

**Jakub Kraciuk**

*Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie*

## **ANALIZA FUZJI I PRZEJĘĆ W POLSKIM PRZEMYŚLE SPOŻYWCZYM**

### *ANALYSIS OF MERGERS AND ACQUISITIONS IN POLISH FOOD INDUSTRY*

**Słowa kluczowe: fuzje i przejęcia, przemysł spożywczy, rentowność**

*Key words: mergers and acquisitions, food industry, profitability*

**Synopsis.** Od kilkunastu lat inwestorzy zagraniczni wchodzą na polski rynek dokonując przejęć polskich przedsiębiorstw. Wśród przejętych przedsiębiorstw są także firmy przemysłu spożywczego. Przejęcia przez inwestorów zagranicznych mają różnorodny wpływ na przejęte przedsiębiorstwa. Wyniki analizy wskazują, że w większości przypadków przejęcia przyczyniają się do pogorszenia rentowności przejętych przedsiębiorstw.

### **Wstęp**

Każde przedsiębiorstwo działające na rynku ma do wyboru dwie podstawowe strategie wzrostu. Są to strategie wzrostu wewnętrznego lub zewnętrznego. Wzrost wewnętrzny dokonywany jest na podstawie własnych zasobów i umiejętności. Pozwala na rozbudowanie potencjału w ramach dotychczasowych struktur. Wzrost zewnętrzny z kolei pozwala na skokowe powiększenie potencjału i może przyjmować m.in. formy fuzji, przejęć.

Strategie wzrostu zewnętrznego często stosowane są przez przedsiębiorstwa przemysłu spożywczego. Od początku lat dziewięćdziesiątych przedsiębiorstwa tego przemysłu były przedmiotem zainteresowania zagranicznych inwestorów, którzy przez przejęcia polskich przedsiębiorstw opanowywali duży i chłonny polski rynek, stając się dominującymi podmiotami na tym rynku. Po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej przedsiębiorstwa te w dalszym ciągu umacniają swoją pozycję i mają ogromny wpływ na rozwój branży spożywczej.

Celem opracowania było ukazanie jak przejmowanie przedsiębiorstw przemysłu spożywczego przez nowych inwestorów wpływa na rentowność i wynik finansowy netto na zatrudnionego.

### **Metoda badawcza**

Do analizy wpływu przejęć na sytuację ekonomiczną przejętych polskich przedsiębiorstw przemysłu spożywczego zastosowano elementy analizy wskaźnikowej oraz analizy przyczynowej. W analizie wskaźnikowej porównano wskaźniki rentowności oraz wynik finansowy netto przypadający na zatrudnionego – przed i po przejęciu danej firmy. Przy obliczaniu wyniku finansowego netto na zatrudnionego zastosowano ceny stałe z bazowego 2007 roku, co pozwoliło wyeliminować wpływ inflacji na poziom badanego wskaźnika. W celu wyeliminowania wpływu wahań poszczególnych wskaźników w całej branży na wskaźniki w badanych przedsiębiorstwach, odjęto od poszczególnych wskaźników dla przedsiębiorstw wskaźniki dla branży, do której należy dane przedsiębiorstwo. W analizie wykorzystano 13 przypadków przejęć polskich przedsiębiorstw przemysłu spożywczego przez zagranicznych i krajowych inwestorów.

Jako porównywane wskaźniki branżowe wykorzystane zostały wyniki zagregowane na poziomie dwucyfrowych kodów numerycznych Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD). W przypadku każdego przedsiębiorstwa rok przejęcia został uznany jako rok bazowy, a dane obejmowały trzy lata przed i trzy lata po roku bazowym. Dane dotyczące aktywów ogółem, kapitału własnego, wyniku finansowego netto oraz zatrudnienia posłużyły do obliczenia następujących wskaźników:

- wskaźnik rentowności aktywów ROA (*return on assets*) = wynik finansowy netto/aktywa razem x 100%,
- wskaźnik rentowności kapitału własnego ROE (*return on equity*) = wynik finansowy netto/kapitał własny x 100%,
- wynik finansowy netto przypadający na zatrudnionego = wynik finansowy netto/średnioroczna liczba zatrudnionych w pełnym wymiarze godzin prac.

