

## Informacje o połączeniach spółek w raportach bieżących spółek publicznych w latach 2004–2010

Magdalena Janowicz, Ilona Kędzierska\*

**Streszczenie:** Celem artykułu jest zaprezentowanie wyników badań empirycznych, dotyczących zawartości informacyjnej raportów bieżących o połączeniach spółek giełdowych. Wykorzystując badania empiryczne, autorki zebrały informacje na temat połączeń spółek giełdowych w latach 2004–2010. Zebrane dane pozwoliły na wysnuć następujących wniosków: raporty bieżące spółek publicznych zawierają informacje, pozwalające przewidzieć bilansowe skutki połączenia, zaprezentowane później w sprawozdaniu finansowym spółki połączonej, a także ocenić zasadność wykorzystania metod wyceny, stosowanych na potrzeby ustalenia parytetu wymiany.

**Słowa kluczowe:** raporty bieżące spółek publicznych, formalno-organizacyjne aspekty połączeń spółek, plan połączenia, parytet wymiany, metody wyceny przedsiębiorstw

### Wprowadzenie

Obowiązki sprawozdawcze spółek giełdowych wynikają nie tylko z przepisów ustawy o rachunkowości (uor) czy Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (MSSF), lecz również z rozporządzenia ministra finansów (Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009...), szczegółowo określającego, jakie informacje każda spółka giełdowa powinna przekazywać do wiadomości swoich obecnych i potencjalnych akcjonariuszy w formie raportów okresowych i bieżących.

Raporty okresowe mają charakter powtarzalny i zawierają kwartalne, półroczne oraz roczne sprawozdania finansowe. Raporty bieżące dotyczą zdarzeń o charakterze incydentalnym, jak na przykład wybór biegłego rewidenta, badającego sprawozdanie finansowe spółki czy zmiany na stanowisku członków zarządu.

Zdarzeniami podlegającymi obowiązkowemu ogłoszeniu w ramach raportów bieżących są również połączenia jednostek gospodarczych, w związku z którymi rozporządzenie nakazuje opublikowanie informacji o (Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009... : § 5 ust. 1 pkt 13 i 14 oraz § 19 ust. 2 pkt 1):

---

\* mgr Magdalena Janowicz, Uniwersytet Szczeciński, Instytut Rachunkowości, ul. A. Mickiewicza 64, 71–101 Szczecin, e-mail: magi@wneiz.pl.  
mgr Ilona Kędzierska, Uniwersytet Szczeciński, Instytut Rachunkowości, ul. A. Mickiewicza 64, 71–101 Szczecin, e-mail: ilona.kedzierska@gmail.com.

- zamiarze połączenia, obejmującym między innymi plan połączenia, sprawozdanie zarządu uzasadniające połączenie oraz opinię biegłego rewidenta o planie połączenia, jeżeli plan ten podlegał badaniu,
- przeprowadzonym połączeniu, zawierającym nazwy i opis podmiotów łączących się, sposób połączenia (przejęcie/zawiązanie nowej spółki) oraz dzień wpisania połączenia do rejestru.

Celem artykułu jest zaprezentowanie wyników badań empirycznych dotyczących zawartości raportów bieżących o połączeniach spółek<sup>1</sup> przeprowadzonych w latach 2004–2010. Badaniem objęto raporty bieżące, zawierające dane dotyczące 100 połączeń, w których co najmniej jedną ze stron była spółka publiczna. Sporządzony na potrzeby niniejszego badania kwestionariusz badawczy koncentrował się na wybranych informacjach o połączeniach, zaprezentowanych przez badane spółki w ich sprawozdaniach finansowych. Ze względu na ograniczoną objętość artykułu, skoncentrowano się jedynie na tych aspektach informacji zaprezentowanych w raportach bieżących, które miały wpływ na dane w sprawozdaniach finansowych połączonych spółek.

