

JAKUB KRACIUK<sup>1</sup>

## PROCESY KONCENTRACJI KAPITAŁOWEJ W POLSKICH SPÓŁKACH PRZEMYSŁU SPOŻYWCZEGO

**Abstrakt.** Procesy koncentracji kapitałowej dokonujące się na rynku publicznym dotyczą także przedsiębiorstw przemysłu spożywczego. Informacje dotyczące zamiaru przejęcia, a także sam proces przejęcia wywiera znaczący wpływ na rynek akcji przejmowanych spółek, a co za tym idzie – na zyski akcjonariuszy. Już na kilka dni przed przejęciem następuje wyraźny wzrost cen akcji przejmowanych przedsiębiorstw, spowodowany docieraniem do inwestorów informacji o zamiarze przejęcia danej spółki, co potwierdza hipotezę efektywności informacyjnej rynku kapitałowego. Największy jednak wzrost cen akcji następuje w ciągu kilku dni po momencie przejęcia. Wyniki badań wskazują, że inwestorzy którzy zakupiliby akcje spółek z przemysłu spożywczego na 30 dni przed przejęciem i sprzedali je 30 dni po przejęciu, uzyskaliby średnie stopy zwrotu spowodowane tym przejęciem na poziomie przekraczającym 15%.

**Słowa kluczowe:** przejęcia, spółki przemysłu spożywczego, rynek kapitałowy

### WPROWADZENIE

Ważnym elementem globalizacji ekonomicznej są procesy koncentracji kapitałowej, dokonujące się w gospodarce światowej oraz polskiej. Przedsiębiorstwa, aby pozostać na rynku, muszą stosować różne strategie rozwojowe. Strategie te mogą mieć charakter wzrostu wewnętrznego i zewnętrznego. Przejawem wzrostu zewnętrznego jest różnego typu współdziałanie z innymi podmiotami gospodarczymi w ramach powiązań kooperacyjnych lub w ramach różnych form powiązania własności. Wśród działań prowadzących do powiększenia przez przedsiębiorstwa swoich zasobów i kapitałów, zwiększenia konkurencyjności oraz udziałów w rynku należą przede wszystkim fuzje i przejęcia, czyli elementy procesu koncentracji.

<sup>1</sup> Autor jest pracownikiem naukowym Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie.

Od 1990 roku możemy zaobserwować również w polskiej gospodarce zwiększającą się liczbę fuzji i przejęć przedsiębiorstw. Procesy te mają miejsce na publicznym i niepublicznym rynku kapitałowym, w wyniku bezpośrednich inwestycji zagranicznych czy też w ramach prywatyzacji przedsiębiorstw. W dużym stopniu uczestniczą w tych procesach korporacje transnarodowe, dokonując przejęć polskich firm. Firmy rodzime, które nie decydują się na połączenie się z zagranicznymi inwestorami, a chcą z nimi konkurować, zmuszone są często do łączenia się z innymi firmami krajowymi.

W procesach tych aktywnie uczestniczą spółki z przemysłu spożywczego. Przedsiębiorstwa, w większości przypadków zagraniczne, dokonują przejęć kontroli nad spółkami tego sektora poprzez wezwania do sprzedaży akcji i wykupywaniu ich pakietów kontrolnych. Przejęcia spółek publicznych oddziałują na ceny ich akcji, a tym samym mają wpływ na zyski inwestorów giełdowych.

Celem artykułu było ukazanie wpływu przejęć na rynek akcji przejmowanych spółek publicznych sektora spożywczego.

## METODYKA BADAŃ

Teza sformułowana przez niektórych ekonomistów, w tym między innymi przez Baumola [1967], mówiąca o tym, iż duże przedsiębiorstwa wykazują większą rentowność niż małe, stała się impulsem do prowadzenia badań ukazujących wzajemne związki między wielkością przedsiębiorstwa a jego rentownością. Stało się to też impulsem do prowadzenia badań fuzji i przejęć. Badania te nie przyniosły jednak jednoznacznych rezultatów. Niektóre wskazywały na pozytywny związek, inne na negatywny, natomiast część wyników badań wskazywała, że nie występuje żaden związek między wielkością przedsiębiorstwa a jego rentownością [Schneider 1993].

