Izabela JONEK-KOWALSKA
Politechnika Śląska

DYSSYNERGIA A RYZYKO UPADŁOŚCI W PROCESIE FUZJI I PRZEJĘĆ

Upadłość rozumiana będzie w artykule jako niemożność dalszego prowadzenia działalności[1], co z reguły utożsamiane jest z utratą płynności finansowej, czyli zdolności do regulowania bieżących zobowiązań[2]. W praktyce zasadniczym źródłem utraty płynności jest brak nadwyżki przychodów nad ponoszonymi kosztami[3]. A zatem o ryzyku upadłości w ogromnej mierze decyduje zdolność przedsiębiorstwa do generowania zysku, czyli osiągania owej nadwyżki przychodów nad kosztami.

1. Dyssynergia w procesie fuzji i przejęć

Przeprowadzenie fuzji czy przejęcia jest operacją wieloetapową, zazwyczaj niepowtarzalną i obarczoną znacznym ryzykiem. Często połączone przedsiębiorstwa pozostają w tyle za średnią branży, co pociąga za sobą spadek kursów ich akcji i wartości firmy. Szacuje się, iż tylko 20% transakcji kończy się sukcesem, a więc 80% przedsiębiorstw poddanych fuzji czy przejęciu jest lub było zagrożone upadłością[4]. Z tych właśnie powodów przejęcie lub fuzja traktowane są obecnie jako jedno z głównych źródeł wzrostu ryzyka upadłości przedsiębiorstw.

---

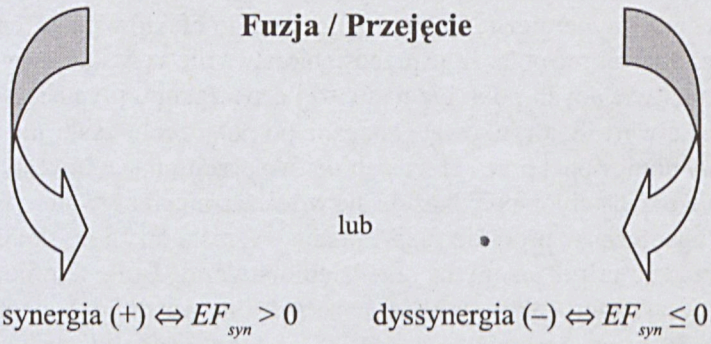
[1] S. Nahotko, *Diagnozowanie menedżerskie w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, TNOiK, Bydgoszcz 1996, s. 229.

[2] W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2002, s. 104.

[3] M. Zaleska, *Identyfikacja ryzyka upadłości przedsiębiorstwa i banku. Systemy wczesnego ostrzegania*, Difin, Warszawa 2002, s. 14.

[4] B. Kaźmierska-Jóźwiak, *Kluczowe czynniki powodzenia fuzji i przejęć przedsiębiorstw*, Przegląd Organizacji 2002, nr 9, s. 18.

W wyniku fuzji lub przejęcia dochodzi do połączenia dwóch odrębnych przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwa dokonujące przejęć i fuzji liczą na osiągnięcie dodatkowych korzyści, wynikających z połączenia. Pragną, aby pomiędzy współdziałającymi przedsiębiorstwami wystąpiła synergia, czyli „zjawisko wzajemnego wzmacniania, potęgowania się dwu lub więcej ściśle powiązanych elementów, współdziałających w jednym bądź zbliżonym czasie i prowadzących do powstania efektów łącznych (sprzężonych)"[5]. Jeżeli zjawisko synergii wystąpi, to przedsiębiorstwa skorzystają z dodatkowej premii w postaci efektów synergicznych, a wartość połączonych przedsiębiorstw będzie większa niż suma ich odrębnych wartości przed połączeniem, co częstokroć określa się symboliczną formułą „2+2=5". Jednakże przy dokonywaniu fuzji i przejęć niejednokrotnie ignorowany jest fakt, iż wartość nowo powstałego przedsiębiorstwa może być zarówno większa, jak i mniejsza od sumy wartości odrębnie funkcjonujących przedsiębiorstw[6]. W tym drugim przypadku mamy do czynienia ze zjawiskiem dyssynergii i towarzyszącymi mu efektami (rys. 1).



Rys. 1. Efekty synergii i dyssynergii
(EF_{syn} – efekty synergiczne)
Źródło: Opracowanie własne

Z dyssynergią związane są ujemne lub zerowe efekty synergiczne, co generuje różne zmiany w kondycji finansowej przedsiębiorstwa, mogące świadczyć o podwyższonym ryzyku upadłości. W procesie fuzji i przejęć główne powody dyssynergii, wywołującej wzrost ryzyka upadłości, to:

– tzw. przejęcie „przegranego", uniemożliwiające osiągnięcie pożądanych efektów synergicznych,

[5] C. Suszyński, *Synergia w działalności rynkowej przedsiębiorstw*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 1992, s. 44.

