

## Skutki finansowe fuzji i przejęć w Polsce w latach 2003–2009 oceniane na podstawie danych księgowych

Marcin Ocieszak\*

**Streszczenie:** *Cel* – Artykuł ma na celu sprawdzenie, czy wyniki finansowe przedsiębiorstw zaangażowanych w procesy konsolidacyjne w Polsce uległy poprawie, czy pogorszeniu na skutek przejęć.

*Metodologia badania* – Do weryfikacji hipotez posłużą testy statystyczne dla różnic median i średnich.

*Wynik* – Wyniki badania wskazują na pogarszanie się wyników finansowych spółek na skutek fuzji i przejęć. Sugerują też, że spółki przejmowane charakteryzowały się znacznie gorszymi wynikami finansowymi przed transakcją niż spółki przejmujące.

*Oryginalność/wartość* – Artykuł stanowi pierwsze w Polsce opracowanie na tak dużej próbie liczącej 130 transakcji fuzji i przejęć, zbliżając się pod względem metodycznym do literatury zagranicznej.

**Słowa kluczowe:** procesy konsolidacyjne, fuzje i przejęcia, kontrola korporacyjna, skutki finansowe

### Wprowadzenie

W ostatnich czterech dziesięcioleciach problematyka długoterminowych skutków fuzji i przejęć była podejmowana wielokrotnie (m.in. Mandelker 1974; Jensen, Ruback 1983; Healy i in. 1992; Limmack 1991; Powel, Stark 2005). Najczęściej ich skutki mierzone były na podstawie danych rynkowych (m.in. Agrawal, Jaffe 1992; Baker, Limmack 2002; Sudarsanam, Mahate 2003), co oznacza, że badania polegały na analizie zachowania kursów akcji przed ogłoszeniem połączeń przedsiębiorstw i po nich. Drugim podejściem do kwestii analizy skutków łączenia się przedsiębiorstw było ich badanie na podstawie danych księgowych, tj. analizy wyników finansowych spółek (m.in. Healy i in. 1992; Switzer 1996; Ghosh 2001). Ten typ badania skutków fuzji i przejęć pojawił się po raz pierwszy już na przełomie lat sześćdziesiątych i siedemdziesiątych XX wieku (Kelley 1967; Hogarty 1970). Niektóre z tych badań dowodzą, że fuzje i przejęcia powodują wzrost efektywności operacyjnej spółek (Healy i in. 1992; Heron, Lie 2002; Rahman, Limmack 2004), inne pokazują, że jest odwrotnie (Kruse i in. 2007; Yeh, Hoshino 2001; Clark, Ofek 1994), a jeszcze inne nie znajdują związku pomiędzy łączeniem się spółek a ich efektywnością operacyjną (Ghosh 2001; Moeller, Schlingemann 2004; Sharma, Ho 2002). Z uwagi na często ograniczony dostęp

---

\* mgr Marcin Ocieszak, Doktorant Akademii Leona Koźmińskiego, Jagiellońska 57/59, 03-301 Warszawa, e-mail: marcin.ocieszak@gmail.com.

do danych, sposób badania efektów fuzji i przejęć na podstawie danych księgowych był rzadziej stosowany w literaturze przedmiotu od metody opierającej się na danych rynkowych.

Oprócz samego badania skutków łączenia się spółek, analizie poddane były również determinanty osiągniętych rezultatów konsolidacji. Wśród nich badane było znaczenie m.in. sposobu zakupu akcji (Powel, Stark 2005; Ghosh 2001; Linn, Switzer 2001), branży (Switzer 1996; Ghosh 2001; Powell, Stark 2005) czy typu transakcji (Switzer 1996).

W Polsce prace empiryczne dotyczące łączenia się spółek są nieliczne. Ostatnio A. Kalinowska i P. Mielcarz (2014) badali wpływ gotówki na kształtowanie się wskaźnika ROA po transakcji. Dowiedli, że transakcje finansowane gotówką skutkują lepszymi wynikami finansowymi po transakcji niż te finansowane w inny sposób. A. Rutkowski (2001) przeprowadził analizę rentowności oraz przepływów pieniężnych spółek notowanych na GPW w 1999 roku, a wyniki sugerowały pogorszenie się rezultatów po połączeniu. P. Wróbel (2002), A. Rutkowski (2001), A. Perepeczo (2010) również wykazali pogorszenie się wyników badanych podmiotów w okresie kilku lat po zawarciu transakcji. Omawiane badania (Rutkowski 2001; Wróbel 2002; Perepeczo 2010) charakteryzowały się jednak bardzo małą próbą sięgającą maksymalnie kilkunastu transakcji. Przy tak niskiej ich liczbie nie jest możliwe przeprowadzenie badania statystycznego, którego wyniki można uogólnić na całą populację.