Zastosowana w dalszym etapie badania analiza przyczynowa jest pogłębionym etapem badania wskaźników ekonomicznych, w którym dąży się do ustalenia wpływu określonych czynników na powstanie odchyleń ujawnionych w toku analizy porównawczej. W metodzie kolejnych podstawień analizy czynnikowej wyznacza się odchylenia bezwzględne  $\Delta S$  przez zsumowanie odchyleń cząstkowych, np. trzech, oznaczonych  $\Delta Sa$ ,  $\Delta Sb$ ,  $\Delta Sc$ , wywołanych oddziaływaniem pojedynczych czynników.

$$\Delta S = \Delta Sa + \Delta Sb + \Delta Sc$$

W badaniach fuzji i przejęć obliczono różnice między wielkościami danych czynników przed i po przejęciu [Bednarski 1999]:

$$\Delta S_a = (a_1 - a_0) \times b_0 \times c_0$$

$$\Delta S_b = a_1 \times (b_1 - b_0) \times c_0$$

$$\Delta S_c = a_1 \times b_1 \times (c_1 - c_0)$$

gdzie:

$a_0$ ,  $b_0$ ,  $c_0$  – poziom czynników kształtujących stan zjawiska przed przejęciem,

$a_1$ ,  $b_1$ ,  $c_1$  – poziom czynników kształtujących stan zjawiska po przejęciu.

Jednym z ważniejszych narzędzi analizy przyczynowej, pozwalającym na kompleksowe podejście do analizy wskaźnikowej jest model DuPonta. Nazwa jego pochodzi od znanej amerykańskiej firmy, której kierownictwo wypracowało sposób analizy zależności pomiędzy marżą zysku netto, rotacją aktywów i stopniem zadłużenia firmy a stopą zysku z kapitału własnego [Czarna i in. 2008].

Stopę zysku z aktywów (ROA) uzyskujemy mnożąc marżę zysku netto przez wskaźnik rotacji aktywów ogółem. Jest to podstawowe równanie DuPonta:

*Stopa zysku z aktywów ogółem (ROA) = marża zysku netto x wskaźnik rotacji aktywów ogółem*  
lub:

$$ROA = \text{zysk netto/sprzedaż} \times \text{sprzedaż/aktywa ogółem}$$

**Marża zysku netto** informuje jaki jest udział zysku w wartości sprzedaży. Analiza poziomu tego wskaźnika może dostarczyć wielu informacji dotyczących skuteczności działania przedsiębiorstwa w sferze polityki cenowej oraz optymalizacji kosztów wytwarzania.

**Wskaźnik rotacji aktywów** ujmuje sumarycznie wszystkie składniki majątkowe. Pozwala określić efektywność wykorzystania ogółu zasobów majątkowych firmy w relacji do osiągniętej sprzedaży. Za zadowalający przyjmuje się wskaźnik rotacji aktywów ogółem przekraczający wartość 1,7. Jego wielkość zależy od specyfiki branży. Niski poziom charakteryzuje firmy przemysłowe o wysokiej kapitałochłonności, wysoki spotyka się zaś w branżach o dużym udziale pracy ludzkiej w procesach produkcyjnych i o niskim zaangażowaniu kapitałów. Wskaźnik ten jest szczególnie pomocny przy porównaniach aktywności gospodarczej firm z tej samej branży [Edukacja – leksykon 2008]. W praktyce poziom wskaźnika marży zysku netto jest ujemnie skorelowany ze wskaźnikiem rotacji aktywów. Przedsiębiorstwa o wysokiej marży zysku są zarazem przedsiębiorstwami o niższych wskaźnikach rotacji aktywów i na odwrót niskimi poziomami marży zysku z reguły towarzyszy wysoki poziom wskaźnika rotacji aktywów [Flis 2005].