W światowych badaniach fuzji i przejęć możemy wyróżnić dwa obszary:

1. Badania zorientowane na rynek kapitałowy, odnoszące się do reakcji rynku kapitałowego na fuzje i przejęcia. W badaniach tych ocenia się wpływ fuzji i przejęć na zmianę cen akcji i w efekcie na majątek akcjonariuszy czy udziałowców firmy przejmowanej i przejmującej [Gerpott 1993, s. 197–206].

2. Analiza wskaźnikowa wykorzystująca sprawozdania roczne przedsiębiorstw, pokazująca zmianę ich sytuacji ekonomicznej na skutek fuzji i przejęć. W przypadku tych badań wybiera się firmy dokonujące fuzji bądź przejęcia i następnie dokonuje się analizy ich wskaźników przed połączeniem i po połączeniu [Bühner 1990, s. 84]. Analizę tę można uzupełnić dodatkowo analizą przyczynową.

W niniejszy artykule podjęto się zbadania reakcji polskiego rynku kapitałowego na informacje o przejęciach kontroli nad przedsiębiorstwami. W polskich warunkach możliwe jest zbadanie tej reakcji w odniesieniu wyłącznie do spółek nabywanych, co jest podyktowane trudnościami w dotarciu do informacji na temat wartości rynkowej przedsiębiorstw nabywających, którymi w większości są korporacje transnarodowe, oraz tym, że ogłaszanie wezwań do sprzedaży akcji polskich spółek prawdopodobnie nie było dla korporacji na tyle znaczące, aby istotnie wpłynąć na ich wartość rynkową [*Fuzje i przejęcia...* 2001, s. 148].

W celu zbadania wpływu przejęć na rynek kapitałowy obliczono nadzwyczaj-

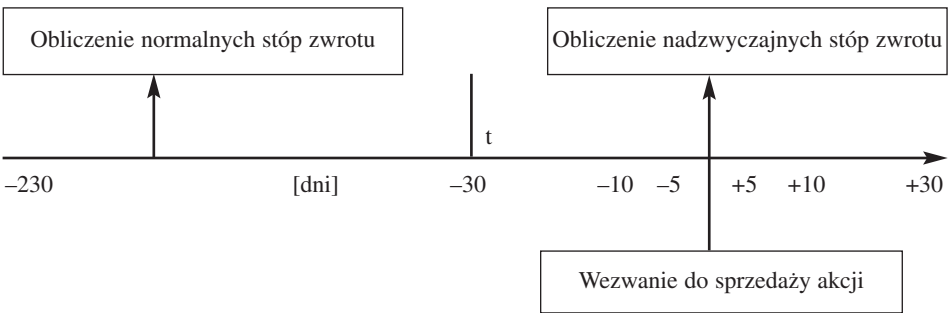
ne stopy zwrotu z akcji, czyli te części stóp zwrotu, które można potraktować jako odpowiedź rynku na połączenie.

W celu realizacji badań podjęto następujące działania:

- zdefiniowano okres badań,
- obliczono normalne, czyli oczekiwane stopy zwrotu z akcji,
- obliczono nadzwyczajne stopy zwrotu z akcji,
- obliczono nadzwyczajne skumulowane stopy zwrotu akcji.

Kursy akcji na rynku kapitałowym reagują na nowe, nieoczekiwane wydarzenia, w tym na informacje o ogłoszeniu wezwania do sprzedaży znacznych pakietów akcji, co często wiąże się z przejściem kontroli nad przedsiębiorstwem, którego aktywa są nabywane. Dzień ogłoszenia wezwania określa się jako dzień zerowy. Długość badanego okresu może być różnie przyjmowana. M. Firth przyjmuje w swoich badaniach okres  $\pm 40$  dni, C. Loderer i H. Zimmermann przyjmują natomiast okres  $\pm 10$  miesięcy [Neuman 1994, s. 47]. W poniższej analizie przyjęto okres 30 dni przed ogłoszeniem wezwania i 30 dni po ogłoszeniu wezwania do sprzedaży akcji, a także okresy  $\pm 10$  oraz  $\pm 5$  dni.

Okres 30 dni przed wezwaniem jest wystarczający, ponieważ rzadkie są przypadki, by informacja o zamiarze przejścia danej firmy dotarła wcześniej do akcjonariuszy bądź potencjalnych akcjonariuszy. Odpowiedzią akcjonariuszy na wezwanie do sprzedaży akcji jest przede wszystkim reakcja spekulacyjna, do której określenia wystarczy okres 30 dni po wezwaniu (rysunek 1).



