

EDYTA MIODUCHOWSKA-JAROSZEWICZ

# Pomiar efektu synergii w grupie kapitałowej

<https://doi.org/10.33141/po.2013.07.02>

Przeгляд Organizacji, Nr 7 (882), 2013, ss. 9-14

[www.przeглядorganizacji.pl](http://www.przeглядorganizacji.pl)

©Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa (TNOiK)

## Wprowadzenie

Głównym motywem łączenia przedsiębiorstw jest maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa, która przekłada się z motywu menedżerskiego na efekt synergii. Badania prowadzone na Zachodzie i w Polsce pokazują, że „o ile spółki przejmowane przeciętnie zyskują, to spółki przejmujące w najlepszym razie nie tracą” [Czerwonka, 2010, s. 33-36]. Celem artykułu jest przedstawienie sposobu pomiaru efektu synergii w grupie kapitałowej. Wykorzystanie efektu synergii stanowi ważny powód tworzenia podmiotów gospodarczych nazywanych w polskiej literaturze i gospodarce jako łączenie przynajmniej dwóch podmiotów w celu osiągnięcia wyższego wzrostu wartości niż działającego jako pojedynczy podmiot.

W artykule postawiono hipotezę, że efekt synergii w grupach kapitałowych można zmierzyć wewnętrznymi przepływami pieniężnymi, które wpływają na wzrost efektywności gospodarowania tego typu podmiotów. W celu zweryfikowania hipotezy wykorzystano metody ogólne i szczegółowe, metodę logiczno-dedukcyjną i metody analizy ilościowej.

## Synergia i efekty synergetyczne i ich pomiar w podmiotach gospodarczych

Synergia jest pojęciem bardzo dobrze zdefiniowanym w literaturze polskiej i zagranicznej. Synergia pochodzi od greckiego słowa *synergos*, które dosłownie znaczy „pracujący razem”. Określa zdolność dwóch lub więcej jednostek do wytwarzania większej

wartości przez wspólną pracę, niż każda z nich mogłaby wytworzyć indywidualnie [Goold, Campbell, 2000, s. 72-96]. Zachowanie danego elementu wewnątrz systemu jest inne, niż badane w izolacji. Nie można sumować zachowania całości, po prostu dodając zachowania poszczególnych części, należy też uwzględnić zależności między systemami podporządkowanymi a systemami, które są wobec nich nadrzędne [Bertalanffy, Hempel, Bass, Jonas, 1951, s. 302-361]. Synergia będzie wtedy i tylko wtedy, gdy podmioty działające, jeśli współdziałają, osiągają więcej, niż jeśli działają każde z osobna [Pszczółowski, 1973, s. 52]. Efekt synergetyczny (efekt synergii), jako zjawisko polegające na tym, że współpracujący ze sobą pracownicy (elementy systemu) dają wypadkowy wynik pod jakimś względem większy (...) niż prosta suma skutków wywołanych przez działanie każdego pracownika (elementu systemu) z osobna (indywidualnie) [Penc, 1998, s. 97]. Synergię określa się jako współdziałanie, kooperacje czynników i współpracę. Współdziałanie czynników jest korzystniejsze od sumy efektów funkcjonowania każdego czynnika z osobna. Pozytywny aspekt synergii to dodatnie różnice pomiędzy efektem uzyskanym dzięki kooperacji a sumarycznym efektem wystąpienia czynników rozdzielonych i izolowanych. W praktyce zdarzają się natomiast przypadki tzw. dysynergii, synergii o wartości ujemnej (negatywnej). Często w języku potocznym synergii utożsamia się z odpowiednim jej efektem i stosuje się synonimy: efekt połączony, efekt wzmocnień, efekt „harmonii”, „2 + 2 = 5” [Krzyżanowski, 1992, s. 157]. Synergia występuje w określonych przypadkach, można uzyskać

takie zestawienie dwóch lub więcej elementów ze sobą, w jakiś różny od nich przedmiot, że jego oddziaływanie daje skutek pod jakimś względem większy, niż suma skutków wywołanych przez każdy element z osobna [Pszczółowski, 1978].

