największe transakcje PKN Orlen w latach 2002-2006 to przejęcie około 500 stacji benzynowych w Niemczech, spółki Unipetrol oraz litewskiej rafinerii AB Mažeikiu Nafta.

Polimex-Mostostal powstał w 2004 roku z połączenia Polimexu-Cekopu oraz Mostostalu Siedlce. Oprócz połączenia obu tych przedsiębiorstw, ich aktywność na rynku kontroli nad przedsiębiorstwami to również: przejęcie Mostostalu Stalowa Wola, zakup ocynkowni w Dębicy, a w latach 2007-2008: fuzja ze ZREW, nabycie Energomontażu-Północ oraz nabycie rumuńsko-włoskiej grupy Coifer.

Zaprezentowana historia transakcji analizowanych spółek wskazuje, że przedsiębiorstwa te były bardzo aktywne w dziedzinie połączeń, szczególnie w okresie 2002-2007. Brały udział w połączeniach także przed lub po tym okresie, jednak w analizowanym okresie przejawiały, bez wątpienia, szczególną aktywność w zakresie fuzji i przejęć. Pozostałe spółki, zaklasyfikowane do indeksu WIG20 dokonały pojedynczych przejęć przed lub po analizowanym okresie, rozwijały się organicznie lub, jak Lotos i Bioton, zostały wyłączone z analizy z powodu zbyt późnego wejścia na giełdę

Tabela 1. Ceny akcji wybranych spółek w latach 2004-2009 (dla lat 2004-2008 na koniec pierwszego półrocza oraz na koniec lutego 2009, z uwzględnieniem wpływu splitów akcji i praw poboru)

Rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Asseco Poland	18,91	25,79	35,59	84,2	57	45
Agora	44,66	59,91	32,57	39,97	33,4	11,05
Getin Holding	2,37	3,26	8,55	15,83	9,09	2,88
PBG	36,18	55,16	144,12	378	256,4	208,2
PKN Orlen	27,33	46,23	50,58	52,49	32,58	20,6
Polimex-Mostostal	0,58	1,41	3,67	11,15	5,28	2,68

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z: www.gpw.pl, www.stooq.com (stan na dzień 17.03.2009).

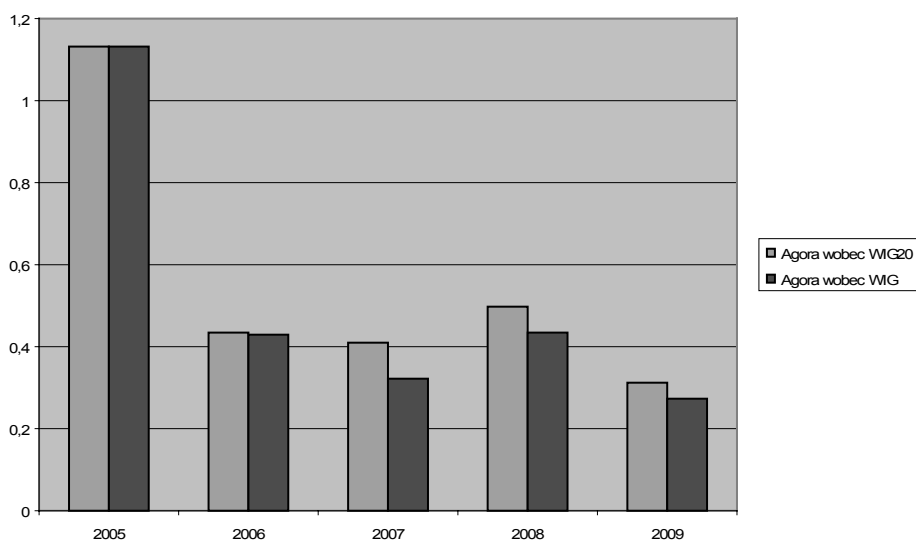
Tabela 2. Zmiana cen akcji wybranych spółek oraz indeksów WIG20 i WIG w stosunku do roku 2004 (dla lat 2004-2008 na koniec pierwszego półrocza oraz na koniec lutego 2009, z uwzględnieniem wpływu splitów akcji i praw poboru)

Rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009
WIG20	1	1,18	1,67	2,18	1,5	0,8
WIG	1	1,18	1,7	2,76	1,72	0,91
Asseco Poland	1	1,36	1,88	4,45	3,01	2,38
Agora	1	1,34	0,73	0,89	0,75	0,25
Getin Holding	1	1,37	3,61	6,68	3,84	1,21
PBG	1	1,52	3,98	10,45	7,09	5,75
PKN Orlen	1	1,69	1,85	1,92	1,19	0,75
Polimex-Mostostal	1	2,43	6,33	19,22	9,1	4,62

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z: www.gpw.pl, www.stooq.com (stan na dzień 17.03.2009).

Obliczenia wykonane na podstawie danych z tabel 1 i 2, przedstawiających zmiany cen akcji wybranych spółek od 2004 roku, zostały przedstawione na rysunkach 3-8. Wartość powyżej 1 w danym roku oznacza, że zmiana ceny akcji spółki w stosunku do ceny z roku 2004 była korzystniejsza od analogicznej zmiany indeksów WIG i WIG20. Oznacza to więc, że cena danej spółki zachowywała się ponadprzeciętnie, ponieważ odniesiona jest do średniej jaką jest dany indeks giełdowy.

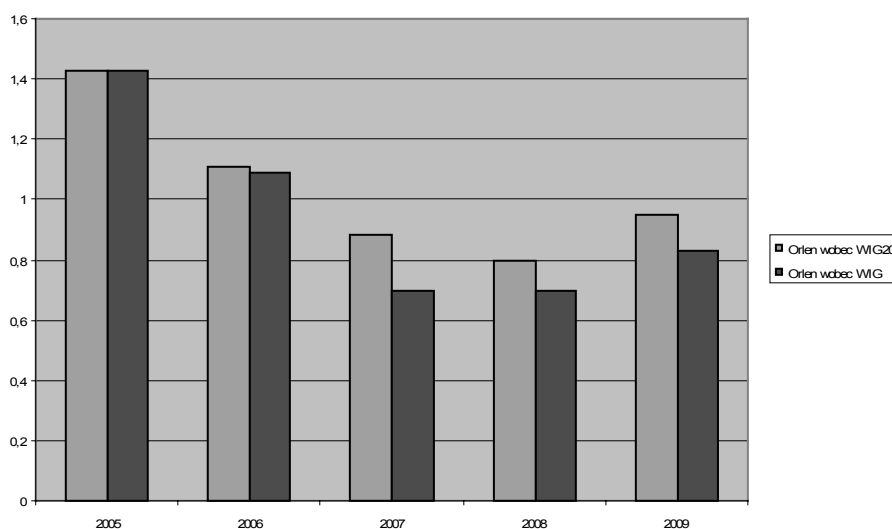
Rysunek 3. Wzrost ceny akcji Agory w stosunku do ceny z roku 2004 w odniesieniu do wzrostu indeksów WIG20 i WIG w stosunku do wartości indeksów z roku 2004



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z: www.gpw.pl, www.stooq.com (stan na dzień 17.03.2009).

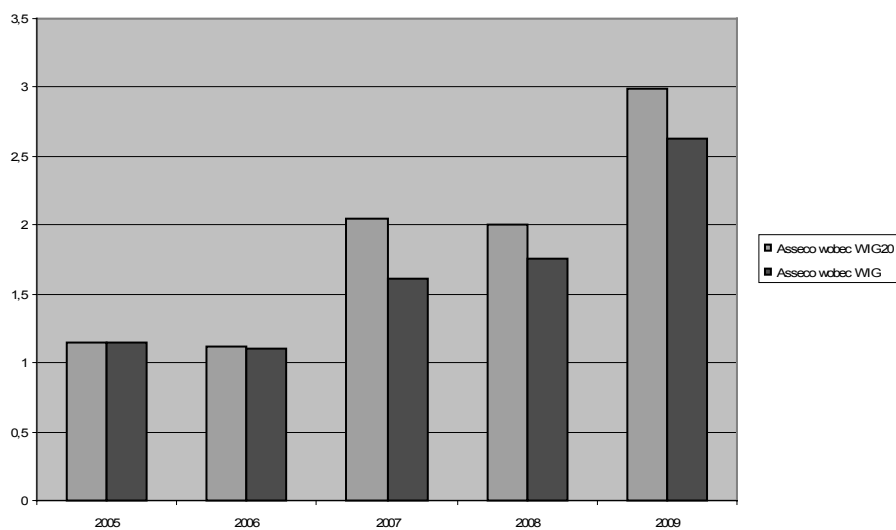
Rysunki 3 i 4 wskazują, że wycena spółki Agora oraz PKN Orlen kształtowała się w ostatnich latach niekorzystnie na tle indeksów WIG oraz WIG20. Agora tylko w roku 2005, zaś PKN Orlen w 2005 i 2006 miał wyniki korzystniejsze od indeksów. W kolejnych latach, zwłaszcza w przypadku Agory, można zauważyć wyjątkowo niekorzystną relację zmiany cen akcji do zmiany cen indeksów.

