

*JANUSZ CZERNY*

Wyższa Szkoła Handlu i Rachunkowości w Poznaniu

## **KSZTAŁTOWANIE WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA W WYPADKU FUZJI LUB PRZEJĘCIA**

### **Wprowadzenie**

Kształtowanie wartości przedsiębiorstwa w przypadku, gdy staje się ono przedmiotem fuzji lub przejęcia jest nierozdzielnie związane z problemem wyceny.

Istnieją różne podejścia do określenia wartości przedsiębiorstwa, które można podzielić, z punktu widzenia metodologii wyceny, na podejście majątkowe, dochodowe lub podejście o charakterze mieszanym. Do najczęściej stosowanych sposobów określenia wartości przedsiębiorstwa (tzw. wartości ekonomicznej) należy zaliczyć:

- wartość księgową,
- wartość likwidacyjną,
- wartość odtworzeniową,
- wartość transakcyjną,
- wartość dochodową,
- wartość zastawczą.

Informacja o wartości przedsiębiorstwa może spełniać wiele funkcji. Może wspomagać podejmowanie decyzji, być argumentem w negocjacjach ceny lub służyć rozpoznaniu rynku fuzji i przejęć.

Wybór określonego sposobu wyceny jest zdeterminowany przez cel, w jakim się jej dokonuje. Za taki cel można uznać np.: planowane przejęcie i kontynuowanie działalności przedsiębiorstwa, osiągnięcie korzyści w drodze sprzedaży nabywanego przedsiębiorstwa czy też osiąganie zysków kapitałowych z inwestycji.

Podstawowym celem opracowania jest zatem przedstawienie problemów związanych z wyceną przedsiębiorstwa w warunkach fuzji lub przejęcia.

## 1. Bilansowa a pozabilansowa wycena przedsiębiorstwa

Problem wyceny bilansowej dotyczy bezpośrednio wyceny przedsiębiorstwa metodą księgową. Pośrednio wycena bilansowa wpływa również na wycenę przedsiębiorstwa dokonywaną za pomocą innych metod.

Informacje zawarte w sprawozdawczości przedsiębiorstw, które mają stać się przedmiotem transakcji lub fuzji, są z punktu widzenia potencjalnych inwestorów niezwykle istotne, skłaniające do podjęcia określonych decyzji. Stanowią one podstawę różnych szacunków, dotyczących wartości potencjalnej inwestycji.

Wycena przedsiębiorstwa, mającego stać się przedmiotem transakcji lub fuzji, jest dokonywana przede wszystkim pod kątem długookresowego generowania wyniku operacyjnego (lub strumieni pieniężnych), co stanowi podstawę ustalania wartości dochodowej przedsiębiorstwa.

Trudno przecenić znaczenie informacji dostarczanej przez rachunkowość przedsiębiorstwa dla potencjalnego inwestora, oceniającego przedsiębiorstwo w celu jego nabycia lub połączenia. Dla potencjalnych inwestorów istotne znaczenie ma szacowanie kształtowania się wyników gospodarczych i finansowych przedsiębiorstwa w przyszłości (ocena *ex ante*). Wiarygodność takiej oceny zależy w znacznej mierze od rzetelności i wiarygodności oceny realnego potencjału przedsiębiorstwa (ocena *ex post*) i przyjętych założeń prognostycznych.

Dla określenia realnego potencjału przedsiębiorstwa szczególnie istotne jest rozpoznanie, analiza i ocena:

- płynności finansowej, mającej istotne znaczenie nawet przy krótkoterminowych decyzjach inwestycyjnych,
- rentowności, która może być wyrażona w różny sposób, np. rentowność majątku, kapitału własnego lub strumieni sprzedaży.

Rozpoznanie głównych obszarów osiągnięcia korzyści ekonomicznych dokonuje się przez analizę różnych szczebli wynikowych, co jest niezmiernie ważne z punktu widzenia oceny dokonywanej przez potencjalnego inwestora. Analiza rentowności, która zawsze wiąże się ze strukturą źródeł finansowania przedsiębiorstwa, pozwala natomiast badać wpływ struktury kapitału na wynik finansowy i na efekt dźwigni finansowej.