## 1. Zakres badania i ogólna charakterystyka próby badawczej

Badaniu podlegały raporty bieżące opublikowane w ramach systemu ESPI przez spółki publiczne uczestniczące w połączeniach w latach 2004–2010. Przedmiotem analizy były następujące dokumenty:

- plan połączenia jednostek gospodarczych,
- opinia biegłego o planie połączenia, jeżeli plan podlegał badaniu,
- sprawozdania zarządów łączących się spółek uzasadniające połączenie, jeżeli na spółkach ciążył obowiązek ich sporządzenia.

Wyniki przeprowadzonych badań zostaną przedstawione w następującej kolejności:

- charakterystyka grupy badawczej,
- ogólne informacje na temat trybu i formy przeprowadzonego połączenia,
- metody wyceny na potrzeby ustalenia parytetu wymiany.

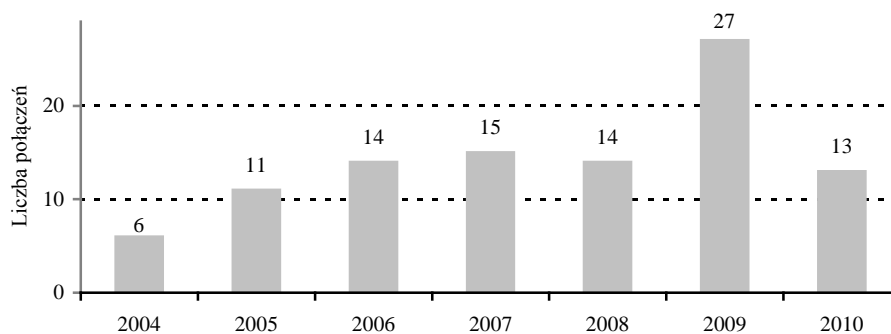
Badaniem objęto łącznie 100 planów połączeń spółek publicznych (rys. 1). Nie jest możliwe wskazanie dokładnej liczby podmiotów uczestniczących w połączeniach, gdyż na przestrzeni lat ta sama jednostka gospodarcza mogła kilkukrotnie łączyć się z różnymi jednostkami. Ponadto, spółka występująca w jednym połączeniu jako jednostka przejmująca, mogła być jednostką przejmowaną w innym połączeniu.

Analizując rysunek 1 można zauważyć, że przebadane jednostki gospodarcze wykazywały rosnącą aktywność w zakresie połączeń w okresie kryzysu finansowego, która osłabła nieco w roku 2010.

Należy zaznaczyć, że wszystkie przebadane połączenia zostały przeprowadzone zgodnie z art. 492 § 1 pkt 1 Kodeksu spółek handlowych (Ksh), to jest w trybie połączenia przez przejęcie. W związku z tym, w dalszej części artykułu jednostka kontynuująca działalność po połączeniu określana będzie mianem jednostki przejmującej, zaś jednostka wykreślona z rejestru – przejmowanej.

---

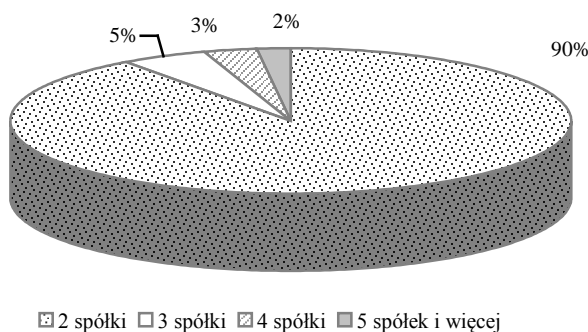
<sup>1</sup> Pod pojęciem tym autorki mają na myśli jedynie prawne połączenia jednostek gospodarczych, które w dalszej części artykułu będą określane również jako „połączenia”.



**Rysunek 1.** Dynamika badanych połączeń gospodarczych w latach 2004–2010

Źródło: opracowanie własne.

W większości przebadanych połączeń (90%) uczestniczyły 2 jednostki gospodarcze. W 5% połączeń uczestniczyły po 3 spółki, zaś w 3% – 4. Ponadto zanotowano dwa przypadki połączeń (łącznie 2%), w których brało udział odpowiednio 8 i 9 spółek (rys. 2).

