

Mgr Danuta Kozłowska-Makós

Uczestniczka II roku zaocznych studiów doktoranckich,
przydzielona do Katedry Finansów (Zakład Finansów Przedsiębiorstw)
na Wydziale Finansów i Ubezpieczeń Akademii Ekonomicznej w Katowicach
<https://dx.doi.org/10.65748/fiqf-2006-0010>

Wybrane problemy oceny efektów ekonomiczno-finansowych grupy kapitałowej

Wprowadzenie

W warunkach rozwijającego się w Polsce rynku kapitałowego coraz liczniej powstają złożone struktury gospodarcze w postaci grup kapitałowych. Z ich powstaniem wiąże się niewątpliwie problem, w jaki sposób przedstawić sytuację majątkowo-finansową oraz wyniki działalności całej, wielopodmiotowej organizacji, którą tworzą odrębne pod względem prawnym podmioty. Problem ten został dostrzeżony i częściowo rozwiązany przepisami ustawy z 29 września 1994 r. o rachunkowości, które zostały znowelizowane 9 listopada 2000 r. To ustawa nakłada na grupy kapitałowe obowiązek sporządzania skonsolidowanych sprawozdań finansowych. Z drugiej strony, biorąc pod uwagę znaczenie, jakie dla oceny sytuacji majątkowej, finansowej oraz wyniku finansowego mają dane skonsolidowanego sprawozdania finansowego, podjęto próbę przedstawienia odmienności istoty analizy skonsolidowanych sprawozdań finansowych od sprawozdań jednostkowych.

Fuzje i przejęcia w Polsce i na świecie

Procesy łączenia się przedsiębiorstw i związana z tym koncentracja kapitału stanowią podstawę rozwoju podmiotów gospodarczych we współczesnej gospodarce rynkowej. Czynnikiem, które systematycznie wywierają coraz większy wpływ na kształtowanie współczesnych stosunków między przedsiębiorstwami, są niewątpliwie liczne fuzje i przejęcia (mergers and acquisitions). Dzieje się tak zawsze, gdy gospodarka nabiera tempa i rosną kursy akcji, które sprzyjają przejęciom firm. Najbardziej rozwijają się w Stanach Zjednoczonych, a głównym powodem jest rozmiar i dynamika tamtejszej gospodarki oraz sprawnie funkcjonujący rynek kapitałowy. W Polsce przed rokiem 1990, w warunkach gospodarki zarządzanej centralnie, przekształcenia przedsiębiorstw były wynikiem decyzji administracyjnych, u podstaw których nie zawsze leżały względy efektywności i rachunku ekonomicznego. Obecnie rynek fuzji i przejęć jest aktywizowany głównie wskutek transakcji prywatyzacyjnych, a wejście Polski do UE sprawiło, że wzrosło zainteresowanie zagranicznych firm kupowaniem przedsiębiorstw.

Procesy łączenia się podmiotów stanowią najbardziej złożone decyzje inwestycyjne i finansowe, wymagające systemowego, wieloaspektowego ujęcia. Sposoby łączenia się przedsiębiorstw, wzajemne zależności i powiązania między podmiotami oraz stopień ich niezależności mogą być różne. Wymaga to rozróżnienia dwóch form łączenia się przedsiębiorstw:

- fuzja – gdy dwa (lub więcej) przedsiębiorstw autonomicznych tworzy w ramach dobrowolności zawartej umowy nowy podmiot gospodarczy,

- przejęcie – gdy jeden podmiot (silniejszy ekonomicznie) uzyskuje przewagę i kontrolę nad innym podmiotem tracącym swoją niezależność¹.

Najbardziej typowym przykładem połączenia podmiotów gospodarczych jest grupa kapitałowa, holding (business combination). Według ustawy o rachunkowości, grupę kapitałową tworzy jednostka dominująca, jednostki zależne oraz jednostki współzależne, nie będące spółkami handlowymi².