W związku z zarysowanym, wolnym polem badawczym, artykuł ma na celu zbadanie problemu finansowych skutków fuzji i przejęć przy użyciu dużo liczniejszej próby niż te wykorzystywane przez wspomniane wcześniej pozycje literatury przedmiotu. Zweryfikowane zostały również dodatkowe hipotezy, co dało bardziej szczegółowy pogląd na kwestię kształtowania się wyników finansowych przedsiębiorstw zaangażowanych w procesy konsolidacyjne przed i po transakcji.

## 1. Dobór próby

Próba została zebrana z trzech baz danych dających dostęp do informacji o transakcjach fuzji i przejęć w Polsce: *ThomsonOne*, *Deal Watch* i *Merger Market*. Do badania zostały wybrane tylko transakcje konsolidacyjne, czyli takie, których skutkiem było uzyskanie kontroli nad przejmowanym podmiotem. Zgodnie z przyjętymi kryteriami, kontrola musiała być uzyskana przez inną spółkę operacyjną, tak więc z badania wyeliminowano transakcje, w których przejmującym były fundusze inwestycyjne, osoby prywatne lub Skarb Państwa. Dane finansowe wybranych podmiotów pochodziły głównie z Monitora Polski B za okres od 2000 do 2012 roku. Badanie opiera się na wynikach finansowych na trzy lata przed transakcją i trzy lata po niej, do analizy kwalifikują się więc tylko transakcje mające miejsce w latach 2003–2009. Ten sposób selekcji zaowocował próbą na poziomie blisko 400 obserwacji. W dalszej kolejności dokonano weryfikacji wszystkich wyselekcjonowanych transakcji i usunięto te, których z różnych powodów nie można było uznać za konsolidację. Dodatkowo eliminacji z próby podlegały spółki, które w ciągu badanego okresu były

przedmiotem innego przejęcia. Tak przeprowadzona selekcja zaowocowała próbą składającą się z 236 transakcji.

Wykorzystane w badaniu wydania Monitora Polskiego pochodziły z baz BECK KRS i EMIS. Część sprawozdań pobrano też ze stron internetowych spółek giełdowych. W efekcie przeprowadzonych prac uzyskano 130 obserwacji, dla których wyniki finansowe dostępne były dla wszystkich badanych lat. Taka próba pozwala przeprowadzić wiarygodne badanie statystyczne i jest wyraźnie wyższa niż w przeprowadzonych do tej pory badaniach dla rynku polskiego.

## 2. Definicje i konstrukcja modelu

W większości prowadzonych badań podstawową miarą analizy efektów były operacyjne przepływy pieniężne (m.in. Ghosh 2001; Switzer 1996; Linn, Switzer 2001; Powell, Stark 2005). W związku z tym, że raportowanie wyników przez polskie spółki różni się nieco od tego spotykanego w przypadkach podmiotów amerykańskich czy brytyjskich, miara przepływów pieniężnych została dostosowana do polskich realiów. Podążając za literaturą światową, zostały dobrane inne, alternatywne miary w celu sprawdzenia stabilności rezultatów badania. Co prawda „operacyjne przepływy pieniężne” podawane są przez spółki w sprawozdaniu finansowym w części „przepływy pieniężne”, jednak przyjęta tam definicja może powodować pewne zaburzenia. Pozycja ta zawiera m.in. korekty z tytułu zysków/strat na inwestycjach, zmiany rezerw itp., dlatego miary efektów zostały obliczone w inny sposób, stosowany w literaturze światowej. Była to (i) EBIDTA, a więc zysk netto powiększony o wartość podatku dochodowego, odsetki i amortyzację, oraz (ii) wynik operacyjny powiększony o amortyzację, jako alternatywne podejście do liczenia wartości EBITDA.

Kolejnym sposobem pomiaru efektów połączeń było badanie wyniku finansowego na różnych jego poziomach tworzenia. Było to dość proste rozwiązanie, spotykane w starszych pozycjach literatury (m.in. Lev, Mandelker 1972). Za tak rozumianą miarę efektów przyjmowało się zazwyczaj wartość zysku netto lub brutto, jednak z uwagi na długoterminowy charakter badania (13 lat) zastosowany został zysk brutto w celu eliminacji zaburzeń wynikających ze zmian stawek podatku CIT w latach 2000–2012. Jako deflator zastosowano wartości przychodów, księgową wartość aktywów oraz księgową wartość kapitałów własnych.

