

Aleksandra Gąsior

Ocena procesów fuzji i przejęć przedsiębiorstw

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 20, 19-37

2010

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Aleksandra Gąsior

OCENA PROCESÓW FUZJI I PRZEJĘĆ PRZEDSIĘBIORSTW

Wprowadzenie

Rozwój przedsiębiorstw w Polsce przebiega zgodnie z występującymi trendami na świecie. Przedsiębiorstwa dostosowują się do nowych warunków ekonomicznych, a do najważniejszych z nich zalicza się: globalizację, postęp techniczny i informatyzację. Szczególną uwagę należy zwrócić na znaczenie informacji, która dzięki nowoczesnym środkom telekomunikacji, w tym Internetowi, błyskawicznie może dotrzeć do każdego miejsca, w najdalszym zakątku świata. Fuzje i przejęcia traktowane są jako jedna z możliwości wzrostu zewnętrznego, poprawy rentowności, wzrostu skali produkcji oraz geograficznego zasięgu działania.

Dzięki wspomnianym fuzjom i przejęciom możliwy jest transfer wiedzy, technologii oraz doświadczeń firm zagranicznych do praktyki zarządzania w polskich przedsiębiorstwach. Wraz ze zwiększającym się znaczeniem globalizacji rośnie rola zdarzeń gospodarczych w postaci fuzji i przejęć. Przyjmują one w kraju coraz częściej zasięg międzynarodowy. Natomiast wspomaganie w sprawnej, łatwiejszej realizacji tych procesów w Polsce należy upatrywać we wprowadzonych rozwiązaniach prawnych, instytucjonalnych i organizacyjnych.

Jednostki gospodarcze, które mają ugruntowaną pozycję na rynku, czy też dopiero wchodzą na rynek, przeprowadzając rozważania na temat podjęcia decyzji, na przykład dywersyfikacji, muszą zadać sobie pytanie, jaki cel chcą osiągnąć przy swoich możliwościach. Przyjmując się założenie, że procesy fuzji i przejęć powinny zapewnić

firmom dostęp do nowych produktów i technologii, przyspieszenie rozwoju połączonych firm, a co za tym idzie, obniżenie ryzyka, poszerzenie bazy klientów, poprawę struktury kapitałowej, ekspansję geograficzną, aż wreszcie – główny cel – wzrost wartości połączonych przedsiębiorstw. Jednakże procesy fuzji i przejęć, pomimo swoich pozytywnych oraz obiecujących założeń, nie niosą ze sobą automatycznego wzrostu wartości przedsiębiorstw. Stąd też osiągnięcie satysfakcjonującego podwyższenia wartości przedsiębiorstw za pomocą takich rozwiązań powinno być przeprowadzone ze szczególną ostrożnością i przy pomocy szczegółowo opracowanej strategii.

Układ pracy doktorskiej, której streszczenie zawiera niniejszy artykuł, został podporządkowany przedstawieniu celów oraz weryfikacji hipotez badawczych. Składa się ona ze wstępu, pięciu rozdziałów i zakończenia.

Rozdział pierwszy prezentuje teoretyczne aspekty, będące podstawą dalszych badań. Przeprowadzone zostały rozważania dotyczące istoty fuzji i przejęć, a także przegląd definicji. Przedstawiono klasyfikację typów fuzji i przejęć, ich motywy, sam proces fuzji oraz przejęcia i strategię łączenia się jednostek gospodarczych.

Rozdział drugi przedstawia zasady tworzenia jednostek gospodarczych w procesach fuzji i przejęć. Zostali w nim scharakteryzowani uczestnicy tych procesów, którzy muszą spełniać odpowiednie uwarunkowania, jakie narzuca Kodeks Spółek Handlowych. Przedstawiono formy organizacyjno-prawne, będące najczęstszym wynikiem zrealizowanych procesów fuzji i przejęć, czyli grupy kapitałowe.

W rozdziale trzecim zaprezentowane zostały metody analizy ekonomicznej oraz wskaźniki ekonomiczno-finansowe, określające efektywność gospodarczą i sytuację finansową spółek kapitałowych. Przedstawiono charakterystykę materiałów, na podstawie których można dokonać oceny sytuacji finansowej pojedynczych spółek oraz grup kapitałowych.

Ostatnie dwa rozdziały to empiryczno-aplikacyjna część rozprawy doktorskiej. Rozdział czwarty prezentuje podstawową działalność wybranych spółek telekomunikacyjnych, które w efekcie końcowym tworzą grupę kapitałową. Przedstawiono historię tworzenia się grupy kapitałowej, powstałej z badanych spółek. Przy opisywaniu produktów i usług, jakimi mogą się pochwalić spółki, główny nacisk położono na sferę telekomunikacyjną prezentowanej grupy kapitałowej. Scharakteryzowano również otoczenie konkurencyjne, panujące na rynku polskim w sektorze telekomunikacyjnym oraz prawne uwarunkowania, sprzyjające poprawie sytuacji finansowej badanych spółek.

Rozdział piąty – ostatni – przedstawia ocenę sytuacji finansowej badanych spółek w kontekście różnych aspektów. Dokonana została analiza wielokierunkowej rentowności ocenianych spółek. Zaprezentowano zmiany zachodzące w ich płynności finansowej, a także w sprawności działania przedsiębiorstw telekomunikacyjnych. Scharakteryzowano również sferę zadłużenia, która wpływa znacząco na obraz całej sytuacji finansowej przedsiębiorstw.

W zakończeniu zaprezentowano główne wnioski wynikające z przeprowadzonych badań empirycznych spółek telekomunikacyjnych.

By móc przeprowadzić ocenę procesów fuzji i przejęć, do próby badawczej wybrano spółki porównywalne. W badanym okresie występowały one w sektorze telekomunikacyjnym, dlatego też został on wytypowany do przeprowadzenia badań empirycznych.

