

**STUDIA I PRACE WYDZIAŁU NAUK EKONOMICZNYCH
I ZARZĄDZANIA NR 1**

ALEKSANDRA GAŚSIOR-ŻARSKA

**WIELOKIERUNKOWA OCENA RENTOWNOŚCI SPÓLEK
W WYNIKU PROCESÓW FUZJI I PRZEJĘĆ
W SEKTORZE TELEKOMUNIKACYJNYM**

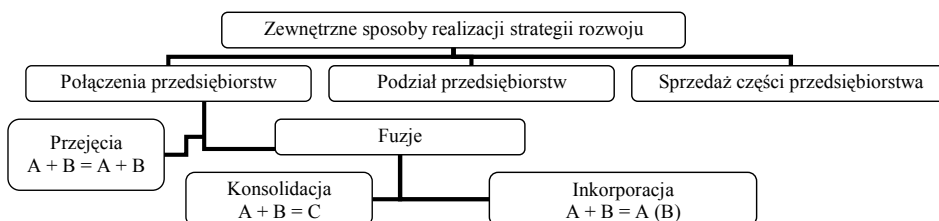
Współcześnie przedsiębiorstwa dążą do wzrostu swojej efektywności, podniesienia konkurencyjności nie tylko na rynku krajowym, ale również na rynku globalnym. Restrukturyzacja niejednokrotnie oznacza dla nich eliminację powtarzających się działań w różnych działach, a nawet zamykanie nierentownych jednostek, co wiąże się również ze zwolnieniem pracowników¹.

Restrukturyzacja jest procesem dostosowania organizacyjnego, ekonomicznego, finansowego i technicznego do celu postawionego przed przedsiębiorstwem. Traktuje się go jako zespół działań dążących do podniesienia efektywności i wykorzystania zasobów w prowadzonej działalności gospodarczej, tak by zapewniły konkurencyjność rynkową².

¹ K. Przybyłowski, S.W. Hartley, R.A. Kerin, W. Rudelius: *Marketing*. Dom Wydawniczy ABC, 1998, s. 97.

² A. Kamela-Sowińska, A.B. Mirecki: *Restrukturyzacja jako technika ratowania rozwoju przedsiębiorstwa*. OPO, Bydgoszcz 1995, s. 19. Szerzej na temat definicji restrukturyzacji zob. R. Borowiecki: *Restrukturyzacja przedsiębiorstw w obliczu procesów transformacji, integracji i globalizacji*. W: *Globalizacja i integracja gospodarcza a procesy restrukturyzacji i rozwoju przedsiębiorstw*. Red. R. Borowiecki, A. Jaki. Wyd. Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Warszawa–Kraków 2003, s. 22–25; R. Borowiecki, A. Nalepa, *Restrukturyzacja w procesie funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstw*. W: *Zarządzanie restrukturyzacją procesów gospodarczych. Aspekt teoretyczno-praktyczny*. Red. R. Borowiecki. Difin, Warszawa 2003, s. 75–80.

Zdaniem C. Suszyńskiego³, przedłużeniem rozpoczętej w latach 90. XX wieku restrukturyzacji przedsiębiorstw jest konsolidacja jako proces, który obecnie wyznacza główny nurt przemian. Sens konsolidacji przejawia się w świadomym i celowym działaniu umożliwiającym rozwój przedsiębiorstw przez ich łączenie lub/i wewnętrzne wzmocnienie jednostki gospodarczej⁴. Takie znaczenie konsolidacji sugeruje dążenie przedsiębiorstw do łączenia, które następuje w drodze fuzji i przejęć (*mergers and acquisitions* – M & A), co oznacza, że przedsiębiorstwo dąży do rozwoju przez wzrost zewnętrzny (rysunek 1).



Rys. 1. Rozwój przez wzrost zewnętrzny – rodzaje połączeń przedsiębiorstw

Źródło: Z. Pierścionek: *Fuzje i przejęcia w procesie globalizacji przedsiębiorstw*. Instytut Funkcjonowania Gospodarki Narodowej, SGH, Warszawa 2001, s. 12.