RYSUNEK 1. Okresy przyjęte do obliczania normalnych i nadzwyczajnych stóp zwrotu

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Neuman 1994, s. 47.

W celu obliczenia normalnej stopy zwrotu przyjęto za Neumanem okres  $(-230) - (-30)$  dni od dnia zerowego [Neuman 1994, s. 47].

Okres 200 dni stanowił podstawę do obliczania średniej stopy zwrotu w przypadku modelu średnich skorygowanych lub szacowania parametrów regresji liniowej w przypadku modelu rynkowego dla akcji każdej z badanych spółek.

Kolejnym krokiem było obliczenie normalnych stóp zwrotu. Odzwierciedlają one oczekiwane przez inwestorów stopy zwrotu, w przypadku gdyby nie występował proces połączenia przedsiębiorstw. Założono, że istnieje liniowa zależność pomiędzy stopą zwrotu ( $R_j$ ) danej akcji ( $j$ ) a stopą zwrotu całego rynku akcji ( $R_m$ ). Równanie tej zależności przedstawia się następująco:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt}$$

gdzie:

$t$  – indeks czasu,

$R_{jt}$  – rzeczywista stopa zwrotu z akcji  $j$  w czasie  $t$ ,

$R_{mt}$  – rzeczywista stopa zwrotu z indeksu (portfela) rynkowego (Warszawskiego Indeksu Giełdowego) w czasie  $t$ ,

$\alpha_j$  – szacowany parametr regresji liniowej, będący częścią stopy zwrotu z akcji  $j$ , niezależną od wpływów rynku,

$\beta_j$  – szacowany parametr regresji liniowej, który odzwierciedla wrażliwość akcji  $j$  na wahania rynku (WIG-u),

$\varepsilon_{jt}$  – składnik resztowy, czyli odległości pojedynczych punktów rzeczywistych od linii regresji, przy czym suma kwadratów tych odległości powinna być jak najmniejsza.

W celu obliczenia normalnych stóp zwrotu oszacowano parametry  $\alpha_j$  i  $\beta_j$ . Bazą dla analizy regresji były dane z 200 dni poprzedzających badany okres, dotyczące zmian stóp zwrotu w czasie dla pojedynczych akcji  $j$  oraz dla całego rynku  $m$ . Uzyskane z równania regresji wartości parametrów, oznaczone jako  $\hat{\alpha}_j$  i  $\hat{\beta}_j$ , podstawione zostały do poprzedniego równania, dając podstawę do oszacowania normalnej stopy zwrotu z akcji  $j$ :

$$\hat{R}_{jt} = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt}$$

gdzie:

$\hat{R}_{jt}$  – normalna stopa zwrotu z akcji  $j$  w czasie  $t$ .

W trzecim kroku obliczono nadzwyczajne stopy zwrotu jako różnice pomiędzy stopą zwrotu rzeczywiście zaobserwowaną w danym dniu a normalną stopą zwrotu wyszacowaną z równania regresji:

$$r_{jt} = R_{jt} - \hat{R}_{jt}$$

Stopę zwrotu dla wszystkich przypadków oblicza się, wykorzystując średnią arytmetyczną:

gdzie:

$$\bar{r}_t = \frac{\sum_{j=1}^N r_{jt}}{N}$$

gdzie:

$\bar{r}_t$  – średnia nadzwyczajnych stóp zwrotu z akcji w okresie  $t$ ,

$N$  – liczba badanych akcji.

Skumulowane nadzwyczajne stopy zwrotu dla okresów od  $t = -30$  do  $t = +30$ , od  $t = -10$  do  $t = 10$  oraz od  $t = -5$  do  $t = 5$ , odzwierciedlają przeciętny efekt przejęć wszystkich badanych przedsiębiorstw i oblicza się je jako sumę przed-

stawionych w poprzednich równaniach wartości nadzwyczajnych stóp zwrotu od początku do końca analizowanego okresu:

$$r_{t, \text{skumul.}} = \sum_{t=-30}^{30} \bar{r}_t ; \quad r_{t, \text{skumul.}} = \sum_{t=-10}^{10} \bar{r}_t ; \quad r_{t, \text{skumul.}} = \sum_{t=-15}^5 \bar{r}_t$$