Z badań przeprowadzonych przez firmę PricewaterhouseCoopers w latach 2002–2005 wynika¹, że jest to sektor o wysokim udziale wartościowym w ogóle przeprowadzanych fuzji i przejęć, nie tylko na świecie, ale również w Polsce. Duży wpływ na jego dynamiczny rozwój, oprócz procesów fuzji i przejęć, ma postęp techniczny i technologiczny. Sprzęt wysokiej technologii oraz infrastruktura telekomunikacyjna są niezbędne przy prowadzeniu tego rodzaju działalności, stanowią przesłankę do zdobywania wysokiej pozycji konkurencyjnej. W głównej mierze to zasoby techniczne i technologiczne spółek decydują o poddaniu ich procesowi fuzji lub przejęcia. Następnym czynnikiem, który zadecydował o wyborze sektora telekomunikacyjnego do badań, był fakt utrzymania jak największej rzetelności przy porównywaniu i ocenie działań oraz osiągnięć badanych spółek. Wybrane spółki to przedsiębiorstwa, które prowadzą działalność o tym samym charakterze, czyli świadczą usługi telekomunikacyjne. Są podobnej wielkości, generują przychody na zbliżonym poziomie. Zaś głównym argumentem przemawiającym za wyborem badanych spółek jest fakt, że większość z nich została poddana przejęciu w wyniku zakupu akcji (udziałów) tego samego roku, czyli 2003 roku. Tym samym, badane spółki telekomunikacyjne, uczestniczące w procesie przejęcia, stały się spółkami przejmowanymi. Pozytywnym zjawiskiem odnotowanym w rozwoju badanych

¹ *Badanie dotyczące transakcji kapitałowych w Europie Środkowej i Wschodniej 2002*, w: [m&a_poland.pdf](#); *Analiza fuzji i przejęć w 2003 roku Europa Środkowa i Wschodnia*, w: [m&a_survey_2003_country.pdf](#); *Badanie fuzji i przejęć w 2004 roku*, w: [ma_survey_poland.pdf](#); *Badanie fuzji i przejęć w Europie Środkowo-Wschodniej, w Rosji i na Ukrainie w 2005 roku*, w: [fuzje_cee_survey_pl.pdf](#) – [www.pwc.com/pl/M&A_Survey](#).

spółek jest fakt, że dwie z nich w roku 2003 i 2005 dokonały samodzielnego przejęcia spółek, dzięki którym poszerzyły swoją działalność odpowiednio o: telekomunikację kablową i o działalność dotyczącą robót instalacyjno-telekomunikacyjnych. Tym samym zdobyły większy rynek abonencki i wzmocniły pozycję rynkową. Świadczy to o prowadzeniu polityki neutralizującej rynek, co jest jednym z celów fuzji i przejęć. Badane spółki dokonały wchłonięcia spółek konkurencyjnych, czyli przeprowadziły fuzję inkorporacyjną, przejmując dotychczasowych klientów tych spółek.

1. Cel i hipotezy pracy

Przedmiotem opracowania było zaprezentowanie przeprowadzonej oceny sytuacji finansowej spółek sektora telekomunikacyjnego, uczestniczących w procesie fuzji i przejęcia. Podjęte badania odnoszą się do oceny porównawczej danych empirycznych, pochodzących z dziewięciu wybranych przedsiębiorstw tego sektora w latach 2001–2005. Źródłem informacji były zebrane sprawozdania finansowe spośród dziewięciu spółek telekomunikacyjnych, a także niepublikowane informacje z działalności badanych przedsiębiorstw, budżet skonstruowany na wewnętrzne potrzeby oraz prospekt emisyjny powstałej Grupy Kapitałowej.

Oceniany proces przejęcia nastąpił w 2003 roku i ponownie w 2005 roku. Przeprowadzenie wielokierunkowej analizy miało na celu zweryfikowanie rzetelności i skuteczności przeprowadzonych procesów fuzji i przejęć. Otrzymane wyniki przeprowadzonych badań w wybranych spółkach telekomunikacyjnych potwierdziły, że cały proces przejęć i fuzji można uznać za ekonomicznie celowy. W wyniku badań empirycznych wykazano, że badane podmioty osiągnęły założone cele i poprawiły swoją sytuację finansową.

Podstawową hipotezą badawczą pracy jest twierdzenie, że **dobrze przygotowane procesy fuzji i przejęć powinny zmierzać w przewidywanym okresie do poprawy sytuacji finansowej nowo powstałych podmiotów gospodarczych**. Przeprowadzenie oceny porównawczej i szeregu ocen cząstkowych na podstawie danych empirycznych i materiałów źródłowych badanych przedsiębiorstw powinno zmierzać do ograniczenia ryzyka w podejmowaniu dalszych decyzji, przyczyniać się do doskonalenia tego procesu oraz zwiększania efektywności gospodarowania, a tym samym poprawiania sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Praktyka gospodarcza

dostarcza wielu przykładów na to, że niewłaściwie przygotowane procesy fuzji i przejęć nie przynoszą przewidywanych efektów finansowych.

Stąd też przeprowadzenie takiej oceny, jak analiza prospektywna, nie może stanowić zakończenia procesu fuzji i przejęć. Liczne zagrożenia, powstałe w ramach realizacji tych procesów, wymagają dokonywania okresowej analizy porównawczej sytuacji finansowej spółek, zarówno w ujęciu *ex ante*, jak i *ex post*. Wynika z tego także konieczność stałego monitorowania realizowanych wyników przekształceń w organizacjach wielopodmiotowych, powstałych w procesach fuzji i przejęć. Dzięki temu jest możliwe przeprowadzenie oceny skuteczności tych procesów w poprawie gospodarowania spółek i na bieżąco, w miarę potrzeby, dokonywanie poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw.

Do tak postawionej hipotezy badawczej sformułowane zostały pytania pomocnicze:

1. Czy sytuacja finansowa w ocenianych spółkach uległa poprawie w wyniku procesów fuzji i przejęć?
2. Jakiej zmianie ulegały główne wskaźniki finansowe, decydujące o sytuacji finansowej i zmianie wartości badanych spółek?
3. Jakich nieprawidłowości należałoby unikać przy dalszym doskonaleniu procesów fuzji i przejęć w praktyce gospodarczej?
4. Jak istotną wartość na przyszłość niosą ze sobą przewidywane korzyści?
5. Czy korzystniejsze dla badanych spółek było podjęcie decyzji o transakcji fuzji i przejęcia, czy wewnętrzny rozwój firm?

Celami pracy było:

1. Scharakteryzowanie procesów fuzji i przejęć oraz ocena ich wpływu na sytuację finansową powstałych podmiotów gospodarczych.
2. Prezentacja efektów analizy porównawczej w organizacjach uczestniczących w procesie fuzji i przejęć, a w szczególności zbadanie sytuacji finansowej przedsiębiorstw przejmowanych przed przeprowadzeniem procesu fuzji i przejęć i po nim oraz w całym okresie objętym analizą porównawczą.
3. Wyeksponowanie i ocena różnych aspektów dotyczących procesów fuzji i przejęć w powstałych podmiotach gospodarczych, a szczególnie nieprawidłowości, które przy dalszych decyzjach fuzji i przejęć powinny być wyeliminowane.
4. Scharakteryzowanie podstawowych tendencji, które wystąpiły w procesach fuzji i przejęć badanych podmiotów.

