

Spis treści

Wstęp	7
1. Fazy rozwoju spółek i motywy koncentracji kapitału	17
1.1. Koncentracja kapitału i motywy połączeń	17
1.2. Formy kontroli spółek.....	28
1.3. Połączenia transgraniczne a połączenia krajowe.....	35
1.4. Połączenia sektorowe.....	57
1.5. Status łączących się spółek.....	67
2. Parametry wielowymiarowej analizy spółek przejmujących	76
2.1. Kapitał obrotowy w połączeniach jednostek gospodarczych.....	76
2.2. Dźwignia finansowa.....	89
2.3. Struktura aktywów.....	102
2.4. Kształtowanie wyniku finansowego spółek	113
3. Ocena wpływu przewidywanego połączenia jednostek gospodarczych na rentowność aktywów spółek przejmujących	119
3.1. Charakterystyka próby badawczej	119
3.2. Zmiany parametrów spółek przejmujących w latach poprzedzających połączenie jednostek gospodarczych	126
3.3. Analiza determinant rentowności aktywów spółek przejmujących z sektora produkcyjnego.....	140
3.4. Analiza determinant rentowności aktywów spółek przejmujących z sektora handlowego	153
3.5. Analiza determinant rentowności aktywów spółek przejmujących z sektora usługowego.....	165
Zakończenie	176
Literatura.....	181
Spis rysunków	189
Spis tabel	191
Summary	194

Wstęp

Koncentracja kapitału jest procesem nastawionym na zwiększanie siły ekonomicznej jednostek gospodarczych. Istnieje wiele form koncentracji kapitału, z których nie wszystkie skutkują trwałym scaleniem jednostek gospodarczych. Jedną z nich, która niesie ze sobą nieodwracalne skutki formalnoprawne, jest połączenie jednostek gospodarczych. Korzyści wynikające z połączenia dotyczą zarówno spółek mających charakter jednostek przejmujących kontrolę, jak i spółek, które w procesie łączenia identyfikowane są jako spółki przejmowane. Dzięki połączeniom możliwe jest korzystanie z efektów synergii zarówno operacyjnej, jak i finansowej. Jednym z głównych motywów koncentracji kapitału jest poszerzenie rynku odbiorców dzięki wprowadzeniu nowych produktów na istniejące rynki, jak również skierowanie istniejącej oferty na nowe regiony. Na podstawie informacji z bazy Thomson Reuters Eikon można stwierdzić, że motywy te stanowią 69% wskazywanych przez łączące się spółki powodów decyzji o koncentracji kapitału, dzięki której to spółki mogą korzystać z technologii powiązanych podmiotów, posiadanych zasobów materialnych, jak również wartości niematerialnych, w tym także zasobów, które nie są ujawniane w sprawozdaniach finansowych.

W wyniku formalnoprawnej koncentracji kapitału w formie połączenia spółek możliwe jest ujawnienie nowych wartości niematerialnych i prawnych dzięki wyycenie tych składników na dzień połączenia. Ważnym motywem w procesie koncentracji kapitału jest również restrukturyzacja dotychczasowej działalności operacyjnej, co może mieć przełożenie na osiągnięte efekty synergii. Synergia finansowa odnosi się do wyboru źródeł finansowania jednostek gospodarczych. W wielu przypadkach jest to kluczowy element podjęcia decyzji o koncentracji kapitałów jednostek gospodarczych. W badaniach przeprowadzonych na grupie transakcji koncentracji kapitału polskich spółek udział motywu operacyjnego i naprawczego stanowi 48% wskazywanych przez jednostki motywów koncentracji kapitału. W przypadku transakcji zarówno transgranicznych, jak i krajowych siłą jednostki przejmującej jest lepszy dostęp do rynku, do źródeł finansowania kapitałem własnym i obcym. Szczególnie może to być widoczne w transakcjach, w których spółki przejmujące mają status spółek publicznych, a więc dysponują pełnym dostępem do rynku kapitałowego. Jako motywy koncentracji kapitału wielokrotnie wymieniane są czynniki finansowe. W badaniach z zakresu koncentracji kapitału podkreśla się również wpływ sytuacji finansowej jednostek gospodarczych na sposób zapłaty za przejęcie kontroli. Zapłata może mieć różnorodny charakter, np. formę pieniężną lub przeka-