Według L. Bednarskiego, w procesie fuzji i przejęć instytucje gospodarcze mogą korzystać z wielu tradycyjnych wskaźników, ale powinny one być pogrupowane, aby zbadać dany podmiot gospodarczy pod względem:

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

³ Szerzej na temat restrukturyzacji i konsolidacji zob. C. Suszyński: *Restrukturyzacja, konsolidacja, globalizacja przedsiębiorstw*. PWE, Warszawa 2003, s. 11 i n.

⁴ Por. *ibidem*, s. 196–353.

Dobór wskaźników do oceny sytuacji finansowej jednostek gospodarczych jest uzależniony od źródeł informacji. Wszystkie wskaźniki wykorzystywane w analizie finansowej można obliczyć⁵:

- a) korzystając z danych wyrażających stan zjawiska na początku i końcu okresu sprawozdawczego; różnice w tak obliczonych wskaźnikach określają zmiany w badanym zjawisku, które są wynikiem decyzji gospodarczych podejmowanych w ciągu całego okresu sprawozdawczego;
- b) na podstawie wielkości średnich.

Podejście to zostało zaprezentowane w tabeli 1.

Tabela 1

Zestawienie wskaźników analitycznych

Nazwa wskaźnika	Metoda kalkulacji	Treść wskaźnika
1	2	3
Wskaźniki zyskowności		
Zyskowność sprzedaży (<i>return on sales</i>)	$\frac{\text{zysk netto}}{\text{sprzedaż netto}}$	marża zysku na sprzedaży
Zyskowność majątku (<i>return on total assets</i>)	$\frac{\text{zysk netto}}{\text{majątek ogółem aktywa}}$	efektywność wykorzystania majątku
Zyskowność kapitałów własnych (<i>return on equity</i>)	$\frac{\text{zysk netto}}{\text{kapitały własne}}$	stopa zyskowności zainwestowanych w firmie kapitałów własnych
Dźwignia finansowa (<i>leverage</i>)	<i>zyskowność własnych kapitałów – skorygowana o zyskowność majątku</i>	efektywność wykorzystywanych obcych kapitałów

⁵ M. Sierpińska, T. Jachna: *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. PWN, Warszawa 2005, s. 145.