Odmienność istoty analizy skonsolidowanych sprawozdań finansowych od sprawozdań jednostkowych

Istota analizy sprawozdania skonsolidowanego jest zbieżna z ogólnie pojętą istotą analizy finansowej. Analiza jest rozumiana jako metoda postępowania naukowego, polegająca na podziale badanego zjawiska na części i rozpatrywaniu każdej z nich z osobna. To właśnie w ten sposób poznawana jest struktura i zależności badanego zjawiska, szczególnie powiązania przyczynowo-skutkowe oraz wykrywany mechanizm jego funkcjonowania. Przeniesienie takiego myślenia badawczego na obszar funkcjonowania grup kapitałowych pozwala na rozpoznanie stanu, przebiegu i rezultatów procesów gospodarczych w nich zachodzących, a procedura ta określana jest jako analiza ekonomiczna. Proces analizy pomaga wyszukać i zmierzyć związki zachodzące między zjawiskami ekonomicznymi, a także wyjaśnia prawidłowości postępowania przedsiębiorstw wchodzących do grupy kapitałowej. Analiza finansowa grupy kapitałowej zajmuje się przede wszystkim wielkościami ekonomicznymi w ujęciu pieniężnym, a w tym: stanem finansowym grupy w określonym momencie oraz wynikami finansowymi, ustalonymi narastająco za pewien okres.

Celem analizy sprawozdania skonsolidowanego jest uzyskanie odpowiedzi na kilka fundamentalnych pytań, które stanowią również kanon analizy indywidualnego przedsiębiorstwa:

- czy grupa kapitałowa jest silnym podmiotem, który może przetrwać okres ewentualnego kryzysu?
- czy w ostatnim okresie grupa poprawiła lub pogorszyła swoją sytuację majątkowo-finansową?
- czy grupa jest wypłacalna i czy taką zdolność będzie posiadała w najbliższym czasie?
- czy grupa jest i będzie rentowna oraz jakie główne czynniki kształtują jej rentowność?³.

Jednak specyfika powiązań w wielopodmiotowych organizacjach gospodarczych (grupach kapitałowych) wymaga nieco odmiennego charakteru analizy. Podyktowane to jest nie tylko dążeniem do oceny kondycji majątkowej, finansowej oraz rentowności wszystkich bądź ważniejszych, pojedynczych podmiotów gospodarczych w grupie, co możliwe byłoby dzięki analizie ich jednostkowych sprawozdań finansowych. Przede wszystkim zasadniczą przesłanką analizy finansowej organizacji wielopodmiotowych jest wychwycenie takich aspektów powiązań kapitałowych, których wprost w sprawozdawczości pojedynczych podmiotów gospodarczych nie odzwierciedla się. Wyrazić je mogą poszukiwania odpowiedzi na pytania:

W jakim stopniu organizacja wielopodmiotowa jest zależna od zewnętrznych inwestorów, tzw. akcjonariuszy (udziałowców) mniejszościowych i jak silne – w związku z tym – są powiązania i zależności wewnątrz grupy?

¹ G. Łukasik, *Szanse i zagrożenia kapitałowego łączenia się przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowości i Finansów w Katowicach” 2000, nr 3, s. 61-62.

² Ustawa z 29 września 1994 r. o rachunkowości. Tekst ujednolicony, art. 3., ust. 1., pkt 44.

³ J. Rak, J. Turyna, *Rachunkowość i finanse grupy kapitałowej*, Difin, Warszawa 2004, s. 72-73.

Czy tworzenie powiązań kapitałowych wiązało się z wyposażeniem podmiotów gospodarczych w grupie kapitałowej w duży/mali kapitał i czy towarzyszyło im powstawanie rezerw kapitałowych z konsolidacji lub też dodatnie wartości konsolidowanej firmy?

Czy sposób sprawowania kontroli nad innymi jednostkami w grupie przyniósł konkretne rezultaty i czy są one satysfakcjonujące, jeżeli chodzi o stopę zwrotu z kapitału?

Jakie tendencje zmian w sytuacji ekonomiczno-finansowej wystąpiły w całym zgrupowaniu i w spółce dominującej?⁴.

Pomimo że podstawową zasadą konsolidacji jest jedność wielu niezależnych prawnie organizacji gospodarczych, analizując sprawozdania skonsolidowane nie można (w szczególności w fazie końcowej, tj. we wnioskowaniu) oceniać rezultatów, przyjmując bezkrytycznie za wzór pewne standardy i normy identyczne do tych, które są wykorzystywane w analizie sprawozdania finansowego pojedynczego podmiotu gospodarczego. Wprowadzenie metodyki analitycznej może być analogiczne w obu przypadkach, jednakże uogólnienia i wnioski w drugim z nich muszą być ostrożniejsze, wyciągane na tle osiągnięć jednostki dominującej i traktowane (w wielu obszarach) bardziej jako stany średnie, wypadkowe często skrajnych sytuacji, które są tym bardziej prawdopodobne, im bardziej złożona jest grupa kapitałowa (zarówno pod względem liczby przedsiębiorstw, siły powiązań kapitałowych, jak i różnorodności branż, geograficznych obszarów i segmentów rynku, w których prowadzą one działalność gospodarczą)⁵.