W ocenie inwestora istotna staje się również ocena m.in. takich parametrów, jak:

- pozycja przedsiębiorstwa w zakresie kosztów, wymagająca pomiaru kosztu jednostkowego, oceny nakładów na badanie i rozwój, oceny kosztów zużycia materiałów, energii,
- poziom techniczny i umiejętności techniczne, wymagający rozpoznania wielkości środków przeznaczonych na postęp techniczny, zakup nowych maszyn, urządzeń,

- finansowe możliwości rozwoju, dla którego konieczne jest ustalenie różnych wskaźników finansowych i badanie trendów w zakresie gospodarki finansowej.

W każdym z wymienionych elementów oceny można się dopatrzeć bezpośredniego lub pośredniego związku z polityką bilansową przedsiębiorstwa w zakresie wyceny jego aktywów i zobowiązań. Można stwierdzić, że większość z tych różnych dla inwestora informacji jest tworzona w ramach systemu rachunkowości oraz jest konsekwencją przyjętych metod wyceny bilansowej.

Zarząd przedsiębiorstwa, które może stać się przedmiotem transakcji lub fuzji, mając świadomość planów poszczególnych inwestorów, może świadomie z pewnym wyprzedzeniem kształtować obraz ekonomicznej wartości swojego przedsiębiorstwa dzięki zastosowaniu odpowiedniej polityki rachunkowości. W takiej sytuacji powinien być dokonany uważny wybór metod wyceny, ponieważ ich zastosowanie nie pozostaje bez wpływu na ocenę wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa (ustaloną przede wszystkim metodą księgową). Celem polityki rachunkowości przedsiębiorstwa, gdy zakłada się jego przejęcie lub fuzję, staje się bowiem dostarczanie przez sprawozdanie finansowe takiego zestawu informacji, na którego podstawie inwestor oceniłby przedsiębiorstwo jako korzystny dla niego obiekt przejęcia lub fuzji.

Znaczenie wyceny bilansowej w relacjach przedsiębiorstwo-otoczenie można zatem rozpatrywać na dwóch płaszczyznach, związanych przede wszystkim z tworzeniem sprawozdań finansowych, determinujących politykę bilansową i w konsekwencji zastosowanie określonych zasad wyceny majątku i kapitału. Tymi płaszczyznami są:

- funkcjonowanie i rozwój przedsiębiorstwa jako samodzielnego podmiotu gospodarczego,
- zaprzestanie samodzielnej działalności i poddanie się przejęciu lub fuzji.

W obu wypadkach wycena bilansowa zastosowana w sprawozdawczości ma na celu kształtowanie opinii osób i instytucji z otoczenia przedsiębiorstwa.

Rolę i znaczenie wyceny bilansowej, zwłaszcza gdy planuje się przejęcie lub fuzję, można rozpatrywać także z punktu widzenia jej roli jako podstawowego źródła informacji, niezbędnych do różnego rodzaju analiz, stanowiących podstawę pozabilansowych metod wyceny przedsiębiorstwa, przede wszystkim wyceny wartości dochodowej przedsiębiorstwa.

## **2. Wycena jako narzędzie rozpoznania wewnętrznego potencjału gospodarczego przedsiębiorstwa**

Wycena może być również postrzegana jako narzędzie, pozwalające rozpoznać własny potencjał gospodarczy. Wycena bilansowa umożliwia bowiem zweryfikowanie:

- użyteczności lub utraty przydatności gospodarczej niektórych aktywów, a także ich potencjału do osiągnięcia korzyści ekonomicznych,
- stopnia faktycznego zadłużenia oraz oceny ryzyka związanego z prowadzoną działalnością.