Metodą wykazywania efektów synergetycznych jest formuła różnicowa, wychodząc z założenia, że porównania synergetyczne są relacjami różnicowymi, w których jeden człon jest reprezentowany przez zbiór rozwiązań systemowych, drugi zaś przez układ odniesienia (układ bazowy). Porównania synergetyczne mogą być dokonywane po spełnieniu następujących warunków [Chadam, 2012, s. 61]:

- ▶ realności opracowania i wykorzystania projektowanych wariantów,
- ▶ podobieństwa celów i funkcji porównywanych rozwiązań,
- ▶ istnienia specyfiki ilościowej i jakościowej poszczególnych rozwiązań, jednakże przy założeniu wystarczającego stopnia podobieństwa między nimi.

Zamierzona przy tych założeniach synergia oznacza zespolenie pewnych czynników, które tworzą efekt złożony ( $E_s$ ), różny pod względem przedmiotowym (ilościowym, jakościowym) od efektu bazowego (B), i jednocześnie mających od niego wyższą wartość. Warunek ten można zapisać za pomocą wzoru zawierającego się w formule [Chadam, 2012, s. 61]:

$$E_s > B$$

gdzie:

$E_s$  – efekt złożony (synergia),

B – efekt bazowy.



Ze zjawiskiem dyssynergii mamy do czynienia w przypadku zespolenia pewnych czynników, które tworzą efekt złożony, różny pod względem przedmiotowym (ilościowym, jakościowym) od efektu bazowego i mający od niego wartość niższą. Warunek przedstawiono na poniższym wzorze:

$$E_D > B$$

gdzie:

$E_D$  – efekt złożony (dyssynergia),

$B$  – efekt bazowy.

## Pomiar synergii w grupie kapitałowej

Różnicowanie pojęciowe dotyczące grupy kapitałowej, występujące na świecie i w Polsce, powoduje wiele trudności w doborze prób badawczych. W przypadku tego artykułu można przyjąć, że grupa kapitałowa jest formą integracji kapitałowej i pozakapitałowej samodzielnych przedsiębiorców powiązanych instrumentami prawa handlowego i cywilnego. Często używana zamiennie z pojęciem holdingu jest jednak pojęciem nieco szerszym, ponieważ obejmuje oprócz jednostek zależnych, również jednostki stowarzyszone [Niemczyk, Stańczyk-Hugiet, Jasiński, 2012]. W literaturze ekonomicznej można spotkać się również z definiowaniem grupy kapitałowej z wyróżnieniem jej *sensu stricto* i *largo*. Grupa kapitałowa w wąskim znaczeniu jest zbiorem dwóch lub większej liczby przedsiębiorstw, inkorporowanych przez nie, które są kontrolowane przez pojedyncze przedsiębiorstwa lub uprawnione osoby, w części właścicieli gwarantujących bezpieczeństwo organizacji. W szerokim znaczeniu grupa kapitałowa to organizacja:

- ▶ składająca się z pewnej liczby przedsiębiorstw (najmniej dwóch), zwykle reprezentowanych przez spółki z ograniczoną odpowiedzialnością,
- ▶ w której zachodzą relatywnie stałe i dające się zdefiniować powiązania rynkowe (np. transakcje w zakresie produktów, pieniędzy, *know-how* i innych), powiązania

udziałowców w przedsiębiorstwach grupy lub personalne powiązania między udziałowcami,

- ▶ w której występuje pewien stopień określenia koordynacji w ramach przejętej strategicznej kontroli.

Różnica między obydwoma definicjami grupy kapitałowej sprowadza się do tego, że w wąskim znaczeniu definicji grupy kapitałowej powiązania kapitałowe (poprzez udziały) są elementem kreującym grupę. W grupie kapitałowej szeroko ujmowanej zawarty jest element wymiany między przedsiębiorstwami lub personalne powiązania pomiędzy udziałowcami jako możliwe rozumienie podstaw do kreowania grupą [Zatoni, 2001]. Grupa kapitałowa nie jest pojęciem jednoznacznie rozumianym i powszechnie używanym.

Głównym problemem synergii w grupie kapitałowej jest jej pomiar. Motyw synergii w tworzeniu grupy kapitałowej utożsamia się przede wszystkim w zwiększeniu efektywności poprzez

między podmiotem kontrolującym i kontrolowanym,

- ▶ uregulowań prawnopodatkowych tworzących podstawy do różnego opodatkowania zysków kapitałowych (w tym dywidend) inwestorów posiadających pakiety kontrolne i właścicieli pakietów niekontrolnych,
- ▶ narzucenia firmie kontrolowanej polityki inwestycyjnej tworzącej przepływy ekskluzywne na rzecz podmiotu kontrolującego.

