

Artykuły

SZCZEPAN FIGIEL

JUSTYNA KUFEL

Instytut Ekonomiki Rolnictwa
i Gospodarki Żywnościowej – PIB
Warszawa

FUZJE I PRZEJĘCIA W ŚWIATOWYM SEKTORZE ROLNO-ŻYWNOŚCIOWYM NA TLE WAHAŃ KONIUNKTURY GOSPODARCZEJ

Wstęp

Zmiany w strukturze podmiotowej sektora rolno-żywnościowego są przedmiotem stałego zainteresowania ze względu na ich znaczenie dla konkurencji oraz dobrobytu ekonomicznego producentów i konsumentów żywności. Dotyczy to zwłaszcza koncentracji prowadzącej potencjalnie do niekonkurencyjnego postępowania podmiotów dominujących w danej branży, polegającego głównie na wykorzystywaniu siły rynkowej w ustalaniu cen. Nasilanie się procesów koncentracji w sektorze rolno-żywnościowym ma charakter ogólnoświatowy i dostrzegane jest od dawna w wielu krajach. Dla przykładu, już w 1966 roku w raporcie opracowanym pod auspicjami *National Commission on Food Marketing* uznano, że koncentracja w wielu gałęziach amerykańskiego sektora rolno-żywnościowego osiągnęła zbyt wysoki, niepożądany poziom, zwłaszcza w przetwórstwie owocowo-warzywnym, a wydatki na reklamę i promocję są nadmierne. Stwierdzono również, że na drodze fuzji i przejęć firmy stają się coraz większe, przekraczając dalece rozmiary potrzebne do utrzymania pełnej efektywności operacyjnej [22].

Ze zjawiskiem koncentracji w przetwórstwie żywnościowym mamy do czynienia również w Polsce. W 2009 roku 280 dużych firm (zatrudniających ponad 250 pracowników) stanowiło zaledwie 1,8% całej zbiorowości liczącej 15,7 tys. podmiotów gospodarczych działających w tym sektorze, podczas gdy ich udział w zatrudnieniu wynosił 36,5%, a w sprzedaży aż 53,4%. W latach 2000-2009 zwiększył się stopień koncentracji w większości branż, głównie w przemyśle cukrowniczym, produkcji napojów bezalkoholowych i wyrobów cukierniczych oraz w przetwórstwie mleczarskim i rybnym. Wysokim i stabilnym udziałem

dużych firm charakteryzują się także branża piwowarska i tytoniowa. W 2010 roku trzy największe firmy (grupy kapitałowe) generowały 85,7% przychodów w branży olejarskiej, 78,5% w branży piwowarskiej, 76,0% w branży tytoniowej, 75,6% w branży ziemniaczanej i 69,6% w branży cukrowniczej. W każdej z tych branż wyłoniła się grupa firm dużych i średnich, zwanych liderami sektorów. Przewiduje się również, że procesy koncentracji w Polsce będą nadal postępować, a znaczenie dużych firm będzie rosło [26].

Immanentną cechą tych procesów są fuzje i przejęcia, których liczba i skala cechuje nieregularność występowania w czasie. Niektórzy autorzy wiążą ją z cyklem koniunkturalnym. Już w 1959 roku Nelson [20], badając okres 1895-1956, stwierdził, iż fuzje dodatnio i z dużą regularnością reagują na cykl koniunkturalny. Wskazywał, że szczyty aktywności w obszarze fuzji poprzedzają szczyty w cyklu koniunkturalnym. Zdaniem Maule [17], przeciętny szczyt aktywności w sferze fuzji pojawia się około 10 miesięcy wcześniej przed średnim szczytem w cyklu koniunkturalnym.

W podobnym duchu wypowiadali się niektórzy analitycy rynkowi w roku 2006. Ich zdaniem, wysoka aktywność w obszarze fuzji i przejęć mogła sygnalizować szczyt w globalnym cyklu koniunkturalnym. Na podstawie obserwacji stwierdzili, że wysoka aktywność w obszarze fuzji i przejęć jest prawie zawsze oznaką zbliżania się cyklu koniunkturalnego do szczytu [1]. Hipotetycznie można zatem przyjąć występowanie ogólnej prawidłowości polegającej na tym, że wraz z poprawą koniunktury, wskutek fuzji i przejęć rośnie stopień koncentracji w różnych sektorach gospodarki, natomiast pogorszeniu koniunktury towarzyszy spadek aktywności w sferze fuzji i przejęć, a w rezultacie osłabienie tendencji do koncentracji. W tym kontekście można postawić pytanie, czy prawidłowość ta ujawniła się w sektorze rolno-żywnościowym w warunkach obecnego kryzysu finansowego i związanego z nim bardzo znacznego spowolnienia światowego wzrostu gospodarczego w ostatnich kilku latach. Poszukując odpowiedzi na tak postawione pytanie, przeprowadzono analizę, której celem było określenie wpływu występujących w minionej dekadzie wahań koniunkturalnych, a w szczególności obserwowanego po roku 2008 ostrego spadku tempa wzrostu gospodarczego w wielu krajach – a w niektórych nawet recesji – na przebieg procesów koncentracji w światowym sektorze rolno-żywnościowym. Głównym przedmiotem analizy była liczba i wartość transakcji fuzji oraz przejęć odnotowanych w tym sektorze w latach 2000-2010 na tle zmian koniunktury gospodarczej, a także zmian wartości produkcji i poziomu cen żywności. Interpretację uzyskanych wyników przedstawiono w nawiązaniu do wybranych teoretycznych aspektów procesów koncentracji oraz wahań koniunkturalnych.

Teoretyczne przesłanki fuzji i przejęć w kontekście procesów koncentracji

Fuzje oraz różne rodzaje przejęć przedsiębiorstw można traktować jako formy szeroko rozumianego nabycia. Pierwsza z tych form jest połączeniem polegającym na powstaniu jednego podmiotu na bazie dwóch lub więcej niezależnych wcześniej przedsiębiorstw. Połączenie nazywane jest fuzją, jeśli powstały

podmiot opiera się na jednym z pierwotnych przedsiębiorstw, natomiast gdy przedsiębiorstwa tracą osobowość prawną, a w wyniku połączenia ich kapitału i majątków powstaje formalnie nowy podmiot, mamy do czynienia z konsolidacją. Drugą formą nabycia jest przejęcie, które oznacza przeniesienie kontroli nad przedsiębiorstwem z jednej grupy inwestorów na inną. Istnieją różne formy przejęcia, do których zalicza się: zakup akcji (udziałów), zakup majątku, pełnomocnictwo, prywatyzację, dzierżawę oraz wspólne przedsięwzięcie [5].

Fuzje i przejęcia mogą być podyktowane różnymi powodami, jednakże niezależnie od ich charakteru prowadzą one do wzrostu koncentracji produkcji i rynku. Koncentracja jest wynikiem dążenia przedsiębiorstw do poprawy ich zdolności konkurencyjnej poprzez zwiększanie skali produkcji (koncentracja pozioma) lub zwiększanie zakresu produkcji o działalności z poprzedzających lub następujących ogniw łańcucha wytwórczego, w którym one funkcjonują (koncentracja pionowa). Teoretycznie, ekonomiczna zasadność zwiększania skali produkcji zależy od efektów, które przedsiębiorstwo jest w stanie dzięki temu uzyskać. Od strony formalnej, charakter tych efektów można określić analizując przebieg funkcji kosztu długookresowego. W przypadku, gdy proporcja między poziomem nakładów a poziomem produkcji pozostaje stała, wpływ k -krotnego zwiększenia nakładów na koszty możemy przedstawić w następujący sposób:

$$LRTC_0 = \sum_{i=1}^n x_i p_i$$

$$LRTC_k = \sum_{i=1}^n k x_i p_i = k LRTC_0$$

gdzie:

x_i – liczba jednostek danego nakładu;

p_i – cena jednostkowa danego nakładu;

$LRTC_0$, $LRTC_k$ – długookresowy całkowity koszt produkcji, odpowiednio przy wyjściowym oraz k -krotnie zwiększonym poziomie nakładów.

Długookresowe koszty średnie przy nowym, zwiększonym l -krotnie w stosunku do wyjściowego poziomu produkcji (Y), wynoszącym lY , to:

$$LRAC_k = \frac{k LRTC_0}{lY} = \frac{k}{l} LRAC_0$$

Pomiędzy efektami skali a kształtowaniem się krzywej długookresowych kosztów średnich występuje bezpośrednia zależność zgodnie z jedną z trzech następujących możliwości:

$\frac{k}{l} > 1$ – oznacza rosnący długookresowy koszt średni i malejące efekty skali;

$\frac{k}{l} = 1$ – oznacza stały długookresowy koszt średni i stałe efekty skali;

$\frac{k}{l} < 1$ – oznacza malejący długookresowy koszt średni i rosnące efekty skali.

Z oczywistą motywacją ekonomiczną do zwiększania skali produkcji mamy do czynienia w przypadku drugim, a zwłaszcza trzecim. Następstwem koncentracji produkcji może być koncentracja rynku polegająca na zwiększaniu udziału produktów danego przedsiębiorstwa lub grupy przedsiębiorstw w rynku właściwym, rozumianym jako rynek towarów uznawanych za substytuty pod względem ceny, właściwości czy przeznaczenia. W skrajnym przypadku może prowadzić ona do powstania monopolu.