## MATERIAŁ ŹRÓDŁOWY

Do badań wpływu fuzji i przejęć na rynek kapitałowy przyjęto 12 spółek przemysłu spożywczego, na których akcje złożono wezwania do sprzedaży pakietu kontrolnego. Były to spółki, w których do wezwania doszło w latach 1999–2005. Baza ta nie zawiera spółek, w których wezwanie nastąpiło zaraz po debiucie giełdowym, oraz tych, które zostały inkorporowane przez firmę wzywającą lub wycofane z giełdy. W każdym z tych przypadków przejmowane firmy były zbyt krótko w obrocie publicznym, przed wezwaniem lub po wezwaniu do sprzedaży ich akcji, i z punktu widzenia przyjętej metodyki badań nie spełniały przyjętych kryteriów.

## TEORIA EFEKTYWNOŚCI RYNKU KAPITAŁOWEGO

Przy badaniu reakcji rynku kapitałowego na informacje o fuzjach i przejęciach przyjmuje się założenie efektywności tego rynku. Efektywny rynek kapitałowy (an efficient capital market) to taki rynek, na którym ceny instrumentów finansowych zawsze w pełni odzwierciedlają wszelkie dostępne informacje [Fama 1970, s. 383]. Efektywność rynku kapitałowego można rozważać w trzech aspektach [Szyszka 1999]:

- efektywności alokacyjnej, polegającej na zdolności rynku do optymalnej alokacji środków finansowych między sektorami gospodarki,
- efektywności operacyjnej, sprowadzającej się do zapewnienia atrakcyjnych warunków do dokonywania transakcji; chodzi tu przede wszystkim o płynność walorów, ciągłość cenową, brak dyskryminacji inwestorów, racjonalny poziom kosztów transakcyjnych itp.,
- efektywności informacyjnej, czyli zdolności rynku do właściwej oceny dostępnych informacji oraz do szybkiego reagowania w przypadku pojawienia się nowej informacji.

Dla uściślenia kategorii rynku efektywnego można porównać to pojęcie z kategorią rynku doskonałego. Rynek doskonały charakteryzuje się następującymi cechami [Samuels i Wilkes 1986, s. 137]:

- informacja jest darmowa i dociera równocześnie do wszystkich uczestników rynku,
- na rynku panuje doskonała konkurencja, zarówno w przypadku aktywów realnych, jak i finansowych, co oznacza, że wszyscy producenci dostarczają produkty po najniższych kosztach, a żaden z nich nie determinuje wysokości ceny,
- panuje doskonała podzielność, czyli wszystkie aktywa są podzielne i mogą stanowić przedmiot obrotu bez kosztów transakcyjnych,

– wszyscy uczestnicy rynku zachowują się racjonalnie w sposób maksymalizujący ich funkcję użyteczności.

Rynek doskonały jest równocześnie rynkiem efektywnym. Natomiast rynek kapitałowy może być efektywny, w przypadku gdy nie jest doskonały. Wystarczy, aby pozostał spełniony warunek, że wszystkie informacje uwzględnione są w cenach. Rynek może być efektywny, o ile ceny akcji i obligacji będą uwzględniały te informacje. W przypadku gdy na rynku obecny jest monopol, wtedy rynek ten nie jest doskonały.

Częstym zjawiskiem występującym na rynkach, w tym na rynku kapitałowym, jest asymetria informacji. Oznacza ona, że część uczestników tego rynku znajduje się w posiadaniu istotnych informacji, mających wpływ na ceny kształtujące się na rynku, a część z nich takich informacji nie posiada lub uzyskuje je ze znacznym opóźnieniem. Jeśli informacja oraz moment jej uzyskania są tak ważne, to każdorazowe pojawienie się informacji istotnej z punktu widzenia rynku i instrumentów na nim notowanych wywołuje odpowiednie reakcje cen tych instrumentów. Na rynkach rozwiniętych prowadzone są od pewnego czasu badania zajmujące się analizą reakcji ceny różnych aktywów finansowych na nowe informacje pojawiające się w gospodarce. W literaturze określa się je mianem efektu ogłoszeń (announcement effect) [Ziarko-Siwiek 2004]. Problem asymetrii informacji oraz efekt ogłoszeń mają ścisły związek z teorią efektywności rynków finansowych.