W celu weryfikacji hipotez badawczych przeprowadzono studia literaturowe oraz szczegółowe badania empiryczne. Część empiryczna, wszystkie analizy i wnioski zostały przeprowadzone na podstawie metod indukcji i dedukcji, metod jakościowych i ilościowych, metod opisowych oraz wywiadów szczegółowych. Do badań wykorzystano sprawozdania finansowe badanych spółek, a także badania zrealizowane przez spółki analityczne i niepublikowane materiały źródłowe oceniających jednostek gospodarczych.

2. Prezentacja metod i rozwiązań w badanym obszarze

Analiza ekonomiczna, a szczególnie jeden z jej rodzajów, czyli analiza finansowa, jest narzędziem, które w głównej mierze zostało wykorzystane do badań porównawczej oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Autorka chce przez to podkreślić, iż analizę ekonomiczną można podzielić, ze względu na różne kryteria, na kilka rodzajów. Prezentuje to tabela 1.

Tabela 1. Rodzaje analizy ekonomicznej

Kryterium	Rodzaje		Charakter
Przedmiotowe	1.	makroekonomiczna	Przedmiotem jej badań są zjawiska i procesy, zachodzące w całej gospodarce.
	2.	mikroekonomiczna	Przedmiotem badań pozostają zjawiska i procesy gospodarcze, zachodzące zarówno w przedsiębiorstwie, jak i w jego bliższym otoczeniu.
Szczegół zarządzenia	1.	strategiczna	Bada zjawiska i procesy w relatywnie dłuższym okresie, istotne dla realizacji celów przedsiębiorstwa.
	2.	operacyjna	Przedmiotem badań pozostają zjawiska i procesy gospodarcze, zachodzące w ciągu roku obrachunkowego.
Odmienność zagadnień stanowiących przedmiot badań	1.	techniczno-ekonomiczna	Oparta jest na badaniu wielkości ekonomicznych w wyrażeniu rzeczowym i osobowym. Koncentruje się na ocenie poszczególnych odcinków działalności gospodarczej przedsiębiorstwa, które obejmują analizę zasobów osobowych i rzeczowych, efektywność procesów wytwarzania czy efekty działalności gospodarczej, ale też otoczenie.
	2.	finansowa	Przedmiotem tej analizy są przede wszystkim wielkości ekonomiczne w ujęciu pieniężnym. Obejmują one głównie wyniki finansowe oraz stan finansowy przedsiębiorstwa

Podmiot sporządzający analizę	1.	wewnętrzna	Sporządzana jest wewnątrz przedsiębiorstwa na potrzeby bieżącego i strategicznego zarządzania. Nie napotyka na barierę informacyjną, a więc może być realizowana w każdym momencie i ma charakter analizy przyczynowej – bardziej szczegółowej niż analiza ekonomiczna zewnętrzna.
	2.	zewnętrzna	Dokonywana przez inwestorów, wierzycieli, dostawców, odbiorców, szeroko rozumianą konkurencję, pracowników, rząd oraz organy podatkowe, analityków, statystyków, naukowców, społeczeństwo. Analiza ta ograniczona jest dostępem do informacji i dlatego najczęściej jest analizą finansową, dokonywaną okresowo na podstawie danych publikowanych przez same przedsiębiorstwa.
Okres	1.	przeszłościowa (retrospektywna – <i>ex post</i>)	Podstawowym celem tej analizy jest przeprowadzenie badań strukturalnych i przyczynowych w odniesieniu do minionych zdarzeń gospodarczych w przyjętym do badań okresie. Wyniki tej analizy pozwalają wyjaśnić zmiany, jakie nastąpiły w przedsiębiorstwie jako całości i w poszczególnych odcinkach działalności. W ten sposób można zapobiegać zmianom niepożądanym w przyszłości lub utrwalać występujące trendy pozytywne. Może być przeprowadzona na wszystkich szczeblach zarządzania w przedsiębiorstwie. Analiza <i>ex post</i> należy do najlepiej opracowanych rodzajów analizy ekonomicznej.
	2.	bieżąca (<i>in tempore</i>)	Dostarcza informacji analitycznej o zjawiskach i procesach gospodarczych bieżąco realizowanych. Najcenniejszą właściwością tego rodzaju analizy jest niemal bezpośrednie wykorzystanie jej wyników w procesach decyzyjnych, mających na celu likwidację powstających zagrożeń lub wykorzystanie pojawiających się szans. Ten rodzaj analizy stosowany jest w wypadku, gdy prawidłowy przebieg procesów gospodarczych ma istotny wpływ na ostateczne wyniki przedsiębiorstwa.
	3.	przyszłościowa (perspektywiczna – <i>ex ante</i>)	Pozwala na ustalenie skutków przewidywanych wariantów działań oraz ewentualnych zmian kierunku i siły działania założonych w planie czynników wewnętrznych i zewnętrznych. Analizę <i>ex ante</i> wykorzystuje się we wszystkich procesach decyzyjnych na różnych szczeblach zarządzania. Temu rodzajowi analizy ekonomicznej w obecnych warunkach nadaje się duże znaczenie.

Źródło: T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie, FRR w Polsce, Warszawa 2002, s. 5–21.*

Jak widać w tabeli 1, charakter analizy finansowej jest czysto pieniężny. Wynika z tego potrzeba wykorzystania tradycyjnych wskaźników do oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstw, jak również nowoczesnych metod. Istnieje konieczność

rozgraniczenia analizy wskaźnikowej dla przedsiębiorstw, które dokonały jedynie przejęcia i nie są obowiązane konstruować, z racji ich formy organizacyjno-prawnej, dodatkowej sprawozdawczości skonsolidowanej oraz przedsiębiorstw przechodzących fuzję, tworzących sprawozdania skonsolidowane.

Instytucje gospodarcze, które nie podlegają zmianom organizacyjno-prawnym, zostaną przeanalizowane tradycyjnymi wskaźnikami. Według L. Bednarskiego, powinny one zostać zbadane pod następującymi kierunkami:

- a) zyskowności,
- b) płynności finansowej,
- a) zdolności do obsługi zadłużenia,
- b) pozycji spółki na rynku kapitałowym.