Z powyższych miar efektów gospodarowania oraz deflatorów stworzono szeroki zestaw wskaźników służący do oceny efektów fuzji i przejęć. W dalszym etapie porównane zostały średnie i mediany badanych wskaźników przed transakcją z wynikami po transakcji, a otrzymane różnice były badane za pomocą odpowiednio *testu t* bądź *testu znaków Wilcoxon*. W literaturze przedmiotu taka metoda nosi nazwę modelu zmiany (*change model*).

### 3. Hipotezy i omówienie wyników

Jednym z podstawowych motywów transakcji przejęcia innego przedsiębiorstwa jest przeświadczenie przejmującego, że działając wspólnie z inną spółką będzie on mógł lepiej gospodarować wspólnym majątkiem. Ogólnie można więc przyjąć, że dwie spółki działające razem powinny charakteryzować się lepszymi wynikami niż działając osobno. W innym przypadku przejęcie nie ma sensu ekonomicznego. W związku z tym faktem, poddana weryfikacji została najbardziej fundamentalna hipoteza przy tego rodzaju badaniach, mówiąca, że:

**H1: Na skutek transakcji fuzji i przejęć następuje poprawa efektów gospodarowania badanych spółek.**

W celu weryfikacji H1 zastosowano porównanie średnich i median różnych wskaźników rentowności przed i po transakcji. Weryfikacja dowiodła pogarszania się badanych miar efektów w konsekwencji transakcji, czyli występowania zjawiska odwrotnego od spodziewanego.

**Tabela 1**

Różnice średnich i median wskaźnika EBITDA/Aktywa przed i po transakcji konsolidacyjnej

		PO	$t + 1$	$t + 2$	$t + 3$
Panel A – test średnich					
	średnia	7,45%	9,52%	6,58%	6,25%
PRZED	9,78%	-1,70*	0,18	1,95*	2,29**
$t - 1$	11,06%	2,35**	-0,98	2,52**	2,85***
$t - 2$	8,88%	-0,81	0,40	-1,17	-1,40
$t - 3$	9,46%	1,37	0,43	-1,67*	1,98**
Panel B – test median					
	mediana	7,41%	8,89%	7,31%	6,22%
PRZED	9,47%	1,72*	0,17	1,76*	2,62***
$t - 1$	9,23%	2,16**	0,68	2,13**	3,04***
$t - 2$	9,91%	2,29**	0,73	2,24**	3,17***
$t - 3$	8,22%	0,76	0,61	0,77	1,69**

\*\*\*, \*\*, \* oznaczają istnienie podstaw do odrzucenia H0 o równości średnich lub median odpowiednio na poziomach 1%, 5% i 10%.

Dane liczone jako średnia z trzech lat <-3; -1> i <+1; +3> dla każdej obserwacji, próba 130 obserwacji.

Wartości statystyk testowych wyróżniono kursywą.

Do testowania istotności różnic średnich wykorzystano test t-Studenta, natomiast median test Wilcozona/Manna-Whitneya.

Źródło: opracowanie własne.

W związku z zastosowaniem różnych miar efektów oraz deflatorów, weryfikacja H1 przebiegła trójtorowo. Przeanalizowano kolejno: rentowność aktywów, przychodów i kapitałów własnych. Wyniki w tabeli 1 prezentują kształtowanie się wskaźnika EBITDA/aktywa na przestrzeni lat. Widoczny jest spadek średniej wartości badanej miary efektów. Średnia rentowność aktywów przykładowo zmalała z 11,06% w roku  $t - 1$  do 6,25% w roku

$t + 3$ , co stanowi aż 43% obniżkę. Różnica między średnimi w tych latach była istotna na poziomie 1%. Podobne rezultaty dało porównanie median. Najniższe poziomy rentowności widoczne są w roku  $t + 3$ , który był pod tym względem najgorszym z wszystkich analizowanych lat. Jednocześnie różnica median w tym roku w porównaniu do lat przed transakcją charakteryzowała się najniższymi poziomami istotności, co pozwalało na odrzucenie hipotezy zerowej o braku różnic między medianami. Widoczny jest też brak istotności różnic średnich i median w roku  $t + 1$  w porównaniu ze średnimi i medianami w latach przed transakcją. Można więc na tej podstawie wnioskować, że w roku bezpośrednio po transakcji jeszcze nie odnotowano statystycznie istotnych spadków rentowności. Zaczęły się one zarysowywać dopiero w kolejnych latach, z każdym rokiem pogłębiając się.