Hipoteza efektywnych informacyjnie rynków kapitałowych została sformułowana przez E. Fama' a w połowie lat sześćdziesiątych. Zdefiniował on efektywny rynek kapitałowy jako taki, na którym ceny zawsze odzwierciedlają dostępne informacje [Grotowski i Wyroba 2004]. Obecnie efektywność rynku kapitałowego rozumiana jest natomiast jako natychmiastowe i prawidłowe odzwierciedlenie w cenach ściśle określonego typu informacji. Można więc stwierdzić, że przedmiotem rozważań jest efektywność względem pewnego rodzaju informacji, a nie efektywność absolutna. W momencie opublikowania informacji efektywny rynek powinien zareagować tylko wtedy, gdy ogłoszona informacja odbiega od wartości oczekiwanej przez rynek, a wszystkie inne, które rynkowi były już znane lub oczekiwane przez rynek, są już zdyskontowane w cenach. Rynek kapitałowy będzie tym bardziej efektywny, im szybciej ceny będą się dostosowywały do nowych informacji [Ziarko-Siwiek 2004].

Teoretyczne fundamenty hipotezy o efektywności rynku kapitałowego zbudowane są na trzech uzupełniających się i stopniowo coraz mniej restrykcyjnych założeniach.

Po pierwsze, zakłada się, że inwestorzy dokonują racjonalnej wyceny waleń oraz dążą do maksymalizacji swojej funkcji użyteczności, czyli do jak największych zysków.

Po drugie, jeśli niektórzy spośród inwestorów okażą się nieracjonalni, to ich indywidualne działania mają charakter losowy, a przez to wzajemnie się neutralizują bez wpływu na ceny. Taka argumentacja bazuje na kluczowym założeniu indywidualności inwestorów, własnej niezależnej ocenie napływających informacji, braku zachowań grupowych i efektów naśladownictwa.

Po trzecie, jeśli w pewnych granicach inwestorzy zachowują się nieracjonalnie w podobny sposób, przez co mogliby wpłynąć na poziom cen, to wówczas natrafiają na rynku na inwestorów racjonalnych, którzy za pomocą arbitrażu eliminują wpływ inwestorów nieracjonalnych [Szyszko 2003].

Fama [1970] wyróżnił trzy formy efektywności rynku, zakładając różne typy informacji, które odzwierciedlone będą w cenach aktywów finansowych. Wśród tych trzech form wyróżnił on: słabą efektywność rynku (weak form), średnią efektywność rynku (semistrong form) oraz silną efektywność rynku (strong form).

Hipoteza słabej efektywności rynku (weak form) zakłada, że cena rynkowa papierów wartościowych powinna odzwierciedlać wszystkie informacje, które są zawarte we wcześniejszych notowaniach cen. Na przykład, jeżeli ceny akcji danej spółki wykazują sezonowy wzrost w maju i spadek we wrześniu, to przy prawdziwości hipotezy o słabej efektywności, rynek realizując tę prawidłowość i eliminuje sezonowe wahania cen. Oznaczałoby to, że inwestorzy, przewidując wzrost cen akcji w maju, będą starali się kupić dany walor w kwietniu. Spowoduje to oczywiście większy popyt na te akcje i w efekcie szybszy wzrost cen w kwietniu. Spodziewając się wrześniowego spadku, inwestorzy dokonają próby sprzedaży akcji w sierpniu. Zwiększy to podaż akcji na rynku i spowoduje szybszy spadek cen. Jeżeli zależności takich na rynku będzie dużo i w swojej strukturze będą bardziej złożone, to zostaną one zidentyfikowane i wyeliminowane w taki sposób, że przewidywanie przyszłego przebiegu akcyjogramu na podstawie wcześniejszych informacji stanie się niemożliwe. W takiej sytuacji hipoteza o słabej efektywności rynku jest spełniona.

Hipoteza średniej efektywności rynku (semistrong form). Jest ona prawdziwa, jeżeli ceny papierów wartościowych odzwierciedlają wszystkie publicznie dostępne informacje. Informacjami tymi są zarówno szeregi czasowe notowań giełdowych, jak i raporty finansowe publikowane w podanych do powszechnej wiadomości terminach, a dotyczące spółek giełdowych i firm nienotowanych na giełdzie, lub też raporty dotyczące stanu gospodarki. Można powiedzieć, że są to wszystkie znane powszechnie informacje, które mogą mieć wpływ na wartość akcji.