Wewnętrzne przepływy pieniężne są miernikiem efektu synergii występującego w grupach kapitałowych. Wewnętrzne przepływy pieniężne powstają w wyniku transakcji pomiędzy podmiotami tworzącymi grupę kapitałową. Analiza transakcji występujących pomiędzy podmiotami powiązanych pozwoliła wygenerować wzór na wewnętrzne przepływy pieniężne.

Do pomiaru wewnętrznych przepływów pieniężnych sformułowano następujący wzór:

$$CF_w = \sum (Z_w(S_w) - \Delta N + \Delta ZOB + Pods - Kods - Pu + Po + D)$$

obniżkę kosztów, maksymalizację sprzedaży, redukcję ryzyka czy wiele innych. Badania<sup>1</sup> jednak wskazują, że przynajmniej w pierwszych latach działalności efektywność grupy nie rośnie, lecz spada, a cena rynkowa spółki dominującej również maleje. Jednak grupy kapitałowe dominują w gospodarce rynkowej nazywanej obecnie gospodarką globalną. Powodem może być przenoszenie aktywów ze spółki dominującej do spółek zależnych w celu wygenerowania wewnętrznych przepływów pieniężnych grupy, które zwiększają wartość spółki. Łączenie się podmiotów w grupy kapitałowe powoduje powstanie wewnętrznego rynku kapitałowego, który tworzy wartość dodaną grup kapitałowych. Wewnętrzny rynek finansowy powoduje powstanie wewnętrznych przepływów pieniężnych (przepływy ekskluzywne) [Mielcarz, 2009], tworzących tzw. korzyści prywatne, które mogą być skutkiem:

- ▶ osiągnięcia przez ten podmiot dodatkowych przepływów dzięki operacjom handlowym i cywilnoprawnym zachodzącym po-

$CF_w$  – wartość wewnętrznych przepływów finansowych w grupie kapitałowej,

$Z_w(S_w)$  – zysk (strata) z wzajemnych transakcji,

$\Delta N$  – zmiana stanu należności,

$\Delta ZOB$  – zmiana stanu zobowiązań,

$Pods$  – przychody z tytułu odsetek,

$Kods$  – koszty z tytułu odsetek,

$Pu$  – pożyczki udzielone,

$Po$  – pożyczki otrzymane,

$D$  – korzyści (straty) uzyskane z czynników takich, jak ceny transferowe, „cienka kapitalizacja”, *cash management* i inne.

Zmiana stanu należności jest różnicą pomiędzy wartością należności z końca i początku okresu. Każde zwiększenie stanu należności wykazuje się ze znakiem minus (zaangażowanie środków pieniężnych), czyli można byłoby to utożsamiać z wypływem środków pieniężnych z przedsiębiorstwa. Zmniejszenie stanu należności w kontekście przepływów pieniężnych charakteryzuje się kwotami dodatnimi, to wskazuje na „uwolnienie” środków pieniężnych, a powinno spowo-

dować wpływ środków pieniężnych z tytułu spłaty rozrachunków. Nie zawsze jednak zmiana stanu należności wywołuje ruch środków pieniężnych, w przypadku takich należności w badaniu zewnętrznych i wewnętrznych przepływów pieniężnych ich się nie wykazuje. Do tego rodzaju zmian stanu należności należą:

- ▶ zmiany stanu należności inwestycyjnych,
- ▶ zmiany stanu z tytułu konwersji należności dotyczących działalności operacyjnej,
- ▶ zmiany stanu należności dotyczących aportu,
- ▶ zmiany stanu należności przedawnionych,
- ▶ utworzenie odpisów aktualizujących należności.

Zmiana stanu zobowiązań jest różnicą pomiędzy wartością zobowiązań z końca okresu badawczego a jego początkiem. Wzrost wartości zobowiązań w ujęciu przepływów gotówki wykazuje się ze znakiem plus, co wiąże się z wpływem środków pieniężnych. Natomiast spadek wartości zobowiązań, w tym ujęciu przepływów gotówki, wykazuje się jako kwotę ujemną, co wiąże się z wpływem gotówki z podmiotu. W zmianie stanu zobowiązań nie wykazuje się w szczególności zmian z tytułu:

- ▶ zobowiązań inwestycyjnych,
- ▶ konwersji zobowiązań dotyczących działalności operacyjnej,
- ▶ zobowiązań z tytułu podatku dochodowego odnoszonego bezpośrednio na kapitał własny,
- ▶ zobowiązań umorzonych.