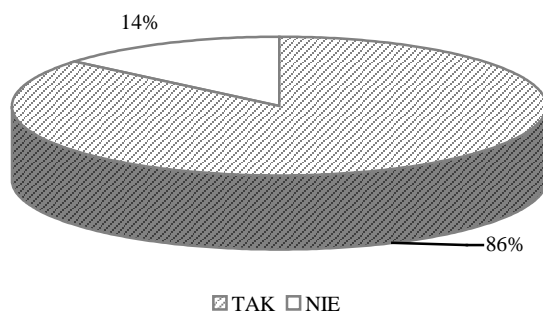


**Rysunek 2.** Liczba podmiotów uczestniczących w połączeniu

Źródło: opracowanie własne.

Większa liczba podmiotów uczestniczących w połączeniu może zwiększać koszty połączenia oraz trudności związane zarówno z jego przeprowadzeniem, jak i późniejszym ujęciem w księgach rachunkowych jednostki kontynuującej działalność po połączeniu.

Kolejnym czynnikiem, mającym wpływ na procedurę sporządzania planów połączenia oraz księgowo rozliczenie połączenia jednostek gospodarczych, jest występowanie powiązań kapitałowych pomiędzy łączącymi się podmiotami (rys. 3). W przeprowadzonym badaniu 86% połączeń odbyło się pomiędzy jednostkami powiązanymi. Większość z nich stanowiły połączenia spółek dominujących ze swoimi jednostkami zależnymi (łącznie 82% wszystkich połączeń).



**Rysunek 3.** Powiązania kapitałowe pomiędzy łączącymi się podmiotami

Źródło: opracowanie własne.

Sytuacja ta wskazuje na złożoność powiązań kapitałowych między łączącymi się spółkami, co może mieć wpływ na ustalanie parytetu wymiany akcji/udziałów. Otrzymane wyniki wskazują również, że znaczna liczba połączeń, do których dochodzi na polskim rynku kapitałowym, to tzw. połączenia jednostek pod wspólną kontrolą<sup>2</sup>. W myśl ustawy o rachunkowości (uor) spółki mogą w takim przypadku zastosować do rozliczenia połączenia metodę łączenia udziałów lub metodę nabycia. Ten typ połączeń nie jest jednak uregulowany w Międzynarodowych Standardach Sprawozdawczości Finansowej (MSSF)<sup>3</sup>, co umożliwia jednostkom stosującym MSSF zastosowanie przepisów uor do księgowego rozliczenia połączenia.

Interesującą informacją może również dostarczyć analiza zależności pomiędzy wielkością łączących się jednostek (tab. 1)<sup>4</sup>. W badanej próbie dominowały połączenia jednostek dużych z małymi (32% przypadków). Drugą w kolejności występowania grupę stanowiły połączenia jednostek dużych ze średnimi oraz dużych z małymi (po 23%).

**Tabela 1**

Spółki biorące udział w połączeniu ze względu na ich wielkość<sup>5</sup> i pełnioną funkcję.

| Przejmujące | Przejmowane | Małe | Średnie | Duże | Razem |
|-------------|-------------|------|---------|------|-------|
| Małe        |             | 11   | x       | 1    | 12    |
| Średnie     |             | 9    | 5       | 1    | 15    |
| Duże        |             | 40   | 29      | 28   | 97    |
| Razem       |             | 60   | 34      | 30   | 124   |

Źródło: opracowanie własne.

<sup>2</sup> Połączenie, w którym łączące się podmioty znajdują się pod kontrolą tej samej/tych samych stron zarówno przed, jak i po połączeniu. MSSF 3 (§ B1) zaznacza, że kontrola nie może być tymczasowa.

<sup>3</sup> MSSF 3, § 2 pkt c.

<sup>4</sup> Analizując powiązania między wielkością badanych jednostek, każdy przypadek „spółka przejmująca – spółka przejmowana” rozpatrywano osobno, w związku z czym łączna liczba możliwych kombinacji równa jest nie liczbie przebadanych połączeń, ale liczbie jednostek przejmowanych.