Składniki aktywów, zgodnie z prawem bilansowym, powinny być wyceniane w wartości odzyskiwalnej, tj. nieprzekraczającej wartości, jaką można uzyskać, sprzedając je lub użytkując. Wartość odzyskiwalną można utożsamiać z wartością korzyści ekonomicznych, możliwych do uzyskania dzięki pracy składnika aktywów w przedsiębiorstwie bądź też dzięki upłynięciu tego składnika<sup>1</sup>.

Wartość odzyskiwalną można ustalać dla pojedynczego składnika zasobów majątku lub ośrodka wypracowującego korzyści ekonomiczne. Wyodrębnienie ośrodków wypracowujących korzyści ekonomiczne wymaga ich identyfikacji w przedsiębiorstwie, co jest związane z wdrożeniem koncepcji rachunkowości ośrodków odpowiedzialności. Potrzeba ustalenia ośrodka wypracowującego korzyści ekonomiczne nastąpi zawsze, gdy nie będzie możliwe ustalenie wartości odzyskiwalnej pojedynczego składnika majątku, np. indywidualny składnik nie wypracowuje możliwych do zidentyfikowania korzyści ekonomicznych, niezależnych od pracy innych aktywów<sup>2</sup>.

Konieczność dokonywania odpisów z tytułu utraty wartości składnika aktywów występuje, kiedy pojawiają się przesłanki, wskazujące na utratę zdolności do osiągnięcia korzyści ekonomicznych przez majątek pozostający w dyspozycji przedsiębiorstwa. W takim wypadku należy dokonać szacunku wartości odzyskiwalnej, która stanowić będzie podstawę nowej wyceny bilansowej określonego składnika majątku.

Można zgodzić się z poglądem, że przy ponownym szacowaniu potencjalnych korzyści ekonomicznych, osiąganych dzięki funkcjonowaniu pojedynczego składnika zasobów majątku lub grupy majątku, tworzących ośrodek osiągający korzyści ekonomiczne, powinny one być ustalone jako wartość wyższa z dwóch wielkości, a mianowicie<sup>3</sup>:

---

<sup>1</sup> W polskiej ustawie o rachunkowości nie występuje określenie „wartość odzyskiwalna”. Ma ono natomiast szerokie zastosowanie w Międzynarodowych Standardach Rachunkowości (MSR 36). W polskiej ustawie o rachunkowości zawarte są natomiast ustalenia dotyczące odpisów z tytułu trwałej utraty wartości w odniesieniu do środków trwałych, środków trwałych w budowie, udziałów w innych jednostkach, udziałów w jednostkach podporządkowanych (art. 28 UoR). Odpis ten powinien być ustalony jako różnica między wartością składnika, wynikającą z ksiąg rachunkowych i ceną sprzedaży netto, a w wypadku jej braku ustaloną w inny sposób wartością godziwą. Zapis ten nie wyklucza zastosowania przy wycenie aktywów wartości odzyskiwalnej (stosowanej w MSR), zwłaszcza że jest ona pojęciowo szersza niż cena sprzedaży netto.

<sup>2</sup> A. Karmańska: *Szacowanie korzyści ekonomicznych w związku z wyceną finansową aktywów*, „Problemy Rachunkowości” nr 1, 2004, s. 42.

<sup>3</sup> *Ibidem*, s. 43.

- ceny sprzedaży,
- wartości użytkowej.

Cenę sprzedaży najczęściej określa się jako cenę rynkową danego składnika, pomniejszoną o koszty jego zbycia lub bieżącą cenę zakupu, która stanowi najodpowiedniejszą cenę rynkową.

Przy ustalaniu wartości użytkowej aktywów należy natomiast uwzględnić:

- prognozę, dotyczącą przepływów środków pieniężnych,
- stopę dyskontową, odzwierciedlającą sytuację rynkową w zakresie kształtowania się wartości pieniądza w czasie oraz ryzyko związane z danym składnikiem majątku.