zywanych tytułów własności. Autor nie podejmuje tego tematu ze względu na ograniczony dostęp do informacji o sposobie zapłaty (rozliczenia) za przejęcie kontroli. W bazie Thomson Reuter Eikon tylko jedna trzecia podmiotów wskazała sposób zapłaty (37%). Na podstawie wiedzy na ten temat (w przypadku mieszanej formy zapłaty) trudno jest uzyskać dokładną informację o wartościach różnych jej form. Dodatkowo przepisy kodeksu spółek handlowych wymagają, aby zapłata miała charakter przekazywanych tytułów własności, by w pełni można było korzystać z przywilejów przypisanych do transakcji połączenia jednostek gospodarczych.

Większość transakcji koncentracji kapitału jest dokonywana na zasadach klasycznych, to znaczy spółki formalnoprawnie identyfikowane jako te, które przejmują kontrolę (spółki przejmujące), w rzeczywistości gospodarczej (ekonomicznie) są jednostkami sprawującymi kontrolę nad połączonymi podmiotami. Najczęściej spółkami inicjującymi połączenie są spółki, które w trakcie procesu koncentracji kapitału są spółkami przejmującymi. W rzeczywistości gospodarczej istnieją także sytuacje przejęć odwrotnych, w których spółki formalnoprawnie uznane za spółki przejmujące z ekonomicznego punktu widzenia powinny być spółkami przejmowanymi. W dalszej części pracy analiza wielowymiarowa połączeń jednostek gospodarczych dokonywana będzie z perspektywy spółek przejmujących.

Analiza literatury przedstawiona w niniejszej publikacji obejmuje głównie rozprawy naukowe zagranicznych autorów. Istnieje luka badawcza obejmująca polskie spółki, w tym spółki przygotowujące się do koncentracji kapitału przez połączenie jednostek gospodarczych. Należy zwrócić uwagę, że w wielu opracowaniach zagranicznych autorów w przypadku analizy europejskich spółek lub spółek z krajów rozwijających się polskie spółki były pomijane. Uwzględnianie w badaniach światowych mniejszych krajów z Europy Środkowo-Wschodniej, a pomijanie Polski, autor uważa za błąd. Polski rynek kapitałowy jest zdecydowanie większy niż rynki kapitałowe Czech, Słowacji, Litwy, Łotwy czy Estonii.

Jeżeli chodzi o regulacje prawne procesów koncentracji kapitału, istotne jest, że polskie normy po przystąpieniu do Unii Europejskiej zostały ujednolicone, dzięki czemu zlikwidowano przesłankę wykluczającą polskie jednostki gospodarcze. W swojej pracy Baran i Saikevičius [2017] opisują transakcje przejęć i połączeń z perspektywy krajów przystępujących do Unii Europejskiej w 2004 roku, w tym Polski. Próba badawcza stanowiąca podstawę wniosku Barana i Saikevičiusa [2017] obejmowała 154 transakcje, w tym 84 z udziałem polskich spółek, dokonane w latach 2004-2013. Udział polskich spółek w tym badaniu stanowił ponad połowę próby badawczej, mimo wszystko jednak liczba transakcji w okresie 10-letnim jest bardzo mała (średnio 8 transakcji rocznie). Tak niewielka liczba analizowanych transakcji w dotychczasowych badaniach nad polskimi połączeniami powoduje zatem, że nie można wyciągać wiarygodnych wniosków.