Tabela 2. Zestawienie wskaźników analitycznych

Nazwa wskaźnika	Metoda kalkulacji	Treść wskaźnika
WSKAŹNIKI ZYSKOWNOŚCI		
zyskowność sprzedaży (return on sales)	$\frac{\text{zysk netto}}{\text{sprzedaż netto}}$	marża zysku na sprzedaży
zyskowność majątku (return on total assets)	$\frac{\text{zysk netto}}{\text{majątek ogółem (aktywa)}}$	efektywność wykorzystania majątku
zyskowność kapitałów własnych (return on equity)	$\frac{\text{zysk netto}}{\text{kapitały własne}}$	stopa zyskowności zainwestowa- nych w firmie kapitałów własnych
dźwignia finansowa (leverage)	<i>zyskowność własnych kapitałów skorygowana o zyskowność majątku</i>	efektywność wykorzystywanych obcych kapitałów
WSKAŹNIKI PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ		
płynność bieżąca (current ratio)	$\frac{\text{środki obrotowe ogółem}}{\text{zobowiązania bieżące}}$	możliwość spłacenia zobowiązań krótkoterminowych środkami obrotowymi
szybkość spłaty zobowią- zań (quick ratio – acid test ratio)	$\frac{\text{płynne środki obrotowe}}{\text{zobowiązania bieżące}}$	zdolność do szybkiego uregulowania krótkoterminowych zobowiązań
obrót należnościami (receivables turnover)	$\frac{\text{sprzedaż netto}}{\text{przeciętny stan należności}}$	ilość cykli obrotu należnościami w ciągu roku
cykl inkasa należności w dniach (day's sales in receivables)	$\frac{\text{liczba dni w okresie}}{\text{obrót należnościami}}$	kredytowanie odbiorców mierzone liczbą dni przeciętnie niezbędnych na inkaso należności

cykl spłaty zobowiązań krótkoterminowych (current liabilities turnover)	$\frac{\text{przeciętny stan zobowiązań}}{\text{sprzedaż netto: 365}}$	okres spłaty zobowiązań krótkoterminowych przychodami ze sprzedaży
obrót zapasami (inventory turnover)	$\frac{\text{sprzedaż netto}}{\text{przeciętny stan zapasów}}$	ilość cykli obrotu zapasami
stan zapasów w dniach (day's supply in inventory)	$\frac{\text{liczba dni w okresie}}{\text{wskaźnik obrotu zapasami}}$	liczba dni potrzebna na jeden cykl obrotu zapasami (zamiany ich na płynne środki)
WSKAŹNIKI WYPŁACALNOŚCI (ZDOLNOŚCI DO OBSŁUGI DŁUGÓW)		
pokrycie odsetek zyskiem (times interest earned)	$\frac{\text{zysk brutto} + \text{płacone odsetki}}{\text{odsetki}}$	zdolność do obsługi długookresowych pożyczek
obciążenie majątku zobowiązaniami (debt ratio)	$\frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{majątek ogółem}}$	stopień pokrycia majątku kapitałami obcymi
pokrycie majątku kapitałami własnymi (equity ratio)	$\frac{\text{kapitały własne} + \text{rezerwy}}{\text{majątek ogółem}}$	stopień pokrycia majątku kapitałami własnymi
relacja zobowiązań do kapitałów (debt-equity ratio)	$\frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{kapitały własne} + \text{rezerwy}}$	stopień ryzyka finansowego kredytodawców
pokrycie zobowiązań nadwyżką finansową (fund flows to debt ratio)	$\frac{\text{nadwyżka finansowa}}{\text{zobowiązania}}$	zdolność do pełnej spłaty zobowiązań nadwyżki finansowej (tj. bez uszczuplenia majątku)
WSKAŹNIKI RYNKU KAPITAŁOWEGO		
zysk na jedną akcję (earnings per share – EPS)	$\frac{\text{zysk netto}}{\text{ogólna liczba emitowanych akcji}}$	marża zysku przypadająca na jedną akcję
relacja ceny do zysku na jedną akcję (price-earnings ratio - P/E)	$\frac{\text{cena rynkowa jednej akcji}}{\text{zysk na jedną akcję}}$	cena, jaką trzeba by zapłacić za jednostkę zysku przy kupnie akcji
relacja ceny do kapitałów własnych na jedną akcję (price-equity ratio)	$\frac{\text{cena rynkowa jednej akcji}}{\text{kapitał własny na jedną akcję}}$	skala zdolności kapitału własnego do kreowania zysku
stopa dywidendy (dividend yield)	$\frac{\text{dywidenda na jedną akcję}}{\text{cena rynkowa jednej akcji}}$	skala korzyści udziałowców w stosunku do ceny rynkowej akcji
stopa wypłat dywidendy (dividend payout)	$\frac{\text{dywidenda na jedną akcję}}{\text{zysk netto na jedną akcję}}$	skłonność spółki do przeznaczania spółki na dywidendy w łącznym zysku netto

Źródło: W. Bednarski, *Ocena efektywności finansowej spółek kapitałowych*, Difin, Warszawa 2005, s. 70–71.

W tabeli 2 przedstawiono wskaźniki, które wykorzystano do oceny kondycji finansowej przedsiębiorstw, uczestniczących w procesie przejęcia.

3. Charakterystyka problemu w literaturze przedmiotu

Metoda fuzji lub przejęcia przedsiębiorstw to, jak już wspomniano, jeden ze sposobów wzrostu zewnętrznego przedsiębiorstwa. Jednakże z powodu bliskości obu pojęć fuzja i przejęcie używane są bardzo często zamiennie, stąd niejednokrotnie wyodrębnienie ich w języku ekonomistów jest umowne. Autorami, którzy posługują się w *Zarządzaniu finansami*² tylko i wyłącznie jednym określeniem – „fuzja” – są między innymi Eugene F. Brigham i Louis C. Gapenski. Swój wybór co do używania jedynie terminu „fuzja” tłumaczą faktem, że zainteresowani są tylko tym procesem i skupiają się na zasadniczych ekonomicznych i finansowych aspektach fuzji, a nie prawniczych. Nie ulega jednak wątpliwości, że oba te pojęcia podlegają różnym uregulowaniom prawnym, co zostanie przedstawione poniżej.

Do dzisiaj nie został rozstrzygnięty problem prawidłowej terminologii, a nawet klasyfikacji (zobacz tabela 3)³.