Ustalanie wartości użytkowej odnosi się raczej do ośrodków osiągających korzyści ekonomiczne i ma silny związek z zarządzaniem tego typu ośrodkiem, a zwłaszcza z planami gospodarczymi, które są dla niego opracowane. Ocena zdolności ośrodka do osiągania strumieni pieniężnych umożliwia spełnianie funkcji kontrolnej, pozwalając ujawnić nieprawidłowości w ich funkcjonowaniu i dostarczając zarazem cennych informacji, wykorzystywanych w controllingu zarówno operacyjnym, jak i strategicznym.

Dla oceny potencjału gospodarczego przedsiębiorstwa istotne znaczenie ma również wycena zobowiązań i rezerw. Prawo bilansowe nakłada na przedsiębiorstwo obowiązek wyceny zobowiązań w kwotach wymagających zapłaty (lub wartości godziwej), a w wypadku rezerw – dokonania szacunku z uwzględnieniem ryzyka gospodarczego, tj. wyceny w uzasadnionej wartości. Obowiązek ten sprzyja (dzięki inwentaryzacji) pełnej kontroli zobowiązań przedsiębiorstwa. Kontrola obciążeń powinna być przeprowadzana zarówno z punktu widzenia terminu wymagalności, jak i prawdopodobieństwa ich wystąpienia.

Prawidłowa wycena zobowiązań i rezerw ma umożliwić przedsiębiorstwu właściwą ocenę swoich możliwości w zakresie ich regulowania, a w wypadku szacowania rezerw – ocenę potencjalnego ryzyka. Kontrola obciążeń przedsiębiorstwa skorelowana z właściwą ich wyceną jest determinantem oceny potencjału gospodarczego przedsiębiorstwa, a tym samym jedną z podstaw budowania programów, których wdrożenie jest warunkiem dalszego funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa.

### 3. Efekt synergii

Z oceną potencjału przedsiębiorstwa jest związana ocena efektu synergii łączących się przedsiębiorstw. Pojęcie „synergia” coraz częściej pojawia się w opracowaniach z dziedziny zarządzania i finansów. W wielu przypadkach pojęcie to jest podawane jako przesłanka podjęcia decyzji o łączeniu się przedsiębiorstw. W takiej sytuacji synergia jest rozumiana jako efekt, który można osiągnąć przez zintegrowanie dwóch lub więcej rodzajów działalności, aby

w rezultacie przyniosły większe korzyści niż wtedy, gdyby integracja nie miała miejsca.

Efekt synergii w połączonych przedsiębiorstwach można zdefiniować jako takie zmiany w majątku, źródłach finansowania, wyniku finansowym oraz przepływach środków pieniężnych grup kapitałowych powstałych w wyniku fuzji, których nie byłoby, gdyby przedsiębiorstwa połączone działały nadal niezależnie od siebie<sup>4</sup>.

Efekt synergii wyraża się najczęściej w korzyściach skali, wynikających ze zwiększenia produkcji i obniżki jednostkowych kosztów wytwarzania<sup>5</sup>. Zwiększenie rozmiarów firmy wpływa na umocnienie jej pozycji rynkowej, a w konsekwencji może ułatwić prowadzenie bardziej agresywnej polityki cenowej. Wpływa także na wzmocnienie siły przetargowej przedsiębiorstwa wobec dostawców. Innymi przejawami efektu synergii są<sup>6</sup>:

- korzyści uzyskane dzięki komplementarności zasobów,
- skutki integracji pionowej, sprowadzające się do lepszej koordynacji i kontroli procesu zaopatrzenia, produkcji i zbytu,
- zwiększenie efektywności zarządzania poprzez pozyskanie sprawnej kadry, eliminację niegospodarności, regulację niektórych stanowisk,
- korzyści z dywersyfikacji produkcji, sprowadzające się do stabilizacji zysków, a tym samym zmniejszenia ryzyka,
- zwiększenie dochodów w wyniku uaktywnienia zasobów finansowych inwestora.