Wzrostem siły rynkowej skutkować może także poszukiwanie przez firmy korzyści z tytułu zwiększania zakresu produkcji. Występują one wtedy, gdy wytwarzanie wielu produktów w jednym przedsiębiorstwie jest tańsze niż w oddzielnych przedsiębiorstwach. W przypadku substytutów dochodzą jeszcze korzyści ze zwiększenia udziału w rynku. Korzyści z tytułu zwiększonego zakresu działania można identyfikować (*ceteris paribus*), porównując zyski osiągnięte przez przedsiębiorstwo przed i po dokonaniu tego zwiększenia. Zakładając, że zysk przedsiębiorstwa zależy od zakresu jego działalności, ogólnie biorąc, funkcje zysku związane z różnymi zakresami działania możemy określić w następujący sposób:

$$\pi_0 = f(d_1, d_2, \dots, d_k)$$

$$\pi_m = f(d_m)$$

$$\pi_z = f(d_1, d_2, \dots, d_k, d_m)$$

gdzie:

d_i – określony rodzaj działalności dla $i = 1, \dots, k$;

π_0 – zysk przedsiębiorstwa osiągnięty przy wynoszącej k liczbie rodzajów działalności;

π_m – zysk osiągnięty z działalności m nie należącej do zakresu działania przedsiębiorstwa;

π_z – zysk przedsiębiorstwa osiągnięty z zakresu działania obejmującego k rodzajów działalności, powiększonego o działalność m .

Zwiększenie zakresu działania przedsiębiorstwa dodatkowo o działalność m jest uzasadnione ekonomicznie, jeśli spełniony zostanie następujący warunek:

$$\pi_z > \pi_0 + \pi_m$$

Innymi słowy, zysk osiągnięty po zwiększeniu zakresu działania przedsiębiorstwa jest większy od sumy zysków osiągniętych przy wyjściowym zakresie dzia-

łania oraz zysków z działalności pozostającej poza tym zakresem. Sytuację tę określa się często mianem efektu synergii.

Zarówno potencjalne korzyści z tytułu zwiększania skali (ekonomia skali), jak i zwiększania zakresu (ekonomia zakresu) są źródłem decyzji inwestycyjnych i rozwojowych przedsiębiorstw prowadzących do koncentracji. Nie są to jednak jedyne przyczyny koncentracji, która może być następstwem innych czynników sprawczych. Również skutki, jakie ona wywołuje, mogą być oceniane wieloaspektowo. Do zagadnienia koncentracji ustosunkowuje się wielu autorów reprezentujących różne nurty teorii ekonomii. Formułują oni często odmienne oceny jej przyczyn i skutków. Z klasycznych i neoklasycznych modeli struktur rynkowych, a zwłaszcza z porównania konkurencji doskonałej z monopolem wynika, że wzrost udziału przedsiębiorstwa w rynku do rozmiarów pozwalających mu wpływać na wielkość sprzedaży i cenę powoduje nieuchronne straty w ogólnym dobrobycie ekonomicznym. Są one rezultatem monopolistycznych praktyk cenowych, osiągania nadmiernych zysków, ograniczenia produkcji i utrzymywania niewykorzystanych zdolności produkcyjnych oraz braku skłonności przedsiębiorstwa do obniżania kosztów i wprowadzania innowacji ze względu na brak presji konkurencyjnej. Szczególną rolę w teoretycznym eksponowaniu znaczenia doskonale konkurencyjnych rynków (tzn. takich, na których żaden ze sprzedających ani kupujących nie ma wpływu na ustalanie cen) odgrywa model równowagi ogólnej Arrowa-Debreu, w którym założenie o konkurencji doskonałej warunkuje optymalną alokację.

W rzeczywistości możemy mieć jednak do czynienia z rosnącymi korzyściami skali i zakresu oraz postępem technicznym, co sprawia, że obserwowane rynki cechuje mniejszy lub większy stopień koncentracji struktur podmiotowych oraz niedoskonałość form konkurencji. Jedną z przyczyn jest występowanie barier wejścia definiowanych jako poziom cen, do którego przedsiębiorstwo może je podnieść ponad koszty przeciętne – bez skłaniania do wejścia na rynek nowych konkurentów – lub jako koszt produkcji ponoszony przez konkurenta wchodzącego na rynek, a nie ponoszony przez przedsiębiorstwa już na nim będące. W latach 70. zaczęły się pojawiać nowe modele, w których wychodzono poza rolę przedsiębiorstwa jako miejsca przekształcenia nakładów w wyniki, co pozwoliło na lepsze wyjaśnienie przesłanek procesów koncentracji [4]. Modele te w większym stopniu skupiają się na przedsiębiorstwie, zaś wspólną ich cechą jest uznanie, że intensywność konkurencji i liczba podmiotów na rynku nie muszą być skorelowane. Wprawdzie w ujęciu statycznym konkurencja doskonała jest rozwiązaniem najbardziej efektywnym dla gospodarki i konsumentów, jednak w ujęciu dynamicznym nie można pomijać postępu technicznego zwiększającego efektywność. Schumpeter argumentował, że wprowadzanie nowych produktów i technologii dokonuje się tylko w wielkich przedsiębiorstwach, które kreując postęp techniczny zwiększają efektywność i korzyści społeczne [13].

Pośród wielu różnych, teoretycznych propozycji służących wyjaśnieniu źródeł koncentracji na uwagę zasługują m.in. stanowisko szkoły chicagowskiej, teoria rynków kontestowanych, teoria kosztów transakcyjnych, teoria agencji oraz

konceptja zarządzania strategicznego. W myśl tych propozycji wzrost przedsiębiorstwa wynika z dążenia do zwiększenia efektywności i wiąże się z przedsiębiorczością, nie z siłą rynkową [4]. Takie postrzeganie problemu nie obejmuje jednakże wszystkich, mających różnorodny charakter, czynników kształtujących aktywność w obszarze fuzji i przejęć, szczególnie w warunkach globalizacji i rozwoju rynków kapitałowych. Do czynników tych można zaliczyć koniunkturę gospodarczą oraz powiązaną z nią koniunkturę na rynku akcji, występowanie szoków ekonomicznych, a także zmiany i pojawiające się w związku z tym różnice we względnej wycenie rynkowej przedsiębiorstw [12].

Koniunktura gospodarcza mierzona zmianami PKB, jak również warunki na rynku kapitałowym, znajdujące odzwierciedlenie w zwrotach z aktywów, mogą wpływać na aktywność w obszarze fuzji i przejęć. Wzrost PKB może być traktowany jako oznaka przyszłego wzrostu zagregowanego popytu, co uzasadnia potrzebę zwiększania zdolności produkcyjnych. Spośród dwóch możliwości, jakimi są inwestycje wewnętrzne i fuzje, zaletą tych drugich jest to, że zwiększenie zdolności produkcyjnych następuje zwykle znacznie szybciej niż w przypadku tych pierwszych. Przed szczytowym punktem cyklu koniunkturalnego wzrost w większości gałęzi produkcji ulega osłabieniu, a zagregowana aktywność w obszarze fuzji zaczyna maleć. Podobnie podczas recesji, gdy spadek popytu skutkuje pojawieniem się nadmiaru zdolności produkcyjnych w sektorze, możemy mieć do czynienia ze skłonnością przedsiębiorstw do redukcji potencjału wytwórczego.

Z kolei, w nawiązaniu do teorii neoklasycznej uważa się, iż fale aktywności na rynku fuzji i przejęć wywoływane są przez szoki ekonomiczne zmuszające przedsiębiorstwa danych sektorów i branż do reorganizacji, a fuzje stanowią jej najbardziej efektywną formę. Między liczbą fuzji w branży a wielkością szoków bezpośrednio poprzedzających fuzje występuje dodatni związek. W efekcie skupiają się one w kilku branżach, co potwierdzają wyniki badań empirycznych [2, 18, 19]. Innym wytłumaczeniem zjawiska fuzji i przejęć jest mająca behawioralny charakter teoria przeszacowania, zgodnie z którą fale fuzji powodowane są przez zróżnicowanie względnej wyceny, w wyniku czego przedsiębiorstwa przeszacowane nabywają akcje przedsiębiorstw niedoszacowanych [23]. Interesującym potwierdzeniem tej prawidłowości są wyniki testowania w odniesieniu do fuzji i przejęć tzw. teorii Q , tłumaczącej kapitałowe podstawy inwestowania przez przedsiębiorstwa. Istotę tej teorii stanowi postulat mówiący, że poziom inwestycji firmy powinien rosnać wraz z jej wskaźnikiem q , zdefiniowanym przez Tobina jako relacja wartości giełdowej firmy do kosztu odtworzenia jej majątku. Zatem, firmy powinny inwestować, gdy $q > 1$, ponieważ prawo udziałowe do powstałego tą drogą kapitału rzeczowego są w stanie sprzedać po cenie wyższej od kosztu jego wytworzenia. Okazuje się, że teoria Q pozwala także na wyjaśnienie, dlaczego jedne firmy kupują drugie. Z badań wynika, że inwestycje w fuzje i przejęcia rosna wraz ze wzrostem wskaźnika Q nawet w większym stopniu, niż inwestycje bezpośrednie we własny majątek firmy [10].