Rysunek 4. Wzrost ceny akcji PKN Orlen w stosunku do ceny z roku 2004 w odniesieniu do wzrostu indeksów WIG20 i WIG w stosunku do wartości indeksów z roku 2004



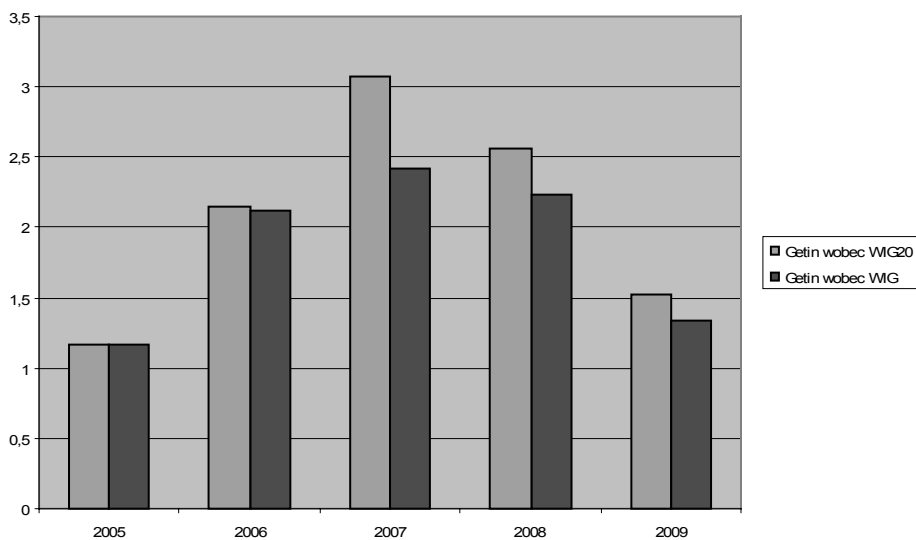
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z: www.gpw.pl, www.stooq.com (stan na dzień 17.03.2009).

Rysunek 5. Wzrost ceny akcji Asseco Poland w stosunku do ceny z roku 2004 w odniesieniu do wzrostu indeksów WIG20 i WIG w stosunku do wartości indeksów z roku 2004.



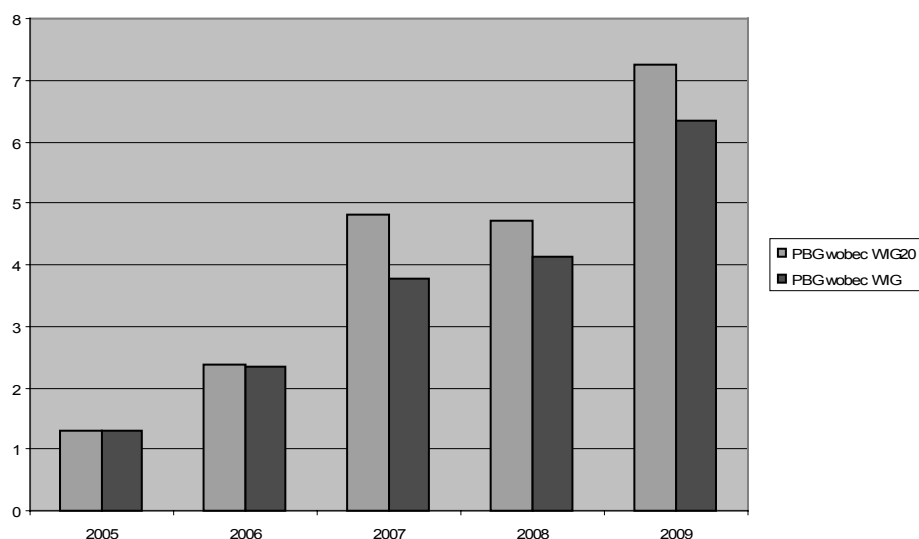
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z: www.gpw.pl, www.stooq.com (stan na dzień 17.03.2009).