Luka badawcza obejmująca polskie spółki widoczna jest również w zestawieniu bibliograficznym przygotowanym przez Reddy'ego [2015] na podstawie 93 czasopism naukowych. Jak można zauważyć, istnieją tylko nieliczne badania, głównie

studia przypadków, dotyczące analizy procesu koncentracji kapitału z uwzględnieniem polskich jednostek gospodarczych. Wolumen oraz globalna wartość kapitałów łączących się spółek w Polsce są jednak na tyle istotne, co będzie wykazane w opracowaniu, że motywy i przygotowanie się spółek do połączeń (lata poprzedzające połączenie) należy szczegółowo analizować. Autor uważa, że szczególnie istotna jest analiza spółek przejmujących w okresach zbliżania się do daty rejestracji przejęcia, albowiem poziom rentowności spółki przejmującej wpływa na parytet wymiany jednostek kapitałowych łączących się spółek oraz na wartości ujawnione w sprawozdaniu spółek po połączeniu.

Badania prowadzone przez autora są pierwszymi w Polsce tak obszernymi analizami sytuacji finansowej spółek przejmujących w okresie do pięciu lat przed połączeniem jednostek gospodarczych. Są one również unikatowe na arenie międzynarodowej. Opierając się na przeglądzie literatury, autor stwierdził, że brakuje opracowań, które opisywałyby sytuację finansową spółek planujących połączenie jednostek gospodarczych w pięcioletnim okresie poprzedzającym jego rejestrację.

Celem głównym pracy jest analiza zjawiska kształtowania rentowności polskich spółek przejmujących w okresach poprzedzających połączenie jednostek gospodarczych. Ze względu na obecność spółek publicznych (notowanych na regulowanych rynkach kapitałowych) i prywatnych (spółek osobowych i kapitałowych, nienotowanych na regulowanych rynkach kapitałowych) w próbie badawczej miernikiem oceniającym efektywność działalności gospodarczej jest rentowność operacyjna aktywów, a nie wskaźniki uwzględniające dane rynkowe. Wskaźnik rentowności operacyjnej aktywów (w dalszej części pracy oznaczony symbolem ROA) i jego modyfikacje są powszechnie wykorzystywane w ocenie działalności podmiotów gospodarczych [Zhang i in. 2018]. Dostęp do informacji finansowej łączących się spółek w Polsce możliwy jest dzięki spółce InfoCredit SA, która na zlecenie Stowarzyszenia Księgowych w Polsce udostępniła bazę danych. Analiza ma charakter wielokryterialny – badany jest wpływ różnych obszarów działalności spółek przejmujących (aktywów, źródeł finansowania) na osiągnięte rentowności operacyjne aktywów.

Cel główny zostanie osiągnięty dzięki realizacji następujących celów częściowych:

- omówienie motywów koncentracji kapitału,
- scharakteryzowanie form koncentracji kapitału z uwzględnieniem transakcji połączenia jednostek gospodarczych,
- przedstawienie kierunków koncentracji kapitału,
- wskazanie procesów koncentracji kapitału w ujęciu sektorowym,
- przedstawienie możliwych form zapłaty za przejęcie kontroli w warunkach polskich,
- omówienie parametrów jednostek gospodarczych, które mogą mieć wpływ na rentowność aktywów spółek przejmujących,
- przygotowanie autorskiej analizy okresów poprzedzających połączenie z perspektywy spółek przejmujących.

Osiągnięcie celu monografii możliwe będzie dzięki wykorzystaniu różnorodnych metod badawczych (analizy, syntezy, dedukcji), w tym szczególnie:

- analizy literatury – zarówno krajowej, jak i zagranicznej,
- pogłębionej analizy jakościowych parametrów spółek uczestniczących w koncentracji kapitału,
- analizy danych ilościowych polskich spółek przejmujących,
- analizy statystycznej i ekonometrycznej obserwowanych zjawisk w okresach poprzedzających połączenie jednostek gospodarczych.

Analiza literatury – krajowej i zagranicznej – jest niezbędna do zweryfikowania luki badawczej, jak również pozwala na wyrobienie poglądu na badane zjawiska. Na podstawie dostępnych opracowań z zakresu finansów i rachunkowości można również sprawdzić, jakimi metodami statystycznymi posługiwali się inni autorzy, co wpłynie pozytywnie na jakość prowadzonych badań. Spółki przystępujące do procesu łączenia działają w zróżnicowanym środowisku. W celu dogłębnego poznania determinant ich zachowań niezbędne jest przeprowadzenie badania danych zarówno ilościowych (na przykład wskaźników finansowych), jak i jakościowych (analiza sektorowa) spółek przejmujących. Porównanie tych danych pozwoli na lepsze zrozumienie problemu badawczego.