Różnorodność czynników mogących wpływać na fuzje i przejęcia można podzielić na mające charakter endogeniczny oraz egzogeniczny. Pierwsze z nich znajdują odzwierciedlenie w funkcjach produkcji i kosztów przedsiębiorstwa, determinujących jego zdolność do zwiększania skali lub zakresu działania. Drugie stanowią odzwierciedlenie uwarunkowań mezo- i makroekonomicznych, sprzyjających lub niesprzyjających podejmowaniu takich kroków. O ile potencjalny wpływ czynników endogenicznych na aktywność w obszarze fuzji i przejęć nie budzi większych wątpliwości, o tyle mechanizm oddziaływania czynników egzogenicznych na tę aktywność, zwłaszcza czynników makroekonomicznych, jest już mniej oczywisty. Dotyczy to między innymi roli wahań koniunkturalnych.

Z badań wynika, że faza ekspansji wyzwała większą alokację aktywów niż faza recesji. Tłumaczone jest to dwoma odmiennymi, aczkolwiek powiązаныmi w pewnym sensie powodami. Pierwszy to procykliczność zagregowanego popytu oraz efekty skali będące rosnącą funkcją jego poziomu. Natomiast drugi to możliwości zawarcia transakcji uzależnione od sytuacji na rynkach finansowych. Podczas recesji potencjalni nabywcy mogą mieć do czynienia z ograniczeniami kredytowymi, zaś obiekty fuzji i przejęć czekają na momenty większej płynności na rynkach kapitałowych. W efekcie, ograniczenia finansowe również czynią fuzje procyklicznymi. Zatem, cykle biznesowe wpływając na nasilenie zjawiska fuzji stwarzają warunki do ewentualnego wzrostu siły rynkowej firm dzięki ekonomii skali (fuzje powiązane) lub dzięki ekonomii zakresu (fuzje niepowiązane) [13].

Przejawy i przyczyny wahań koniunktury gospodarczej

Wahania koniunktury są ściśle związane ze zjawiskiem cyklu koniunkturalnych i zajmowanym w danym czasie przez gospodarke punktem na ścieżce rozwoju cyklicznego. Obecnie cykle koniunkturalne definiuje się jako wahania tempa wzrostu działalności gospodarczej, polegające na przemiennym występowaniu okresów relatywnie wysokiej i relatywnie niskiej stopy tego wzrostu [15]. Pojęcie cyklu koniunkturalnego dotyczy cyklicznych i zarazem nieregularnych wahań aktywności gospodarczej, które przejawiają się w zmianach różnorodnych mierników gospodarczych. Współcześnie cykle koniunkturalne objawiają się nieregularnymi zarówno co do skali, jak również czasu trwania, zmianami poziomu produkcji, zatrudnienia, a także cen [25].

Zgodnie z podejściem Lucasa [16], wahania koniunkturalne to proces powtarzających się, lecz nieregularnych oscylacji produktu wokół jego długookresowej ścieżki wzrostu. Wahaniom koniunkturalnym przypisywana jest dość powszechnie cykliczność rozumiana jako sekwencyjne ciągi wzrostów i spadków aktywności gospodarczej. Ciągi te różnią się swą długością, niekiedy nawet bardzo znacznie, na co wskazują wyniki badań empirycznych dotyczących gospodarek rozwiniętych. Za fluktuacje koniunkturalne uznaje się wahania o długościach od 1,5-2 do 8-10 lat, przy czym przeciętna długość cyklu wynosi 5-8 lat. Warto nadmienić, że niektórzy autorzy wyrażają opinię, iż traktowanie takich wahań

jako cyklicznych jest nieco na wyrost, gdyż w gruncie rzeczy mówić można jedynie o następstwie pewnych faz. Powszechnie uważa się natomiast, iż wahania koniunkturalne są zjawiskiem makroekonomicznym, procesem średniookresowym lub długookresowym, a ich przejawem jest zróżnicowana w czasie dynamika wartości podstawowych zmiennych ekonomicznych, charakteryzujących aktywność gospodarczą w określonym obszarze terytorialnym (kraj, region, etc.)¹.

Podstawę teorii wahań koniunkturalnych stanowi przebieg klasycznego cyklu koniunkturalnego. Wyróżnia się w nim cztery fazy, którymi są: kryzys, depresja, ożywienie i rozkwit oraz dwa punkty zwrotne, określane jako dno i szczyt. W fazie kryzysu zaobserwować można zazwyczaj następujące zjawiska: nadwyżkę podaży nad popytem, wzrost zapasów u producentów, spadek produkcji, przychodów, zysków i zatrudnienia, a także spadek poziomu cen (współcześnie raczej spowolnienie tempa inflacji). W fazie depresji natomiast obserwuje się zanikanie trendu spadkowego w odniesieniu do: produkcji, zatrudnienia, płac, cen, zysku, inwestycji i konsumpcji. Przywrócona zostaje stabilizacja i równowaga na niskim poziomie, zaś niski poziom cen i niska stopa zysku zmuszają firmy, które przetrwały kryzys, do poprawy rentowności. W fazie ożywienia wzrastają: popyt, produkcja, przychody, zyski i zatrudnienie, a także rosną ceny. Faza rozkwitu (szczyt, boom) występuje, gdy aktywność gospodarcza osiąga najwyższy poziom, tj. gdy przekracza poziom aktywności podczas ostatniego szczytu. Pojawiają się w tej fazie także stabilizacja i równowaga na wysokim poziomie produkcji (wysoka sprzedaż, wysoki poziom zatrudnienia, wysokie stopy zysku) oraz wysoki poziom cen. Do głównych cech cyklu zalicza się: długość (fazy spadkowej i wzrostowej), częstotliwość (liczba cykli w danej jednostce czasu), amplitudę (różnica między skrajnymi wartościami pewnych elementów w danym okresie), intensywność (siła tendencji wyżkowych lub niżkowych w poszczególnych fazach), symetryczność (informacja odnośnie relacji między amplitudą poszczególnych faz oraz odnośnie zależności w zakresie ich długości) [21].

Obecnie za standardowy przypadek uznawany jest tzw. cykl współczesny, cechujący się skróceniem i spłyceniem fazy spadkowej. Przypisywane jest to wieloletniemu i skutecznemu oddziaływaniu polityki stabilizacyjnej państwa, dynamicznej ekspansji sektora usług bardziej odpornego na spadki koniunktury, istnieniu bardziej wiarygodnych informacji o sytuacji gospodarczej i jej perspektywach, coraz szybszemu przepływowi informacji oraz procesom globalizacji i internacjonalizacji. Chociaż każdy cykl koniunkturalny jest inny, jeśli chodzi o czas jego trwania, zaobserwować można podobne kształtowanie się pewnych zmiennych ekonomicznych. W tym kontekście wyróżnia się zmienne procykliczne (dodatnia korelacja z PKB), antycykliczne (ujemna korelacja z PKB) i acykliczne (brak korelacji z PKB). Do zmiennych procyklicznych zaliczane są: konsumpcja, inwestycje (w tym budownictwo mieszkaniowe i zapasy), zatrudnienie, wydajność pracy, płace realne, podaż pieniądza, inflacja, ceny akcji, stopa procentowa. Antycykliczne jest bezrobocie, słabo antycykliczny eksport netto, zaś za acykliczne uznawane są wydatki rządowe [21].

¹ Na uwagę zasługuje interesujące zestawienie prawidłowości dotyczących formalnych cech wahań koniunkturalnych, które ponad pół wieku temu przedstawił Kaldor [11].

Przyczyny wahań koniunkturalnych wyjaśnianie są w ramach różnych teorii cykli koniunkturalnych. Podstawowe kryterium podziału tych teorii stanowi egzogeniczny bądź endogeniczny w stosunku do gospodarki charakter czynników sprawczych. Zwolennicy teorii egzogenicznych postrzegają gospodarkę w sposób klasyczny, jako stabilny układ wykazujący tendencję do szybkiego wzrostu. Źródłem wzrostu jest akumulacja kapitału, postęp techniczny, odkrycie nowych zasobów, czy też przyrost ludności przy pełnym wykorzystaniu czynników produkcji. Zewnętrzne zakłócenia, których źródłem mogą być szoki technologiczne czy interwencja państwa, destabilizują system, lecz po ich ustąpieniu gospodarka szybko samoistnie powraca na ścieżkę dynamicznego wzrostu, przy pełnym wykorzystaniu czynników produkcji. Przykładem jest egzogeniczna teoria szoków, zgodnie z którą cykle są wynikiem losowych, zewnętrznych bodźców, pojawiających się w sposób nieregularny i nieskoordynowany, co skutkuje zakłóceniami. Modele obrazujące te szoki wykluczają wręcz możliwość fluktuacji endogenicznych.

Z kolei, zgodnie z teoriami endogenicznymi gospodarka oprócz długookresowego wzrostu, jako system z natury niestabilny, przeżywa na przemian okresy ożywienia i zastoju. Mamy zatem do czynienia z tzw. wzrostem cyklicznym, trendu i cyklu nie oddziela się, a wahania są traktowane jako atrybut wzrostu [15]. Obecnie za główne nurty teorii wahań koniunkturalnych uważana jest keynesowska interpretacja wahań koniunkturalnych, teoria realnego cyklu koniunkturalnego oraz interpretacja szkoły austriackiej [3]. Generalnie biorąc, spór między przedstawicielami i zwolennikami tych nurtów toczy się wokół tego, czy w systemie rynkowym występują immanentne mechanizmy wywołujące ustawiczne i powtarzające się zakłócenia równowagi, czy też gospodarka rynkowa wykazuje wewnętrzną tendencję do stabilności, natomiast gdy pojawi się zewnętrzny impuls destabilizujący, uruchamiane są procesy przywracające równowagę.