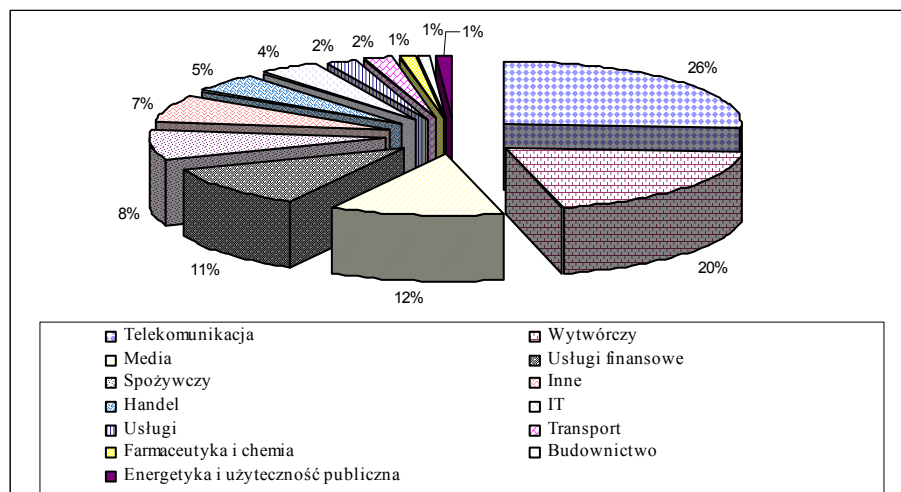
1	2	3
Wskaźniki płynności finansowej		
Płynność bieżąca (<i>current ratio</i>)	$\frac{\text{środki obrotowe ogółem}}{\text{zobowiązania bieżące}}$	możliwość spłacenia zobowiązań krótkoterminowych środkami obrotowymi
Szybkość spłaty zobowiązań (<i>quick ratio – acid test ratio</i>)	$\frac{\text{płynne środki obrotowe}}{\text{zobowiązania bieżące}}$	zdolność do szybkiego uregulowania krótkoterminowych zobowiązań
Obrót należnościami (<i>receivables turnover</i>)	$\frac{\text{sprzedaż netto}}{\text{przeciętny stan należności}}$	liczba cykli obrotu należnościami w ciągu roku
Cykl inkasa należności w dniach (<i>day's sales in receivables</i>)	$\frac{\text{liczba dni w okresie}}{\text{obróć należnościami}}$	kredytowanie odbiorców mierzone liczbą dni przeciętnie niezbędnych na inkaso należności
Cykl spłaty zobowiązań krótkoterminowych (<i>current liabilities turnover</i>)	$\frac{\text{przeciętny stan zobowiązań}}{\text{sprzedaż netto : 365}}$	okres spłaty zobowiązań krótkoterminowych przychodami ze sprzedaży
Obrót zapasami (<i>inventory turnover</i>)	$\frac{\text{sprzedaż netto}}{\text{przeciętny stan zapasów}}$	liczba cykli obrotu zapasami
Stan zapasów w dniach (<i>day's supply in inventory</i>)	$\frac{\text{liczba dni w okresie}}{\text{wskaźnik obrotu zapasami}}$	liczba dni potrzebna na jeden cykl obrotu zapasami (zamiany ich na płynne środki)
Wskaźniki wypłacalności (zdolności do obsługi długów)		
Pokrycie odsetek zyskiem (<i>times interest earned</i>)	$\frac{\text{zysk brutto} + \text{płacone odsetki}}{\text{odsetki}}$	zdolność do obsługi długookresowych pożyczek
Obciążenie majątku zobowiązaniami (<i>debt ratio</i>)	$\frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{majątek ogółem}}$	stopień pokrycia majątku kapitałami obcymi
Pokrycie majątku kapitałami własnymi (<i>equity ratio</i>)	$\frac{\text{kapitały własne} + \text{rezerwy}}{\text{majątek ogółem}}$	stopień pokrycia majątku kapitałami własnymi
Relacja zobowiązań do kapitałów (<i>debt-equity ratio</i>)	$\frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{kapitały własne} + \text{rezerwy}}$	stopień ryzyka finansowego kredytodawców
Pokrycie zobowiązań nadwyżką finansową (<i>fund flows to debt ratio</i>)	$\frac{\text{nadwyżka finansowa}}{\text{zobowiązania}}$	zdolność do pełnej spłaty zobowiązań nadwyżki finansowej (tj. bez uszczuplenia majątku)

1	2	3
Wskaźniki rynku kapitałowego		
Zysk na jedną akcję (<i>earnings per share</i> – EPS)	$\frac{\text{zysk netto}}{\text{ogólna liczba emitowanych akcji}}$	marża zysku przypadająca na jedną akcję
Relacja ceny do zysku na jedną akcję (<i>price-earnings ratio</i> – 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 (<i>price-equity ratio</i>)	$\frac{\text{cena rynkowa jednej akcji}}{\text{kapitał własny na jedną akcję}}$	skala zdolności kapitału własnego do kreowania zysku
Stopa dywidendy (<i>dividend yield</i>)	$\frac{\text{dywidenda na jedną akcję}}{\text{cena rynkowa jednej akcji}}$	skala korzyści udziałowców w stosunku do ceny rynkowej akcji
Stopa wypłat dywidendy (<i>dividend payout</i>)	$\frac{\text{dywidenda na jedną akcję}}{\text{zysk netto na jedną akcję}}$	skłonność spółki do przeznaczania zysku spółki na dywidendy w łącznym zysku netto

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

Sektor telekomunikacyjny charakteryzuje się coraz większą liczbą procesów fuzji i przejęć, a w najbliższym czasie przewidywane jest nasilenie tych procesów. W latach 2001–2005 był to jeden z dynamiczniej rozwijających się sektorów w wyniku fuzji i przejęć, co szczególnie widać w udziale procentowym wartości realizowanych transakcji M & A na polskim rynku (wykres 1).