Metody analizy skonsolidowanego sprawozdania finansowego

Jakich zatem należy użyć narzędzi do analizy skonsolidowanego sprawozdania finansowego?

Próbując odpowiedzieć na wcześniej postawione pytania, możemy wykorzystać zasady tradycyjnej analizy finansowej przedsiębiorstwa. Podobnie, jak i w przypadku indywidualnego sprawozdania, sprawozdanie skonsolidowane można analizować przy wykorzystaniu metod analizy wstępnej.

Analiza wstępna jest początkowym etapem analizy finansowej, a jej celem jest uzyskanie informacji o działalności, wynikach i sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa⁶.

W ramach wstępnej analizy należy zwrócić uwagę na te elementy sprawozdania finansowego, które powstają jako efekt zastosowania procedur konsolidacyjnych. Są to przede wszystkim struktury własności z wyróżnieniem udziałowców mniejszościowych, a więc kapitały mniejszości czy też zyski mniejszości. Te pozycje sprawozdania finansowego ilustrują wielkości de facto przypisane podmiotom zewnętrznym w stosunku do grupy. Wielkości te, zrelatywizowane do wielkości kapitałów czy zysków grupy kapitałowej, informują nas o wpływie podmiotów zewnętrznych na funkcjonowanie grupy kapitałowej, a potocznie mówiąc – o sile konsolidacji grupy. Im mniejsza jest relacja zysku mniejszości do zysku grupy, tym większa jest siła konsolidacji grupy. Podobnie należy zinterpretować pojawiające się w skonsolidowanym sprawozdaniu pozycje wartości firmy z konsolidacji lub ujemnej wartości firmy z konsolidacji, świadczące o nadpłacie lub niedopłacie w stosunku do wartości godziwej aktywów netto, dokonanej przy zakupie udziałów jednostek należących do grupy kapitałowej.

Sprawozdania finansowe zawierają bogatą treść ekonomiczną, której pełne poznanie i wykorzystanie w procesie zarządzania wymaga różnokierunkowych powiązań i przekształ-

⁴ S. Wiankowski, Z. Bogusławski, J. Borzęcki, A. Karmańska, *Zarządzanie grupą kapitałową. Analiza i projektowanie rozwiązań organizacyjnych*, Instytut Organizacji i Zarządzania w Przemśle „ORGMAZ”, Warszawa 1999, s. 89-90.

⁵ S. Wiankowski, Z. Bogusławski, J. Borzęcki., A. Karmańska, *Praktyka funkcjonowania krajowych grup kapitałowych*, Instytut Organizacji i Zarządzania w Przemśle „ORGMAZ”, Warszawa 2000, s. 136.

⁶ J. Rak, J. Turyna, *Rachunkowość...*, *op.cit.*, s. 72-73.

ceń danych liczbowych. W tym celu przeprowadza się obliczenia odpowiednich wskaźników oraz dokonuje się ich oceny porównawczej (głównie w czasie i przestrzeni) i ewentualnie dalszej analizy przyczynowej. Całość tych działań nosi najczęściej nazwę analizy wskaźnikowej. Ten typ analizy może być również wykorzystywany do oceny grupy kapitałowej⁷.

Analizując sytuację ekonomiczno-finansową grupy kapitałowej, posługujemy się wskaźnikami, które są wykorzystywane do badania pojedynczego podmiotu gospodarczego. Kwestia najważniejsza to odpowiedź na pytanie o to, czy modele, które mają zastosowanie do badania pojedynczych przedsiębiorstw, mogą z równym powodzeniem być stosowane do badania kondycji grup kapitałowych. Pozytywną odpowiedź uzasadniają następujące przesłanki:

- grupa kapitałowa wprawdzie jest organizacją niezależnych w sensie prawa przedsiębiorstw, ale sprawozdania finansowe skonsolidowane przedstawiają ją tak, jakby wszystkie te przedsiębiorstwa były jednym organizmem gospodarczym,
- w sprawozdaniach grupy kapitałowej, podobnie jak w sprawozdawczości jednostkowej, znajdują odbicie i „dobre”, i „złe” trendy, tendencje gospodarcze, z tą jednak różnicą, że wynikają one z polityki i umiejętności gospodarczych nie jednego, a często bardzo wielu przedsiębiorstw; wnioskowanie w takim razie musi być inne, niż w przypadku badania pojedynczych przedsiębiorstw, chociaż same uproszczone modele, wagi, normy, standardy interpretacyjne mogą być w badaniu akceptowane,
- model daje wypośrodkowany obraz przedsiębiorstwa skupionego w danej grupie kapitałowej i – jeżeli się o tym pamięta – w przypadku analiz mikroekonomicznych może on dodatkowo wzbogacać obraz indywidualnego przedsiębiorstwa, pokazując efekty potencjału gospodarczego wynikające z powiązań kapitałowych; upraszczając bardzo – w celu naświetlenia przedstawionego uzasadnienia stosowania tych modeli na gruncie grup kapitałowych można wnioskować następująco: przedsiębiorstwo jest w słabej kondycji, ale ma silne powiązania, które mogą procentować w przyszłości lub przedsiębiorstwo jest w niezłej formie, ale powiązania kapitałowe ze słabymi podmiotami nie rokują najlepiej, przynajmniej w najbliższej przyszłości.

Przegląd wskaźników stosowanych jako kluczowe miary kondycji przedsiębiorstwa pozwala stwierdzić, że można je ustalić również na podstawie sprawozdawczości skonsolidowanej⁸.

Wskaźniki wpływu jednostek grupy na jej wynik finansowy

W związku z powyższym nasuwają się zatem kolejne pytania. Jakich wskaźników użyć do oceny sprawozdania skonsolidowanego? Czy dla każdej grupy kapitałowej jeden, wcześniej opracowany zestaw wskaźników będzie odpowiedni? Jakich porównań użyć w celu interpretacji wskaźników?

Analiza zjawisk i procesów ekonomicznych powinna być przeprowadzona za pomocą takiej liczby wskaźników, które dadzą pełny obraz badanego obiektu, bowiem w przeciwnym razie obraz ten będzie fragmentaryczny, a wnioski wysunięte z jego analizy – błędne⁹. Dlatego również istotną kwestią w analizie wskaźnikowej jest odniesienie tych wielkości do okresów wcześniejszych, a więc ocena dokonanej analizy wskaźnikowej przez pryzmat dynamiki zjawisk.

Kolejnym problemem jest dobór odpowiednich wskaźników. Obliczane w trakcie analizy wskaźniki stanowią relacje odpowiednich pozycji aktywów i pasywów bilansu w przekroju pionowym oraz poziomym, a także są zestawieniem wyniku finansowego i wybranych pozycji

⁷ J. Rak, J. Turyna, *Rachunkowość...*, *op.cit.*, s. 74.

⁸ S. Wiankowski, Z. Bogusławski, J. Borzęcki, A. Karmańska, *Praktyka...*, *op.cit.*, s. 141.

⁹ B. Wersty, *Analiza decyzyjna w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Wyd. AE, Wrocław 1994, s. 45.

sprawozdań finansowych. Są to również relacje danych z przepływów pieniężnych, dokumentów zewnętrznych (np. statystyki giełdowe) oraz poszczególnych składników bilansu, a także rachunku zysków i strat. Na podstawie tych źródeł można obliczyć kilkadziesiąt wskaźników, które różnią się od siebie pojemnością informacyjną i pozostają w zróżnicowanych relacjach strukturalnych. Nie ma jednak metody, która dokonywałaby gradacji ważności tych wskaźników dla oceny działalności, dlatego też w zależności od potrzeb poszczególne grupy użytkowników ograniczają ich zakres. Menedżerowie będą zainteresowani płynnością finansową, zapotrzebowaniem na kapitał pracujący, jak również zyskowością. Kredytobiorcy natomiast skoncentrują się na zdolności do samofinansowania oraz na jego wypłacalności. Akcjonariusze zaś uwagę skupią na poziomie dywidendy oraz relacji zysku do ceny rynkowej.

Dopasowanie i zastosowanie pakietu odpowiednich wskaźników finansowych, które w sposób obiektywny odzwierciedlałyby osiągnięte wyniki oraz stan sytuacji finansowej, stanowi bardzo ważny, a zarazem trudny problem z zakresu zarządzania¹⁰.