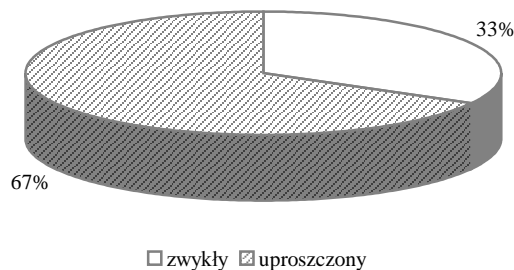
<sup>5</sup> Na potrzeby ustalenia wielkości badanych jednostek przyjęto zasady wynikające z przepisów ustawy o swobodzie działalności gospodarczej (Ustawa z dnia 2 lipca 2004... : art. 104–106).

Bardziej szczegółowa analiza zaprezentowanych danych pozwala zauważyć, że w znaczącej większości połączeń jednostka przejmująca była większa od jednostki przejmowanej lub jednostki łączące się zaliczane są do tej samej grupy pod względem wielkości. Na szczególną uwagę zasługują połączenia, w których jednostka przejmująca była mniejsza niż jednostka przejmowana (2 przypadki), co pozwala domniemywać, że doszło tutaj do przejęcia odwrotnego. Obecnie w ustawie o rachunkowości brakuje szczegółowych wytycznych dotyczących tego typu połączeń, co oznacza konieczność wykorzystania MSSF do ich prawidłowego rozliczenia.

## 2. Formalno-organizacyjne aspekty połączeń spółek

Kolejna grupa informacji ujawnianych w raportach bieżących związana jest z formalno-organizacyjnymi aspektami połączenia spółek, jak na przykład trybem połączenia czy podwyższeniem kapitału.

W 33% połączeń plan połączenia został sporządzony zgodnie z art. 499 § 1 pkt 1 ksh (zwykły sposób sporządzenia planu połączenia). Należy jednakże zauważyć, że w niemal dwukrotnie większej liczbie połączeń jednostki sporządziły tzw. uproszczony plan połączenia, niezawierający między innymi parytetu wymiany akcji czy zasad przyznawania akcji połączeniowych w spółce przejmującej (rys. 4). Sytuacja taka jest możliwa jedynie wtedy, kiedy spółka przejmująca łączy się ze swoją zależną spółką jednoosobową.



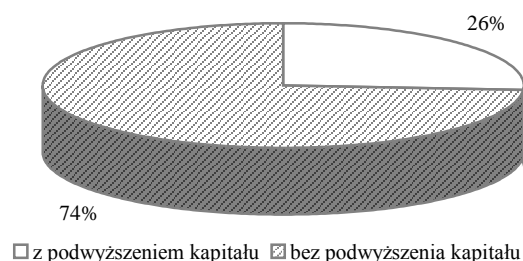
**Rysunek 4.** Sposób sporządzenia planu połączenia

Źródło: opracowanie własne.

Kolejny aspekt wiąże się z podwyższeniem kapitału własnego spółki przejmującej w wyniku połączenia. Związane z tym informacje, które powinny się znaleźć w planie połączenia, obejmują między innymi kwotę, o którą kapitał zostanie podwyższony oraz liczbę i wartość wyemitowanych akcji.

W przebadanej próbie połączenia z podwyższeniem kapitału stanowią jedynie 26% przypadków (rys. 5). Znaczna większość połączeń przeprowadzona została bez podwyższenia kapitału podstawowego, co wskazuje, że jednostka przejmująca musiała posiadać co najmniej 90% udziałów/akcji w jednostce przejmowanej. Połączenie tych informacji z danymi z rysunku 4 pozwala stwierdzić, że wystąpiła grupa połączeń, w których zaszła konieczność ustalenia parytetu wymiany, mimo że nie nastąpiło podwyższenie kapitału. W takim wypadku jednostka przejmująca może być zmuszona do wykupienia akcji wła-

snych w celu przekazania ich właścicielom jednostki przejmowanej w zamian za wniesiony przez nich majątek. W badanej próbie sytuacja ta dotyczyła 7% połączeń.