Do początku transformacji jedyną firmą na polskim rynku usług telekomunikacyjnych była obecna Telekomunikacja Polska SA. W okresie przemian dopuszczono do głosu inicjatywę prywatną, zachęcając ją do działania decyzjami rządowymi zmierzającymi do demonopolizacji sektora telekomunikacyjnego. Starania o przyłączenie Polski do Unii Europejskiej wzmożyły zainteresowanie prywatnych operatorów rozpoczęciem działalności w sektorze telekomunikacyjnym. W artykule zaprezentowano wyniki badań sytuacji finansowej dziewięciu spółek telekomunikacyjnych, które podjęły działalność w sześciu różnych regionach kraju. Okres badawczy obejmuje lata 2001–2005, ale pierwsze przejęcie zakończyło się w 2003 roku, a drugie w 2005 roku, którego rezultatem było utworzenie Grupy Kapitałowej Z.

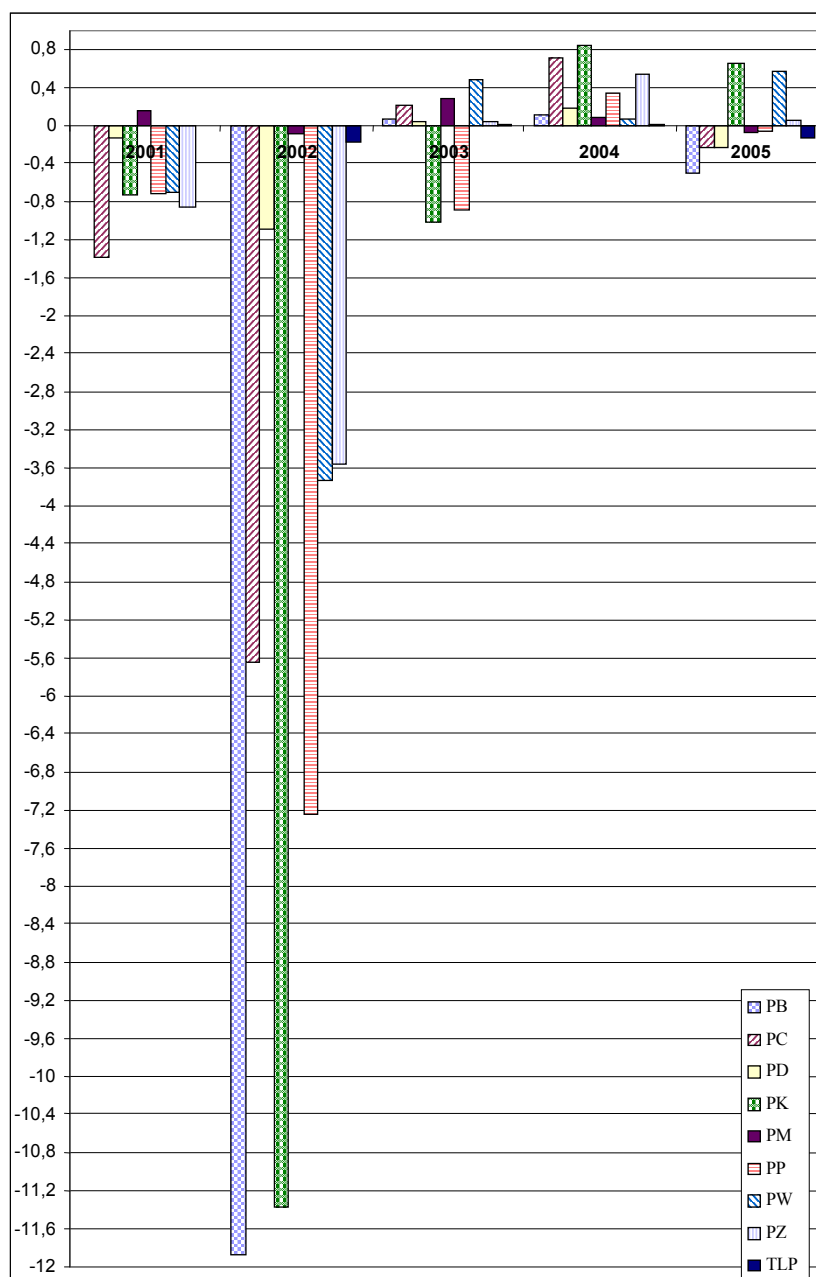


Wykres 1. Sektory uczestniczące w rynku fuzji i przejęć w 2005 roku (wartościowo, w %)

Źródło: PricewaterhouseCoopers, zasoby internetowe [a] www.pwc.com/pl/pol/ins-sol/publ/2006/fuzje_cee_survey_pl.pdf.