[6] F. Capra, *Punkt zwrotny*, PIW, Warszawa 1987, s. 298.

– ustalenie zbyt wysokiej premii za spodziewane efekty synergiczne,
– niewłaściwe zarządzanie połączonymi przedsiębiorstwami[7].

W sytuacji połączenia przedsiębiorstwa z „przegranym" efekty synergiczne są osiągane niezwykle rzadko[8]. Najczęściej występuje wówczas dyssynergia. Co prawda, cena przejmowanego przedsiębiorstwa jest z reguły dość atrakcyjna, jednakże przedsiębiorstwo nieposiadające w chwili przejęcia żadnych atrakcyjnych cech, warunkujących sukces rynkowy, może stać się w przyszłości dla przejmującego „ciężarem". Przegrane przedsiębiorstwo wymaga bowiem restrukturyzacji, a co najmniej dofinansowania oraz nowych inwestycji, które przedsiębiorstwo przejmujące częstokroć zmuszone jest finansować kapitałem obcym. A zatem, mimo pozornie atrakcyjnej ceny przejęcia, koszt pozyskania kapitału przez połączone przedsiębiorstwo znacznie wzrasta. Przejęte przedsiębiorstwo wchłania zyski przedsiębiorstwa przejmującego, samo zaś, bez odpowiednich inwestycji, nie jest w stanie generować finansowych pożytków.

Dyssynergia pojawia się także, gdy za przejęte przedsiębiorstwo zapłacono zbyt wysoką cenę. Przedsiębiorstwo przejmujące przeszacowuje wówczas możliwe do osiągnięcia efekty synergiczne. Jego prognozy co do efektów połączenia są błędne, ponieważ częstokroć połączone przedsiębiorstwa nie są w stanie wygenerować zysków, umożliwiających pokrycie nadwyżki ceny zakupu przedsiębiorstwa nad jego faktyczną wartością rynkową. Osiągane po połączeniu zyski nie rekompensują nadpłaty poniesionej przez przedsiębiorstwo przejmujące. Inwestycja w fuzję czy przejęcie przedsiębiorstwa okazuje się wówczas nieefektywna.

Ryzyko upadłości w procesie fuzji i przejęć wzrasta także na skutek niewłaściwego zarządzania połączonymi przedsiębiorstwami. Brak wspólnej strategii i ponownej weryfikacji celów sprawia, iż harmonijne współdziałanie, będące warunkiem koniecznym osiągnięcia dodatnich efektów synergicznych, nie zostaje zrealizowane. W systemie połączonych przedsiębiorstw pojawia się entropia i bałagan organizacyjny, co rodzi konieczność ponoszenia dodatkowych, nieuzasadnionych kosztów. Pogarsza się wówczas atmosfera pracy, spada wydajność, maleją przychody. Rosnące koszty i malejące przychody prowadzą do obniżenia zysku. W rezultacie okazuje się, iż pozyskanie przedsiębiorstwa stało się kosztownym przedsięwzięciem. Dotychczasowe rozważania w ujęciu syntetycznym przedstawiono na rysunku 2.

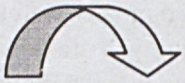
Po określeniu przyczyn dyssynergii w procesie fuzji i przejęć warto zastanowić się nad skutkami tego zjawiska i ich wpływem na wzrost ryzyka upadłości. Dlatego też w kolejnym punkcie poddano analizie symptomy dyssynergii i jej konsekwencje.

---

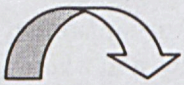
[7] S. Slatter, D. Lovett, *Restrukturyzacja firmy. Zarządzanie przedsiębiorstwem w sytuacjach kryzysowych*, WIG Press, Warszawa 2001, s. 32.

[8] Ekstremalnym przypadkiem jest połączenie dwóch „przegranych" przedsiębiorstw.