Teoretycznie, gdy w strukturze finansowania działalności firmy nie występuje dług, to stopa zysku z kapitału własnego może być równa stopie zysku z aktywów. Praktycznie w strukturze źródeł finansowania danego podmiotu często występuje dług, to stopa zysku z kapitału własnego jest wyższa, pod warunkiem jednak, że przeciętna rentowność całego kapitału jest wyższa niż wysokość stopy odsetek płaconych przy pozyskiwaniu kapitału obcego. Tak więc stopę zysku z aktywów należy pomnożyć przez tzw. **mnożnik kapitału własnego** stanowiący relację pomiędzy aktywami ogółem, a kapitałem własnym. W wyniku otrzymuje się tzw. zmodyfikowane równanie DuPonta, mające następującą postać:

$$ROE = ROA \times \text{mnożnik kapitału własnego} = \text{zysk netto/aktywa ogółem} \times \text{aktywa ogółem/kapitał własny}$$

Podstawiając za ROA wyrażenie z poprzedniego równania otrzymuje się tzw. rozszerzone równanie DuPonta. Ma ono następującą postać:

$$ROE = \text{marża zysku netto} \times \text{wskaźnik rotacji aktywów ogółem} \times \text{mnożnik kapitału własnego}$$

$$= \text{zysk netto/sprzedaż} \times \text{sprzedaż/aktywa ogółem} \times \text{aktywa ogółem / kapitał własny}$$

$$= \text{zysk netto/kapitał własny}$$

Stopę zysku z kapitału własnego (ROE) można wprawdzie obliczyć bezpośrednio, dzieląc zysk netto przez kapitał własny, jednakże przytoczony sposób pośrednio wskazuje, w jakim stopniu marża zysku, rotacja aktywów oraz stopień zadłużenia firmy wpływają na poziom ROE.

### Wpływ fuzji i przejęć na rentowność przedsiębiorstw branży spożywczej

Postępujący proces koncentracji w przemyśle spożywczym ma swoje różnorodne konsekwencje. Pojawia się w związku z tym pytanie: czy przejęcia wpływają na zmiany rentowności i wyniku finansowego netto na zatrudnionego w przejętych przedsiębiorstwach. Uwzględniając wartość średnią możemy stwierdzić, że przejęcia wpłynęły na pogorszenie wskaźnika rentowności aktywów o ponad 5 punktów procentowych (tab. 1).

**Tabela 1. Wartości średnie zmian rentowności oraz wyniku finansowego netto na zatrudnionego przedsiębiorstw przemysłu spożywczego będących skutkiem ich przejęcia**

Wskaźnik	Średnia	p-statystyka*	Mediana	p-statystyka*
Zmiany rentowności aktywów (ROA) [%]	-5,24	0,07924	-6,03	0,08061
Zmiany rentowność kapitałów własnych (ROE) [%]	-8,42	0,44257	-7,69	0,26349
Zmiany wyniku finansowego na jednego zatrudnionego [tys. zł/rok] w cenach stałych z roku 2004	-932,26	0,25272	-2,06	0,16212

Objaśnienia: liczba analizowanych przedsiębiorstw: 13.

\* test t-Studenta dla średnich oraz test znaków dla wartości środkowych, hipoteza zerowa; różnica między wartością średnią (środkową) ROA, ROE i wyniku finansowego netto na jednego zatrudnionego spowodowana przejęciem równa się zero, hipoteza alternatywna – różnica między wartością średnią (środkową) ROA, ROE i wyniku finansowego netto na jednego zatrudnionego spowodowana przejęciem jest różna od zera; poziom istotności 0,1.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Euromoney.