Do oceny opłacalności zużycia czynników produkcji wykorzystano rentowność sprzedaży (*ROS*) i poziom kosztów (*koszty ogółem/przychody ogółem*).

Wyniki badań wykazały, że wartość wskaźnika **rentowności sprzedaży**, świadcząca o rentowności całej działalności poszczególnych przedsiębiorstw, w początkowym okresie była na bardzo niskim poziomie (wykres 2). Dla wszystkich spółek bez wyjątku najgorszy był 2002 rok. Poprawę odnotowano w 2003 roku, który dla spółek PK i PP nadal zakończył się ujemną wartością wskaźnika rentowności sprzedaży. Trzeba zwrócić uwagę, że pomimo wartości ujemnych odnotowano poprawę, gdyż w 2002 roku PK i PP uzyskały wartości ujemne na poziomie odpowiednio 1137,6 i 72,3%, a już w 2003 roku – 102,14 i 89,99% (tabela 2). Rok 2004 był bardzo korzystny, ponieważ wszystkie spółki osiągnęły dodatnią wartość wskaźnika *ROS*. Niestety, w 2005 roku nastąpił spadek wartości tego wskaźnika dla takich spółek, jak PB, PC, PD, PM, PP, TLP, przyjmując ujemne wartości na poziomie 49,14, 23,17, 23,33, 6,91, 5,66 i 12,8%. Wartości dodatnie, tak jak w przypadku rentowności kapitałowej, osiągnęły jedynie spółki PK (65,47%), PW (56,28%) i PZ (5,37%).



Wykres 2. Wyniki wskaźnika rentowności sprzedaży badanych spółek w latach 2001–2005

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2

Wyniki wskaźnika rentowności sprzedaży badanych spółek w latach 2001–2005

Lp.	Spółka	2001	2002	2003	2004	2005
1.	PB	0,001225	-11,86990	0,062975	0,107016	-0,491360
2.	PC	-1,395440	-5,63609	0,207551	0,708770	-0,231710
3.	PD	-0,133560	-1,08633	0,043972	0,176314	-0,233340
4.	PK	-0,723860	-11,37600	-1,021440	0,843721	0,654671
5.	PM	0,158744	-0,09406	0,276930	0,086374	-0,069130
6.	PP	-0,711000	-7,25297	-0,899890	0,344715	-0,056560
7.	PW	-0,692340	-3,73625	0,489577	0,072017	0,562832
8.	PZ	-0,851250	-3,56107	0,034700	0,531687	0,053652
9.	TLP		-0,18294	0,024914	0,017519	-0,128010

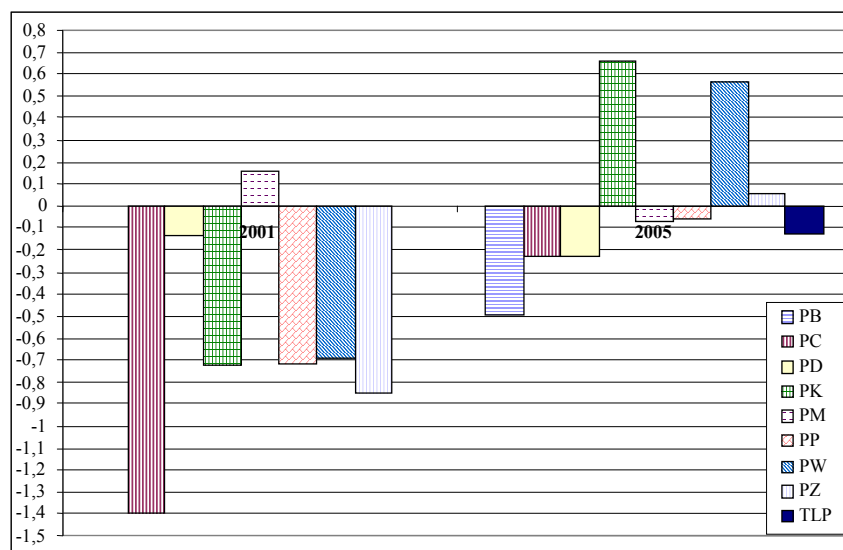
Źródło: opracowanie własne.