Tabela 3. Przegląd pojęć „fuzja” i „przejęcie”

Lp.	Autor	Pojęcie
1.	W. Kopaliński ^{a)}	W swoim opracowaniu definiuje fuzję jako „połączenie się, zjednoczenie się, zlanie stronnictw, przedsiębiorstw, spółek akcyjnych itd.”
2.	A. Helin, K. Zordec ^{b)}	Przedstawiają fuzję, czyli połączenie, jako proces, do którego dochodzi w momencie łączenia się co najmniej dwóch przedsiębiorstw o identycznej bądź zbliżonej wielkości. Oba podmioty w połączonej jednostce gospodarczej występują w proporcji 50 do 50%, a w wyniku podjętych działań akcjonariusze łączących się spółek otrzymują po 50% głosów na walnym zgromadzeniu połączonej spółki. Jakiegokolwiek inne relacje świadczą o przejęciu jednego z przedsiębiorstw przez drugie.
3.	T. Orłowski ^{c)}	Fuzja to inaczej zespolenie działalności kilku przedsiębiorstw w celu utworzenia nowego przedsiębiorstwa lub przejęcia wszystkich innych przez jeden z nich. W momencie utworzenia całkiem nowej jednostki gospodarczej wszystkie dawne przestają istnieć. Natomiast w przypadku przejęcia pozostaje jedynie spółka przejmująca aktywa pozostałych przedsiębiorstw.

² E.F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, t. 2, PWE, Warszawa 2000, s. 293.

³ Występują w literaturze odmienne klasyfikacje połączeń przedsiębiorstw, np. A. Helin, K. Zordec, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 1–7, gdzie fuzje zaliczono do jednej z form przejęcia, odmiennie zaś dokonuje klasyfikacji połączeń przedsiębiorstw; W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 1998, s. 22, gdzie fuzja jest jedną a przejęcie drugą formą nabycia.

4.	J. Penc ^{d)}	Fuzja – sytuacja, w której dochodzi do połączenia dwóch przedsiębiorstw lub nabycie (przejęcie) jednego przedsiębiorstwa przez drugie, w wyniku czego zostaje utworzona zupełnie nowa firma. Może ona pozostać przy dotychczasowej nazwie jednego z nich lub przyjąć zupełnie nową nazwę.
5.	R. Sasiak ^{e)}	Fuzją kapitałową przyjęło się określać proces polegający na przyjęciu kontroli nad spółką akcyjną na skutek nabycia (objęcia) odpowiednio wysokiej liczby jej akcji.
6.	S. Sudarsanam ^{f)}	W wyniku fuzji jednostki gospodarcze łączą się ze sobą, dzieląc się swoimi zasobami dla osiągnięcia wspólnych celów. Udziałowcy łączących się firm często pozostają współwłaścicielami nowo powstałego podmiotu. Przejęcie jest transakcją gwarantującą jednemu z podmiotów większą samodzielność. W tym przypadku jedna firma kupuje aktywa lub akcje drugiej firmy, przy czym akcjonariusze przejętej firmy przestają być jej właścicielami. W przypadku fuzji nowy podmiot może powstać na bazie łączących się firm, podczas gdy w przypadku przejęcia firma przejmowana staje się zależna od firmy przejmującej.
7.	H. Johnson ^{g)}	Fuzja jest to połączenie w jeden organizm dwóch lub większej liczby podmiotów na zasadzie połączenia kapitałów, wykupu gotówkowego akcji jednej z firm lub kombinacji powyższych działań.
8.	P.A. Gaughan ^{h)}	Fuzja to połączenie dwóch korporacji, podczas którego jedna z nich przetrwa, a druga – przejęta – przestaje istnieć na rynku. W wyniku połączenia na spółkę przejmującą przechodzą wszelkie atuty oraz należności przejętej firmy. Autor przedstawia różnicę między fuzją a konsolidacją. Wynikiem fuzji jest połączenie firm A i B, gdzie funkcjonuje A, a przy konsolidacji dochodzi do utworzenia z dwóch firm zupełnie nowej spółki. Niestety, w praktyce oba pojęcia stosuje się wymiennie, lecz autor zwraca uwagę na fakt, że przy łączeniu dwóch firm o zbliżonej wielkości używa się terminu konsolidacja, zaś fuzji, kiedy mowa o firmach znacznie różniących się wielkością.
9.	D. DePamphilis ⁱ⁾	Z przejęciem mamy do czynienia, kiedy przedsiębiorstwo obejmuje zdecydowaną kontrolę nad drugim przedsiębiorstwem. Spółka lub wybrane jej atuty, takie jak np. zakład wytwórczy, prawnie zostają uzależnione od spółki przejmującej. Inaczej mówiąc, albo dochodzi do sprzedaży całej firmy, albo np. linii produkcyjnej dla gotówki lub w celu osiągnięcia bezpieczeństwa na rynku.

a) W. Kopaliński, *Podręczny słownik wyrazów obcych*, WP, Warszawa 1996, s. 282.

b) Por. A. Helin, K. Zorde, *op.cit.*, s. 5.

c) T. Orłowski, *Nowy leksykon ekonomiczny*, Oficyna Wydawnicza Graft-Punkt, Warszawa 1998, s. 192.

d) J. Penc, *Leksykon biznesu*, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 1997, s. 135.

e) R. Sasiak, *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 2000, s. 23.

f) Por. S. Sudarsanam, *Fuzje i przejęcia*, WIG-Press, Warszawa 1998, s. 1–2.

g) H. Johnson, *Fuzje i przejęcia. Narzędzie podejmowania decyzji strategicznych*, Liber, Warszawa 2000, s. 17.

h) P.A. Gaughan, *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, John Wiley & Sons, Inc., New York 2002, s. 7.

i) D. DePamphilis, *Mergers, Acquisitions, and other Restructuring Activities. An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, Academic Press, London 2001, s. 5.

Źródło: opracowanie własne na podstawie wybranej literatury.

Z przedstawionych powyżej definicji wynika, że dokonuje się konsolidacji, w wyniku których dochodzi do powstania nowego podmiotu prawnego lub też inkorporacji, w następstwie której przedsiębiorstwo zostaje wcielone do jednostki organizacyjnej.

Ponieważ tematem publikacji jest ocena procesów fuzji i przejęć, to oprócz zaprezentowania, jak rozumiane są fuzje i przejęcia, należy przedstawić czym jest sam proces. Otóż W. Kopaliński określa proces jako „przebieg następujących po sobie, powiązanych przyczynowo określonych zmian, stanowiących kolejne stadia, fazy, etapy rozwoju czegoś”⁴.

W odniesieniu do fuzji i przejęć w literaturze przedmiotu można się spotkać z przedstawieniem tych procesów w sposób bardzo szczegółowy bądź – przeciwnie – jedynie z przedstawieniem ograniczającym się do ramowej konstrukcji, której treść wynika ze specyfiki konkretnych przypadków tych procesów.