Za najnowsze osiągnięcia poznawcze dotyczące przyczyn wahań koniunkturalnych uznawane są teorie zrównoważonego cyklu koniunkturalnego. Ich istotą jest uznanie wahań cyklicznych za rezultat działań optymalizacyjnych podmiotów gospodarujących, prowadzących zależnie od uwarunkowań do wzrostu bądź spadku produkcji. Zatem każda faza cyklu może być stanem optymalnym, zaś ewentualne ingerencje mające na celu jego zmianę prowadzą jedynie do pogorszenia efektywności gospodarowania. W ramach teorii zrównoważonego cyklu koniunkturalnego wykształciły się dwa podejścia: monetarystyczny model dochodu nominalnego i teoria realnego cyklu koniunkturalnego.

W monetarystycznym modelu dochodu nominalnego, sformułowanym przez Friedmana, znaczące zmiany stopy wzrostu zasobu pieniądza są warunkiem koniecznym i dostatecznym istotnych zmian stopy wzrostu dochodów pieniężnych, co w przybliżeniu odpowiada zarówno zmianom długookresowym, jak i czasowi trwania cyklu koniunkturalnego. Kluczową rolę w kształtowaniu dynamiki dochodu narodowego oraz formowaniu cyklu odgrywają zatem czynniki pieniężne, a zakłócenia są rezultatem interakcji stabilnego popytu i niestabilnej podaży. Z kolei teoria realnego cyklu koniunkturalnego, której twórcami są

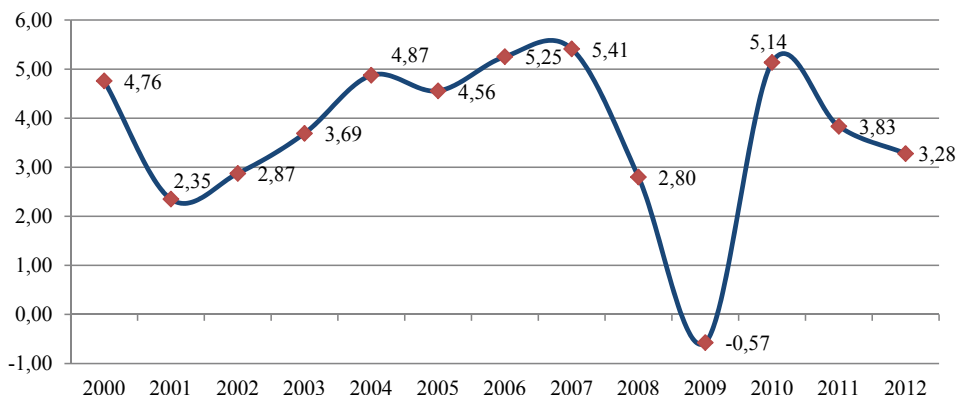
Kydland i Prescott [14], mówi, że wahania produkcji i zatrudnienia są wynikiem zmian realnych czynników w gospodarce przy rynkach dostosowujących się szybko i zawsze pozostających w stanie równowagi. Pomija się w niej czynniki monetarne, zaś przyczyny zjawiska cyklu koniunkturalnego przypisywane są podażowej stronie gospodarki. Centralnym elementem tej teorii jest założenie, że tempo postępu technicznego i związany z nim wzrost produktywności podlegają nieregularnym zmianom, co wpływa na podaż dóbr i w efekcie na decyzje konsumpcyjne. Cykl koniunkturalny wywołują trwałe szoki technologiczne zmieniające ścieżkę wzrostu. Negowane jest występowanie nawet przejściowych odchyłeń od stanu pełnej równowagi rynkowej, a w konsekwencji ingerencja rządu uważana jest za zbędną [15].

W świetle podjętego problemu fuzji i przejęć oraz powiązania stopnia ich nasilenia z wahaniami koniunktury, z teorii zrównoważonego cyklu koniunkturalnego wynika kilka interesujących implikacji. Po pierwsze, fuzje i przejęcia dokonywane w różnych fazach cyklu koniunkturalnego motywowane są przede wszystkim dążeniem przedsiębiorstw do optymalizacji działalności. Po drugie, podobnie jak na formowanie cyklu, na ich występowanie mogą wywierać istotny wpływ czynniki pieniężne, znajdujące odzwierciedlenie w warunkach panujących na rynkach finansowych. Po trzecie, w ujęciu realnym ważnym czynnikiem sprawczym fuzji i przejęć powinny być istotne zmiany technologiczne. Po czwarte, fuzje i przejęcia mogą być indukowane zarówno endogenicznie w wyniku optymalizacji działalności przedsiębiorstw, jak i egzogenicznie na skutek zmian zachodzących w otoczeniu biznesowym. Innymi słowy, można przyjąć, iż fuzje i przejęcia, będąc elementem aktywności gospodarczej, z jednej strony wpływają na wahania koniunkturalne, a z drugiej ich nasilenie jest od tych wahań zależne. Ustalenie, czy tego typu związki ujawniły się w widoczny sposób w minionej dekadzie, nacechowanej zmienną koniunkturą gospodarczą, może stanowić istotny przyczynek do weryfikacji trafności teoretycznych ustaleń dotyczących mechanizmów wahań koniunkturalnych.

Fuzje i przejęcia a koniunktura gospodarcza na świecie w latach 2000-2012

Do niedawna procesy koncentracji badano głównie pod kątem widzenia pojedynczych gospodarek. Obecnie, w dobie globalizacji i rosnącej roli korporacji transnarodowych, koncentrację kapitału rozpatrywać należy z perspektywy gospodarki światowej. Jednak analiza koniunktury w gospodarce światowej, a zwłaszcza poszukiwanie związków między nasileniem zjawiska fuzji i przejęć z jej wahaniami, w sensie logicznym pozornie nie różniące się od ujęcia krajowego, obarczone jest większym stopniem skomplikowania. Zasadniczym problemem jest traktowanie gospodarki światowej jako całości, co *de facto* oznacza pośrednio akceptację założenia o jej jednolitości. Wprawdzie powiązanie wielu gospodarek krajowych rośnie wraz z postępującą globalizacją oraz integracją regionalną, jednakże to w pewnym sensie niejawne założenie jest dość daleko idącym uproszczeniem, chociażby ze względu na odmiennosc przebiegu cykli ko-

niunkturalnych w poszczególnych gospodarkach. Mimo to, coraz powszechniej mówi się o tendencjach rozwojowych czy koniunkturze w gospodarce światowej, które niezależnie od stopnia odmienności oraz złożoności powiązań i interakcji między gospodarkami różnych krajów rozpatrywane są przede wszystkim przez pryzmat zmian światowego PKB.

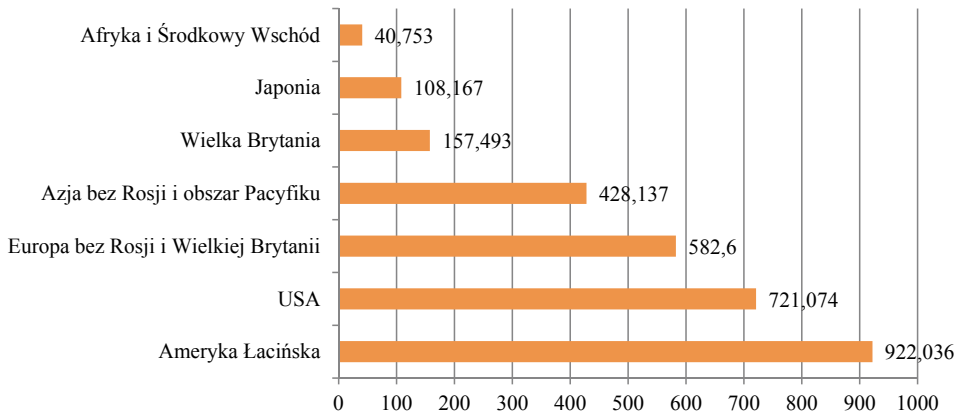


Rys. 1. Zmiany światowego PKB w latach 2000-2012 (%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z World Economic Outlook Database.

Na rysunku 1 przedstawiono kształtowanie się tych zmian w latach 2000-2012. Jak łatwo zauważyć, na samym początku tego okresu, w roku 2001, miało miejsce bardzo znaczne osłabienie tempa wzrostu światowego PKB – z 4,8% do 2,4%. Trzy następane lata to wyraźna poprawa do poziomu 4,9% w roku 2004 i po nieznacznym osłabieniu w kolejnym roku ponowne wzmocnienie tempa wzrostu do 5,4% w roku 2007. W roku 2008 widoczne jest zdecydowane jego osłabienie, zaś w roku 2009 można mówić o recesji ze względu na odnotowany spadek PKB o 0,6%. Po wyraźnym odbiciu w roku następnym do poziomu 5,1%, w latach 2011 i 2012 obserwowano ponowne osłabienie tempa wzrostu światowego PKB. Nie ulega zatem wątpliwości, że w ostatnich dwunastu latach, w traktowanej jako całość gospodarce światowej, mieliśmy do czynienia z wyraźnymi wahaniami koniunktury, co czyni ten okres bardzo interesującym z punktu widzenia celu podjętej analizy, którym jest próba potwierdzenia związku między stanem koniunktury a nasileniem fuzji i przejęć.