Porównując wyniki kształtowania się wartości wskaźnika rentowności sprzedaży w latach 2001–2005, można stwierdzić znaczną poprawę sytuacji badanych spółek pod tym względem (wykres 3). W roku 2001 jedynie spółki PB (0,13%) i PM (15,87%) wykazywały dodatnią wartość wskaźnika, niestety, w 2005 roku ich wyniki były ujemne: PB – minus 49,14%, a PM – minus 6,91%. Wyniki poprawiły spółki PK, PW, PZ.

Rachunek zysków i strat świadczy o tym, że badane przedsiębiorstwa w dużym stopniu korzystały z usług obcych. Było to wynikiem podpisania umowy w 2003 roku przez wszystkie spółki ze spółką TLP o przeniesienie usług dotyczących zatrudnienia, gdyż pozostałe spółki dokonały zwolnień pracowników, chcąc zmniejszyć koszty wynagrodzeń. Kolejne lata charakteryzowały się znaczną obniżką kosztów działalności, na czym zyskały wszystkie przedsiębiorstwa, z wyjątkiem PM i TLP.

Ujemne wyniki wyliczone na podstawie wskaźnika *ROS* są rezultatem, podobnie jak w przypadku wskaźników kapitałowych, poniesienia straty finansowej. Przyczyną ujemnego wyniku finansowego były odpisy aktualizujące wartość bilansową środków trwałych w budowie, pożyczek i koncesji. Tym samym ponosząc straty, przedsiębiorstwa uzyskały ujemne wartości wskaźnika rentowności sprzedaży. Poprawy rentowności badanych spółek należy upatry-

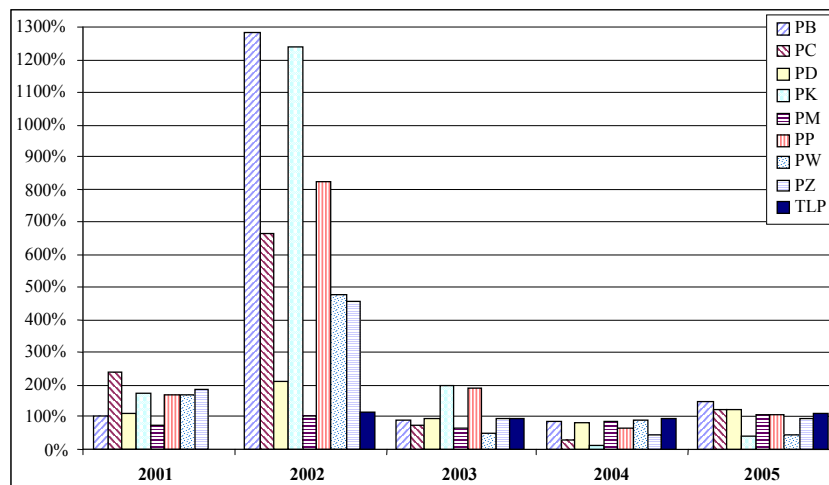
wać również w działaniach, które podjęto w latach 2003 i 2005, czyli w przejęciu spółek.



Wykres 3. Wartości wskaźnika rentowności sprzedaży badanych spółek w 2002 roku w porównaniu z 2005 rokiem

Źródło: opracowanie własne.

Prezentując **poziom kosztów**, należy zauważyć, że wartości wskaźnika powyżej stu procent, czyli takie, jakie się pojawiły w badaniach, wskazują na brak rentowności we wszystkich przedsiębiorstwach w latach od 2001–2005 (wykres 4). Najgorsze wyniki osiągnęły spółki w 2002 roku z powodu odpisów aktualizujących wartość bilansową środków trwałych w budowie, pożyczek i koncesji. Najgorsze wyniki osiągnęły spółki PB (1286,99%), PC (663,61%), PK (1237,6%), PP (825,3%) – tabela 3.



Wykres 4. Wyniki wskaźnika poziomu kosztów badanych spółek w latach 2001–2005

Źródło: opracowanie własne.