S. Sudarsanam przedstawia proces fuzji lub przejęcia w trzech etapach⁵:

1. Etap przygotowawczy, polega na:

- a) rozwijaniu strategii przejęcia, zasad tworzenia wartości oraz kryteriów dokonania transakcji,
- b) wyszukiwaniu i identyfikacji jednostek organizacyjnych, które mogą stać się celem przejęcia,
- c) poddaniu strategicznej ocenie spółki kandydata do przejęcia i uzasadnieniu transakcji.

2. Etap negocjacyjny:

- a) rozwijanie strategii ofertowej,
- b) ocena finansowa oraz wycena firmy – celu procesu przejęcia,
- c) negocjacje, finansowanie i zawarcie transakcji.

3. Etap integracyjny:

- a) ocena pod kątem dopasowania kulturowego i organizacyjnego,
- b) rozwijanie metod integracyjnych,
- c) dobieranie strategii, organizacji i kultury pomiędzy przejmującym i przejmowanym,
- d) wyniki.

⁴ W. Kopaliński, *op.cit.*, s. 900.

⁵ Por. S. Sudarsanam, *op.cit.*, s. 43.

Podobnie na trzy fazy dzieli proces nabycia W. Frąckowiak⁶. Zaś rozbudowany model przedstawiający etapy pomyślnie zrealizowanego programu fuzji i przejęć przedstawili T. Copeland, T. Koller i J. Murrin⁷, gdzie podkreślają, że przy podejmowaniu decyzji w każdym z etapów trzeba przede wszystkim kierować się zdrowym rozsądkiem.

Procesy fuzji i przejęć na polskim rynku wykorzystywane są przy zewnętrznym rozwoju spółek, prowadząc do poprawy konkurencyjności firm. Jednakże nie zawsze zamiary idą w parze ze skutkami realizacji omawianych procesów. „Według niektórych wyliczeń, w ostatnich 40 latach wydajność przedsiębiorstw powstałych w wyniku połączeń była średnio o 17% niższa u konkurentów, którzy postanowili działać samodzielnie. Zgrabne i medialnie nośne, tyle że statystykom nie można wierzyć bezgranicznie, bo żadna nie jest w stanie pokazać, co naprawdę stałoby się z firmami X i Z, gdyby nigdy nie podjęły decyzji o połączeniu. [...] M&A są procesem naturalnym i potrzebnym gospodarce”⁸.

Wynika z tego, że proces fuzji i przejęć jako długotrwałe i pracochłonne działanie bardzo często w krótkim okresie oceniany jest negatywnie. Należy przede wszystkim oceniać ten proces długofalowo, a poza tym nie istnieje możliwość przewidzenia rozwoju spółek, gdyby wybrały one rozwój wewnętrzny. Szczegółowo przemyślany każdy etap procesu fuzji i przejęcia w dużej mierze jest gwarancją powodzenia realizowanego procesu.

4. Propozycje autorskich rozwiązań

Cechy oryginalności problemu badawczego podjętego w prezentowanej tematyce przejawiają się w warstwie założeń wyjściowych, które wpływają z potrzeb zbudowania w przedsiębiorstwach systemu oceny fuzji i przejęć przedsiębiorstw w aspekcie zmienności otoczenia rynkowego. Szeroko rozwijająca się gospodarka polska wymaga racjonalizacji działań niemal we wszystkich płaszczyznach aktywności gospodarczej i społecznej.

⁶ *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 1998, s. 39.

⁷ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 411.

⁸ A. Białkowska-Gużyńska, *Fuzje czyli część całości*, „Businessman” luty 2004, s. 29.

Dlatego też w badaniach empirycznych zaprezentowano sytuację finansową, ocenianą metodą analizy wskaźnikowej, dziewięciu spółek telekomunikacyjnych, których działalność zlokalizowana jest w sześciu różnych regionach kraju. Okres badawczy obejmuje lata 2001–2005, ale proces pierwszego przejęcia zakończył się w 2003 roku, a drugiego w 2005 roku, którego rezultatem było utworzenie Grupy Kapitałowej Z. Rezultaty badań pozwalają na stwierdzenie, że postawiona hipoteza badawcza została potwierdzona. Wynika to z osiągnięcia założeń przedsięwziętych przez inwestora zagranicznego, które miały na celu stworzenie na rynku nowej, konkurencyjnej firmy o dobrej kondycji finansowej. Zastosowany proces przejęcia przez wykup akcji, który miał miejsce po raz pierwszy w 2003 roku, doprowadził do utworzenia grupy telekomunikacyjnej, działającej na obszarze sześciu regionów kraju. Głównym założeniem nowego podmiotu było pozyskanie nowych klientów i utrzymanie dotychczasowych odbiorców. Utworzenie grupy telekomunikacyjnej pozwoliło tym samym na systematyczne zwiększanie liczby klientów, tym bardziej że kolejne przejęcie doprowadziło do zwiększenia asortymentu o usługi telewizji kablowej i Internetu. Efektem był znaczny wzrost liczby abonentów, który nastąpił w 2005 roku po zakończeniu drugiego procesu przejęcia. Działania sprzedażowe w 2005 roku z zakresu usług telefonicznych koncentrowały się głównie na pozyskiwaniu nowych klientów, korzystających z usług dziewięciu badanych spółek. Prowadzone w spółkach bardzo intensywne oraz konsekwentne działania handlowe, przyniosły efekt w postaci podłączenia dla spółki:

- a) PB 322 nowych linii telefonicznych (z czego 244 stanowiły linie mieszkaniowe).
- b) PC 407 nowych linii telefonicznych (z czego 227 stanowiły linie mieszkaniowe).
- c) PD 847 nowych linii telefonicznych (z czego 443 stanowiły linie mieszkaniowe).
- d) PM 434 nowych linii telefonicznych (z czego 327 stanowiły linie mieszkaniowe).
- e) PK 182 nowych linii telefonicznych (z czego 107 stanowiły linie mieszkaniowe).
- f) PP 623 nowych linii telefonicznych (z czego 476 stanowiły linie mieszkaniowe).
- g) PW 493 nowych linii telefonicznych (z czego 305 stanowiły linie mieszkaniowe).
- h) PZ 1 699 nowych linii telefonicznych (z czego 580 stanowiły linie mieszkaniowe).

Następnym założeniem przejmującego było zmniejszenie kosztów przez redukcję zatrudnienia. Redukcja uwzględniała wszelkie przyjęcia do pracy, łącznie z zatrudnieniem w nowych projektach. Zmniejszenie liczby zatrudnionych dało zamierzone efekty, co można zaprezentować na podstawie wskaźnika poziomu kosztów, odzwierciedlającego działalność operacyjną badanych spółek.