Tabela W.1 przedstawia powiązanie celów cząstkowych z metodami badawczymi wykorzystywanymi przez autora w badaniu.

Opierając się na przeglądzie literatury i przemysleniach autora, należy stwierdzić, że z postawionych w badaniu celu głównego i celów szczegółowych wyłaniają się trzy hipotezy badawcze, mające uzupełnić lukę informacyjną w przedmiocie badania. Można zatem sformułować pierwszą hipotezę badawczą (**H1**), która zakłada, że istnieją parametry spółek przejmujących, mające istotny wpływ na osiągnięte przez nie wyniki finansowe przed połączeniem. Analiza spółek przejmujących dotyczy tylko transakcji koncentracji kapitału pomiędzy polskimi spółkami. Transakcje te zostały ograniczone do połączeń jednostek gospodarczych. W dużym uproszczeniu można zakładać, że na pięć lat przed połączeniem spółki prawdopodobnie nie planują jeszcze koncentracji kapitału. Należy się zatem spodziewać, że istotne parametry, a także kierunek ich wpływu na rentowność operacyjną aktywów powinny być zbieżne z wynikami dostępnych badań nad kapitałem obrotowym netto czy dźwignią finansową spółek nieprzystępujących do procesu łączenia, w tym badań obejmujących spółki z obszaru Europy. Pewien pogląd co do relacji między parametrami opisującymi działalność jednostek gospodarczych można znaleźć w pracach K. Grabińskiego [2016] (który to przebadał 36 361 sprawozdań finansowych spółek, pochodzących z 27 krajów europejskich, z lat 2007-2014) oraz P.J. Garcíi-Teruela i P. Martíneza-Solany [2007] (którzy przebadali 8872 małe i średnie przedsiębiorstwa w Europie; lata 1996-2002). Na podstawie analizy korelacji parametrów opisujących badane jednostki gospodarcze zauważyli oni, że rentowność aktywów (ROA) jest dodatnio skorelowana z wielkością spółek (mierzoną sumą bilansową;

Tabela W.1. Powiązanie celów badawczych z metodami badawczymi

		METODY BADAWCZE				Rozdział
		analiza literatury	analiza danych ilościowych	analiza jakościowych parametrów spółek	analiza statystyczna i ekonometryczna	
CELE CZĄSTKOWE BADANIA	omówienie motywów koncentracji kapitału	x		x		1
	scharakteryzowanie form koncentracji kapitału	x		x		1
	przedstawienie kierunków koncentracji kapitału	x		x		1
	wskazanie procesów koncentracji kapitału w ujęciu sektorowym	x		x		1
	przedstawienie możliwych form zapłaty za przejęcie kontroli	x		x		1
	omówienia parametrów jednostek gospodarczych	x	x	x	x	2
	przygotowanie autorskiej analizy okresów poprzedzających połączenie	x	x	x	x	3

Źródło: opracowanie własne.

formuła obliczeniowa to logarytm naturalny sumy bilansowej) oraz ujemnie skorelowana ze wskaźnikiem zadłużenia (struktura finansowania; formuła obliczeniowa to udział zobowiązań w kapitałach całkowitych). W literaturze zauważa się rosnący wpływ działalności finansowej w spółkach sektora produkcyjnego czy handlowego [Remlein 2015b]. Badania M. Remlein [2015b] dotyczą spółek notowanych na regulowanym rynku kapitałowym. Spółki publiczne mogą w odmienny sposób (w porównaniu ze spółkami prywatnymi) kształtować swoją politykę operacyjną i finansową. W spółkach tych mogą się pojawić problemy związane z konfliktem interesów właścicieli i kadry zarządzającej. Transakcje koncentracji kapitału w formie połączeń publicznych jednostek gospodarczych stanowią mniejszość transakcji analizowanych w niniejszej pracy. Finansyzacja nie będzie przedmiotem dalszego badania.