Zysk bądź strata powstała z różnicy pomiędzy przychodami a kosztami wzajemnych transakcji powoduje wzrost środków pieniężnych bądź zmniejszenie stanu środków pieniężnych. Tak otrzymaną wartość powiększono o przychody z tytułu odsetek i pomniejszono o koszty z tytułu odsetek oraz uwzględniono saldo pożyczek udzielonych i otrzymanych.

Ostatni element wzoru na wewnętrzne przepływy pieniężne jest trudny w pomiarze, ponieważ w tym przypadku należy dokonywać specjalnych rachunków wewnątrz grupy kapitałowej, aby oszacować korzyści bądź straty uzyskane w wyniku zastosowania narzędzi stosowanych w wewnętrznych rozrachunkach pomiędzy podmiotami tworzącymi grupę

kapitałową, takich jak ceny transferowe, „cienka kapitalizacja”, *cash management*. Wszystkie z wymienionych czynników dają możliwość minimalizowania kosztów poprzez funkcjonowanie w grupie kapitałowej, a przez to dają możliwość uzyskania dodatkowych korzyści pieniężnych.

Wielkość wewnętrznych przepływów pieniężnych zależy od rozmiaru grupy kapitałowej, o którym decyduje wielkość sprzedaży lub aktywów. W celu oceny wewnętrznych przepływów pieniężnych i możliwości dokonywania porównań obliczono relacje wewnętrznych przepływów finansowych do aktywów i przychodów ze sprzedaży badanej grupy kapitałowej. W ten sposób powstały dwa wskaźniki:

1. Wewnętrznej wydajności gotówkowej aktywów:

$$\frac{w_{pf}}{a} \times 100$$

2. Wewnętrznej wydajności gotówkowej sprzedaży:

$$\frac{w_{pf}}{ps} \times 100$$

gdzie:

$w_{pf}$  – wewnętrzne przepływy pieniężne,

$a$  – przeciętne aktywa,

$ps$  – przychody ze sprzedaży.

Rys. 1. Algorytm obliczania wewnętrznych przepływów pieniężnych

Znak matematyczny	Zdarzenie gospodarcze występujące pomiędzy podmiotami powiązаныmi
	Sprzedaż netto
-	Zakup netto
=	Zysk (strata) ze sprzedaży
	Należności
-/+	Zmiana stanu należności od podmiotów powiązanych
	Zobowiązania wobec podmiotów powiązanych (w tym saldo zaliczek)
+/-	Zmiana stanu zobowiązań wobec podmiotów powiązanych
-	Odsetki zapłacone
+	Odsetki naliczone
+	Sprzedaż środków trwałych
-	Zakup środków trwałych
+	Otrzymane dywidendy
-	Zapłacone dywidendy
-	Pożyczki udzielone
+	Pożyczki otrzymane
+	Naliczone odsetki od udzielonych pożyczek
-	Zapłacone odsetki od zaciągniętych pożyczek
	Poręczenia kredytów zaciągniętych przez podmioty powiązane
+	Dopłaty wniesione do spółki zależnej
=	Wartość wewnętrznych przepływów pieniężnych

Źródło: opracowanie własne.



Wskaźnik wewnętrznej wydajności gotówkowej sprzedaży będzie informować o tym, ile wewnętrznych środków pieniężnych zainkasowano z każdej jednostki memoriałowej przychodów ze sprzedaży. Wzrost wartości tego wskaźnika będzie wskazywać na większy zakres generowania wewnętrznych przepływów pieniężnych z przychodów, czyli wyższą i lepszą wewnętrzną efektywność gotówkową badanej grupy kapitałowej.

Wskaźnik wewnętrznej wydajności gotówkowej aktywów oznacza ogólną zdolność aktywów przedsiębiorstwa do wypracowania wewnętrznych przepływów pieniężnych. W wyniku jego zastosowania można odpowiedzieć na pytanie, ile złotych nadwyżki pieniężnej z wewnętrznej działalności przypada na

1 złotówkę aktywów. Wzrost wartości wskaźnika informuje o wzroście efektywności wewnętrznej gotówkowej.