Pogarszanie się wyników widoczne było również dla wskaźników stosujących kapitały własne jako deflator. W tym przypadku badane różnice były statystycznie istotne z wyjątkiem wskaźnika ROE. Tabela 2 przedstawia szczegółową analizę wskaźnika  $(WO + A)/KW$  [(wynik operacyjny + amortyzacja)/kapitały własne] na przestrzeni lat. Warto zauważyć, że analiza wskaźnik rentowności EBITDA/KW dała bardzo podobny obraz zmian rentowności wskutek transakcji konsolidacyjnych.

**Tabela 2**

Porównanie median i średnich dla wskaźnika  $(WO + A)/KW$

		PO	$t + 1$	$t + 2$	$t + 3$
Panel A – porównanie średnich					
	średnia	14,28%	19,72%	11,37%	11,76%
PRZED	20,59%	1,64	0,25	1,96*	1,91*
$t - 1$	22,92%	-1,75*	0,69	2,05**	2,01**
$t - 2$	21,28%	-1,99**	0,51	2,23**	2,19**
$t - 3$	17,56%	-0,65	-0,46	1,08	-1,02
Panel B – porównanie median					
	mediana	12,74%	15,36%	13,41%	12,63%
PRZED	17,61%	2,33**	0,96	2,61***	2,75***
$t - 1$	16,27%	2,02**	0,72	2,27**	2,34**
$t - 2$	18,20%	2,45**	1,12	2,70***	2,77***
$t - 3$	16,31%	1,62	0,47	1,94*	2,00**

\*\*\*, \*\*, \* oznaczają istnienie podstaw do odrzucenia  $H_0$  o równości średnich lub median odpowiednio na poziomach 1%, 5% i 10%.

Dane liczone jako średnia z trzech lat  $\langle -3; -1 \rangle$  i  $\langle +1; +3 \rangle$  dla każdej obserwacji, próba 130 obserwacji.

Wartości statystyk testowych wyróżniono kursywą.

Do testowania istotności różnic średnich wykorzystano test t-Studenta, natomiast median test Wilcozona/Manna-Whitneya.

Źródło: opracowanie własne.

Zaobserwować można ponownie tendencję pogarszania się wyników wraz z upływem czasu oraz równocześnie poprawę statystycznej istotności badanych różnic. Obserwowane zależności są więc takie same, jak w przypadku prezentacji wyników wskaźnika

przedstawionego w tabeli 1, w której deflatorem były aktywa. Oznacza to, że różnice średnich i median z biegiem czasu stają się coraz większe i statystycznie istotne na coraz lepszych poziomach.

Porównanie różnic średnich lub median wskaźników w okresie  $t - 3$ ,  $t - 2$  lub  $t - 1$  do średnich lub median w okresie  $t + 1$  ponownie nie daje statystycznie istotnych zależności. Statystyczna istotność różnic median i średnich zaczyna być widoczna dopiero w porównaniu do lat  $t + 2$  oraz  $t + 3$ . I tak na przykład omawiana rentowność kapitałów własnych średnio w roku  $t - 1$  wynosiła 22,92% natomiast w roku  $t + 3$  już tylko 11,76%, a różnica tych średnich była istotna na poziomie 5%. Podobnie mediana spadła z 16,27% w roku  $t - 1$  do 12,63% w roku  $t + 3$ , a różnica tych median była statystycznie istotna na poziomie 1%.

Przy zastosowaniu deflatora w postaci przychodów średnie i mediany różnic przed i po transakcji nie różniły się od siebie statystycznie istotnie, mimo że wciąż widoczne było pogarszanie się wyników po transakcji. Z uwagi na obserwowany brak statystycznej istotności oraz ograniczoną objętość pracy wyniki nie zostały zaprezentowane, lecz są one dostępne na żądanie.

Omawiając wyniki należy zwrócić uwagę na ryzyko ich interpretacji. Healy i in. (1992) oraz Gosh (2001) sugerowali, że przy okazji transakcji mają miejsce różne zabiegi księgowo, które mogą zaburzać rezultaty. Wyniki przedstawione w tabelach 1 i 2 sugerują jednak, że negatywne zmiany efektów gospodarowania mają charakter trendów. O ile wyniki dla roku  $t + 1$  jako pierwszego po transakcji mogą być zaburzone z uwagi na aspekty księgowo, o tyle kolejne lata z wynikami sukcesywnie pogarszającymi się raczej już nie. Dlatego badane transakcje należy uznać za generalnie nieudane w wymiarze finansowym, tj. niepodnoszące efektywności gospodarowania.