Prowadząc analizy, w miarę zbliżania się do momentu połączenia jednostek gospodarczych, autor spodziewał się zmian w kształtowaniu parametrów i ich istotności w objaśnianiu rentowności operacyjnej aktywów. Można stwierdzić, że na trzy lata przed połączeniem spółki mogą już je planować, a na rok przed połączeniem z dużym prawdopodobieństwem wiedzą, że się połączą z inną jednostką gospodarczą. Proces podejmowania decyzji o rozwoju zewnętrznym jest procesem

długofalowym – „może być zaakceptowany tylko, gdy korzyści, jakie przyniesie, są większe niż możliwe do osiągnięcia na drodze wzrostu wewnętrznego” [Kubińska i in. 2017]. Zgodnie z polskimi przepisami (Kodeks spółek handlowych¹) połączenie może zostać przeprowadzone tylko przez przekazanie udziałów lub akcji spółki przejmującej (lub nowo zawiązanej) na podstawie ustalonego parytetu wymiany². Spółki przejmujące przed połączeniem mogą dążyć do kształtowania swoich wyników w taki sposób, aby parytet wymiany był korzystny z perspektywy właścicieli spółki przejmującej. Każda próba wpływania na wysokość wyniku finansowego ma swoje odzwierciedlenie w innych pozycjach sprawozdań finansowych (bilansu). Prowadzi to do sformułowania drugiej hipotezy badawczej (**H2**), mówiącej o tym, że istnieją anomalie w kształtowaniu wyników spółek przejmujących w określonych okresach sprawozdawczych poprzedzających połączenie jednostek gospodarczych (na pięć lat przed połączeniem, na trzy lata przed połączeniem i na rok przed połączeniem). W pracy nie zakłada się, że w momencie połączenia jednostek gospodarczych istnieją optymalne poziomy kształtowania się parametrów spółek. W badaniach większą uwagę poświęca się wykryciu pewnych odstępstw od „klasycznego” kształtowania się parametrów spółek w okresach poprzedzających połączenie spółek.

Niezależnie od badania sytuacji finansowej spółek przejmujących w okresach poprzedzających połączenie (na pięć lat, na trzy lata i na rok przed połączeniem) ważna jest również informacja, czy określone lata sprawozdawcze (lata kalendarzowe) mogły mieć wpływ na kształtowanie się parametrów spółek. W pracy badane są lata 2002-2015, odpowiadające połączeniom jednostek gospodarczych zarejestrowanym w Krajowym Rejestrze Sądowym w latach 2007-2012. W badanym okresie zauważyć można wystąpienie kryzysu finansowego, którego początek datuje się na rok 2008. Obiektywne pogorszenie sytuacji makroekonomicznej powinno mieć wpływ na wyniki działalności spółek, a także na procesy koncentracji kapitału, w tym procesy łączenia się spółek. Na tej podstawie w pracy sformułowano trzecią hipotezę badawczą (**H3**), mówiącą, że kryzys finansowy miał wpływ na kształtowanie rentowności operacyjnej aktywów przystępujących do połączenia spółek przejmujących.

Niniejsza rozprawa składa się z trzech rozdziałów: dwóch teoretycznych i jednego empirycznego. W pierwszym rozdziale opisane zostały organizacyjne i prawne procedury koncentracji kapitału. Na początku przedstawiono motywy koncentracji kapitału. Za najczęściej wymieniane można przyjąć motywy organizacyjne i techniczne, rynkowe i marketingowe, jak również związane z pozyskaniem kapitału. Można zatem stwierdzić, że głównymi motywami skłaniającymi spółki do koncentracji kapitału są optymalizacja podstawowej działalności operacyjnej, a także wpro-

¹ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. 2000 nr 94, poz. 1037 (dalej również KSH).