Ekonomiczny wymiar zjawiska fuzji i przejęć w światowej gospodarce jest bardzo znaczący. Łączna wartość fuzji i przejęć w 2009 roku, a więc bezpośrednio po rozpoczęciu ostatniego kryzysu finansowego, wyniosła 2 960,26 mld USD (rys. 2).



Rys. 2. Wartość fuzji i przejęć na świecie w 2009 roku (mld USD)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IMAA [27].

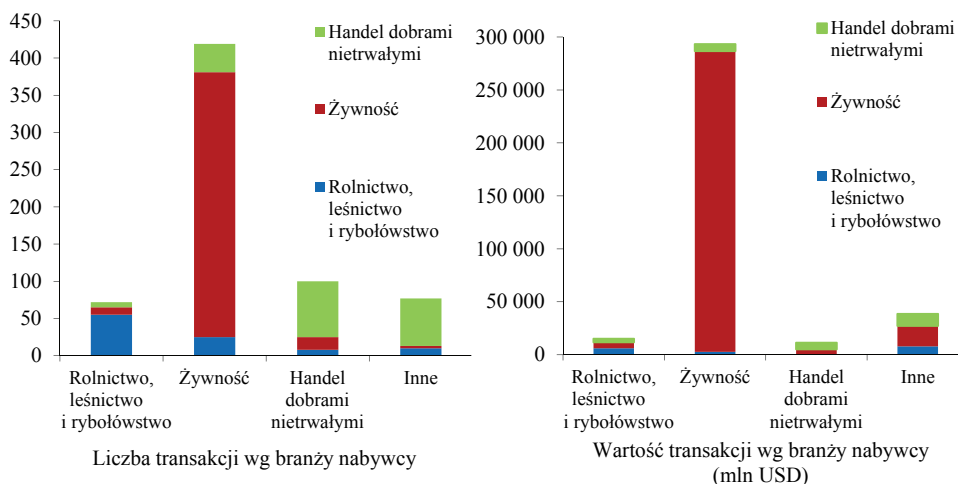
Biorąc pod uwagę ich geograficzne rozmieszczenie na świecie, na pierwszym miejscu znalazła się Ameryka Łacińska, na którą przypadło 31,1% całkowitej wartości tych transakcji. Na drugim miejscu były USA (24,4%), zaś na trzecim Europa (19,6%). Zjawisko fuzji i przejęć cechuje się nie tylko zróżnicowaniem geograficznym, lecz również zmiennością ich nasilenia w czasie, wykazującą związek z wahaniami koniunkturalnymi. Z analizy przeprowadzonej przez BZ WBK, w której wykorzystano dane dotyczące liczby oraz wartości fuzji i przejęć w Europie i USA w latach 2000-2010, zebrane przez firmę Thomson Reuters, wynika, że między wartością a liczbą tych transakcji a koniunkturą gospodarczą występuje dodatnia korelacja [24]. Na początku tego okresu w szczycie giełdowej hossy dochodziło do przeszacowanych wycen spółek internetowych oraz zawierano bardzo kosztowne transakcje, czego dobitnym przykładem była fuzja America Online z Time Warner o wartości 202 mld euro. Wraz z pogorszeniem się koniunktury łączna wartość tego typu transakcji spadła o 68% (z 3 700 do 1 200 mld euro), a ich liczba o 37% (z 13 do 19 tys.). Od 2003 do 2007 roku rynek fuzji i przejęć zdołał się odbudować do poziomu blisko 3 000 mld euro, by ponownie ulec zmniejszeniu do 1 500 mld euro w roku 2009 [24]. Porównując te spostrzeżenia z kształtowaniem się tempa światowego wzrostu gospodarczego, przedstawionym na rysunku 1, można uznać, że nasilenie fuzji i przejęć na świecie miało procykliczny charakter.

Wyniki analizy przeprowadzonej przez BZ WBK wskazują również na występowanie związku między aktywnością w zakresie fuzji i przejęć a koniunkturą giełdową w różnych regionach gospodarczych świata. W latach 2000-2010 liczba oraz wartość fuzji i przejęć w USA była dodatnio skorelowana z indeksem S&P500, zaś w Europie Zachodniej z indeksem Euro Stoxx. Podobne, aczkolwiek nieco słabsze zależności ujawniły się między liczbą i wartością fuzji oraz przejęć w Europie Środkowej, Wschodniej i w Polsce a poziomami indeksów giełdowych CEE oraz WIG [24].

Fuzje i przejęcia w światowym sektorze rolno-żywnościowym oraz związek między ich nasileniem a wahaniami koniunktury w latach 2000-2010

Jednoznaczne zakwalifikowanie niektórych firm do danego sektora nastęrcza istotne trudności ze względu na zwykle dość silnie zróżnicowany, zwłaszcza w przypadku koncernów międzynarodowych, profil ich aktywności biznesowej. Posługując się klasyfikacją według rodzaju działalności, zastosowaną przez Thomson Reuters, w przeprowadzonej analizie przyjęto, że z szeroko pojętym sektorem rolno-żywnościowym związane są firmy działające w trzech branżach. Pierwsza z nich to rolnictwo, leśnictwo i rybołówstwo, druga to żywność, a trzecia to handel dobrami nietrwałymi. W latach 2000-2010 doszło do 668 fuzji i przejęć z udziałem tego typu firm².

Łączna wartość 649 z nich wynosiła 358,3 mld USD³. Średnia wartość transakcji to 0,55 mld USD. Najtańsza transakcja opiewała zaledwie na kwotę 0,002 mln USD (obiekt – japońska firma Kyushu Sagami Ham; nabywca – japońska firma zajmująca się handlem dobrami nietrwałymi S Foods Inc.), zaś najdroższa na kwotę 60,4 mld USD (obiekt – amerykańska firma Anheuser-Busch Cos Inc., nabywca – belgijska firma InBev NV). Na rysunku 3 przedstawiono kształtowanie się liczby oraz wartości fuzji i przejęć firm z sektora rolno-żywnościowego w latach 2000-2010, według branży reprezentowanej przez nabywcę, z wyszczególnieniem branż obiektów przejmowanych.

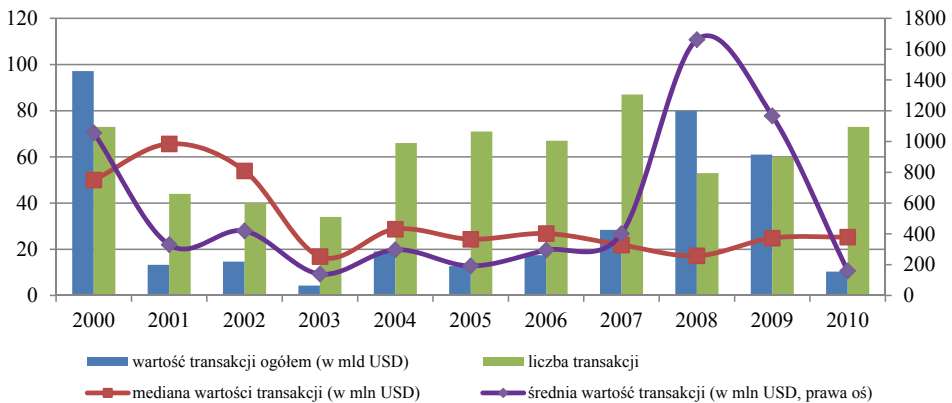


Rys. 3. Liczba i wartość fuzji i przejęć w sektorze rolno-żywnościowym w latach 2000-2010
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych BZ WBK i Thomson Reuters.

² Dane zebrane przez Thomson Reuters, udostępnione dzięki uprzejmości BZ WBK, nie uwzględniają jednak transakcji fuzji i przejęć dokonanych przez firmy sektora rolno-żywnościowego w innych sektorach, a jedynie fuzje i przejęcia firm tego sektora przez inne firmy do niego należące lub firmy spoza tego sektora (pochodzące z 21 innych branż).

³ Brak danych o wartościach pozostałych transakcji.

Rozpatrując liczbę tych transakcji, można zauważyć, że mamy do czynienia z wyraźną koncentracją poziomą w ramach każdej z trzech analizowanych branż. Najwięcej, bo aż 356 transakcji stanowią fuzje i przejęcia producentów żywności przez innych producentów żywności. Jest to 85% wszystkich tego typu transakcji, jakie zostały przeprowadzone przez producentów żywności w obrębie sektora. Firmy z innych branż zawarły 11,7% wszystkich transakcji, wykazując zainteresowanie głównie firmami zajmującymi się handlem dobrami nietrwałymi (82% tych transakcji). Z 21 branż spoza sektora rolno-żywnościowego, najwięcej fuzji i przejęć dokonały firmy z branży tekstylnej (20%), rafinerijnej (13%) oraz papierniczej i handlu detalicznego (po 8%). Pod względem wartości fuzji i przejęć, których obiektem były firmy z sektora rolno-żywnościowego, również dominowały firmy zajmujące się produkcją żywności (87,6% wartości wszystkich transakcji). Średnia wartość wszystkich transakcji wynosiła około 700 mln USD, przy czym największe kwoty płacone były za firmy z tej samej branży. Stanowi to potwierdzenie widocznej w przypadku liczby transakcji koncentracji poziomej, będącej skutkiem mających miejsce w analizowanym okresie fuzji i przejęć. Wartości transakcji, których przedmiotem były firmy produkujące żywność, były zdecydowanie wyższe od zawieranych w pozostałych dwóch branżach. Średnia kwota tych transakcji to 813 mln USD, podczas gdy w branży rolnictwa, leśnictwa i rybołówstwa było to 176 mln USD, a w branży handlu dobrami nietrwałymi 148 mln USD.