Literatura przedmiotu sugeruje, że transakcja przejęcia następuje z reguły po okresie ponadprzeciętnie dobrych wyników spółki przejmującej (m.in. Ghosh 2001). Z uwagi na brak porównania próby do branży czy spółek kontrolnych, na tym etapie badania nie ma możliwości weryfikacji tej hipotezy. Można jednak zweryfikować, czy spółka cel miała gorsze wskaźniki finansowe niż spółka przejmowana w okresie przed transakcją.

## **H2: Spółki cele mają gorsze wyniki finansowe niż spółki przejmujące w okresie przed transakcją konsolidacyjną.**

Hipoteza H2 została zweryfikowana pozytywnie, a więc dała wyniki sugerujące, że w okresie przed transakcją spółki przejmowane miały gorsze wyniki finansowe niż spółki przejmujące. W celu jej weryfikacji porównane zostały różnice średnich i median wskaźników przed połączeniem u obu typów spółek. Zastosowano ten sam zestaw wskaźników, który posłużył do weryfikacji wcześniejszej hipotezy, a najważniejsze wyniki zaprezentowano w tabeli 3. Różnice median i średnich badanych wskaźników między spółką przejmowaną a przejmującą w okresie przed transakcją były statystycznie istotne. Różnice za każdym razem były na korzyść spółki przejmującej i za każdym razem były istotne na poziomie 1%. Na tej podstawie można stwierdzić, że podmioty przejmowane z próby charakteryzowały

się gorszą kondycją finansową przed przejęciem niż spółki przejmujące. Podobną hipotezę badał P. Luty (2014), jednak z uwagi na to, że zastosował on inną metodę badawczą oraz na ograniczoną objętość pracy otrzymane wyniki nie zostaną porównane.

Tabela 3

Porównanie różnic i median spółek przed przejęciem

	Średnia		Mediana	
	przejmowany	przejmujący	przejmowany	przejmujący
Zysk brutto/przychody	-9,29%	7,52%	1,36%	4,53%
	-3,64***		5,54***	
EBITDA/aktywa	-2,57%	3,63%	0,42%	3,06%
	3,68***		3,86***	
(WO + A)/aktywa	-3,62%	2,67%	-0,44%	1,94%
	-4,01***		4,22***	

\*\*\*, \*\*, \* oznaczają istnienie podstaw do odrzucenia H0 o równości średnich lub median odpowiednio na poziomach 1%, 5% i 10%.

Symbol „WO + A” oznacza wynik operacyjny powiększony o amortyzację.

Wskaźniki liczone były jako średnia z trzech lat, próba 130 obserwacji.

Do testowania istotności różnic średnich wykorzystano test t-Studenta, natomiast median test Wilcozona/Manna-Whitneya.

Źródło: opracowanie własne.

Literatura przedmiotu z zakresu badania zachowania się kursów akcji wskazała, że przejęcie przynosi pozytywne efekty jedynie akcjonariuszom spółki przejmowanej. W przypadku badanej próby nie ma możliwości zweryfikowania tej hipotezy, gdyż większość podmiotów to nie są spółki giełdowe, jednak na podstawie ustaleń literatury przedmiotu można zweryfikować podobną hipotezę. Mianowicie, można sprawdzić czy jednostkowe wyniki spółki przejmowanej po transakcji charakteryzują się lepszymi wynikami finansowymi niż w okresie przed transakcją.

### H3: Na skutek transakcji konsolidacyjnej nastąpiła poprawa jednostkowych wyników spółki przejmowanej.

Weryfikacja H3 wskazała na występowanie poprawy wyników na skutek transakcji konsolidacyjnej, a tabela 4 potwierdza istnienie takiej zależności dla wskaźnika  $(WO + A)/Aktywa$  w badanym okresie. Mediana badanej miary efektów gospodarowania wzrosła z średnio  $-0,56\%$  przed transakcją do  $0,29\%$  po transakcji, a różnica ta była istotna na poziomie 5%. Średnia natomiast wzrosła z  $-6,47$  do  $-0,27\%$  przy statystyce testowej równej  $-2,77$  i poziomie istotności 1%. Duża różnica między średnią a medianą sugeruje dość nietypowy rozkład stóp zwrotu, mimo eliminacji w początkowej fazie obserwacji odstających. Niemniej jednak obserwowana jest poprawa wyników. Inne wskaźniki również sugerowały poprawę, a otrzymane wyniki są dostępne na żądanie. Oznacza to, że zmiana udziałowca/akcjonariusza wpływa zwykle pozytywnie na spółkę cel.