² Możliwe jest również połączenie bez podwyższania kapitału (bez przekazywania udziałów lub akcji), jeżeli łączy się spółka zależna ze spółką w 100% dominującą.

wadzenie nowej oferty na dotychczasowy rynek i poszukiwanie nowych rynków zbytu. Szczególną uwagę poświęcono procesom koncentracji kapitału w różnych sektorach aktywności gospodarczej. W analizie sektorowej w rozdziale pierwszym wszystkie badane transakcje (na podstawie bazy Thomson Reuters) zostały przypisane do sześciu sektorów: produkcyjnego, energetycznego, usługowego, handlowego, finansowego i pozostałych (inne, w tym transakcje z instytucjami zaliczanymi do sektora finansów publicznych). Z wyłączeniem sektora finansowego spółki najczęściej łączyły się w ramach tego samego sektora aktywności gospodarczej. Potwierdzałyby to tezę o dominujących motywach koncentracji kapitału organizacyjno-technicznego i rynkowo-marketingowego. Procesy koncentracji kapitału mogą mieć charakter ograniczony do terytorium jednego kraju (dotyczy to co najmniej dwóch spółek z tego samego kraju), jak również transgraniczny (dotyczy spółek z dwóch różnych krajów). Analiza procesów przejmowania kontroli nad spółkami przeprowadzana jest z perspektywy polskich spółek. Badanie transgranicznych przejęć kontroli podzielone jest na dwie grupy: procesy, w których polska spółka jest identyfikowana jako spółka przejmująca, i procesy, w których polska spółka jest identyfikowana jako spółka przejmowana. Na tej podstawie można zauważyć szczególne momenty w określonych latach sprawozdawczych, w których na przykład uwidocznił się wysoki udział połączeń, gdy spółkami przejmującymi polskie spółki były spółki z krajów nazywanych „rajami podatkowymi”. Największą grupę transakcji koncentracji kapitału pod względem liczebności stanowią transakcje krajowe.

W bazie danych Thomson Reuters wskazuje się wiele sposobów koncentracji kapitału. Podstawowymi formami przejęcia kontroli są: połączenia, przejęcia udziałów (większościowe lub nabycie 100% udziałów lub akcji), wspólne przedsięwzięcia (*joint venture*). W niniejszej pracy autor skupił się na jednej formie koncentracji kapitałów – połączeniach jednostek gospodarczych. Wybór tylko jednej, szczególnej formy koncentracji kapitału uzależniony jest od obowiązku rejestrowego procesu połączenia jednostek gospodarczych w Krajowym Rejestrze Sądowym. Są to zatem transakcje, których skutków nie można już zahamować. Niemniej baza danych przygotowana przez InfoCredit SA na zlecenie Stowarzyszenia Księgowych w Polsce obejmuje wszystkie przypadki połączeń jednostek gospodarczych (na moment tworzenia bazy danych), które zostały zarejestrowane w Krajowym Rejestrze Sądowym w Polsce. Wykorzystanie tej bazy danych uzupełnia lukę w badaniach nad procesami zachodzącymi w jednostkach gospodarczych, rozszerzając badania o spółki nienotowane na regulowanych rynkach kapitałowych. Różnice w liczebnościach badanych transakcji można zauważyć, porównując liczbę transakcji krajowych połączeń jednostek gospodarczych w latach 2002-2015 ujętą w bazie Thomson Reuter Eikon (559 transakcji) i w bazie InfoCredit SA (1421 transakcji). W dostępnych badaniach z obszaru transakcji przejęć i połączeń z udziałem polskich spółek odnotowuje się brak dokładnych danych finansowych.

Jednym z celów rozdziału pierwszego jest analiza statusu spółek przystępujących do procesu koncentracji kapitału. W literaturze przedmiotu i w badaniach

wskazuje się, że łączące się podmioty mogą mieć między innymi charakter spółek: publicznych, prywatnych czy spółek zależnych od innych spółek. Zdecydowana większość spółek prowadzących działalność gospodarczą to spółki nienotowane na regulowanych rynkach, a więc spółki prywatne. Duży udział w procesach koncentracji kapitału mają połączenia z udziałem spółek zależnych (spółek córek).