Można wyróżnić dwa typy synergii: operacyjny i finansowy. Typ operacyjny jest związany z poprawą efektywności i obniżką kosztów, stanowiących skutek zwiększenia skali i zasięgu oddziaływania przedsiębiorstwa. Synergia finansowa odnosi się natomiast do zmniejszenia kosztu kapitału. Obok efektu synergii, można rozróżnić inne motywy fuzji i przejęć, takie jak: dywersyfikacja, integracja, usprawnienie w zarządzaniu czy też efekty podatkowe. Motywy te mogą być źródłem korzyści, wyrażających się we wzroście wartości połączonych przedsiębiorstw, co stanowi istotę efektu synergii.

---

<sup>4</sup> W literaturze na temat fuzji i przejęć przedsiębiorstw zwraca się uwagę na fakt, że niezwykle ważnym zagadnieniem w analizie każdej takiej transakcji jest sposób podziału korzyści synergicznych. A.A. Groppelli i E. Nikbakht piszą: „Minimalna cena, jaką trzeba zapłacić za przejmowaną firmę, to jej bieżąca cena rynkowa ( $PV_t$ ). Z kolei maksymalna cena, jaką można zaproponować akcjonariuszom przejmowanej spółki, to  $PV_t + PV_s$  (gdzie  $PV_s$  to korzyści wynikające z efektu synergii). Rzeczywista cena gotówkowa zapłacona za przejmowaną firmę powinna zawierać się w przedziale pomiędzy ceną maksymalną a minimalną. Ostateczna cena transakcyjna zależy od siły przetargowej obu przedsiębiorstw” (por. A.A. Groppelli, E. Nikbakht, *Wstęp do finansów*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 406).

<sup>5</sup> *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 1998, s. 24 i 25.

<sup>6</sup> T. Burdziak, B. Miedziński, L. Pasieczny: *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw*, Centrum Innowacyjno-Wdrożeniowe TOPEXIM, Warszawa 1991, s. 10.

Efekty synergii można zatem rozumieć szerzej niż tylko korzyści skali. Korzyści te często mają charakter subiektywny, gdyż związane są z konkretnym nabywcą<sup>7</sup>. Można je rozpatrywać z punktu widzenia dwóch kryteriów, a mianowicie miejsca powstawania oraz rodzaju korzyści. Z punktu widzenia pierwszego kryterium można rozróżnić korzyści powstające w wycenianym przedsiębiorstwie oraz te, które występują w innych przedsiębiorstwach nabywcy. Według drugiego kryterium dzieli się korzyści na finansowe i niefinansowe. Korzyści finansowe znajdują bezpośrednie przełożenie na dochody właścicieli, natomiast korzyści niefinansowe, będące odzwierciedleniem osobistych interesów potencjalnego nabywcy lub reprezentujących go menedżerów, są najczęściej niewymierne, lecz będą miały istotne znaczenie dla oszacowania ceny, gdyż decydują o determinacji nabywcy w dążeniu do zakupu konkretnego przedsiębiorstwa.

Pogoń za efektem synergii i podniesieniem w ten sposób wartości przedsiębiorstwa jest głównym motywem fuzji, przejęć i w ogóle handlu przedsiębiorstwami, dokonującego się obecnie, w warunkach globalizacji, na szeroką skalę. W dążeniu do pomiaru efektu synergii podstawowe znaczenie ma nie tylko definicja tej kategorii ekonomicznej, ale także rozpatrywanie jej z różnych punktów widzenia<sup>8</sup>. W pomiarze efektu synergii mogą być wykorzystane różnego rodzaju informacje. W związku z tym efekt synergii można rozpatrywać m.in. z punktu widzenia źródeł informacji, które mogą być przydatne w tym procesie. Informacje te można podzielić na dwie grupy, biorąc pod uwagę ich pochodzenie, tj.: informacje pochodzące ze źródeł wewnętrznych przedsiębiorstwa, do których zaliczyć należy informacje pochodzące z systemu rachunkowości, oraz informacje zewnętrzne, emitowane przez szeroko rozumiane otoczenie (dane makroekonomiczne krajowe i międzynarodowe, branżowe itp.).