Tradycyjnie w analizie grupy kapitałowej wykorzystuje się znane konstrukcje mierników oceny działalności, zbliżone w swej istocie do oceny indywidualnego przedsiębiorstwa. Ocenie poddaje się takie obszary funkcjonowania grupy, jak płynność, obrotowość, wspomaganie finansowe czy rentowność¹¹. Jednak w przypadku oceny wskaźnikowej grupy kapitałowej możliwe jest wykorzystanie także innych wskaźników, specyficznie skonstruowanych dla potrzeb sprawozdania skonsolidowanego. Wskaźniki te przedstawia tab. 1.

Tab. 1. Wskaźniki w analizie grupy kapitałowej.

Lp.	Nazwa wskaźnika	Treść
I. WSKAŹNIK WPŁYWU JEDNOSTEK Z GRUPY NA JEJ WYNIK FINANSOWY		
	Wskaźnik wpływu jednostki dominującej na skonsolidowany wynik finansowy	wynik finansowy jednostki dominującej/skonsolidowany wynik finansowy
	Wskaźnik wpływu jednostek zależnych na skonsolidowany wynik finansowy	(skonsolidowany wynik finansowy – udziały w wyniku finansowym jednostek stowarzyszonych)/(skonsolidowany wynik finansowy +/- odpisy różnic konsolidacyjnych)
	Wskaźnik wpływu jednostek stowarzyszonych na skonsolidowany wynik finansowy	+/- udziały w wyniku finansowym jednostek stowarzyszonych/(skonsolidowany wynik finansowy +/- odpisy różnic konsolidacyjnych)
	Wskaźnik wpływu odpisów różnic konsolidacyjnych na wynik finansowy	(+/- odpisy ujemnej wartości firmy z konsolidacji – odpisy wartości firm z konsolidacji)/(skonsolidowany wynik finansowy +/- odpisy różnic konsolidacyjnych)
II. WSKAŹNIKI PRAW AKCJONARIUSZY MNIEJSZOŚCIOWYCH		
	Stopa mniejszościowego zasilania kapitałowego grupy	kapitałowe udziały mniejszościowe/(kapitał własny + rezerwa kapitałowa z konsolidacji)
	Stopa praw mniejszościowych do aktywów netto	(kapitałowe udziały mniejszościowe-kwota udziału w skonsolidowanym wyniku finansowym)/skonsolidowane aktywa netto
	Stopa udziału akcjonariuszy mniejszościowych w skonsolidowanym wyniku finansowym brutto	kwota udziału mniejszościowego w skonsolidowanym wyniku finansowym brutto/skonsolidowany wynik finansowy brutto

Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Trocki, *Grupy kapitałowe, Tworzenie i funkcjonowanie*, PWN, Warszawa 2004, s. 257-258.

¹⁰ M. Walczak, *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Difin, Warszawa 2003, s. 74.

¹¹ *Ibidem*, s. 74.

Wskaźniki wpływu jednostek z grupy kapitałowej na jej wynik finansowy stanowią odrębną i bardzo specjalną grupę mierników partycypowania podmiotów z grupy w jej finansowych osiągnięciach. Formuły wskaźników stworzono tak, aby uwzględniać wpływ procedur konsolidacyjnych na wartość wyniku finansowego i istotnie wspomagać ten obszar badania, odpowiadając na proste pytania o to, w jakim stopniu wynik grupy kapitałowej jest zasługą jednostki dominującej, o ile procent wynik ten zwiększył się dzięki działalności gospodarczej jednostek od niej zależnych, jaki był udział w zwiększeniu lub zmniejszeniu tegoż wyniku ze strony jednostek stowarzyszonych¹². Pierwsze trzy wskaźniki zaprezentowane w tabeli pokazują, w jakim stopniu jednostka dominująca, jednostki zależne i jednostki stowarzyszone przyczyniają się do generowania zysku w grupie (w sumie dają wartość 1, jeżeli nie ma różnic z tytułu odpisów konsolidacyjnych). Jeżeli wartość wskaźnika jest ujemna, to oznacza, że jednostki zależne w sumie generują stratę, a więc ich wpływ na wynik finansowy całości grupy jest negatywny. Natomiast dodatnia wartość wyniku oznacza, że jednostki zależne mają duży udział w generowaniu zysku grupy.