**Tabela 4**

Porównanie wskaźnika  $(WO + A)/Aktywa$  spółki przejmowanej przed i po transakcji konsolidacyjnej

		PO	$t + 1$	$t + 2$	$t + 3$
Panel A – porównanie średnich					
	średnia	-0,27%	0,19%	-0,41	0,17%
PRZED	-6,47%	-2,77***	-1,69*	-1,54	-1,70
$t - 1$	-2,23%	-0,88	-0,83	-0,64	-0,91
$t - 2$	-0,11%	0,34	-0,43	-0,22	-0,46
$t - 3$	-5,98%	0,12	-1,79*	-1,63	-1,90*
Panel B – porównanie median					
	mediana	0,29%	0,17%	-0,37%	0,11%
PRZED	-0,56%	2,54**	1,65*	1,23	2,21**
$t - 1$	-0,50%	1,26	1,07	0,74	1,41
$t - 2$	-0,13%	0,89	0,76	0,42	1,66
$t - 3$	-1,31%	0,41	1,54	1,29	1,97**

\*\*\*, \*\*, \* oznaczają istnienie podstaw do odrzucenia  $H_0$  o równości średnich lub median odpowiednio na poziomach 1%, 5% i 10%.

Dane liczone jako średnia z trzech lat  $<-3; -1>$  i  $<+1; +3>$  dla każdej obserwacji, próba 130 obserwacji.

Wartości statystyk testowych wyróżniono kursywą.

Do testowania istotności różnic średnich wykorzystano test t-Studenta, natomiast median test Wilcozona/Manna-Whitneya.

Źródło: opracowanie własne.

Skoro skonsolidowane wyniki łączących się spółek przed połączeniem w porównaniu do wyników po połączeniu charakteryzują się pogorszeniem rentowności ( $H_1$ ) i jeżeli spółka przejmowana wykazuje poprawę rezultatów ( $H_4$ ), to spółka przejmująca powinna odnotować ich pogorszenie. W celu potwierdzenia tego przypuszczenia zweryfikowana zostanie kolejna hipoteza.

#### **H4: Spółki przejmujące charakteryzują się pogorszeniem wyników po transakcji konsolidacyjnej.**

Weryfikacja  $H_4$  zgodnie z oczekiwaniami wskazała na występowanie pogorszenia się wyników finansowych spółki przejmującej na skutek transakcji konsolidacyjnej, a tabela 5 sugeruje istnienie takiej zależności dla wskaźnika  $(WO + A)/Aktywa$  w badanym okresie. Takie same zależności obserwowane są w przypadku testowania różnic innych miar efektów gospodarowania, co potwierdza wniosek o pogarszaniu się wyników. Mediana badanej rentowności aktywów spadła z 9,44% w okresie przed transakcją do 6,02% w okresie po transakcji, a różnica tych median była statystycznie istotna na poziomie 1%. Podobne wyniki dała analiza średnich. W tym przypadku średnia rentowność wynosiła 10,94% przed transakcją i 7,49% po transakcji, a ich różnica również była statystycznie istotna na poziomie 1%. Zaznacza się też dość wyraźnie tendencja do pogarszania się badanych median i średnich z biegiem lat. Średnia rentowność przed transakcją w roku  $t - 1$  wyniosła 10,94%,



zmaląa do 8,76% w roku  $t - 1$  i do 6,16% w roku  $t - 3$ . Mediana również zmaląa odpowiednio z poziomu 9,40 do 7,03% i 5,36%.

Jak juŹ wskazała weryfikacja H1, wyniki po transakcji ulegają pogorszeniu na poziomie skonsolidowanym. To z kolei oznacza, Źe osłabienie spółki przejmującej musi być wyŹsze niŹ polepszenie się wyników spółki przejmowanej.

**Tabela 6**

Porównanie wskaźnika  $(WO + A)/Aktywa$  spółki przejmującej przed i po transakcji

		PO	$t + 1$	$t + 2$	$t + 3$
Panel A – porównanie średnich					
	średnia	7,49%	8,76%	6,17%	6,16%
PRZED	10,94%	3,61***	1,57	3,35***	3,37***
$t - 1$	11,45%	-2,97***	1,86*	3,36***	3,42***
$t - 2$	9,73%	-1,64	0,63	-2,14**	-2,18**
$t - 3$	9,40%	-1,42	0,43	-2,39**	-2,08**
Panel B – porównanie median					
	mediana	6,02%	7,03%	5,36%	5,36%
PRZED	9,44%	4,56***	2,39**	3,61***	4,29***
$t - 1$	9,40%	3,72***	2,44**	3,41***	3,96***
$t - 2$	9,09%	2,95***	1,79*	2,86***	3,36***
$t - 3$	9,40%	2,08**	1,08	2,08**	2,70***

\*\*\*, \*\*, \* oznaczają istnienie podstaw do odrzucenia H0 o równości średnich lub median odpowiednio na poziomach 1%, 5% i 10%.