W wyniku obranej przez badane przedsiębiorstwa strategii, w przyszłości mają one zamiar przejmować małe przedsiębiorstwa telekomunikacyjne, które prowadzą swą działalność w ich regionach. Tym samym pozwoli to na poszerzenie oceny sytuacji finansowej o badania rynkowe, jakie grupa będzie osiągać w następnych latach. Zaistniała sytuacja pozwoli również na ocenę wzrostu wartości, jakie niesie ze sobą proces fuzji i przejęć przez wskaźniki rynkowe, a nie jedynie przez powiększenie szkieletowej sieci światłowodowej, pozyskiwanie nowych abonentów czy oferowanie nowych usług.

5. Ocena uzyskanych wyników

Wyniki otrzymanych badań finansowych można ocenić z uwagi na przyjęty okres badawczy jako efekty krótkookresowe. Z kolei w perspektywie długookresowej można badane spółki telekomunikacyjne ocenić w aspekcie realizowania przyjętej strategii i tendencji z osiągniętych wyników finansowych.

Należy pamiętać, że każda nowo powstała spółka telekomunikacyjna zaistniała w okresie transformacji jedynie dzięki inicjatywie prywatnej. Oznacza to, że od razu na starcie swojej działalności miała nierówne szanse na rynku, gdzie liderem była Telekomunikacja Polska SA. Istotny jest fakt, że inwestycje ponoszone przez przedsiębiorstwa prywatne, szczególnie w sektorze telekomunikacyjnym, mają szansę na zwrot dopiero po długim okresie. Trudności w konkurowaniu stwarzała sama TP SA, która swą sieć telekomunikacyjną wybudowała dzięki działalności całego państwa, a spółkom prywatnym utrudniała dostęp do swoich łączy czy styków. Dlatego też jakiegokolwiek porównywanie badanych spółek do wyników działalności prowadzonej przez spółkę TP SA jest niemożliwe. Jednakże sposób na zwiększenie konkurencyjności wobec TP SA znalazły właśnie spółki poddane badaniu. W niniejszej pracy wybrane przedsiębiorstwa, prowadząc działalność zintegrowaną – w grupie – zwiększyły swoją pozycję konkurencyjną, wykorzystując fakt, że spółki funkcjonują w różnych regionach kraju. Kolejnym atutem przejętych spółek było poszerzenie oferty usługowej i wprowadzenie różnorodnych produktów dostosowanych do potrzeb klientów. Badane jednostki organizacyjne poszerzyły swoje możliwości w wyniku kolejnego łączenia, jakiemu zostały poddane w 2005 roku. Doprowadziło to do powstania Grupy Kapitałowej Z, która w wyniku realizacji wybranych założeń (13.11.2006 r.) miała swój debiut na Polskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

Poddając ocenie etapy realizacji podjętej strategii spółek przejmujących wobec spółek przejmowanych, należy zauważyć, że w efekcie końcowym przedsiębiorstwa umocniły swoją pozycję rynkową, a także doszło do zwiększenia liczby klientów zarówno indywidualnych, jak i biznesowych.

Głównym celem procesu było objęcie centralnym zarządzaniem wszystkich spółek przez jednolitą strukturę organizacyjną, skoncentrowaną w spółce integrującej, na którą wyznaczono spółkę TLP – doprowadzono do outsourcingu wewnętrznego. W wyniku ustaleń dotyczących realizacji tego procesu całe zatrudnienie spółki zostało przeniesione do spółki integrującej TLP w trybie art. 23 Kodeksu pracy. W związku z koniecznością zwiększenia efektywności stosunków umownych, zawarto umowy o zarządzanie oraz doradztwo w zakresie zarządzania i o świadczenie usług, na mocy których wprowadzono jednolitość procedur i zasad w następujących obszarach zarządzania: inwestycje, finanse i księgowość, eksploatacja, marketing i sprzedaż, kadra i organizacja oraz obsługa prawna. Należy równocześnie podkreślić, że w wyniku zrealizowanego przejścia przedsiębiorstwa doprowadziły do zmniejszenia ponoszonych kosztów związanych z wynagrodzeniem, na skutek zmniejszenia liczby zatrudnionych.

Istotną rolę w kształtowaniu się pozycji konkurencyjnej badanych przedsiębiorstw odegrało otoczenie prawno-polityczne, regulowane przez państwo polskie. Zgodnie z obowiązującą do 31 grudnia 2000 r. Ustawą o Łączności⁹, świadczenie usług telekomunikacyjnych wymagało uzyskania koncesji, gdzie beneficjenci koncesji zobowiązani byli do zapłaty wysokich opłat koncesyjnych, ustalanych w indywidualnych decyzjach. Na podstawie przepisów przejściowych Prawa telekomunikacyjnego, obowiązującego do 1 stycznia 2001 r.¹⁰, wszystkie koncesje na świadczenie usług telekomunikacyjnych – wraz z pozwoleniami na ustanowienie oraz użytkowanie publicznych sieci telefonicznych – zostały automatycznie z mocy prawa przekształcone w pozwolenia telekomunikacyjne, za które nie pobierano już żadnych opłat za wydanie pozwolenia, a jedynie niewielkie opłaty administracyjne. Powyższe zmiany nie przewidywały jednakże umorzenia istniejących opłat koncesyjnych (bardzo wysokich), obciążających operatorów w dniu wejścia w życie tej ustawy. Dopiero ustawa z 28 grudnia 2002 r. o restrukturyzacji zobowiązań koncesyjnych

⁹ DzU 1990, nr 86, poz. 504.

¹⁰ DzU 2000, nr 73, poz. 852.

operatorów stacjonarnych publicznych sieci telefonicznych¹¹, umożliwiła operatorom telekomunikacyjnym restrukturyzację opłat koncesyjnych. Jednakże można było tego dokonać pod warunkiem, że spółki poniosą wydatki na infrastrukturę telekomunikacyjną. Tym samym Minister Transportu, działając na podstawie powyższej ustawy, umorzył część nałożonych opłat koncesyjnych w badanych spółkach, a w lipcu 2006 roku pozostałą kwotę, dzięki temu obecnie spółki nie posiadają żadnych zobowiązań z tytułu opłat koncesyjnych.