Analiza praw akcjonariuszy mniejszościowych pozwala określić stopień partycypowania innych, niedominujących podmiotów, w aktywach obrotowych netto grupy kapitałowej. Prawa „obcych podmiotów” do tego majątku wynikają z dwóch przesłanek: pierwotnego dokapitalizowania spółek zależnych w grupie i wtórnego partycypowania – w sensie własnościowego udziału – w efektach gospodarczych i finansowych wypracowanych dzięki temu kapitałowi.

Stopa mniejszościowego zasilania kapitałowego grupy przedstawia relacje między prawami mniejszościowymi i kapitałem własnym grupy. Wartość równa 0 mówi o 100-procentowej dominacji w grupie. Im wyższa wartość wskaźnika, tym bardziej domniemywać należy, że dominacja w grupie wynika z niższych udziałów praw do głosu¹³.

Drugi ze wskaźników pokazuje stopień partycypacji udziałowców mniejszościowych w majątku grupy, a trzeci – w zysku wygenerowanym przez grupę. Ujemne relacje tego trzeciego wskaźnika informują o tym, że spółki zależne, w których udziałowcy mniejszościowi mieli zaangażowanie, poniosły straty.

Analiza wskaźnikowa zagranicznych spółek zależnych

Innym przykładem analizy z uwzględnieniem specyfiki powiązań kapitałowych jest wskaźnik, który ocenia spółki zależne i jedynie zagraniczne. Jedynym uwzględnianiem faktu powiązania kapitałowego badanej jednostki z jednostką macierzystą jest propozycja korekty wyniku badanej spółki o dodatkowe uzyski, które spółka macierzysta pobiera od spółki zagranicznej za przyznawanie licencji, za doradztwo w zarządzaniu lub czynności podobne. Dla spółki zagranicznej są to wydatki, dla spółki macierzystej – zyski po potrąceniu dodatkowych wydatków. Aby zbliżyć się do faktycznego wyniku spółki zagranicznej, należałoby zestawić następującą kalkulację korekty:

$$\begin{aligned} & \text{wynik spółki zagranicznej stosownie do oddzielnego rozliczenia} \\ & + \text{ wkład wyniku innych spółek koncernu – wkład wyniku z innych spółek koncernu} \\ & = \text{ wkład do ogólnego wyniku przedsiębiorstw}^{14}. \end{aligned}$$

Powiązania wydajnościowo-gospodarcze i finansowe różnych spółek jednego koncernu są tak intensywne i kompleksowe, że poszczególne wkłady nie mogą być pominięte. Osta-

¹² S. Wiankowski, Z. Bogusławski, J. Borzęcki, A. Karmańska, *Zarządzanie...*, *op.cit.*, s. 137.

¹³ *Ibidem*, s. 138.

¹⁴ E. Pausenberger, *Ocena wyników zagranicznych przedsiębiorstw-córek w koncernach*, [w:] *Nowoczesne tendencje w nauce i praktyce zarządzania przedsiębiorstwem*, red. J. Kortan, Społeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania, Łódź 1997, s. 102.

tecznie pozostaje niespełnione życzenie naprawdę trafnego i dokładnego ustalenia wkładu spółki koncernu do czystego dochodu spółki nadrzędnej.

Znaczenie analizy skonsolidowanych sprawozdań finansowych

Z powyższych rozważań wynika, że analizę sprawozdań finansowych skonsolidowanych traktować można dwojako – bądź jako uzupełniającą, bądź jako priorytetową, w zależności od potrzeb albo kontekstu analitycznego. Analiza ta będzie miała charakter komplementarny (uzupełniający), jeżeli pierwszoplanowym celem analityka będzie określanie kondycji majątkowej, finansowej i rentowności jednostki dominującej w grupie. Wówczas sprawozdania skonsolidowane będą dodatkowo charakteryzowały potencjał gospodarczy tej jednostki, który przejawia się w efektach (trafionych lub nie) finansowych decyzji inwestycyjnych (wartość stopy zwrotu z kapitału może określić nam, czy sposób sprawowania kontroli na innych jednostkami w grupie przyniósł konkretne rezultaty i czy są one satysfakcjonujące). Wynik finansowy skonsolidowany mniejszy od wyniku finansowego podmiotu dominującego z całą pewnością nie będzie świadczył na jej korzyść, ponieważ sugeruje uwikłanie się w związki póki co nierentowne i nieobiecujące, związki, z których może nawet w najbliższych kilku latach nie można się spodziewać żadnych bezpośrednich, majątkowych profitów, takich jak dywidendy czy udziały w zyskach.