Efekt synergii jest mierzalny za pomocą różnych mierników, np. wartości majątku, wysokości zysku, różnego typu wskaźników finansowych. Podstawowe znaczenie w procesie ewentualnego pomiaru efektu synergii ma jego wpływ na wartość majątku w nowo powstałym przedsiębiorstwie. W związku z tym bardzo istotne w przypadku pomiaru efektu synergii jest też stosowanie różnych metod wyceny łączących się firm, np.: wartości księgowej, wartości rynkowej, wartości odtworzeniowej i wartości zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF).

---

<sup>7</sup> M. Marcinkowska: *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000; *Fuzje i przejęcia*, s. 23 i 24 oraz E.F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, t. 2, PWE, Warszawa 2000, s. 294.

<sup>8</sup> A. Herdan: *Wybrane aspekty pomiaru efektu synergii w przedsiębiorstwach powstałych w wyniku fuzji*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” t. 5(61), 2001, s. 36-40.

W literaturze przedmiotu można się spotkać z różnymi sposobami pomiaru efektu synergii. Jednym z nich jest ustalanie tzw. globalnego i dziedzinowych efektów synergii.

Globalny efekt synergii stanowi różnicę między wartością połączonych przedsiębiorstw i sumy wartości przedsiębiorstw przed połączeniem. Może on być mierzony według wzoru<sup>9</sup>:

$$GES_n = Wppf_n - Wppp_k,$$

gdzie:

$GES_n$  – globalny efekt synergii w okresie  $n$ ,

$Wppf_n$  – wartość przedsiębiorstwa powstałego w wyniku fuzji/połączenia w okresie  $n$ ,

$Wppp_k$  – suma wartości łączących się firm przed połączeniem w okresie  $k$ ,

$n$  – okresy po połączeniu,

$k$  – okresy przed połączeniem.

W związku z tym konieczny jest wybór metody wyceny wraz z oceną jej słabych i mocnych stron. Możliwość zastosowania poszczególnych metod wiąże się zawsze z określonym ryzykiem pomiaru, które należy brać pod uwagę przy dokonywaniu wyboru, jak również uwzględnić w analizie i ocenie globalnego efektu synergii.

Dziedzinowy efekt synergii jest natomiast różnicą między wartością określonej miary ekonomicznej w przedsiębiorstwie połączonym a wartością tej samej miary, określoną na podstawie sprawozdań finansowych przedsiębiorstw łączących się, potraktowanych w taki sposób, jakby stanowiły jedno przedsiębiorstwo. Można go zmierzyć, wykorzystując następujące równanie<sup>10</sup>:

$$DES_n = Wmef_n - Wmep_k,$$

gdzie:

$DES_n$  – dziedzinowy efekt synergii w okresie  $n$ ,

$Wmef_n$  – wartość określonej miary ekonomicznej w firmie powstałej w wyniku fuzji/połączenia w okresie  $n$ ,

$Wmep_k$  – wartość tej samej miary ekonomicznej obliczona dla firm połączonych, traktowanych jako jeden podmiot w okresie  $k$ ,

$n$  – okresy po połączeniu,

$k$  – okresy przed połączeniem.

<sup>9</sup> *Ibidem*, s. 40.

<sup>10</sup> *Ibidem*, s. 42.

Dziedzinyowy efekt synergii nie jest elementem składowym globalnego efektu synergii, ale pośrednio może wpływać na jego wartość i stanowić jego istotne uzupełnienie. Głównym źródłem informacji przy ustalaniu dziedzinyowego efektu synergii są zatem informacje dostarczane przez rachunkowość finansową i jej podstawowy produkt, jakim jest sprawozdanie finansowe<sup>11</sup>.