Głównym celem rozdziału drugiego jest opis parametrów wykorzystywanych do wielowymiarowej analizy jednostek gospodarczych. Wielowymiarowość oznacza spojrzenie na spółki przejmujące pod różnym kątem: operacyjnym, finansowym, sektorowym. W niniejszej pracy analiza obejmuje badanie ilościowe przy wykorzystaniu danych finansowych spółek, dostępnych w sprawozdaniach finansowych – bilansie oraz rachunku zysków i strat. Na podstawie przeglądu literatury przygotowanego przez autorów, takich jak Zhang, Wang, Chen i Wang [2018] można stwierdzić, że proces połączenia jednostek gospodarczych może wpływać zarówno negatywnie, jak i pozytywnie na sposób prowadzenia działalności przez spółki przejmujące.

Operacyjny wymiar analizy obejmuje sposób wykorzystywania zasobów (aktywów) jednostek gospodarczych. Aktywa jednostki gospodarczej dzielone są w bilansie pod względem sposobu wykorzystania (operacyjne, inwestycyjne), jak również okresu ich wykorzystywania (trwałe, obrotowe). Spółki będą w różnorodny sposób wykorzystywały aktywa w zależności od sektora aktywności gospodarczej. Analiza spółek przejmujących będzie wymagała osobnego rozpatrywania każdego z sektorów aktywności gospodarczej. Na podstawie pierwszego wpisu w klasyfikacji działalności gospodarczej spółki przypisuje się do różnych sektorów: produkcyjnego, usługowego, handlowego i innych. W dalszych badaniach autor skupił się na trzech podstawowych sektorach: produkcyjnym, usługowym i handlowym. Sektor finansowy został wyłączony z analizy. Podstawą wyłączenia jest fakt, że spółki przejmujące z sektora finansowego często są tylko spółkami celowymi i ich powstanie może być wynikiem ominięcia przepisów podatkowych.

Interesujące badania nad rolą sektora finansowego na rynku kapitałowym prowadziła M. Remlein [2015a], podejmując temat nowego zjawiska, rzadko opisywanego w polskiej literaturze – a mianowicie „finansyzacji”. Na podstawie przeglądu literatury zauważyć można często wykluczające się wyniki badań nad strukturą aktywów i jej wpływem na osiągnięte przez spółki rentowności operacyjne. Najczęściej jednak wskazuje się, że udział aktywów trwałych w zasobach jednostki gospodarczej ujemnie wpływa na osiągnięte wyniki z działalności operacyjnej.

Kolejnym obszarem ważnym z perspektywy prowadzenia działalności gospodarczej jest wybór źródeł finansowania. Każde ze źródeł finansowania ma określone zalety i wady. Istnieje wiele teorii wskazujących, jak powinno się kształtować źródła finansowania. Najczęściej opisywane w literaturze teorie to teoria kompromisu i hierarchii. Zgodnie z ekonomiką działalności gospodarczej należy wybrać optymalny sposób finansowania. W trakcie procesu przygotowawczego do połączenia jednostek gospodarczych mogą się pojawić sygnały o odstąpieniu od kształtowania

optymalnej struktury finansowania. Może to być związane z pozyskaniem kapitału na sfinansowanie, nabycie udziałów lub akcji spółki przejmowanej. W przypadku połączeń krajowych, zarejestrowanych w Krajowym Rejestrze Sądowym, połączenia rozliczane są za pomocą parytetu wymiany przez przekazanie właścicielom spółki przejmowanej tytułów własności spółki przejmującej (udziałów lub akcji). W tym przypadku nie jest potrzebne żadne dodatkowe finansowanie, a więc wszelkie anomalie w okresach bezpośrednio poprzedzających połączenie mogą wskazywać na próby manipulacji. Miernikiem wskazującym na sposób wykorzystywania źródeł finansowania jest wskaźnik zadłużenia. Jest on najczęściej wykorzystywany do określenia dźwigni finansowej w badaniach naukowych z obszaru zarówno rachunkowości, jak i finansów (zob. opracowanie T. Berenta [2013], który zrobił przegląd literatury z tego obszaru).