Przykładem analityka, dla którego taką właśnie wartość poznawczą mogą przedstawiać sprawozdania skonsolidowane, jest potencjalny inwestor albo też wierzyciel (bank lub inny kredyto- lub pożyczkodawca), określający zdolność kredytową jednostki dominującej. Dla niego nawet wysoki wynik finansowy skonsolidowany, ale przy jednoczesnym wystąpieniu straty w jednostce dominującej, nie może być gwarancją jej zdolności kredytowej, chociaż może polepszyć widoki na jej uzyskanie. Skupienie uwagi głównie na pojedynczym sprawozdaniu jednostki dominującej jest tu zrozumiałe. Kredyt czy pożyczka udzielana jest konkretnemu podmiotowi gospodarczemu, a nie enigmatycznej grupie kapitałowej. Taka perspektywa niejako nakazuje koncentrowanie się przede wszystkim na możliwościach tego właśnie podmiotu. Rentowność i dobra ogólna kondycja podmiotów powiązanych z badanym mogą być tu swoistą gwarancją pewnej przyszłości, a więc i określonej, dobrej kondycji podmiotu – potencjalnego dłużnika, jego zdolności do spłaty kredytu i udźwignięcia związanego z nim kosztu.

Analiza sprawozdań nabiera pierwszorzędnego znaczenia w przypadku, gdy analitykowi zależy na tym, aby stwierdzić, z kim ma do czynienia, jak wygląda kondycja rynkowa i finansowa koncernu, konglomeratu czy innej organizacji wielopodmiotowej na tle innych, jaka jest jej siła gospodarcza, w jakiej niszy rynkowej prowadzi swoją działalność gospodarczą i z jakim efektem, jak dynamicznie rozwija się zarówno pod względem organizacyjno-strukturalnym, jak i potencjału produkcyjno-usługowego.

Ponieważ grupa kapitałowa jest wyrazem swoistej synergii niezależnych organizmów gospodarczych (wprawdzie każdy z nich z osobna spełnia jakieś funkcje, osiąga postawione sobie cele, ale poprzez powiązania kapitałowe osiąga dodatkowo jeszcze inne korzyści, takie jak zasięg rynkowy, popularność marki i znaku handlowego, dostęp do źródeł kapitału, które przekładają się wprost na jego aktywa netto i realizowane zyski), jej sprawozdania finansowe charakteryzują ekonomiczno-finansowy status quo bardzo specjalnego organizmu gospodarczego i dlatego może być ona przedmiotem analizy. W tej analizie na plan pierwszy wysuwa się informacja skonsolidowana, ponieważ to właśnie ona, jako specjalnie przygotowany agregat finansowy, charakteryzuje zbiorczo cały wielopodmiotowy organizm: stan majątku i efektywność jego wykorzystania, zdolność płatniczą i zadłużenie. Skonsolidowana wartość i struktura aktywów w grupie kapitałowej pozwala rozpoznać

wielkość zaangażowanego w danej branży lub branżach majątku. Kapitał własny i struktura odniesiona dodatkowo do skonsolidowanej wartości zobowiązań mówią o własnym finansowaniu (zabezpieczeniu) tejże działalności gospodarczej. Wynik finansowy skonsolidowany, analizowany w szczególności w kontekście rozmiarów przychodów ze sprzedaży lub ich kosztu własnego, wskazuje na jakość podejmowanych w grupie kapitałowej decyzji operacyjnych i jej pozycje na tle konkurencji¹⁵.

Zakończenie

Niewątpliwie wydaje się, iż fuzje i przejęcia przedsiębiorstw w Polsce są naturalnym zachowaniem, wymuszonym przez rynek i otoczenie instytucjonalne. Obserwacja rynku paliwowego, farmaceutycznego czy sektora bankowego w Polsce pozwala stwierdzić, iż zjawisko to może okazać się główną metodą odzyskiwania sprawności, produktywności, elastyczności oraz konkurencyjności gospodarki.