Hipoteza silnej efektywności rynku (strong form) zakłada, że rynek jest skrajnie efektywny. Oznacza to, że wszystkie informacje znajdują odzwierciedlenie w cenach papierów wartościowych. Są to informacje publiczne, dostępne dla wszystkich inwestorów, informacje niedostępne i poufne. Przy prawdziwości tej hipotezy posiadacz informacji poufnych wykorzystuje je, zakupując lub sprzedając określone papiery wartościowe. Może to doprowadzić do zmian cen danego papieru wartościowego, stosownie do potencjału finansowego posiadacza informacji oraz znaczenia poufnej informacji.

## **WPLYW PRZEJĘĆ SPÓŁEK PUBLICZNYCH Z PRZEMYSŁU SPOŻYWCZEGO NA RYNEK AKCJI**

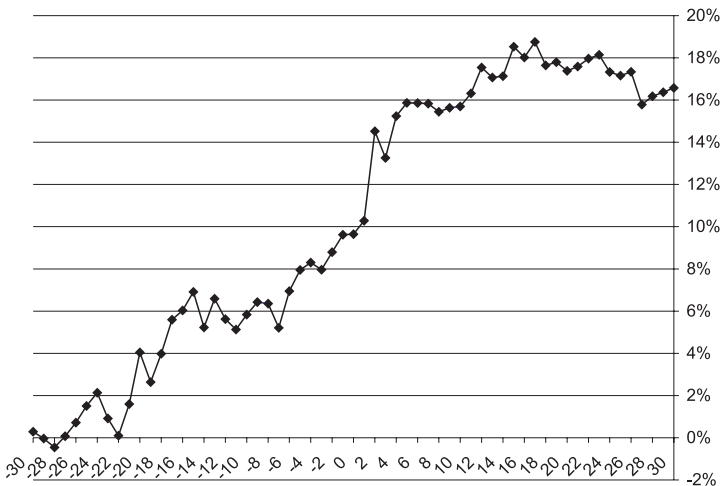
Na polskim rynku kapitałowym coraz częściej dochodzi do przejęć kontroli nad spółkami publicznymi. Dotyczy to również spółek z przemysłu spożywczego. Transakcje te są w większości przypadków dokonywane przez inwestorów zagranicznych, którzy składają publiczne wezwania do sprzedaży akcji.



Publiczne wezwania do sprzedaży akcji należą do jednych z bardziej spektakularnych wydarzeń na rynku kapitałowym. Podmioty wzywające często starają się zachęcić akcjonariuszy do sprzedaży akcji, oferując im odpowiednią premię powyżej aktualnej wartości walorów. Stąd też przypuszczenia lub plotki o ewentualnym wezwaniu z reguły wywołują wzrost kursów akcji, podobnie jak samo wezwanie do sprzedaży. Przy badaniu reakcji rynku kapitałowego na informacje o fuzjach i przejęciach przyjmuje się założenie efektywności tego rynku. Poza założeniem efektywności rynku kapitałowego powinny być dodatkowo spełnione [Ebneith i Theuvsen 2005]:

- założenie wystąpienia zmian stóp zwrotu z akcji, które można przypisać procesowi koncentracji,
- założenie, iż badacz we właściwy sposób zidentyfikuje przyczynę wzrostu stóp zwrotu z akcji; nie może się tak zdarzyć, że na przykład wzrost stóp zwrotu z akcji przypisuje się fuzji lub przejęciu, natomiast faktycznie ten wzrost może być spowodowany na przykład przewidywaną wypłatą dywidendy.

Uzyskane wyniki pozwalają stwierdzić, że publiczne wezwania do sprzedaży akcji wywołują pozytywny wpływ na kształtowanie się stóp zwrotu z akcji firm przemysłu spożywczego, a tym samym wpływają na zyski akcjonariuszy. Zdecydowanie najwyższy wzrost stóp zwrotu z akcji nastąpił w pierwszych dniach po przejęciu (rysunek 2). Kolejne dni przynosiły już zdecydowanie mniejsze wzrosty skumulowanych nadzwyczajnych stóp zwrotu z akcji. Łącznie dodatkowa stopa zwrotu z okresu między sesją  $-5$  a  $+5$  wyniosła blisko 8% (tabela 1). Należy jednak wziąć pod uwagę fakt, że przy poziomie istotności 0,05 analizowany parametr nie jest statystycznie istotny.