Z uwagi na to, że różnicę pomiędzy wynikiem finansowym netto na zatrudnionego po i przed przejęciem nie charakteryzuje rozkład normalny do oceny zmian tego wskaźnika przyjęto wartość środkową. Mediana wskazuje, że przejęcia wpłynęły na pogorszenie wyniku finansowego netto na zatrudnionego o ponad dwa tysiące złotych. Przy poziomie istotności 0,1 możemy odrzucić hipotezę zerową o braku różnic pomiędzy rentownością aktywów i wyniku finansowego netto na zatrudnionego po przejęciu i przed przejęciem i przyjąć hipotezę alternatywną, iż różnica pomiędzy rentownością aktywów i wynikiem finansowym netto na zatrudnionego po przejęciu i przed przejęciem, spowodowana tym przejęciem, jest różna od zera. W przypadku wskaźnika rentowności kapitałów własnych nie mamy podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej, co wskazuje, że nie występują istotne różnice pomiędzy średnią ROE po i przed przejęciem. Brak istotności zmian analizowanego parametru wynika z dużego zróżnicowania zmian rentowności kapitałów własnych w reakcji na przejęcia. Ważnym czynnikiem jest również mała próba. Im próba jest mniejsza tym różnica pomiędzy zmiennymi musi być bardziej wyraźna, żeby mogła być uznana za istotną.

**Tabela 2. Wyniki testu Shapiro-Wilka normalności rozkładu różnic marży zysku netto, wskaźnika rotacji aktywów i mnożnika kapitału własnego przedsiębiorstw przemysłu spożywczego przed i po przejęciu**

Wskaźniki	Statystyka średnich zmian przed i po przejęciu	
	W	p-statystyka*
Zmiana marży zysku netto	0,351150	0,0000001
Zmiana wskaźnika rotacji aktywów	0,960921	0,7192030
Zmiana mnożnika kapitału własnego	0,5032110	0,0000030

\* test Shapiro-Wilka, hipoteza zerowa; rozkład zmiennych będących różnicami między marżą zysku netto, wskaźnikiem rotacji aktywów i mnożnikiem kapitału własnego przed i po przejęciu jest zgodny z rozkładem normalnym, hipoteza alternatywna; rozkład zmiennych będących różnicami między marżą zysku netto, wskaźnikiem rotacji aktywów i mnożnikiem kapitału własnego przed i po przejęciu nie jest zgodny z rozkładem normalnym; poziom istotności 0,05.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Euromoney.

Analizę przyczyn zmian rentowności spowodowanej przejęciami przeprowadzono wykorzystując w tym celu model DuPonta. W modelu tym określono w jakim stopniu na zmiany rentowności kapitałów własnych spowodowane przejęciem miały wpływ: zmiana marży zysku netto, zmiana wskaźnika rotacji aktywów oraz zmiana mnożnika kapitału własnego.

Wyniki testu Shapiro-Wilka wskazują, że nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej o normalności rozkładu zmiennych będących różnicami pomiędzy wskaźnikiem rotacji aktywów po i przed przejęciem, natomiast należy odrzucić hipotezę zerową i przyjąć hipotezę alternatywną o braku normalności rozkładu zmiennych będących różnicami pomiędzy marżą zysku netto a także mnożnikiem kapitału własnego po i przed przejęciem (tab. 2). Z uwagi na wyniki powyższego testu do badania różnic marży zysku netto oraz mnożnika kapitału własnego po i przed przejęciem wykorzystano wartości środkowe (mediany), natomiast do badania różnic wskaźnika rotacji aktywów po i przed przejęciem wykorzystano wartości średnie.

**Tabela 3. Elementy modelu DuPonta w analizie przejmowanych przedsiębiorstw przemysłu spożywczego**

Wskaźnik		13 przedsiębiorstw przejętych okresie 3 lat		Wyniki w całej branży w okresie 3 lat	
		przed przejęciem	po przejęciu	przed przejęciem	po przejęciu
Marża zysku netto [%]	średnia	9,17	-80,56	0,65	0,92
	mediana	2,87	-1,64	0,88	0,37
Wskaźnik rotacji aktywów	średnia	1,39	1,38	1,65	1,64
	mediana	1,54	0,89	1,71	1,73
Mnożnik kapitału własnego	średnia	2,54	0,99	2,36	2,54
	mediana	1,75	1,90	2,33	2,39

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Euromoney.