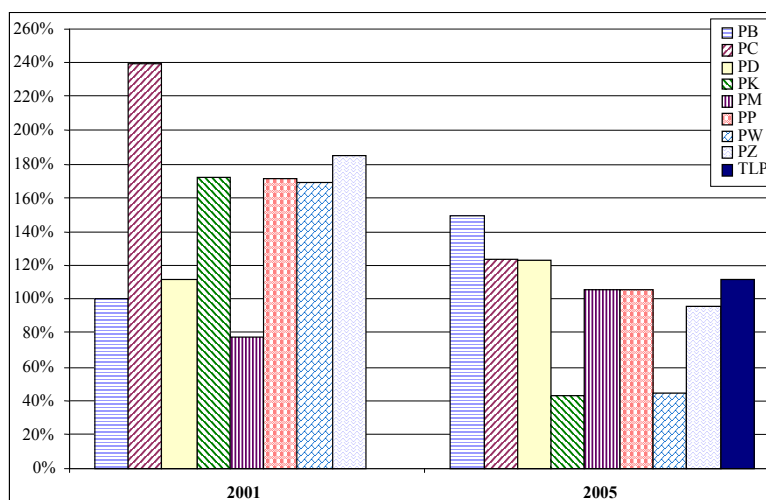
Tabela 3

Wskaźnik poziomu kosztów badanych spółek w latach 2001–2005 (%)

Lp.	Spółka	2001	2002	2003	2004	2005
1.	PB	100,23	1286,99	93,64	87,45	149,38
2.	PC	239,54	663,61	79,24	28,96	124,26
3.	PD	111,16	208,60	95,60	80,59	122,56
4.	PK	172,39	1237,60	202,14	13,15	42,82
5.	PM	77,51	104,30	67,35	89,44	106,23
6.	PP	171,10	825,30	189,99	65,08	106,22
7.	PW	169,11	473,59	51,04	92,11	44,10
8.	PZ	185,12	456,11	96,53	45,96	95,71
9.	TLP		118,29	96,76	98,36	111,17

Źródło: opracowanie własne.

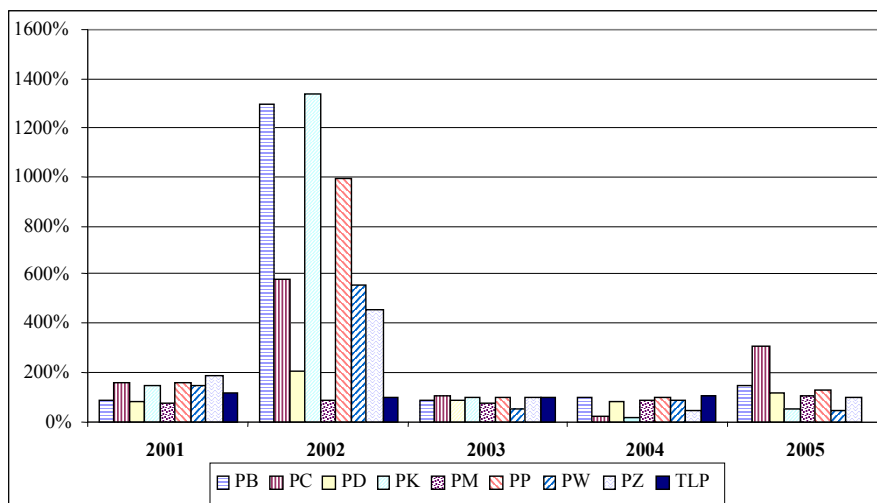
W roku 2005 wskaźnik poziomu kosztów był znacznie niższy niż w jednym z najgorszych lat (2002) – wykres 5. Oceniając ogólny wskaźnik poziomu kosztów, należy zaznaczyć, że opłacalność działalności przedsiębiorstwa może budzić pewne wątpliwości.



Wykres 5. Wartości wskaźnika poziomu kosztów badanych spółek z 2002 roku w porównaniu z 2005 rokiem

Źródło: opracowanie własne.

Uszczegółowiony wskaźnik poziomu kosztów (wykres 6) informuje, że poziom kosztów w badanych spółkach w dużej mierze zależy od działalności operacyjnej przedsiębiorstw. Z wykresu tego można odczytać, że lata 2001, 2002 i 2005 są najgorsze w działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. Dodatkowo wartości wskaźnika świadczą o deficytowości przedsiębiorstw. Najgorsze wartości wskaźnika miał w 2002 roku (tabela 4). Polepszenie nastąpiło w następnym, 2003 roku, który charakteryzował się przejściem przez spółkę E i MH. Wartości wskaźnika najlepsze były w 2004 roku, przed kolejnym przejściem, które nastąpiło w 2005 roku.