RYSUNEK 2. Średnie skumulowane nadzwyczajne stopy zwrotu dla akcjonariuszy analizowanych spółek sektora spożywczego nabywanych w okresie od dnia  $-30$  do dnia  $+30$

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GPW.



TABELA 1. Średnie zmiany skumulowanych nadzwyczajnych stóp zwrotu z akcji firm branży spożywczej

Okres w dniach <sup>a</sup>	Średnie zmiany skumulowanych nadzwyczajnych stóp zwrotu [%]	
	dane	p-statystyka <sup>b</sup>
Od -5 do +5 dnia	7,92	0,1079
Od -10 do +10 dnia	9,86	0,0173
Od -30 do +30 dnia	16,29	0,0325

<sup>a</sup> Dzień zerowy jest dniem wezwania do sprzedaży akcji.

<sup>b</sup> Test t-Studenta, hipoteza zerowa – różnica między wartością średnią nadzwyczajnych stóp zwrotu przed i po przejściu równa się zero, hipoteza alternatywna – różnica między wartością średnią nadzwyczajnych stóp zwrotu przed i po przejściu jest różna od zera, poziom istotności 0,05.

Liczebność próby  $n = 12$ .

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GPW.

Jeszcze wyższe zyski osiągnęli akcjonariusze, kupując akcje spółek z przemysłu spożywczego na 10 dni przed wezwaniem do sprzedaży i sprzedając je po 10 dniach od momentu przejścia. Nadzwyczajne skumulowane stopy zwrotu wyniosły w tym przypadku blisko 10%.

Zdecydowanie największe zyski odniosą ci inwestorzy, którzy zakupią akcje spółek spożywczych na 30 dni przed wezwaniem do sprzedaży akcji, a sprzedadzą je po 30 dniach od wezwania. Oczywiście uzyskanie informacji o zamiarze przejścia danej spółki trzydzieści dni wcześniej jest bardzo trudne. Inwestorzy próbujący dokonać transakcji przejścia starają się jak najdłużej zachować to w tajemnicy i tylko nieliczni mogą takie informacje uzyskać i zrealizować zyski wygenerowane poprzez przejście na poziomie ponad 16%.

Innym ważnym problemem jest dystrybucja premii za przejście kontroli nad spółką pomiędzy akcjonariuszy. Zasada, jaka obowiązuje w Europie Zachodniej, zakłada, że drobni akcjonariusze powinni być traktowani na równi z dużymi, a to oznacza, że premia za przejście kontroli powinna być dystrybuowana pomiędzy wszystkich akcjonariuszy proporcjonalnie do liczby posiadanych akcji. Niestety inna sytuacja występuje w Polsce. O wysokości ceny w wezwaniu do sprzedaży akcji decydują najczęściej duzi akcjonariusze. Zdarzają się przypadki, że inwestorzy chcący przejąć daną spółkę porozumiewają się z dużymi akcjonariuszami i przejmują kontrolę w transakcjach pakietowych a wezwanie ogłaszają wyłącznie ze względów formalnych [*Fuzje i przejścia...* 2001].

Wyniki analizy zachowania się cen akcji firm z przemysłu spożywczego w odpowiedzi na wezwanie do ich sprzedaży potwierdzają występowanie efektu ogłoszeń, a jednocześnie skłaniają do przyjęcia hipotezy średniej, a nawet silnej efektywności rynku kapitałowego. Można zaobserwować wyraźny wzrost nadzwyczajnych stóp zwrotu już na kilka dni przed wezwaniem do sprzedaży akcji spółek przejmowanych. Niektórzy z akcjonariuszy z pewnością podejmowali decyzję o zakupie akcji na podstawie pogłosek o możliwym wezwaniu do sprzedaży akcji. Istnieje również grupa graczy giełdowych, którzy starają się przewidzieć kandydatów do przejścia i akumulują ich akcje w oczekiwaniu na wezwanie ze strony inwestora strategicznego. Nie można również wykluczyć, iż więksi inwestorzy giełdowi uzyskują poufne informacje, co skutkuje wzrostem kursów akcji na kilka dni bądź też tuż przed wezwaniem [*Fuzje i przejścia...* 2001].