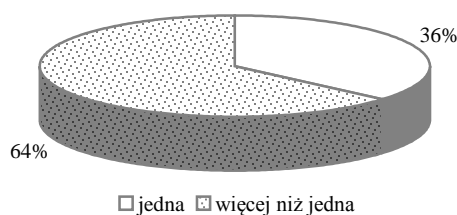
**Rysunek 5.** Sposób przeprowadzenia połączenia

Źródło: opracowanie własne.

### 3. Metody wyceny przedsiębiorstw na potrzeby ustalenia parytetu wymiany

Istotnym elementem planu połączenia jest parytet wymiany. Od niego zależy liczba akcji otrzymanych przez właścicieli jednostki przejmowanej, a w konsekwencji struktura akcjonariatu jednostki połączonej. Jeżeli połączenie zostanie rozliczone metodą nabycia (przejęcia, jeśli spółka stosuje MSSF), od parytetu wymiany będzie zależeć cena przejęcia (wartość godziwa przekazanej zapłaty w przypadku MSSF). Pochodną tej wartości jest również wartość firmy. W związku z tym, jednostki łączące się muszą w taki sposób dobrać metodę wyceny, aby jak najlepiej określała ona wartość łączących się spółek i nie została zakwestionowana przez biegłego rewidenta, który będzie badał plan połączenia. Na potrzeby ustalenia parytetu wymiany mogą zostać wykorzystane powszechnie stosowane metod wyceny przedsiębiorstw.

W badanej próbie parytet wymiany został ustalony w 33 połączeniach (rys. 6). W większości z nich (64%) jednostki łączące się wykorzystywały w tym celu więcej niż jedną grupę metod wyceny.

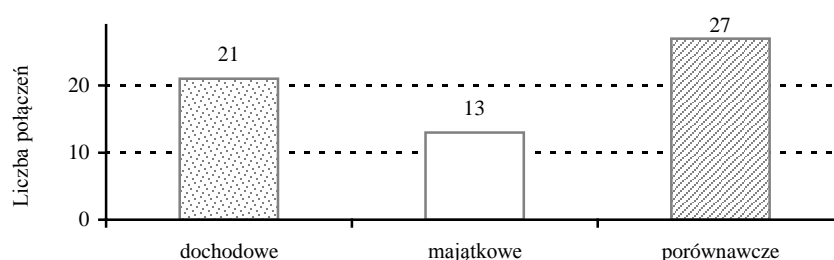


**Rysunek 6.** Liczba metod wyceny wykorzystanych w poszczególnych połączeniach

Źródło: opracowanie własne.

Wykorzystanie poszczególnych grup metod w badanych latach przedstawiono na rysunku 7. Najczęściej stosowane były metody porównawcze (27 połączeń), a następnie me-

tody dochodowe (21 połączeń). Najbardziej wykorzystywano metody majątkowe, na które zdecydowano się w przypadku 13 połączeń, co zapewne wynika ze świadomości występowania różnicy pomiędzy rynkową i księgową wartością spółek giełdowych. Częste wykorzystanie metod porównawczych można wytłumaczyć ich prostotą, a także dużą ilością dostępnego materiału porównawczego. Należy zaznaczyć, że w żadnym połączeniu nie zastosowano metod mieszanych, stanowiących kombinację metod majątkowych i dochodowych.



**Rysunek 7.** Metody wyceny przedsiębiorstw wykorzystane w połączeniach

Źródło: opracowanie własne.

Jednostki przejmujące, stosujące więcej niż jedną grupę metod wyceny przedsiębiorstwa, najczęściej łączyły metody porównawcze z dochodowymi (14 spółek). Ponadto 5 jednostek wykorzystowało metodę porównawczą w połączeniu z majątkową. Jedna spółka zastosowała wszystkie grupy metod (tab. 2).