Mediana marży zysku netto dla analizowanych przedsiębiorstw zmniejszyła się sponad 2,8% – przed przejęciem, do ponad 1,6% – po przejęciu. Oznacza to, że w połowie przypadków w ciągu trzech lat przed przejęciem i trzech lat po przejęciu, każda złotówka uzyskana ze sprzedaży przynosiła przedsiębiorstwom odpowiednio blisko 3 grosze zysku albo ponad 1,5 groszy straty. Zmiana mediany marży zysku netto po i przed przejęciem wyniosła więc 2,89 punktów procentowych. Ze statystycznego punktu widzenia jest to wartość istotna przy założonym poziomie istotności 0,1 (tab. 4). W tym samym okresie marża zysku netto dla całej branży zmniejszyła się z 0,88 do 0,37%.

Wskaźnik rotacji aktywów informuje o kwocie sprzedaży osiągniętej z jednostki aktywów (ze złotówki zainwestowanej w aktywa). Wartość tego wskaźnika, jako średnia z trzech lat – przed, jak i trzech lat po przejęciu, zarówno dla analizowanych przedsiębiorstw, jak też dla całej branży, kształtowała się w obu analizowanych okresach na zbliżonym poziomie. Oznacza to, że przejęcia

**Tabela 4. Zmiany wskaźników modelu DuPonta w analizie przejmowanych przedsiębiorstw przemysłu spożywczego**

Wskaźniki	13 firm przejętych				Wyniki dla branży			
	średnia	p-stats-- tyka*	mediana	p-stats-- tyka*	średnia	p-stats-- tyka*	mediana	p-stats-- tyka*
Zmiana marży zysku netto [%]	-89,73	0,29374	-2,89	0,0901	0,27	0,5276	-0,51	0,8975
Zmiana wskaźnik rotacji aktywów	-0,05	0,9735	-0,07	0,8778	-0,54	0,9081	0,76	0,6620
Zmiana mnożnik kapitału własnego	-1,55	0,3398	-0,04	0,8779	0,18	0,2504	0,25	0,1223

Objaśnienia: liczba przedsiębiorstw analizowanych; 13.

\* test t-Studenta dla wartości średnich oraz test znaków dla wartości środkowych; hipoteza zerowa: różnice między wartościami średnimi (środkowymi) marży zysku netto, wskaźnika rotacji aktywów i mnożnika kapitału własnego po przejęciu i przed przejęciem równa się zero, hipoteza alternatywna: różnice między wartościami średnimi (środkowymi) marży zysku netto, wskaźnika rotacji aktywów i mnożnika kapitału własnego po przejęciu i przed przejęciem jest różna od zera, poziom istotności 0,1.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Euromoney.

miały minimalny wpływ na wielkość sprzedaży osiągniętej z jednostki aktywów w analizowanych przedsiębiorstwach. Potwierdza to również test t-Studenta, który wskazuje, że brak jest podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej, iż różnica między wartością średnią, wskaźnika rotacji aktywów po przejęciu i przed przejęciem równa się zero (tab. 4).