Rysunek 6. Wzrost ceny akcji Getin Holding w stosunku do ceny z roku 2004 w odniesieniu do wzrostu indeksów WIG20 i WIG w stosunku do wartości indeksów z roku 2004.



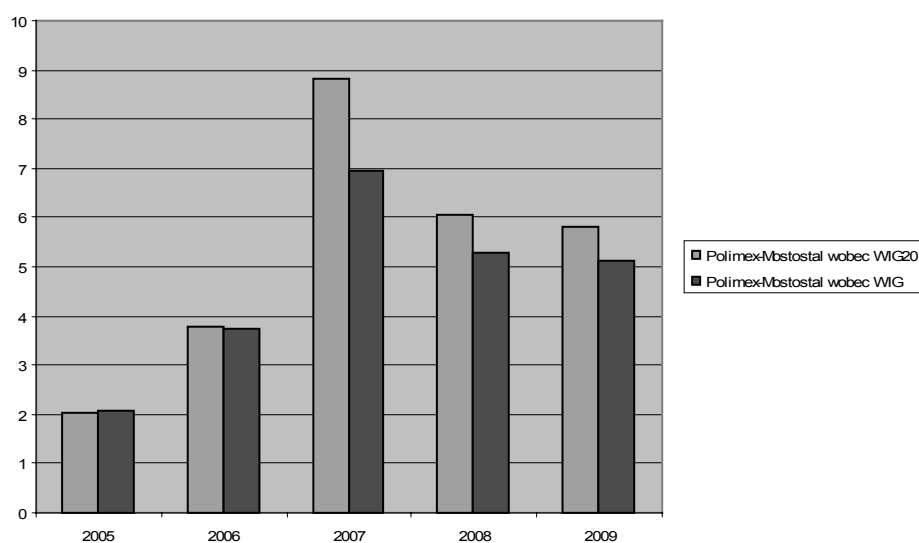
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z: www.gpw.pl, www.stooq.com (stan na dzień 17.03.2009).

Rysunek 7. Wzrost ceny akcji PBG w stosunku do ceny z roku 2004 w odniesieniu do wzrostu indeksów WIG20 i WIG w stosunku do wartości indeksów z roku 2004.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z: www.gpw.pl, www.stooq.com (stan na dzień 17.03.2009).

Rysunek 8. Wzrost ceny akcji Polimex-Mostostal w stosunku do ceny z roku 2004 w odniesieniu do wzrostu indeksów WIG20 i WIG w stosunku do wartości indeksów z roku 2004.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z: www.gpw.pl, www.stooq.com (stan na dzień 17.03.2009).

Zmiany cen akcji spółek Asseco Poland, Getin Holding, PBG oraz Polimex-Mostostal we wszystkich latach następujących po roku bazowym są korzystne i wypadają lepiej niż zmiany indeksów WIG i WIG20 w tym okresie (rysunki 5-8).