**Tabela 2**

Kombinacje metod wyceny przedsiębiorstw – jednostki przejmujące

| Grupa metod | Porównawcze | 3 metody |
|-------------|-------------|----------|
| Dochodowe   | 14          | x        |
| Majątkowe   | 5           | x        |
| 3 metody    | x           | 1        |

Źródło: opracowanie własne.

Podobne tendencje w zakresie łączenia metod wykazywały również przedsiębiorstwa przejmowane (tab. 3).

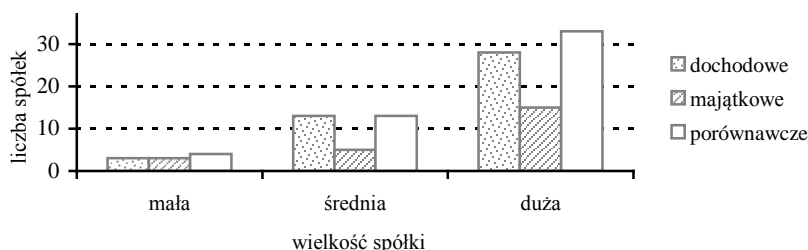
**Tabela 3**

Kombinacje metod wyceny przedsiębiorstw – jednostki przejmowane

| Grupa metod | Porównawcze | 3 metody |
|-------------|-------------|----------|
| Dochodowe   | 16          | x        |
| Majątkowe   | 5           | x        |
| 3 metody    | x           | 1        |

Źródło: opracowanie własne.

W 33 analizowanych połączeniach łącznie wyceniono 73 spółki. Na rysunku 8 przedstawiono częstość wyboru poszczególnych metod wyceny w zależności od wielkości przedsiębiorstwa jej dokonującego. W małych przedsiębiorstwach najczęściej wybierano metody porównawcze (4 razy), zaś metody dochodowe i majątkowe wykorzystane zostały po 3 razy. Można więc przyjąć, że jednostki małe nie wykazują preferencji wybieranej metody wyceny przedsiębiorstw.



**Rysunek 8.** Wykorzystane metody wyceny w zależności od wielkości jednostki wycenianej

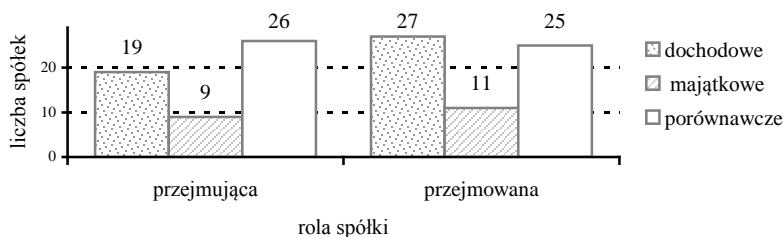
Źródło: opracowanie własne.

Jednostki średniej wielkości najczęściej wybierały metody dochodowe i porównawcze – po 15 razy. Metody majątkowe nie były zbyt popularne – zdecydowano się na nie 5 razy.

Duże przedsiębiorstwa najczęściej wybierały metody porównawcze (33 razy) i dochodowe (28), najrzadziej majątkowe (tylko 15 razy).

Częstsze wybieranie metod dochodowych oraz porównawczych może świadczyć o przekonaniu jednostek łączących się, że im większa jest spółka, tym większa różnica pomiędzy jej wartością księgową a rynkową.

Analizując częstość wyboru poszczególnych metod przez jednostki gospodarcze z punktu widzenia pełnionej przez nie funkcji w połączeniu (rys. 9) ponownie można zauważyć, że metoda majątkowa była wybierana najrzadziej zarówno w jednostkach przejmujących, jak i przejmowanych. Spółki przejmujące najczęściej stosowały metody porównawcze, które wykorzystywały prawie trzy razy częściej od metod majątkowych.



**Rysunek 9.** Częstość wykorzystania poszczególnych metod w zależności od funkcji jednostki w połączeniu

Źródło: opracowanie własne.