Ostatnim elementem wielowymiarowej analizy spółek przejmujących jest kapitał obrotowy netto. Miernik ten w swojej formule łączy informację o wykorzystywanych aktywach i źródłach ich finansowania. Spółki mogą świadomie kształtować poziom kapitału obrotowego netto lub nie mieć na niego wpływu. W teorii przyjęło się, że kapitał obrotowy netto powinien być dodatni. Sytuacja ta oznacza, że spółka jest w stanie wypracować korzyści ekonomiczne z aktywów obrotowych przekraczające zobowiązania wymagające zapłaty w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Istnieje wiele mierników poziomu kapitału obrotowego netto. Często w badaniach wykorzystuje się na przykład cykl konwersji gotówki. Na podstawie badań prowadzonych przez polskich naukowców [Bolek, Pastusiak 2014; Jędrzejczak-Gas 2014] można wskazać, że kształtowanie komponentów cyklu konwersji gotówki prowadzi do wyznaczenia określonej strategii kapitału obrotowego netto.

W rozdziale trzecim niniejszej rozprawy – empirycznym, przyjęto formułę kapitału obrotowego netto wyrażoną wskaźnikiem bieżącej płynności. Głównym celem tego rozdziału jest weryfikacja – na podstawie analizy statystycznej – postawionych w pracy trzech hipotez badawczych. Badania statystyczne prowadzono przy wykorzystaniu oprogramowania Statistica i GRETL. Wybór statystycznej metody badań wykorzystywanej przez autora ma swoje potwierdzenie w pracy autorów Cartwright, Teerikangas, Rouzies i Wilson-Evered [2012], którzy przeanalizowali 198 badań procesów połączeń jednostek gospodarczych i wskazali, że większość badań obejmowała analizę regresji, analizę zmian w czasie oraz analizę wartości średnich i median.

We wszystkich modelach regresji liniowej zmienną objaśnianą (zmienną zależną) jest rentowność operacyjna aktywów. W pracy dla każdego modelu sprawdzono poprawność zastosowania liniowej analizy regresji. Autor był świadomy, że zależności zachodzące między zmiennymi opisującymi sytuację finansową spółek mogą mieć charakter nieliniowy. Za zmienne niezależne (objaśniające) przyjęto zmienne opisujące parametry operacyjne i finansowe spółek. Dodatkowo w celu weryfikacji wpływu czynnika sektorowego i momentu poprzedzającego połączenie spółek wprowadzono zmienne kontrolne – zmienne dychotomiczne. Wpro-

wadzenie zmiennych zależnych pozwoliło sprawdzić, które parametry są istotne statystycznie z perspektywy kształtowania rentowności operacyjnej aktywów. Dodatkowo zmienne kontrolne – sektorowe, wskazują, że należy przeprowadzić bardziej szczegółową analizę, w osobnym podrozdziale, dokonując podziału spółek przejmujących na sektory aktywności gospodarczej. Zmienna kontrolna – moment poprzedzający połączenie jednostek gospodarczych, umożliwia ponadto sprawdzenie, czy dla trzech okresów: pięć lat przed połączeniem, trzy lata przed połączeniem i rok przed połączeniem, przyjęte parametry spółek przejmujących w taki sam sposób kształtują rentowność operacyjną aktywów. W pierwszej kolejności w niniejszej pracy analizowano różnice w medianach określonych parametrów w latach poprzedzających połączenie jednostek gospodarczych (przeprowadzane są testy równości median oraz testy nieparametryczne sumy rang Wilcoxon). W dalszym etapie badania tworzone były modele regresji liniowej. Autor przy każdym modelu sprawdzał poprawność wykorzystania modelu regresji liniowej (test RESET Ramseya, weryfikacja poprawności formy liniowej względem regresji wielomianowej (kwadratowej i sześciastopniowej) i logarytmów zmiennych). Na podstawie otrzymanych wyników analizy regresji – istotnych statystycznie parametrów funkcji regresji – przeprowadzono również weryfikację poprawności modelu na podstawie sprawdzenia rozkładu reszt modelu (sprawdzenie, czy rozkład reszt modelu jest zbliżony z rozkładem normalnym). Wnioski z badania są przedstawione w ostatnim – trzecim rozdziale oraz zakończeniu.