Pomiar i ocena wewnętrznych przepływów pieniężnych są trudne. Wynika to z tego, że dość często brakuje informacji o transakcjach występujących w spółkach powiązanych. W raportach rocznych pojawia się informacja – „Transakcje i salda z jednostkami zależnymi zostały wyeliminowane. Nie wystąpiły transakcje z innymi podmiotami”. Inną trudnością jest brak formy, jaka obowiązywałaby w celu sformalizowania podawanych informacji, co umożliwiłoby łatwiejszą i szybszą ocenę wewnętrznych przepływów finansowych w grupach kapitałowych. Obecny stan informacji prezentowanych w skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych, do-

tyczących transakcji z powiązanimi podmiotami powoduje, że pomiar i ocena są znacząco pracochłonne i często uniemożliwiają zachowanie zasad porównywalności. Istnieje potrzeba wprowadzenia ujednoliconej formy przekazywania informacji dotyczących zdarzeń gospodarczych występujących w podmiotach powiązanych, a często niezamieszczanych w skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych w wyniku ich eliminacji podczas procesu konsolidacji, albo w ogóle nieujmowanie zdarzeń zachodzących z podmiotami nieobjętymi konsolidacją.

W pomiarze wewnętrznych przepływów pieniężnych uwzględniono zdarzenia gospodarcze występujące pomiędzy podmiotami powiązanimi. Schematy obliczania wewnętrznych przepływów pie-

Tab. 1. Kwoty przychodów i należności występujące z podmiotami powiązanimi Grupy Kapitałowej Alchemia w latach 2008-2012

Podmioty powiązane	Przychody z działalności operacyjnej (tys. zł)					Należności od podmiotów powiązanych (tys. zł)				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
Jednostki zależne	13.869	167.503	160.603	0	0	8.152	55.893	66.556	0	0
Jednostki stowarzyszone	751	924	894	753	776	74	133	148	89	51
Pozostałe podmioty powiązane	976	93	324	728	2265	85.544	104.963	6.255	639	1.303
Razem	15.596	168.520	161.821	1.481	3.041	93.770	160.989	171.667	728	1.354

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych grupy kapitałowej.

Tab. 2. Kwoty zakupów i zobowiązań występujące pomiędzy podmiotami powiązanimi Grupy Kapitałowej Alchemia w latach 2008-2012

Podmioty powiązane	Zakupy (koszty, aktywa) (tys. zł)					Zobowiązania (tys. zł)				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
Jednostki zależne	28.416	144.969	97.326	0	0	11.859	55.517	26.206	0	0
Jednostki stowarzyszone	3.585	2.460	2.925	5.550	4.888	392	513	937	740	521
Pozostałe podmioty powiązane	1.959	22.904	69.811	23.524	12.160	17.042	299	27.814	968	511
Razem	33.960	170.333	170.062	29.074	17.048	29.293	56.329	54.957	1.708	1.032

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych grupy kapitałowej.

niężnych na podstawie tych zdarzeń gospodarczych zestawiono na rysunku 1.

### Ocena wewnętrznych przepływów pieniężnych w Grupie Kapitałowej Alchemia SA w latach 2008-2012

Na podstawie przedstawionego rysunku 1 obliczono wewnętrzne przepływy pieniężne wynikające ze zdarzeń gospodarczych zestawionych w skonsolidowanym raporcie rocznym Grupy Kapitałowej Alchemia w latach 2008-2012. W tabeli 1 zestawiono kwoty transakcji – przychodów i należności zawartych pomiędzy podmiotami powiązanymi badanego podmiotu.

W tabeli 2 zestawiono kwoty zdarzeń gospodarczych powodujących powstanie kosztów związanych z zakupami i zobowiązaniami wygenerowanymi pomiędzy podmiotami powiązanymi badanego podmiotu w latach 2008-2012.

Na podstawie danych zawartych w tabeli 1 i 2 oraz rysunku 1 obliczono wartość wewnętrznych przepływów pieniężnych w Grupie Kapitałowej Alchemia za lata 2008-2012 (tab. 3).