Rys 4. Kształtowanie się liczby oraz wartości fuzji i przejęć firm w światowym sektorze rolno-żywnościowym w latach 2000-2010

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych BZ WBK i Thomson Reuters.

Liczbę, jak również wartość fuzji i przejęć w światowym sektorze żywnościowym, cechowała duża nieregularność w poszczególnych latach analizowanego okresu. Liczba tych transakcji w całym analizowanym okresie wahała się w granicach od 34 do 87 rocznie (rys. 4). Można zauważyć, że w okresie gorszej koniunktury w latach 2001-2003 liczba ta spadała, zaś w okresie względnie

dobrej koniunktury w latach 2004-2007 rosła, nie licząc nieznacznego spadku w roku 2006. Wraz z początkiem światowego kryzysu finansowego, w 2008 roku nastąpił wyraźny spadek liczby fuzji i przejęć, po czym w kolejnych dwóch latach ponownie miał miejsce jej wzrost. W roku 2010 odnotowano identyczną, jak w roku 2000, liczbę takich transakcji, a mianowicie 73.

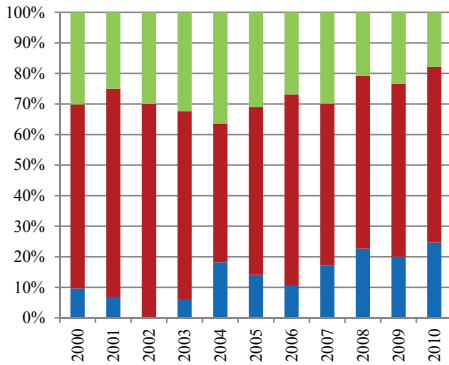
Na tle ich liczby łączna wartość fuzji i przejęć była w poszczególnych latach analizowanego okresu znacznie bardziej różnicowana. Z poziomu ponad 90 mld USD w 2000 roku wartość ta gwałtownie spadła do zaledwie 4,3 mld USD w roku 2003. W kolejnych latach 2004-2006 nie przekraczała poziomu 20 mld USD, po czym w 2007 roku nastąpił jej dość wyraźny wzrost do ponad 28 mld USD. W 2008 roku wzrost ten był wręcz skokowy, bo do blisko 80 mld USD. W następnych latach wartość fuzji i przejęć w światowym sektorze rolno-żywnościowym zdecydowanie malała, zwłaszcza w roku 2010, kiedy to osiągnęła poziom nieco ponad 10 mld USD. Porównując zmiany liczby oraz wartości tych transakcji, można zauważyć, że o ile w latach 2000-2007 kierunki tych zmian były przeważnie zgodne, to od roku 2008 były one przeciwne. W latach 2008 i 2009 względnie dużym łącznym wartościami transakcji towarzyszyły ich stosunkowo małe liczby, w rezultacie czego średnie wartości transakcji były rekordowo wysokie (odpowiednio 1662 i 1167 mln USD). Spowodowane było to jednak nie tyle wzrostem wartości przeciętnej transakcji, co przede wszystkim wystąpieniem kilku transakcji o bardzo dużej wartości jednostkowej. Świadczy o tym kształtowanie się mediany wartości transakcji, która w latach 2000-2003 nie przekraczała poziomu 66 mln USD, zaś w latach kolejnych oscylowała w granicach 15-30 mln USD. Generalnie, wartości mediany w zestawieniu z dużo większymi wartościami średniej, szczególnie w latach 2008 i 2009, wskazują na bardzo wyraźną prawostronną asymetrię rozkładu wartości fuzji i przejęć w analizowanym okresie.

Na rysunkach 5 i 6 przedstawiono strukturę łącznej liczby oraz wartości fuzji i przejęć w sektorze rolno-żywnościowym, według branż ich obiektu bądź nabywcy, w latach 2000-2010.

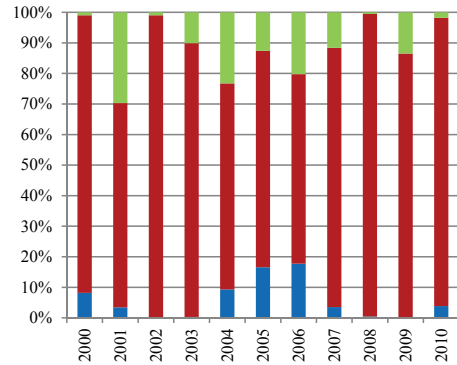
Porównując poszczególne lata analizowanego okresu, dostrzega się pewne zmiany dotyczące zainteresowania firmami przejmowanymi z poszczególnych branż sektora rolno-żywnościowego. W ogólnej liczbie firm będących obiektem fuzji i przejęć wzrastał udział firm z branży rolnictwa, leśnictwa i rybołówstwa (rys. 5a). W latach 2004-2007 firmy tej branży, a także firmy zajmujące się handlem dobrami nietrwałymi, stanowiły również stosunkowo dużą część łącznej wartości przejmowanych firm (rys. 5b). Niemniej jednak, zarówno pod względem liczby, jak i wartości tych transakcji, zdecydowanie dominowały firmy z branży produkcji żywności. Przypadało na nie 53-70% ogólnej liczby i 62-99% ogólnej wartości przejmowanych firm.

Podobne spostrzeżenia nasuwają się w odniesieniu do zmian w strukturze liczby oraz wartości fuzji i przejęć rozpatrywanej według branży nabywcy. Widoczny jest również wzrost udziału firm zajmujących się rolnictwem, leśnictwem i rybołówstwem w ogólnej liczbie tych transakcji, aczkolwiek ich udział w łącznej wartości transakcji był znaczący jedynie w latach 2005-2006 oraz

w roku 2009. Ponownie wśród firm przejmujących kluczowe znaczenie miały firmy produkujące żywność, które zawierały 50-80% ogólnej liczby transakcji, a ich udział w łącznej wartości tych transakcji stanowił w poszczególnych latach 53-99%. Nie licząc roku 2000 oraz 2004, mało istotną rolę w fuzjach i przejęciach dokonywanych w sektorze rolno-żywnościowym odgrywały firmy z branż do niego nie należących.



a) Struktura liczby fuzji i przejęć

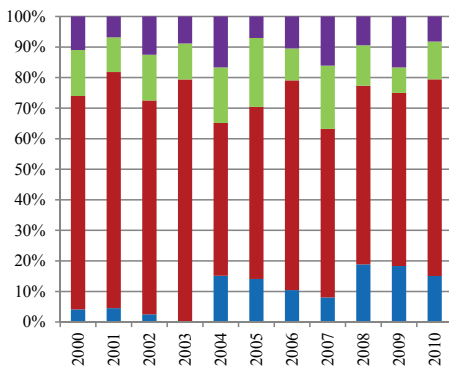


b) Struktura wartości fuzji i przejęć

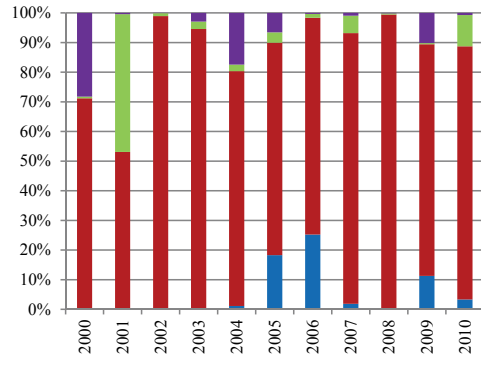
■ – handel dobrami nietrawnymi ■ – żywność ■ – rolnictwo, leśnictwo i rybołówstwo

Rys. 5. Struktura liczby oraz wartości fuzji i przejęć w sektorze rolno-żywnościowym według branży obiektu transakcji

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych BZ WBK i Thomson Reuters.



a) Struktura liczby fuzji i przejęć



b) Struktura wartości fuzji i przejęć

■ – handel dobrami nietrawnymi ■ – żywność ■ – rolnictwo, leśnictwo i rybołówstwo ■ – inne

Rys. 6. Struktura liczby oraz wartości fuzji i przejęć w sektorze rolno-żywnościowym według branży nabywcy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych BZ WBK i Thomson Reuters.