Analizując sytuację finansową i jej kształtowanie się na przestrzeni lat 2001–2005, należy jednak zwrócić baczniejszą uwagę na dokonane odpisy aktualizujące wynikające właśnie z wyżej opisanych opłat koncesyjnych. W wyniku wspomnianych odpisów, sytuacja finansowa spółek w badanym czasie nie przedstawia się optymistycznie. Należy jednak podkreślić, że okres badawczy pozwolił jedynie na przeprowadzenie analizy krótkoterminowej. Wiąże się to z faktem, że na jej podstawie można przyjąć tylko prognozę na długookresowe działania badanych spółek.

Analiza sytuacji finansowej dotyczyła rentowności, płynności finansowej, sprawności działania przedsiębiorstw telekomunikacyjnych oraz niezależności finansowej. Na podstawie przeprowadzonych badań można powiedzieć, że prowadzona przez przedsiębiorstwa działalność nie wykazuje wysokiej rentowności. Spółki mają problemy z prawidłową płynnością finansową.

W przypadku tych obszarów badawczych na przestrzeni lat widać wzrostową tendencję wskaźników charakteryzujących rentowność czy płynność finansową. Niestety, pomimo poprawy te osiągnięte wartości wskaźników, charakteryzujących sytuację finansową badanych spółek, trudno zaliczyć do wzorcowych. Tak niekorzystna dla spółek sytuacja jest wynikiem wygenerowania dużych kosztów zarówno z działalności operacyjnej, jak i finansowej. Wysokie koszty, powstałe we wszystkich spółkach jednocześnie (2002 rok), są wynikiem przeprowadzonych odpisów aktualizujących. Wpływ na ponoszone straty miała również wysoka amortyzacja. Wniosek płynący z zaistniałej sytuacji mówi o tym, że sytuacja finansowa, w jakiej znalazły się przedsiębiorstwa, nie jest wynikiem źle obranej polityki działania spółek. Istotne znaczenie w niezadowolającej sytuacji finansowej miały uregulowania prawne spółek sektora telekomunikacyjnego, ponieważ zobowiązania wynikające z otrzymanych koncesji wygenerowały straty, które doprowadziły w wielu spółkach do ujemnego kapitału własnego. Zaistniała sytuacja wymusiła na spółkach finansowanie się kapitałem obcym.

¹¹ DzU 2002, nr 233, poz. 1956.

Podsumowanie

Podsumowując, proces przejęć scharakteryzowany na konkretnej grupie dzie-
więciu spółek sektora telekomunikacyjnego można ocenić pozytywnie. Przedsię-
biorstwa, pomimo niskich wyników finansowych, utrzymują ich tendencję wzros-
tową, wskazującą na poprawę. Przemysłana strategia rozwoju na zewnątrz przy
wykorzystaniu procesu przejęcia przyniosła wymierne efekty, mianowicie: posze-
rzenie obszaru działalności, zwiększenie liczby abonentów, zmniejszenie kosztów
związanych z zatrudnieniem oraz poszerzenie gamy produktów i usług. Spółki wy-
korzystujące warunki stawiane przez ustawę o restrukturyzacji zobowiązań koncesyj-
nych operatorów stacjonarnych publicznych sieci telefonicznych¹² dokonywały
ciągłych inwestycji, które przyczyniły się do umorzenia zobowiązań koncesyjnych.
Natomiast najważniejszym osiągnięciem wynikającym z przejęć badanych spółek
jest wejście powstałej w wyniku licznych przejęć Grupy Kapitałowej Z na Warszaw-
ską Giełdę Papierów Wartościowych.

Literatura

- Bednarski W., *Ocena efektywności finansowej spółek kapitałowych*, Difin, Warszawa 2005.
- Białkowska-Gużyńska A., *Fuzje czyli część całości*, „Businessman” luty 2004.
- Brigham E.F., Gapenski L.C., *Zarządzanie finansami*, t. 2, PWE, Warszawa 2000.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-
-Press, Warszawa 1997.
- DePamphilis D., *Mergers, Acquisitions, and other Restructuring Activities. An Integrated Ap-
-proach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, Academic Press, London 2001.
- Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 1998.
- Gaughan P.A., *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, John Wiley & Sons, Inc.,
New York 2002.
- Helin A., Zorde K., *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości
w Polsce, Warszawa 1998.
- Johnson H., *Fuzje i przejęcia. Narzędzie podejmowania decyzji strategicznych*, Liber,
Warszawa 2000.
- Kopaliński W., *Podręczny słownik wyrazów obcych*, WP, Warszawa 1996.
- Orłowski T., *Nowy leksykon ekonomiczny*, Oficyna Wydawnicza Graft-Punkt, Warszawa 1998.
- Penc J., *Leksykon biznesu*, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 1997.
- Sasiak R., *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 2000.
- Sudarsanam S., *Fuzje i przejęcia*, WIG-Press, Warszawa 1998.

¹² DzU 2002, nr 233, poz. 1956.

Waśniewski T., Skoczylas W., *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, FRR w Polsce, Warszawa 2002.

www.pwc.com/pl/M&A_Survey, raporty: *Badanie dotyczące transakcji kapitałowych w Europie Środkowej i Wschodniej 2002*, w: [m&a_poland.pdf](#); *Analiza fuzji i przejęć w 2003 roku Europa Środkowa i Wschodnia*, w: [m&a_survey_2003_country.pdf](#); *Badanie fuzji i przejęć w 2004 roku*, w: [ma_survey_poland.pdf](#); *Badanie fuzji i przejęć w Europie Środkowo-Wschodniej, w Rosji i na Ukrainie w 2005 roku*, w: [fuzje_cee_survey_pl.pdf](#), 1.06.2006.

DzU 1990, nr 86, poz. 504.

DzU 2000, nr 73, poz. 852.

DzU 2002, nr 233, poz. 1956.

ASSESSMENT OF COMPANIES' MERGERS AND ACQUISITIONS PROCESSES

Summary

Companies still have been facing the dilemma of its development, aiming to achieve success through the internal or external development. Regardless of the new forms of consolidation in the form of acquisitions and mergers, the Polish economy systematically has been adjusting to proven and tested principles of activities on the market for highly developed countries. With the growing importance of globalization the role of economic occurrence in the form of mergers and acquisitions has increased, especially in international dimension. Assist in the efficient and easier implementation of the M&A processes in Poland, must be found in the legal, institutional and organizational arrangements, which were introduced in recent years: the amendment of the Accounting Act, or changes in the Code of Commercial Companies. In the Author's opinion the amenities can be seen in the case of some companies of the telecommunications sector. The process of acquisition has been implementing well, despite the short time horizon. Improvement in key financial indicators of surveyed companies can be seen easy. Even if they are not satisfactory, suggested changes in the longer term the vast development.

Translated by Aleksandra Gąsior