Dane liczone jako średnia z trzech lat  $<-3; -1>$  i  $<+1; +3>$  dla kaŹdej obserwacji, próba 130 obserwacji.

Wartości statystyk testowych wyróŹniono kursywą.

Do testowania istotności róŹnic średnich wykorzystano test t-Studenta, natomiast median test Wilcozona/Manna-Whitneya.

Źródło: opracowanie własne.

## Uwagi końcowe

Przeprowadzone badanie wykazało istnienie kilku interesujących zaleŹności. Po pierwsze i co najwaŹniejsze, uzyskano argumenty na rzecz hipotezy o pogorszeniu się większości badanych wskaźników finansowych na skutek transakcji łączenia się spółek. Między innymi wskaźnik  $(WO + A)/Aktywa$  na skutek transakcji konsolidacyjnej spadł o 2,0 pp., mediana o 2,03 pp., a róŹnice badanych median i średnich były istotne na poziomie 1%. Podobnych wyników dostarczyła analiza innych miar efektów gospodarowania. Dodatkowo dowiedziono, Źe pogorszenie się wyników finansowych pogłębia się wraz z biegiem czasu. Przykładowo, relacja  $EBITDA/Aktywa$  spadła z średnio 11,06% w okresie  $t - 1$  do 6,25% w okresie  $t + 3$ , a mediana w tych okresach z 9,23 do 6,22%. RóŹnice omawianych średnich i median były statystycznie istotne na poziomie 1%.

Po drugie, stwierdzono, że spółki cele przed przejęciem charakteryzowały się gorszymi poziomami badanych wskaźników finansowych niż spółki przejmujące. Przykładowo, średnia rentowność przychodów w całym okresie przed transakcją wyniosła  $-9,25\%$  wśród spółek celów w porównaniu do  $7,52\%$  wśród spółek przejmujących, natomiast mediany wynosiły odpowiednio  $1,36$  i  $4,53\%$ . Obie różnice były statystycznie istotne na poziomie  $1\%$ .

Po trzecie, pokazano, że na skutek transakcji konsolidacyjnej nastąpiła poprawa wyników spółek przejmowanych. Przykładowo, wskaźnik  $(WO + A)/Aktywa$  wzrósł z  $-6,47\%$  przed połączeniem do  $-0,27\%$  po połączeniu, a zmiana ta była istotna na poziomie  $1\%$ . Mediana z kolei wzrosła z  $-0,56\%$  przed do  $0,29\%$  po transakcji i ta zmiana była istotna na poziomie  $5\%$ .

Ostatni wniosek dotyczy tego, że to spółki przejmujące charakteryzowały się pogorszeniem wyników finansowych. Przykładowo, średnia rentowność aktywów spadła z  $11,45\%$  na rok przed transakcją do  $6,16\%$  trzy lata po transakcji, natomiast mediana w tym samym czasie spadła z  $9,40$  do  $6,02\%$ . Obie wartości były od siebie różne na poziomie statystycznej istotności  $1\%$ .

W dalszym ciągu wolnym polem badawczym pozostaje analiza przedstawionych wyników w porównaniu do wyników branży oraz spółek kontrolnych. Jest to standardowe podejście w literaturze przedmiotu, jednak do tej pory autor nie spotkał się z próbą podjęcia tego wyzwania dla transakcji z Polski. Otrzymane miary efektów można też skorygować o zmiany w kapitale obrotowym otrzymując tzw. czyste przepływy pieniężne (*pure cash flow*). Przeanalizować powinno się również determinanty zmian wyników w celu sprawdzenia, co miało wpływ na ich pogarszanie się i porównanie tych wyników do ustaleń literatury zagranicznej.

## Literatura

- Agrawal A., Jaffe J.F., Mandelker G.N. (1992), *The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly*, „The Journal of Finance” vol. 47, no 4, s. 1605–1621.
- Baker R.D., Limmack R.J. (2002), *UK takeovers and acquiring company wealth changes: the impact of survivorship and other potential selection biases on post-outcome performance*, University of Stirling, Working Paper, s. 12, [www.papers.ssrn.com](http://www.papers.ssrn.com).
- Clark K., Ofek E. (1994), *Mergers as a means of restructuring distressed firms: an empirical investigation*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” vol. 29, no. 4, s. 541–565.
- Ghosh A. (2001), *Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions?*, „Journal of Corporate Finance” vol. 7.
- Healy P.M., Palepu K.G., Ruback R.S. (1992), *Does Corporate Performance Improve After Mergers?*, „Journal of Financial Economics” vol. 31.
- Hogarty T. (1970), *The Profitability of Corporate Mergers*, „Journal of Business”.
- Heron R., Lie E. (2002), *Operating performance and the method of payment in takeovers*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” vol. 37, no. 1, s. 137–155.
- Jensen M.C., Ruback R.S. (1983), *The market for corporate control: The scientific evidence*, „Journal of Financial Economics” vol. 11, no. 1, s. 5–50.
- Kalinowska A., Mielcarz P. (2014), *Methods of Payment in M&A Transactions and the Operational Performance of Acquirers*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 67, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 739–746; [www.wneiz.pl/frfu](http://www.wneiz.pl/frfu).
- Kelley E.M. (1967), *The Profitability of Growth through Mergers*, University Park: Pennsylvania State University Press.