Przekształcenia własnościowe dokonujące się w Polsce, zmniejszający się poziom inflacji, taniejące kredyty zachęcają do stosowania coraz doskonalszych narzędzi oceny efektywności gospodarowania.

Szczególną przesłanką analizy sprawozdań finansowych skonsolidowanych może być również i to, że grupy kapitałowe stają się immanentnym elementem rzeczywistości gospodarczej. Ponieważ powstały one z potrzeb poszukiwania nowych dróg rozwoju podmiotów i nowych metod zarządzania działalnością gospodarczą, konieczne jest podejmowanie próby oceny efektów tych poszukiwań, efektów, które niekoniecznie szybko się ujawniają i niekoniecznie są widoczne wprost w księgach rachunkowych analizowanego, pojedynczego podmiotu. Wobec powyższego ważne jest opracowanie metodyki oceny grupy kapitałowej tak, aby możliwe było dokonywanie pewnych porównań i wykrywanie zagrożeń kontynuacji działania. Stworzenie takiej metodyki może następować na wzór klasycznej analizy finansowej, jednakże pod warunkiem – jak już wcześniej stwierdzono – specjalnego uwzględnienia w ocenie faktu, że analiza odnosi się do organizacji wielopodmiotowej.

Natomiast na gruncie polskim brak jest znaczących opracowań, zarówno jeżeli chodzi o zakres badania, jego sposób, jak i interpretację wyników grupy kapitałowej. W literaturze przedmiotu zagadnienie oceny działalności gospodarczej ma charakter niepełny i fragmentaryczny. Ponadto aktualnie publikowane prace podejmują próby interpretacji nowego systemu ocen oraz naświetlenia jego wad i niedomagań najczęściej w kontekście syntetycznych rozwiązań mierników. Brak jest natomiast szerszych opracowań uwzględniających czynniki warunkujące skuteczność systemu ocen oraz wyniki badań faktycznego zachowania się grupy kapitałowej w aspekcie obowiązujących, normatywnych zasad ich działalności.

Literatura

Brigham E.F., Houston J.F., *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 2005.

Frąckowiak W., *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 1998.

Łukasik G., *Szanse i zagrożenia kapitałowego łączenia się przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowości i Finansów w Katowicach” 2000, nr 3.

Malara Z., *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 2004, nr 9.

¹⁵ S. Wiankowski, Z. Bogusławski, J. Borzęcki, A. Karmańska, *Praktyka...*, *op.cit.*, s. 136-137.

Malara Z., *Restrukturyzacja organizacyjna przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Wrocławskiej, Wrocław 2001.

Malara Z., *W poszukiwaniu dojrzałości organizacyjnej przedsiębiorstwa*, Wyd. Ośrodka Postępu Organizacyjnego TNOiK w Bydgoszczy, Bydgoszcz 2000.

Masiukiewicz P., *Efekt synergii pomoże oszacować MVA*, „Finansista” 2004, nr 5(29).

Słownik wyrazów obcych, red. B. Pakosz, PWN, Warszawa 1993.

Pausenberger E., *Ocena wyników zagranicznych przedsiębiorstw-córek w koncernach*, [w:] *Nowoczesne tendencje w nauce i praktyce zarządzania przedsiębiorstwem*, red. J. Kortan, Społeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania, Łódź 1997.

Peplak T., *EVA ostrzega przed przewartościowaniem*, „Finansista” 2004, nr 3(28).

Rak J., Turyna J., *Rachunkowość i finanse grupy kapitałowej*, Difin, Warszawa 2004.

Szymczak M., *Słownik języka polskiego*, t. II, PWN, Warszawa 1992.

Trocki M., *Grupy kapitałowe. Tworzenie i funkcjonowanie*, PWN, Warszawa 2004.

Walczak M., *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Difin, Warszawa 2003.

Wersty B., *Analiza decyzyjna w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Wyd. AE, Wrocław 1994.

Wiankowski S., Bogusławski Z., Borzęcki J., Karmańska A., *Praktyka funkcjonowania krajowych grup kapitałowych*, Instytut Organizacji i Zarządzania w Przemysle „ORGMASZ”, Warszawa 2000.

Wiankowski S., Bogusławski Z., Borzęcki J., Karmańska A., *Zarządzanie grupą kapitałową. Analiza i projektowanie rozwiązań organizacyjnych*, Instytut Organizacji i Zarządzania w Przemysle „ORGMASZ”, Warszawa 1999.