Fuzja / Przejęcie



dyssynergia (–) $\Leftrightarrow EF_{syn} \leq 0$



Przyczyny:
przejęcie „przegranego"
zapłacenie zbyt wysokiej ceny za przejmowane przedsiębiorstwo
niewłaściwe zarządzanie połączonymi przedsiębiorstwami

Rys. 2. Przyczyny dyssynergii w procesie fuzji i przejęć
Źródło: Opracowanie własne

2. Konsekwencje wzrostu ryzyka upadłości w procesie fuzji i przejęć

Omówione w poprzednim punkcie przypadki dyssynergii w procesie fuzji i przejęć wywołują różnorodne konsekwencje finansowe. Przejęcie przedsiębiorstwa „przegranego" wiąże się z bezpośrednim zmniejszeniem środków pieniężnych, wynikającym z dokonania płatności za przejmowane przedsiębiorstwo[9]. Ponadto – jak już powiedziano – przejęcie „przegranego" powoduje konieczność zwiększenia nakładów na jego funkcjonowanie, co częstokroć odbywa się z udziałem kapitału obcego i przez to zwiększa koszt pozyskania przejętego przedsiębiorstwa. Następuje więc znaczny odpływ środków pieniężnych z przedsiębiorstwa przejmującego i wydłuża się okres oczekiwania na dodatkowy zysk. W konsekwencji mamy wówczas do czynienia z ciągłym uszczuplaniem zysków przedsiębiorstwa przejmującego, które nie są rekompensowane przez zyski „przegranego". W ten oto sposób sytuacja nowo powstałego przedsiębiorstwa ulega znacznemu pogorszeniu, co może doprowadzić do wzrostu ryzyka upadłości połączonych przedsiębiorstw.

Po połączeniu często okazuje się, iż poniesione na „zakup" przedsiębiorstwa nakłady nie zwracają się, ponieważ zdolność przejętego przedsiębiorstwa do generowania przychodów, a w konsekwencji zysków, została przeszacowana. A zatem

[9] Najczęściej wiąże się to z wykupieniem akcji przejmowanego przedsiębiorstwa.

nowo powstałe przedsiębiorstwo będzie generowało mniejsze strumienie pieniężne niż oczekiwano. Koszt pozyskania kapitału przejmowanego przedsiębiorstwa okaże się wówczas wyższy niż jego możliwa efektywność. Nowo powstałe przedsiębiorstwo nie zrealizuje potencjalnych efektów synergicznych, a jego kondycja może być gorsza niż prognozowano przed dokonaniem przejęcia, co może spowodować nasilenie ryzyka upadłości.

W przypadku złego zarządzania połączonymi przedsiębiorstwami dochodzi najczęściej do niedopasowania struktur organizacyjnych zintegrowanych przedsiębiorstw, co rodzi dodatkowe koszty, a to z kolei powoduje nieuzasadnione ubytki środków pieniężnych. Jeżeli w porę nie zostaną podjęte procedury dostosowawcze, przedsiębiorstwu powstałemu w wyniku połączenia grozi zmniejszenie zysku, obniżenie zdolności do regulowania bieżących zobowiązań i w efekcie rośnie jego ryzyko upadłości.

Reasumując, każdy z omówionych powyżej przypadków dyssynergii w procesie fuzji i przejęć wywołuje zmniejszenie środków pieniężnych poprzez konieczność ponoszenia dodatkowych nakładów, które nie przynoszą oczekiwanych korzyści w postaci wspomnianych efektów synergicznych. We wszystkich tych przypadkach suma „2+2" jest mniejsza od 4. Koszt pozyskanego w wyniku fuzji lub przejęcia kapitału nie zwraca się, maleją przychody, rosną koszty, w konsekwencji obniżeniu ulegają zyski, co prowadzi do pogorszenia płynności finansowej powstałego podmiotu i wzrostu jego zagrożenia upadłością.

3. Ekonomiczna wartość dodana a ocena ryzyka upadłości

Wśród wielu wskaźników oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa coraz większą wagę przypisuje się ekonomicznej wartości dodanej (EVA), którą określa się jako „klucz do tworzenia bogactwa", albowiem jest ona kompleksowym miernikiem wyników działalności przedsiębiorstwa.

EVA równa się różnicy pomiędzy zyskiem operacyjnym po opodatkowaniu i odpowiednim kosztem kapitału zarówno obcego, jak i własnego. Sposób obliczania EVA opisuje poniższa formuła[10]:

$$EVA = NOPAT - C\% \times TC,$$

gdzie:

NOPAT – zysk operacyjny po opodatkowaniu:

[10] A. Ebrbar, *EVA. Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG Press, Warszawa 2000, s. 2.

NOPAT = przychody operacyjne – koszty operacyjne – podatek dochodowy,
C% – wyrażony w procentach koszt kapitału,
TC – całkowity kapitał.

Zaletą EVA jest to, że wiernie odzwierciedla rzeczywistość gospodarczą. Nie jest ona zniekształcona zabiegami księgowymi, a jej kalkulacja nie jest wyłącznie efektem analizy sprawozdań finansowych[11].

Przedstawiona powyżej formuła szacowania ekonomicznej wartości dodanej zawiera te elementy, które pozwalają kwantyfikować symptomy pogarszającej się sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, w szczególności w wyniku dyssynergii, będącej efektem przejęcia lub fuzji.