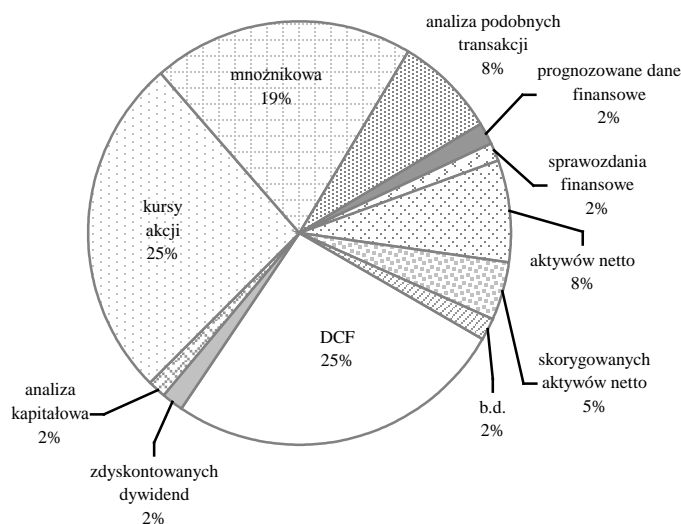
W przypadku przedsiębiorstw przejmowanych najczęściej stosowano metody dochodowe, choć trzeba zaznaczyć, że metoda porównawcza była wybierana prawie tak samo często.

W ramach metod porównawczych jednostki przejmujące i przejmowane wykorzystywały: kursy akcji, metody mnożnikowe, porównania rynkowe<sup>6</sup> oraz analizę podobnych transakcji.

Metodami dochodowymi wykorzystanymi przez spółki były: metoda zdyskontowanymi przepływami pieniężnymi (ang. *Discounted Cash Flow*, DCF), metoda zdyskontowanych dywidend, analiza kapitałowa oraz skorygowana wartość bieżąca (ang. *Adjusted Present Value*, APV).

Spółki, które wybrały metodę majątkową do wyceny przedsiębiorstwa wykorzystywały sprawozdania finansowe, metodę aktywów netto oraz metodę skorygowanych aktywów netto a także prognozowane dane finansowe.

Na rysunku 10 przedstawiono wykorzystanie poszczególnych metod szczegółowych przez spółki przejmujące. W grupie tej najczęściej wykorzystano metodę DCF oraz kursy akcji (łącznie połowa przypadków). Prawie tak samo często wykorzystywano metodę mnożnikową. Najrzadziej stosowano wycenę opartą na prognozowanych danych finansowych oraz sprawozdaniach finansowych, metodzie zdyskontowanych dywidend oraz analizie kapitałowej. W jednym przypadku podano tylko ogólną informację, że zastosowano metodę dochodową, bez wskazania metody szczegółowej, co zaznaczono na rysunku jako brak danych.

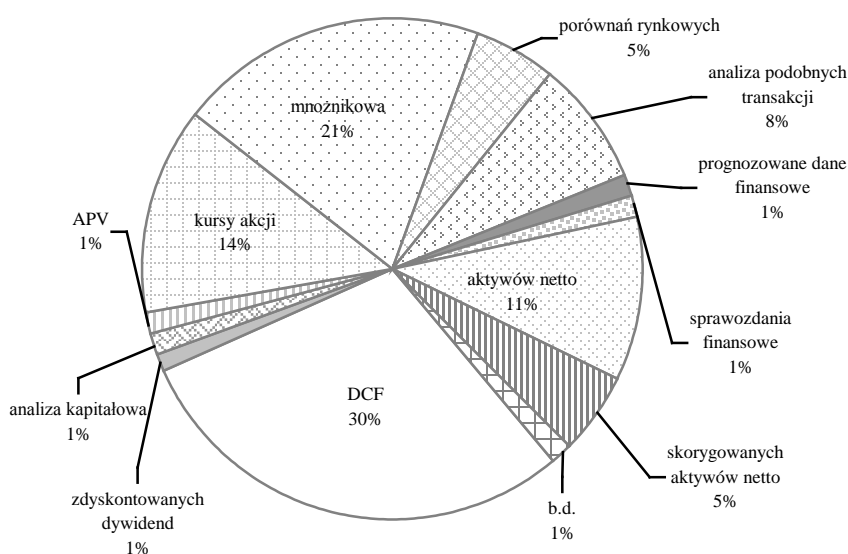


**Rysunek 10.** Szczegółowe metody wyceny przedsiębiorstw – jednostki przejmujące

Źródło: opracowanie własne.