## PODSUMOWANIE

Przedsiębiorstwa z branży spożywczej są przedmiotem zainteresowania zarówno inwestorów zagranicznych, jak i inwestorów krajowych już od początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku. Inwestorzy zagraniczni przejmują polskie firmy przede wszystkim po to, by opanować duży i chłonny polski rynek i stać się dominującymi podmiotami na tym rynku. Główną przyczyną połączeń polskich przedsiębiorstw była odpowiedź na ekspansję inwestycyjną korporacji zagranicznych. Rosnąca liczba przejęć, w tym przejęć na rynku kapitałowym, może przynieść korzyści zarówno firmom przejmowanym, jak też przejmującym, ale także może przynieść korzyści inwestorom giełdowym. Jak pokazują badania, im wcześniej dotrą do nich informacje o zamiarze przejęcia danej spółki, tym większe zyski uzyskują, zakupując natychmiast akcje tej spółki. Oczywiście takie informacje uzyskują najczęściej wielcy inwestorzy, ale drobniejsi inwestorzy także mogą liczyć na większe zyski, jeżeli obserwują rynek akcji i poczynania na tym rynku największych graczy giełdowych.

## BIBLIOGRAFIA

- Baumol W., 1967: *Business Behaviour, Value and Growth*. Brace of World, New York.
- Büner R., 1990: *Unternehmenszusammenschlüsse: Ergebnisse empirischer Analysen*. Poeschel-Verlag, Stuttgart.
- Ebneth O., Theuvsen L., 2005: *Internationalization and Corporate Success – Event Study Evidence on M&As of European Brewing Groups*. 15th Annual World Food and Agribusiness Symposium and Forum, Chicago.
- Fama E.F., 1970: *Efficient Capital Markets*. „Journal of Finance” 25.
- Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, 2001. Red. M. Lewandowski. WIG-Press, Warszawa.
- Gerpott T.J., 1993: *Integrationsgestaltungen und Erfolg von Unternehmensakquisitionen*. Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Grotowski M., Wyroba K., 2004: *Efektywność informacyjna polskiego rynku walutowego – analiza wstępna*. „Bank i Kredyt”, styczeń.
- Neuman A., 1994: *Fusionen und fusionsähnliche Unternehmenszusammenschlüsse unter besonderer Berücksichtigung finanzieller Aspekte*. P. Haupt.
- Samuels J., Wilkes F., 1986: *Management of Company Finance*. Int. Thompson Business Press, Workingham.
- Schneider D., 1993: *Investitionen, Finanzierung und Besteuerung*, 7. Auflage, Wiesbaden. 12. School Working Paper.
- Szysko A., 2003: *Ograniczenia arbitrażu a efektywność rynku kapitałowego*. „Studia Ekonomiczne”, listopad.
- Ziarko-Siwiek U., 2004: *Ocena efektywności informacyjnej wybranych segmentów rynku finansowego w Polsce*. „Materiały i Studia” 178.

Wynagrodzenie autorskie sfinansowane zostało przez Stowarzyszenie Zbiorowego Zarządzania Prawami Autorskimi Twórców Dzieł Naukowych i Technicznych KOPIPOL z siedzibą w Kielcach z opłat uzyskanych na podstawie artykułu 20 oraz 201 ustawy o prawie autorskim i prawach pokrewnych.

## **CAPITAL CONCENTRATION PROCESSES IN THE POLISH FOOD INDUSTRY COMPANIES**

**Abstract.** The capital concentration processes taking place on the public market relate also to enterprises from the food industry. Reports on the planned take-overs and the take-over process itself exert a strong influence on the market of shares of the companies that are being taken over and, consequently, on the shareholders' profits. The prices of shares begin to grow tangibly already in the period preceding the take-over, which can be ascribed to the fact that information about the take-over plans reaches investors and which confirms the hypothesis about the information efficiency of the capital market. However, the highest growth in share prices takes place a few days after the take-over. The results of the conducted research indicate that the investors who would buy the shares of food companies a month before the take-over and who would sell them a month after the take-over could count on the average rate of return of over 15%.

**Key words:** take-overs, companies from the food sector, capital market