Mediana mnożnika kapitału własnego dla analizowanych przedsiębiorstw wyniosła przed przejęciem 1,75, co oznacza, że w strukturze źródeł finansowania analizowanych przedsiębiorstw występował dług, stanowiący w połowie przypadków poniżej, a w połowie powyżej 42,9% ogółu źródeł finansowania<sup>1</sup>. Po przejęciu wartość mnożnika kapitału własnego wyniosła 1,90, co oznacza nieco większy dług, wynoszący ponad 47%. Analogiczne wskaźniki dla całej branży wyniosły odpowiednio: przed przejęciem – 2,33 (przy zewnętrznych źródłach finansowania, wynoszących 57,1%) oraz po przejęciu – 2,39 (przy długi wynoszącym 58,2%). Test znaków wskazuje, że nie występują istotne różnice pomiędzy wartością środkową mnożnika kapitału własnego po i przed przejęciem. W większości badanych przedsiębiorstw przejęcie spowodowało pogorszenie rentowności kapitałów własnych. Średnia wartość wskaźnika zmian rentowności kapitałów własnych spowodowana przejęciem wyniosła –8,4% (tab. 5). Według zastosowanego modelu DuPonta głównym czynnikiem, który przyczynił się do spadku rentowności kapitałów własnych na skutek przejęć, był wskaźnik zmian marży netto, którego pogorszenie obniżyło ROE o ok. 26%. Zmiany wskaźnika rotacji aktywów i mnożnika kapitału własnego przyczyniły się do poprawy wskaźnika rentowności kapitałów własnych odpowiednio: o ponad 12% i prawie 5%, ale nie skompensowały spadku wskaźnika ROA.

Pogorszenie rentowności kapitałów własnych spowodowane przejęciem wystąpiło przede wszystkim w przedsiębiorstwie L, przejętym przez francuskiego inwestora. Stało się tak głównie na skutek pogorszenia marży zysku netto oraz negatywnych zmian mnożnika kapitału własnego. Spadek rentowności kapitałów własnych wystąpił też w przedsiębiorstwie F z branży mięsnej. Pogorszenie rentowności w tym przedsiębiorstwie nastąpiło głównie na skutek dużego pogorszenia marży zysku netto. Należy zauważyć, że przedsiębiorstwo to przejęte zostało przez bank, a nie przez inwestora branżowego.

Analiza przyczynowa przy zastosowaniu modelu DuPonta pokazuje, że pogorszenie rentowności kapitałów własnych po przejęciu zostało spowodowane znacznym pogorszeniem marży zysku netto (tab. 5). Z kolei przyczyną pogorszenia marży zysku netto było znaczne zmniejszenie zysku

**Tabela 5. Wyniki analizy przyczynowej wpływu przejęć na zmiany rentowności przejmowanych przedsiębiorstw przemysłu spożywczego według modelu DuPonta**

Kod przedsiębiorstwa	Sektor PKD	Zmiany rentowności kapitałów własnych (ROE) [%]	Odchylenie cząstkowe [%]		
			marży zysku netto	wskaźnika rotacji aktywów	mnożnika kapitału własnego
A	produkcja olejów i tłuszczów	-27,9	-24,6	4,5	-7,8
B	produkcja mięsa	11,4	19,5	-3,4	-4,7
C	produkcja piwa	-3,5	2,9	-6,2	-0,2
D	produkcja mięsa	78,7	-2,0	-0,5	81,3
E	produkcja mięsa	-7,7	-9,1	0,0	1,4
F	produkcja mięsa	-38,6	-226,4	145	42,8
G	produkcja mięsa	-17,7	-16,8	-0,5	-0,5
H	produkcja wyrobów cukierniczych	27,5	28,3	1,1	-1,9
I	produkcja mięsa	3,9	2,1	0,5	1,2
J	przetwórstwo owoców i warzyw	-19,1	-27,2	6,0	2,1
K	produkcja piwa	0,3	3,7	1,0	-4,4
L	produkcja napojów alkoholowych destylowanych	-86,1	-55,8	14,3	-44,7
M	produkcja mleka i wyrób serów	-30,7	-27,4	0,3	-3,6
<b>Średnia</b>		<b>-8,4</b>	<b>-25,7</b>	<b>12,6</b>	<b>4,7</b>

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Euromoney.

1 Kapitał własny = 100%/1,75=57,14%, Kapitał obcy=100% -57,14% = 42,86%

netto spowodowane przejęciem, natomiast przychody netto ze sprzedaży wzrosły w takim samym stopniu w przedsiębiorstwach przejętych, jak też w całej branży. Wyniki te wskazują, że w polskich, przejętych przedsiębiorstwach menedżerowie starali się utrzymać wysokie przychody ze sprzedaży, a nie maksymalizować zyski.