Rozpatrując wartość fuzji i przejęć, do jakich dochodziło w sektorze rolno-żywnościowym, na tle wartości wszystkich tego typu transakcji przeprowadzonych w latach 2000-2007 w USA i Europie, warto nadmienić, że na liście 10 największych fuzji i przejęć (Top 10) firmy powiązane z tym sektorem pojawiały się bardzo sporadycznie, zarówno w roli przejmowanych, jak i przejmujących. Za interesujący można uznać zatem fakt, że w roku 2008, przyjmowanym za początek kryzysu finansowego, aż 4 spośród 10 największych transakcji w Europie Zachodniej i 3 w USA odbyły się z udziałem firm rolno-żywnościowych (odpowiednio 50 i 44% całkowitej wartości tych transakcji). Z kolei, w 2009 roku transakcje o tym charakterze stanowiły 45% całkowitej wartości 10 największych fuzji i przejęć w Europie Wschodniej. Również w 2010 roku duże fuzje i przejęcia w USA i Europie Zachodniej dotyczyły firm powiązanych z sektorem rolno-żywnościowym. Ich udział w ogólnej wartości największych 10 transakcji wynosił odpowiednio 22% i 18%⁴. Warto dodać, iż w analizowanym okresie firmy z branż zaliczających się do sektora rolno-żywnościowego, na liście 10 największych fuzji i przejęć występowały raczej jako przejmowane, niż przejmujące. Można więc przypuszczać, że stan ogólnej koniunktury gospodarczej w latach 2008-2010 sprzyjał transakcjom, których obiektami były firmy rolno-żywnościowe.

Oprócz wahań ogólnej koniunktury gospodarczej, których przejawami są zmiany wielkości podstawowych zmiennych makroekonomicznych (głównie PKB), na aktywność w zakresie fuzji i przejęć w danym sektorze mogą wywierać wpływ czynniki koniunkturalne związane z jego funkcjonowaniem. W odniesieniu do sektora rolno-żywnościowego w ujęciu krajowym można wykorzystywać wiele różnych szeregów czasowych danych oraz obliczanych na ich podstawie wskaźników do oceny stanu panującej w nim w określonym czasie koniunktury [9]. W przypadku ujęcia światowego, istotnym ograniczeniem jest dostępność odpowiednich danych odzwierciedlających sektorowe wahania koniunkturalne na tym poziomie agregacji przestrzennej. W przeprowadzonej analizie wykorzystano podawane w postaci indeksów dane FAO odnośnie wielkości produkcji żywności na świecie⁵ i jej wartości, w cenach stałych z okresu 2004-2006⁶, oraz światowych cen żywności⁷. Dwie pierwsze zmienne mogą być traktowane jako przybliżenie zmian produktu światowego sektora rolno-żywnościowego, a trzecia – zmian poziomu cen w tym sektorze. Zgodnie z koncepcyjną istotą wahań koniunkturalnych, traktowanych jako oscylacje wokół długookresowej ścieżki wzrostu, dane te poddano detrendyzacji. Mając na uwadze porównywalność, dane dotyczące liczby oraz wartości fuzji i przejęć dokonanych w poszczególnych latach znormalizowano, dzieląc je odpowiednio przez łączną liczbę i sumę wartości transakcji dla całego analizowanego okresu. Następnie, przyjmując, że nasilenie zjawiska fuzji i przejęć jest wypadkową ich liczby oraz wartości, obliczono średnią geometryczną dla tych dwóch znormalizowanych wskaźników. Na rysunku 7 przedstawiono kształtowanie się wartości

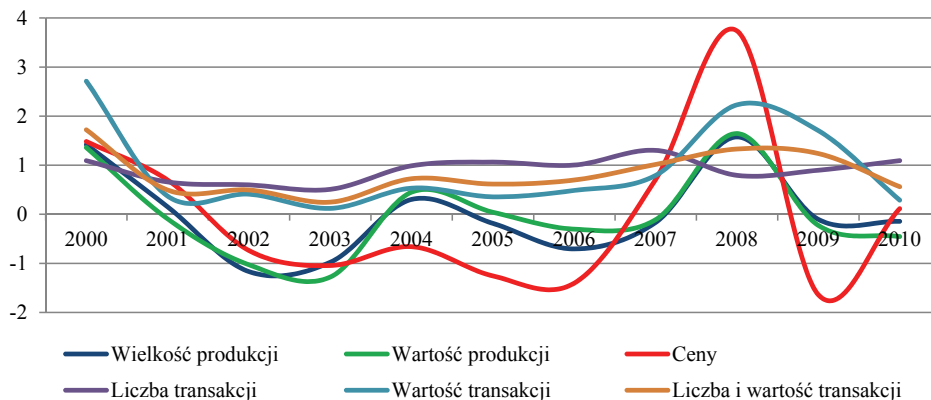
⁴ Na podstawie danych uzyskanych dzięki uprzejmości BZ WBK.

⁵ <http://faostat.fao.org/site/612/DesktopDefault.aspx?PageID=612#ancor>

⁶ <http://faostat.fao.org/site/613/DesktopDefault.aspx?PageID=613#ancor>

⁷ <http://www.fao.org/worldfoodsituation/wfs-home/foodpricesindex/en/>

wszystkich sześciu zmiennych, po uprzednim wyskalowaniu ułatwiającym wizualne porównanie ich zmian w analizowanym okresie⁸.



Rys. 7. Indeksy wielkości i wartości produkcji żywności oraz jej cen (bez trendu) na tle znormalizowanych wskaźników liczby oraz wartości fuzji i przejęć w światowym sektorze rolno-żywnościowym w latach 2000-2010

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych FAO, BZ WBK i Thomson Reuters.

Tabela 1

Współczynniki korelacji między wskaźnikami liczby oraz wartości fuzji i przejęć a indeksami koniunktury w światowym sektorze żywnościowym w analizowanym okresie

Indeksy koniunktury	Wskaźniki liczby oraz wartości fuzji i przejęć		
	wskaźnik liczby	wskaźnik wartości	wskaźnik liczby i wartości
Indeks wielkości produkcji	0,30	0,81***	0,79***
Indeks wartości produkcji	0,37	0,80***	0,80***
Indeks cen	0,07	0,60**	0,53*

***, **, * Istotność statystyczna odpowiednio na poziomie $\alpha \leq 0,01$, $\alpha \leq 0,05$ i $\alpha \leq 0,1$.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych FAO, BZ WBK i Thomson Reuters.

Dokonując tego porównania, można uznać, że kierunki przebiegu zmian wartości wziętych pod uwagę indeksów odzwierciedlających stan koniunktury w światowym sektorze rolno-żywnościowym oraz wartości wskaźników obrazujących nasilenie zjawiska fuzji i przejęć w tym sektorze cechuje dość duża zbieżność. Poszukując statystycznego potwierdzenia występowania związków między tych zmiennymi, obliczono współczynniki korelacji prostej, zamieszczone w tabeli 1.

⁸ Wartości indeksu wartości produkcji pomnożono przez 100, wartości indeksu cen podzielono przez 10, natomiast wartości wskaźników liczby oraz wartości fuzji i przejęć, a także wartości średniej geometrycznej tych dwóch wskaźników pomnożono przez 10.

Wszystkie obliczone współczynniki korelacji mają dodatnie znaki, co jest zgodne z tezą o korzystnym wpływie dobrej koniunktury na aktywność w obszarze fuzji i przejęć. Jednakże współczynniki korelacji między wskaźnikiem liczby fuzji i przejęć przyjętymi w analizie a indeksami koniunktury okazały się statystycznie nieistotne, co może oznaczać, że liczba tego typu zawieranych transakcji nie jest wyraźnie uzależniona od stanu koniunktury w sektorze. Relatywnie wysokie, a co ważniejsze wysoce statystycznie istotne, są współczynniki korelacji między wskaźnikiem wartości i zagregowanym wskaźnikiem liczby oraz wartości fuzji i przejęć a indeksami wielkości i wartości produkcji. Wskazuje to, że nasilenie zjawiska fuzji i przejęć w światowym sektorze rolno-żywnościowym w analizowanym okresie zmieniało się wraz z wahaniami koniunktury w tym sektorze, których odzwierciedleniem są cykliczne zmiany wielkości i wartości produkcji. Niższe, aczkolwiek na akceptowalnych poziomach statystycznej istotności, współczynniki korelacji między wskaźnikiem wartości i zagregowanym wskaźnikiem liczby oraz wartości fuzji i przejęć a indeksem cen żywności sugerują, że cykliczne zmiany poziomu tych cen w mniejszym stopniu wyjaśniały zmienność nasilenia zjawiska fuzji i przejęć w światowym sektorze rolno-żywnościowym w analizowanym okresie.

Podsumowanie i wnioski

Podstawową teoretyczną przesłanką dokonywania fuzji i przejęć jest konkurencyjne zachowanie firm, polegające na poszukiwaniu korzyści ze wzrostu skali lub zakresu działalności. Zjawisko fuzji i przejęć w gospodarce światowej, nie wyłączając światowego sektora rolno-żywnościowego, przybiera w ostatnim czasie bardzo znaczące rozmiary, opisane w niniejszym artykule. Oprócz indywidualnych, mających endogeniczny charakter, motywacji ekonomicznych poszczególnych firm, istotną rolę w przebiegu tego zjawiska mogą odgrywać egzogeniczne czynniki otoczenia makroekonomicznego. Zdaniem niektórych autorów, nasilenie zjawiska fuzji i przejęć cechuje zmienność w czasie, uwarunkowana wahaniami koniunkturalnymi [1, 14, 17]. Wyniki przeprowadzonej analizy obejmującej lata 2000-2010, której głównym celem była weryfikacja występowania tej prawidłowości w światowym sektorze rolno-żywnościowym, upoważniają nie tylko do wysnucia kilku, jak się wydaje, uzasadnionych wniosków, lecz skłaniają także do wskazania problemów badawczych wymagających rozwiązania.