<sup>6</sup> W związku z tym, że porównania rynkowe nie były jednoznacznie pojmowane przez spółki łączące się i termin ten wykorzystywano zarówno na określenie kursów akcji, jak i metod mnożnikowych, autorki zdecydowały się na pozostawienie terminu ogólnego, jeśli dokładna nazwa metody nie została wskazana.

Wykorzystanie poszczególnych metod wyceny przez jednostki przejmowane przedstawiono na rysunku 11. W tej grupie przeważnie posługiwano się metodą DCF oraz mnożnikową (łącznie 51% przypadków). Stosunkowo często spółki przejmowane wykorzystywały na potrzeby wyceny również kursy akcji i metodę aktywów netto. Najrzadziej wykorzystywano metodę APV, analizę kapitałową, model zdyskontowanych dywidend, wycenę na podstawie sprawozdań finansowych oraz prognozowanych danych finansowych. Także i w tej grupie w 1 przypadku podano informacje o zastosowaniu metody dochodowej bez wskazania konkretnej metody szczegółowej (oznaczone na rysunku jako brak danych).



**Rysunek 11.** Szczegółowe metody wyceny przedsiębiorstw – jednostki przejmowane

Źródło: opracowanie własne.

### Uwagi końcowe

Dzięki raportom bieżącym publikowanym przez spółki publiczne można uzyskać wiele cennych informacji na temat połączeń jednostek gospodarczych, pozwalających wstępnie ocenić ich możliwe skutki bilansowe.

Publikowane plany połączeń pozwalają na analizę i ocenę aspektów formalno-organizacyjnych połączenia. Dostarczają one nie tylko informacji identyfikujących jednostki łączące, lecz także umożliwiają wstępne określenie skutków, jakie połączenie będzie miało na bilans jednostki połączonej (na przykład czy nastąpi podwyższenie kapitału, czy na potrzeby połączenia był ustalony parytet wymiany).

Sprawozdania zarządu uzasadniające połączenie oraz, uzupełniająco, raporty biegłych rewidentów z badania planów połączenia dostarczają informacji o metodach wyceny wyko-

rzystanych na potrzeby ustalenia parytetu wymiany, a także ocenę zasadności ich wykorzystania.

### **Literatura**

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 roku w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, DzU 2009, nr 33, poz. 259.

Rozporządzenie Komisji (WE) nr 495/2009 z 03.06.2009 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1126/2008 przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) 3, DzU UE L 149 z 12.06.2009.

Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, DzU 2000, nr 94, poz. 1037.

Ustawa z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej, DzU 2010, nr 220, poz. 1447, z późn. zm.

### **BUSINESS COMBINATIONS IN CURRENT REPORTS OF PUBLIC COMPANIES IN YEARS 2004–2010**

**Abstract:** The aim of the article is to present the results of the empirical research focusing on the content of current reports about mergers of Polish public companies

Using the empirical research, the Authors gathered data about mergers of public companies completed in years 2004–2010. The collected data allowed to make the following conclusions: current reports of public companies contain data which allows to predict financial effects of the merger, presented in the financial statement of the combined entity, and assess the validity of the methods used for the calculation of the ratio exchange.

**Keywords:** current reports of public companies, formal and organizational aspects of mergers, draft terms of a merger, share exchange ratio, enterprise valuation methods

### **Cytowanie**

Janowicz M., Kędzierska I. (2013), *Informacje o połączeniach spółek w raportach bieżących spółek publicznych w latach 2004–2010*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 757, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 58, Szczecin, s. 335–345; [www.wneiz.pl/firfu](http://www.wneiz.pl/firfu).