### Podsumowanie

Pogorszenie się powyższych wskaźników będące efektem przejęć nastąpiło pomimo tego, że inwestorami strategicznymi były w większości duże, silne finansowo, międzynarodowe przedsiębiorstwa. Przyczyn tego możemy szukać w teoriach fuzji i przejęć, które wskazują, że istnieje wiele powodów, dla których przedsiębiorstwa decydują się na proces koncentracji. Jedną z takich przyczyn była realizacja przez niektóre przedsiębiorstwa koncepcji rynku dla kontroli korporacyjnej (*markets for corporate control*). Realizując tę koncepcję, inwestorzy dokonujący przejęć prowadzili działania mające na celu doprowadzenie przejętych przedsiębiorstw do bankructwa, przejęcia niskim kosztem ich majątków i pozbycia się w ten sposób konkurentów. Wśród analizowanych przejęć wystąpił taki jeden przypadek i przyczynił się on do znacznego pogorszenia średnich wielkości analizowanych wskaźników.

Analiza przejęć w przemyśle spożywczym według modelu czynnikowego DuPonta pokazuje, że głównym czynnikiem, który przyczynił się do spadku rentowności kapitałów własnych na skutek przejęć, był wskaźnik zmian marży netto, którego pogorszenie przyczyniło się do znacznego obniżenia wskaźnika ROE. Zmiany wskaźnika rotacji aktywów i mnożnika kapitału własnego przyczyniły się do poprawy wskaźnika rentowności kapitałów własnych, ale nie zrekompensowały spadku marży zysku netto. Wyniki te, a przede wszystkim obniżenie się wskaźnika marży zysku netto, skłaniają do pozytywnej weryfikacji hipotezy Baumola, będącej elementem teorii menedżerskiej, mówiącej o tym, że celem zarządu w przedsiębiorstwach nie jest maksymalizacja zysku, a maksymalizacja przychodów ze sprzedaży. Przyczyną pogorszenia się marży zysku netto było znaczne zmniejszenie zysku netto spowodowane przejęciem. Natomiast przychody netto ze sprzedaży wzrosły w przejmowanych przedsiębiorstwach w takim samym stopniu w całej branży. Można z tego wyciągnąć wniosek, że w przejętych przedsiębiorstwach menedżerowie starali się utrzymać wysokie przychody ze sprzedaży, a nie maksymalizować zyski.

### Literatura

- Bednarski L.** 1999: Analiza finansowa w przedsiębiorstwie. PWE, Warszawa.  
**Czarna M., Szklanny I., Zwolska K.** 2008: Ocena kondycji finansowej podmiotu gospodarczego przy wykorzystaniu analizy wskaźnikowej [[www.lsr.pl/firmy/analiza/wskazniki.doc](http://www.lsr.pl/firmy/analiza/wskazniki.doc)].  
Edukacja – leksykon. 2008: [<http://www.tf.pl/view.php?art=7401>].  
**Flis I.** 2005: Rachunkowość zarządcza wskaźnikowa. Agencja Rozwoju Regionalnego S.A., Bielsko-Biała. [[www.securities.com/cgi-bin/CorporateSearch/94dec/PL/Company/Corporate/search\\_page.html?lang=pl](http://www.securities.com/cgi-bin/CorporateSearch/94dec/PL/Company/Corporate/search_page.html?lang=pl)].

### Summary

*For many years foreign direct investors have participated in the process of privatization of the Polish companies, including agri-food sector. Assessment of the impact of that process varies. The analysis results shows that the performance of companies in question is worse than before taken over as far as the profitability is concerned.*

### Adres do korespondencji:

dr inż. Jakub Kraciuk  
Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie  
Katedra Ekonomiki Rolnictwa i Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych  
ul. Nowoursynowska 166  
02-787 Warszawa  
tel. (0 22) 59 34 114  
e-mail: [jakub\\_kraciuk@sggw.pl](mailto:jakub_kraciuk@sggw.pl)