Podsumowanie

Okres od roku 2004 do roku 2007 charakteryzował się na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych wzrostem indeksów i znaczącym wzrostem cen większości akcji. Z kolei od połowy roku 2007 można zauważyć dramatyczne pogorszenie warunków inwestowania i spadek cen, a co za tym idzie, indeksów. W takiej też sytuacji znajdują się analizowane spółki. Celem tego opracowania było sprawdzenie czy wartość spółek, które zachowywały się bardzo aktywnie na rynku kontroli nad przedsiębiorstwami w pewnym okresie, będzie w następnym okresie wyższa od spółek mniej aktywnych (lub nieaktywnych) na polu fuzji i przejęć. Analiza cen akcji wybranych spółek nakazuje odrzucić hipotezę o bezwzględnym braku pozytywnego wpływu aktywności w dziedzinie przejęć na wartość spółki, ponieważ ponad połowa (4 z 6 analizowanych spółek) radziła sobie lepiej niż pozostałe duże spółki. Ich ceny przewyższały średnią kondycję wartości wszystkich dużych spółek na giełdzie, której wskaźnikiem jest indeks WIG20 (jak też przeciętną kondycję cen akcji prawie wszystkich notowanych spółek, czyli indeks WIG). Jak już wcześniej zauważono, analiza ta nie ma mocy statystycznej, aby przenieść te wyniki na całą polską, czy też światową, gospodarkę, jednak nie można nie zauważyć faktu, że wśród wszystkich aktywnych spółek w dziedzinie przejęć, spośród największych polskich przedsiębiorstw, większość radziła sobie na giełdzie lepiej niż pozostałe przedsiębiorstwa. Problematyka ta powinna być przedmiotem dalszych badań, ponieważ powiększanie przedsiębiorstw za pomocą fuzji i przejęć jest drogą dość częstą, a ciągle nie wiadomo, czy na pewno opłacalną.

BIBLIOGRAFIA:

1. Alberciak P., (2002), Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw. Implikacje teoretyczne, Katedra Ekonomii Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź
2. Baumol W.J., (1972), *Economic Theory and Operations Analysis*, Prentice-Hall International, London.
3. Baumol W.J., (1958), *On the Theory of Oligopoly*, *Economica*, vol. 25.
4. Bradley M., Desai A., Kim E.H., (1988), Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms, *Journal of Financial Economics*, vol. 21, s. 3-40.
5. Jarrell G.A., Brickley J.A., Netter J.M., (1988), The market for corporate control: the empirical evidence since 1980, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, s. 49-68.
6. Jensen M.C., Ruback R.S., (1983), The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence, "Journal of Financial Economics" vol. 11.
7. Farrell J., Shapiro C., (2000), *Scale Economies and Synergies in Horizontal Mergers Analysis*, Center for Competition Policy Working Paper No. CPC00-15, October, University of California, Berkeley.
8. Frąckowiak W. red., (1998), *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa
9. Gugler K., Mueller D.C., Yurtoglu B.B., Zelehner C., (2003), The effects of mergers: an international comparison, *International Journal of Industrial Organization*, vol. 21, s. 625-653.
10. KPMG, *Unlocking shareholder value: the keys to success. Mergers and Acquisitions: Global Research Report 1999*, <http://www.kpmg.fi/Binary.aspx?Section=176&Item=352> (stan na dzień 24.03.2009)
11. Lipczyński J., Wilson J., Goddard J., (2005), *Industrial Organization. Competition, Strategy, Policy*, Prentice Hall, Pearson Education, Harlow.

12. Roller L., Stennek J., Verboven F., (2001), Efficiency gains from mergers, Centre for Economic Policy Research, Report for EC Contract II/98/003. London.
13. Schwert W.G., (1996), Markup pricing in mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics*, vol. 29, s. 153-192.
14. Sudarsanam S., (1998), Fuzje i przejęcia, WIG Press, Warszawa.
15. Yarrow G.K., (1976), On the predictions of managerial theories of the firm, *The Journal of Industrial Economics*, vol. 24.
16. Varian H.R., (2002), *Mikroekonomia. Kurs średni – ujęcie nowoczesne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
17. Williamson O.E., (1963), Managerial Discretion and Business Behavior, *American Economic Review*, vol. 53.
18. Williamson O.E., Masten S.E. ed., (1999), *The Economics of Transaction Costs*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK, Northampton, USA.
19. www.gpw.pl (stan na dzień 17.03.2009).
20. www.stooq.com (stan na dzień 17.03.2009).