Po pierwsze, struktura liczby oraz wartości przejęć i fuzji dokonywanych w światowym sektorze rolno-żywnościowym w analizowanym okresie świadczy o tym, że transakcje te miały przede wszystkim wewnątrzbranżowy, bądź co najwyżej wewnątrzsektorowy charakter. Do rzadkości należy wychodzenie poza sektor, co można uznać za zrozumiałe, mając na uwadze ryzyko biznesowe związane z przejmowaniem działalności istotnie odmiennej od wcześniej prowadzonej. Efektem takich fuzji i przejęć jest zatem koncentracja głównie o charakterze poziomym, która ze względu na znaczącą skalę ekonomiczną może ograniczać konkurencyjność branży lub sektora.

Po drugie, w analizowanym okresie stwierdzono występowanie związku między wahaniami koniunktury w światowym sektorze rolno-żywnościowym a nasileniem zjawiska fuzji i przejęć w tym sektorze. Dotyczy to zwłaszcza wartości tych transakcji, która rosła wraz z poprawą koniunktury. Oznacza to, że fuzje i przejęcia w sektorze rolno-żywnościowym, podobnie jak w całej gospodarce światowej, mają charakter procykliczny. Można zatem uznać, że ożywienie koniunktury sprzyja dokonywaniu fuzji i przejęć, a w konsekwencji narastaniu procesów koncentracji.

Po trzecie, aktywność w zakresie fuzji i przejęć wydaje się być uwarunkowana sytuacją na rynkach kapitałowych. Wskazują na to obserwowane związki między kierunkami zmian tej aktywności a zmianami poziomów indeksów giełdowych. Dobra koniunktura giełdowa, związana generalnie z wyższą wyceną rynkową spółek, stwarza większe możliwości finansowania tego typu transakcji, stając się istotnym czynnikiem stymulującym ich zawierania. W pewnym sensie stanowi to potwierdzenie słuszności teorii Q Tobina.

Przeprowadzona analiza nie jest wolna od ograniczeń, które należy mieć na uwadze, dokonując interpretacji uzyskanych wyników. Z jednej strony, nakazuje to traktowanie tych wyników z pewną dozą ostrożności, a z drugiej prowadzi do identyfikacji pojawiających się przy tej okazji problemów badawczych. Do najważniejszych kwestii w tym zakresie można zaliczyć:

- a) jakość i kompletność danych dotyczących fuzji i przejęć oraz trudności z jednoznaczną klasyfikacją branżową i sektorową uczestników, szczególnie w przypadku dużych koncernów międzynarodowych o rozległym zakresie działalności;
- b) długość szeregów czasowych danych związana z częstością pomiaru wartości zmiennych (ujęcie roczne, kwartalne);
- c) wybór zmiennych i zastosowanie właściwych miar odzwierciedlających wahań koniunkturalne, szczególnie w ujęciu sektorowym.

W kategoriach pytań badawczych interesujące wydaje się bliższe określenie relacji między stanem koniunktury w całej gospodarce światowej a koniunkturą w sektorze rolno-żywnościowym, jak również to, czy wpływ wahań koniunkturalnych – zwłaszcza dużych, związanych z globalnymi kryzysami – na aktywność w zakresie fuzji i przejęć jest uzależniony od charakteru sektora i zmieniającego się zainteresowania inwestorów giełdowych. Ważne wydaje się również to, czy postępujący rozwój rynków kapitałowych oraz obserwowana w niektórych regionach świata synchronizacja cykli koniunkturalnych może oddziaływać na częstość oraz skalę fuzji i przejęć. Ze względu na potencjalne, negatywne konsekwencje ekonomiczne narastającej w wyniku tego zjawiska koncentracji, zasługuje ono z pewnością na dalsze wnikliwe analizy z wykorzystaniem dłuższych szeregów czasowych. Dotyczy to zwłaszcza sektora rolno-żywnościowego, którego efektywność funkcjonowania ma istotne znaczenie dla dobrobytu ekonomicznego masowego konsumenta.

Literatura:

1. AMEinfo. The Ultimate Middle East business resource: Rampant M&A activity may signal peak of global business cycle. 2006; www.ameinfo.com/106418.html, 26.03.2012.
2. Andrade G., Mitchell M., Stafford E.: New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15, 2001.
3. Barczyk R., Konopczak K., Lubiński M., Marczewski K.: Synchronizacja wahań koniunkturalnych. Mechanizmy i konsekwencje. Wydawnictwo UE w Poznaniu, Poznań 2010.
4. Czerwonka L., Pankau E.: Zastosowanie wskaźników koncentracji rynku do oceny koncentracji kapitału w gospodarce światowej [w]: Funkcjonowanie gospodarki polskiej w warunkach integracji i globalizacji (red. D. Kopycińska). Katedra Mikroekonomii Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2005.
5. Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw (red. W. Frąckowiak). PWE, Warszawa 1998.
6. <http://faostat.fao.org/site/612/DesktopDefault.aspx?PageID=612#ancor>, 07.02.2013.
7. <http://faostat.fao.org/site/613/DesktopDefault.aspx?PageID=613#ancor>, 07.02.2013.
8. <http://www.fao.org/worldfoodsituation/wfs-home/foodpricesindex/en/>, 07.02.2013.
9. Idzik M.: Barometry koniunktury w prognozowaniu ostrzegawczym w gospodarce żywnościowej. Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2007.
10. Jovanovic B., Rousseau P.: The Q-theory of mergers. *American Economic Review*, 92, 2008.
11. Kaldor N.: *Strategic Factors in Economic Development*. Ithaca, New York 1967.
12. Komlenovic S., Mamun A., Mishra D.: Business cycle and aggregate industry mergers. *Journal of Economics and Finance*, 35, 2009.
13. Kozłowska A.: Ewolucja struktur gospodarczych w świetle Schumpeterowskiej koncepcji kreatywnej destrukcji. Wydawnictwo UE w Poznaniu, Poznań 2010.
14. Kydland F.E., Prescott E.C.: Time to build and aggregate fluctuations. *Econometrica*, Vol. 50, 6, 1982.
15. Lubiński M.: *Analiza koniunktury i badanie rynków*. Dom Wydawniczy Elipsa, Warszawa, 2004.
16. Lucas R.E.: *Understanding business cycles [w:] Business cycle theory* (red. F.E. Kydland). Edward Elgar Publishing Limited, Aldershot, 1995.
17. Maule C.: A note on mergers and the business cycle. *Journal of Industrial Economics*, 4, 1968.
18. Mitchell M., Mulherin J.: The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of Finance Economics*, 41, 1996.
19. Mulherin J., Boone A.: Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance*, 6, 2000.
20. Nelson R.L.: *Merger movements in American industry, 1895-1956*. Princeton University Press, Princeton 1959.
21. Olczyk M.: *Cykle koniunkturalne*. PPT, Wydział Zarządzania i Ekonomii, Politechnika Gdańska, 2011.
22. Sexton R.: *Industrialization and consolidation in the U.S. food sector implications for competition and welfare*. Paper prepared for AAEA Annual Meeting, Tampa 2000.
23. Shleifer A., Vishny R.: Stock market driven acquisitions. *Journal of Finance Economics*, 70, 2003.
24. Skowroński R., Mitoraj T., Lipkowski P.: *Rynek M&A. Struktura, zmienność, premie aktywizacyjne*. Bank Zachodni WBK, Warszawa 2011.

25. Skrzypczyński P.: Metody spektralne w analizie cyklu koniunkturalnego gospodarki polskiej. *Materiały i Studia*, 252. NBP, Warszawa 2010.
26. Szczepaniak I.: Struktura podmiotowa przemysłu spożywczego [w:] *Procesy dostosowawcze polskiego przemysłu spożywczego do zmieniającego się otoczenia rynkowego* (red. R. Mroczek). IERiGŻ-PIB, Warszawa 2011.
27. Thomson Financial, Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) analysis; <http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html>, 26.03.2012.

SZCZEPAN FIGIEL

JUSTYNA KUFEL

Institute of Agricultural and Food Economics

– National Research Institute

Warszawa

MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE WORLD AGRO-FOOD SECTOR AND FLUCTUATIONS IN ECONOMIC ACTIVITY

Summary

The intensity of business mergers and acquisitions changes over time. Theoretically, competitive firms constantly seek for ways to grow mainly due to expected economies of scale and scope. In the paper we discuss various aspects of business mergers and acquisitions in the context of market concentration. We also highlight the issue of symptoms and causes of fluctuations in economic activity. Using data for the period of 2000-2012 we analyse the value of the overall business mergers and acquisitions in connection with the world economic growth and selected stock market indexes. Next, we focus on the world agro-food sector and test the hypothesis that the number and value of mergers and acquisitions in this sector were related to the business cycle fluctuations observed in the period of 2000-2010.

Firstly, the results of our research show that both merger and acquisition transactions carried out in the agro-food sector had largely inter-branch or, at the most, inter-sectorial character. Secondly, a positive relationship between fluctuations in economic activity in the world agro-food sector and the intensity of mergers and acquisitions was found, especially regarding the value of those transactions, what means that economic recovery facilitates concentration processes. Thirdly, the observed connection between the directions of changes in the merger and acquisition activities and the changes in stock market indexes seems to be determined by the situation on the capital markets.