W przypadku globalnego efektu synergii rachunkowość finansowa stanowi tylko jedno z podstawowych źródeł informacji, niezbędnej do jego ustalenia. Wycena może bowiem odbywać się na podstawie danych pochodzących z rynku, szacunków inżynierskich, a także symulacji wyników sporządzanych za pomocą narzędzi stosowanych przez analizę finansową. Przy ustalaniu efektu synergii dochodzi do integracji i zacierania się różnic między rachunkowością finansową i zarządczą, przy czym podstawowym elementem integrującym jest prognostyczna analiza finansowa, bazująca w znacznej mierze na danych pochodzących ze sprawozdań finansowych.

### Uwagi końcowe

Przedstawione rozważania upoważniają do wyciągnięcia następujących syntetycznych wniosków:

1. Szeroko rozumiane prawo bilansowe daje znaczny zakres swobody w kształtowaniu zasad wyceny, które są stosowane przez przedsiębiorstwa. Duży zakres swobody w ramach wyboru metodologii wyceny pozwala na ich dostosowanie do sytuacji szczególnych, w jakich mogą znaleźć się przedsiębiorstwa.
2. Właściwy i dostosowany do zmienionych warunków funkcjonowania przedsiębiorstw wybór metodologii wyceny jest jednym z czynników, decydujących o właściwym i skutecznym zarządzaniu przedsiębiorstwem w sytuacjach szczególnych, poprzez dostarczanie informacji pozwalającej na określenie wiernego i rzetelnego obrazu sytuacji finansowo-majątkowej przedsiębiorstwa.
3. W szczególnych warunkach funkcjonowania przedsiębiorstw rośnie znaczenie wyceny pozabilansowej, dokonywanej w ramach rachunko-

---

<sup>11</sup> Podstawę informacyjną w pomiarze efektu synergii stanowią raporty roczne łączących się podmiotów oraz jednostki połączonej, w skład których wchodzi: bilans, rachunek zysków i strat, sprawozdanie z przepływów środków pieniężnych, sprawozdanie ze zmian w kapitale własnym, informacja dodatkowa, raport biegłego rewidenta, sprawozdanie zarządu. Z punktu widzenia prawidłowości pomiaru najistotniejsza jest wiarygodność informacji zawartych w tych sprawozdaniach. Główną przesłanką, decydującą o jakości informacji zawartych w sprawozdaniach, jest zróżnicowany zestaw zasad rachunkowości stosowanych przez podmioty gospodarcze, przy uwzględnieniu zakresu możliwej wolności, jaki jest zawarty w regulacjach rachunkowości finansowej w danym kraju.

wości zarządczej. Wycena bilansowa stanowi przy tym bazę, pozwalającą na prospektywne określenie niezbędnych parametrów.

### Literatura

- Brigham E.F., Gapenski L.C.: *Zarządzanie finansami*, t. 2, PWE, Warszawa 2000.
- Burdziak T., Miedziński B., Pasieczny L.: *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw.*, Centrum Innowacyjno-Wdrożeniowe TOPEXIM, Warszawa 1991.
- Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 1998.
- Groppelli A.A., Nikbakht E.: *Wstęp do finansów*, WIG-Press, Warszawa 1999.
- Herdan A., *Wybrane aspekty pomiaru efektu synergii w przedsiębiorstwach powstałych w wyniku fuzji*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” t. 5(61), 2001.
- Karmańska A.: *Szacowanie korzyści ekonomicznych w związku z wyceną finansową aktywów*, „Problemy Rachunkowości” nr 1, 2004.
- Marcinkowska M.: *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.

dr Janusz Czerny  
Wyższa Szkoła Handlu i Rachunkowości w Poznaniu  
ul. Gajowa 6  
60-815 Poznań

### SETTING THE VALUE OF THE ENTERPRISE WHICH IS SUBJECT TO THE MERGE OR TAKING OVER

#### Summary

In the market economy during functioning companies certain specific situations such as merge and taking over can be noticed. In this process evaluation of the merging enterprise and the assessment of the merger itself is a significant factor. Moreover balance and additional valuation play a key role in assessing potential of the companies which were subject both to the merges or taking over. The following paper is devoted to the above mentioned issues.

*Translated by Janusz Czerny*