EVA pozwala rejestrować malejące przychody oraz rosnące koszty działalności operacyjnej, z jednoczesnym uwzględnieniem kosztu pozyskania kapitału, który w przypadku fuzji i przejęć jest niezwykle istotny. Ekonomiczna wartość dodana umożliwia kwantyfikację i pomiar pojawiających się bezpośrednio po przejęciu czy fuzji efektów dyssynergii lub synergii. Spadek wartości EVA tuż po połączeniu spółek dowodzi efektu dyssynergii. Schematycznie opisać to można formułą:

$$EVA_{3_{(t+1)}} \leq EVA_{1_t} + EVA_{2_t} \Rightarrow$$

$$\Rightarrow EVA_{3_{(t+1)}} - \left(EVA_{1_t} + EVA_{2_t}\right) \leq 0 \Rightarrow \text{dyssynergia},$$

gdzie:
EVA_1, EVA_2 – ekonomiczne wartości dodane odrębnych przedsiębiorstw przed połączeniem,
EVA_3 – ekonomiczna wartość dodana nowo powstałego przedsiębiorstwa,
t – czas.

Jeżeli dodatkowo w kolejnych okresach, po połączeniu przedsiębiorstw, ciąg różnic $EVA_{3_{(t+1)}} - \left(EVA_{1_t} + EVA_{2_t}\right)$[12], będzie wykazywał tendencję malejącą, to świadczy to o pogłębiającej się dyssynergii i oznacza wzrost ryzyka upadłości wywołany przez fuzję lub przejęcie.

[11] S. Slatter, D. Lovett, *Restrukturyzacja firmy*, s. 65.

[12] Gdzie element $\left(EVA_{1_t} + EVA_{2_t}\right)$ aktualizuje się poprzez dyskontowanie kosztem kapitału na dany moment.

Podsumowanie

Ekonomiczna wartość dodana może być wykorzystywana jako miernik pojawiającej się w wyniku fuzji i przejęć dyssynergii. Wykrycie pogłębiania się tego procesu może wskazywać na wzrost ryzyka upadłości nowo powstałego przedsiębiorstwa.

Literatura

Bartowiak R., *Kryteria i metody oceny zagrożenia wypłacalności banku. Wnioski z doświadczeń Bankowego Funduszu Gwarancyjnego dla budowy systemu wczesnego ostrzegania*, Bezpieczny Bank 1997, nr 1.

Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2002.

Capra F., *Punkt zwrotny*, PIW, Warszawa 1987.

Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.

Ebrbar A., *EVA. Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG Press, Warszawa 2000.

Fraser D. R., Fraser L. M., *Ocena wyników działalności banku komercyjnego*, Związek Banków Polskich, Warszawa 1996.

Hołda A., *Prognozowanie bankructwa jednostki w warunkach gospodarki polskiej z wykorzystaniem funkcji dyskryminacyjnej* Z_H, Rachunkowość 2001, nr 5.

Kaźmierska-Jóźwiak B., *Kluczowe czynniki powodzenia fuzji i przejęć przedsiębiorstw*, Przegląd Organizacji 2002, nr 9.

Nahotko S., *Diagnozowanie menedżerskie w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, TNOiK, Bydgoszcz 1996.

Rogowski W. K., *Możliwości wczesnego rozpoznawania symptomów zagrożenia zdolności płatniczej przedsiębiorstwa*, Bank i Kredyt 1999, nr 6.

Slatter S., Lovett D., *Restrukturyzacja firmy. Zarządzanie przedsiębiorstwem w sytuacjach kryzysowych*, WIG Press, Warszawa 2001.

Stasiewski T., *Z-score – indeks przewidywalnego upadku przedsiębiorstwa*, Rachunkowość 1996, nr 12.

Suszyński C., *Synergia w działalności rynkowej przedsiębiorstw*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 1992.

Zaleska M., *Identyfikacja ryzyka upadłości przedsiębiorstwa i banku. Systemy wczesnego ostrzegania*, Difin, Warszawa 2002.

DISSYNERGY AND THE RISK OF BANKRUPTCY IN THE PROCESS OF MERGERS AND AQUISITIONS

Summary

Nowadays mergers and acquisitions are perceived as a spectacular method of increasing the company's value. On the other hand, there are estimations that only about 20% of mergers and acquisitions are successful. Therefore, in the paper the reasons for the increasing risk of bankruptcy in mergers and acquisitions are analysed. Moreover, the symptoms of dissynergy are identified and measured. Finally, the influence of dissynergy on the increase of bankruptcy risk is considered.