Wykres 6. Wyniki uszczegółowionego wskaźnika poziomu kosztów badanych spółek w latach 2001–2005

Źródło: opracowanie własne.

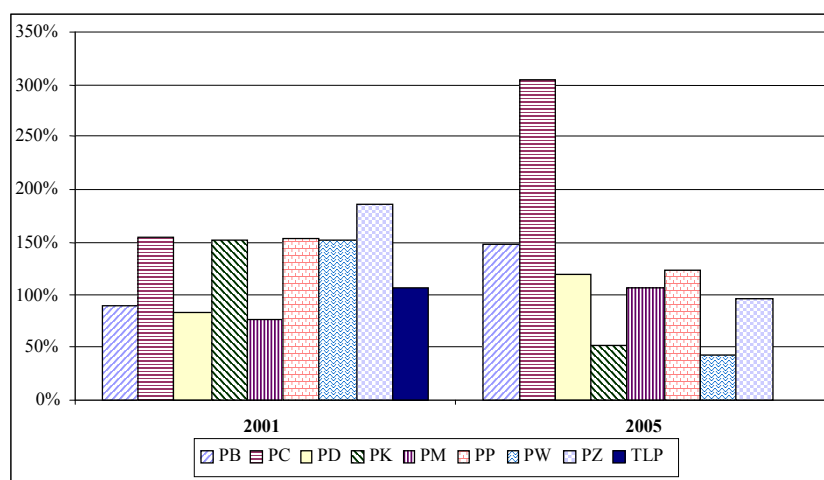
Tabela 4

Wyniki uszczegółowionego wskaźnika poziomu kosztów badanych spółek w latach 2001–2005 (%)

Lp.		2001	2002	2003	2004	2005
1.	Brzesko	89,16	1296,00	92,76	96,43	148,33
2.	Centrum	153,85	583,18	101,69	25,83	304,54
3.	Dębica	82,50	208,71	89,51	84,96	119,38
4.	Konin	151,71	1337,86	93,27	15,76	51,79
5.	Mielec	76,85	86,98	73,55	87,94	105,59
6.	Południe	153,13	991,87	95,30	94,95	123,68
7.	Wschód	151,44	557,00	55,18	90,06	42,22
8.	Zachód	185,12	456,11	96,53	45,96	95,71
9.	Polska		118,69	95,60	98,34	105,01

Źródło: opracowanie własne.

Działalność badanych spółek prowadzona w latach 2002–2005 nie spowodowała dynamicznego spadku wartości wskaźnika poziomu kosztów ani ogólnego, ani uszczegółowionego (wykres 7).



Wykres 7. Wartości uszczegółowionego wskaźnika poziomu kosztów badanych spółek w 2002 roku w porównaniu z 2005 rokiem

Źródło: opracowanie własne.

Wartości wskaźników rentowności nie prezentują się najlepiej, co wynika ze zobowiązań zaciągniętych przez przedsiębiorstwa w myśl postanowień prawnych. Dopiero od 2002 roku spółki mogły liczyć zgodnie z ustawą o restrukturyzacji zobowiązań koncesyjnych operatorów stacjonarnych publicznych sieci telefonicznych na poprawę swoich wyników, co było ich głównym celem, a wynika to z przeprowadzonych odpisów aktualizujących wartość bilansową środków trwałych w budowie, pożyczek i koncesji, które przyczyniły się do strat, a nie osiągnięcia zysków przez badane przedsiębiorstwa.

**MULTIDIRECTIONAL ESTIMATION
OF COMPANIES' REMUNERATIVENESS AS A RESULT
OF PROCESSES OF THE MERGER AND ACQUISITION
IN THE TELECOMMUNICATIONAL SECTOR**

Summary

The purpose of the article is to presenting the fragmentary effects carried out on chosen telecommunicational companies of examinations. The Author has wanted to show how process of the merger and acquisition has influenced in turns of reinspected companies' remunerativeness.

Translated by Aleksandra Gąsior-Żarska