- Kruse T.A., Park H.Y., Park K., Suzuki K. (2007), *Long-term performance following mergers of Japanese companies: The effect of diversification and affiliation*, „Pacific-Basin Finance Journal” vol. 15, no. 2, s. 154–172.
- Lev B., Mandelker G. (1972), *The microeconomic consequences of corporate mergers*, „Journal of Business”, s. 85–104.
- Linn S.C., Switzer J.A. (2001), *Are Cash Acquisitions Associated with Better Postcombination Operating Performance than Stock Acquisitions*, „Journal of Banking and Finance” vol. 25.
- Luty P. (2014), *Ocena kondycji finansowej łączących się spółek na przykładzie jednostek z wybranych województw Polski Zachodniej*, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości nr 75, s. 69–82.
- Limmack R.J. (1991), *Corporate mergers and shareholder wealth effects: 1977–1986*, „Accounting and Business Research” vol. 21, no. 83.
- Mandelker G. (1974), *Risk and return: The case of merging firms*, „Journal of Financial Economics” vol. 1, no. 4, s. 303–335.
- Moeller S.B., Schlingemann F.P., Stulz R.M. (2003), *Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions?*, NBER Working Paper Series.
- Perepeczo A. (2010), *Ocena efektów finansowych łączenia spółek*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania/Uniwersytet Szczeciński nr 20, s. 115–133.
- Powell R.G., Stark A.W. (2005), *Does operating performance increase post-takeovers for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks*, „Journal of Corporate Finance” vol. 11.
- Rahman R.A., Limmack R.J. (2004), *Corporate acquisitions and the operating performance of Malaysian companies*, „Journal of Business Finance & Accounting” vol. 31, no. 3–4, s. 359–400.
- Rutkowski A. (2001), *Efekt synergii w procesach fuzji i przejęć*, w: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. J. Duraj, Wydawnictwo UŁ, Łódź, s. 137.
- Sudarsanam S., Mahate A.A. (2003), *Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: The UK Evidence*, „Journal of Business Finance & Accounting” vol. 30.
- Switzer J.A. (1996), *Evidence on Real Gains in Corporate Acquisitions*, „Journal of Economics and Business”, vol. 48.
- Sharma D.S., Ho, J. (2002), *The impact of acquisitions on operating performance: some Australian evidence*, „Journal of Business Finance & Accounting” vol. 29, no. 1–2, s. 155–200.
- Wróbel P. (2002), *Wyniki badań wpływu fuzji i przejęć na wartość dla akcjonariuszy*, „Przegląd Organizacji” nr 4, s. 23–27.
- Yeh T., Hoshino Y. (2001), *Ownership structure, board, bank control and shareholders' wealth: from evidence of Japanese acquirers*, w: *Proceedings of the 9th Conference of Nippon Finance Association*, Tokyo, June 2–3, 2001, s. 182–196.

#### FINANCIAL PERFORMANCE AFTER M&A TRANSACTIONS IN POLAND (2003–2009)

**Abstract:** *Purpose* – Verifying whether operation performance of companies involved in M&A processes in Poland increased or decreased after the transaction

*Design/methodology/approach* – Verifying hypothesis using change model and testing differences of median and average with t-student and Wilcoxon sign rank models

*Findings* – The results indicate a worsening of the financial results after merger. Also suggest that the targets had worse operational results before the merger than the acquiring companies but after the transaction targets improved significantly

*Originality/value* – First in Poland study on such a large sample of 130 mergers and acquisitions with focus on various cash flows measures used in the international literature

**Keywords:** consolidation processes, mergers & acquisitions, corporate control, financial effects

#### Cytowanie

- Ocieszak M. (2015), *Skutki finansowe fuzji i przejęć w Polsce w latach 2003–2009 oceniane na podstawie danych księgowych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 559–569; [www.wneiz.pl/frfu](http://www.wneiz.pl/frfu).