Wartość wewnętrznych przepływów pieniężnych w badanej grupie kapitałowej nie ma tendencji stałej. Wartość wewnętrznych przepływów pieniężnych niezależnie od znaku oznacza przepływ środków pieniężnych pomiędzy podmiotami tworzącymi grupę kapitałową. Ruch gotówki pomiędzy podmiotami wewnętrznymi pozwala na zwiększenie efek-

tywności każdego podmiotu tworzącego grupę kapitałową. W całym jednak okresie wartość wewnętrznych przepływów pieniężnych jest dodatnia lub ujemna, stanowi znaczący udział przychodów ze sprzedaży i aktywów badanej grupy kapitałowej. Dlatego w celu ich oceny wartość wewnętrznych przepływów pieniężnych porównano z przychodami ze sprzedaży i aktywami, wykorzystując wskaźniki wewnętrznej wydajności gotówkowej sprzedaży i aktywów. Wyniki z pomiaru wskaźników wewnętrznej wydajności gotówkowej przedstawiono w tabeli 4.

Wartość wewnętrznej wydajności gotówkowej aktywów kształtuje się w okolicach 10%, tendencja wskaźnika jest zmienna w badanym okresie. Mimo że w ostatnim okresie wartość wewnętrznych przepływów pieniężnych ulega obni-

Tab. 3. Wartość wewnętrznych przepływów pieniężnych w Grupie Kapitałowej Alchemia w latach 2008-2012

Wyszczególnienie	Lata (dane w tys. zł)				
	2008	2009	2010	2011	2012
Przychody z działalności operacyjnej	15.596	168.520	161.821	1.481	3.041
Zakupy (koszty, aktywa)	33.960	170.333	170.062	29.074	17.048
Zysk (strata) na sprzedaż z jednostkami powiązanymi	18.364	-1.813	-8.241	-27.560	-14.007
Należności	93.770	160.989	171.667	728	1.354
Zobowiązania	29.293	56.329	54.957	1.708	1.032
Zmiana stanu należności od podmiotów powiązanych	-	67.219	10.678	-170.939	626
Zmiana stanu zobowiązań od podmiotów powiązanych	-	27.036	-1.372	-53.249	-676
Wewnętrzne przepływy finansowe w Grupie Kapitałowej Alchemia SA	-	-41.996	-20.291	90.130	-15.309

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych grupy kapitałowej.

Tab. 4. Wartość wskaźników wewnętrznej wydajności gotówkowej przepływów pieniężnych w spółce Alchemia w latach 2009-2012

Nazwa grupy kapitałowej	Wskaźniki							
	wewnętrznej wydajności gotówkowej aktywów				wewnętrznej wydajności gotówkowej sprzedaży			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Alchemia	-5,50%	-2,45%	9,42%	-1,67%	-7,04%	-3,02%	7,8%	-1,34%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych grupy kapitałowej.



zeniu do około 2%, nadal jest to znacząca wartość zwiększająca możliwość wzrostu efektywności gospodarowania grupy kapitałowej. Wskaźnik wewnętrznej wydajności gotówkowej sprzedaży wskazuje, że wewnętrzne przepływy pieniężne stanowią od 1% do prawie 8% obrotów grupy kapitałowej. Znacząca wartość wewnętrznych przepływów pieniężnych występująca w 2011 roku potwierdza znaczenie tych przepływów w budowaniu dodatkowej wartości w grupach kapitałowych.

Wartość wewnętrznych przepływów pieniężnych w relacji do wielkości przychodów ze sprzedaży i aktywów jest najczęściej wielkością stałą dla konkretnej grupy kapitałowej, wartość tych przepływów zależy od rozmiaru grupy kapitałowej i wielkości obrotu w danej grupie kapitałowej. Relacje te są uzależnione również od liczby powiązań (liczba podmiotów zależnych, stowarzyszonych i innych). Analiza wskaźników wydajności gotówkowej aktywów i sprzedaży, opartych na wewnętrznych przepływach pieniężnych, wskazuje na potrzebę uwzględniania tych

przepływów w badaniu efektywności gospodarowania grup kapitałowych.

## Podsumowanie

Grupy kapitałowe są przykładem synergii w działalności gospodarczej. Efekt synergii w grupach kapitałowych nie wiąże się ze wzrostem ceny rynkowej i poprawą wartości tradycyjnych wskaźników finansowych. Grupy kapitałowe tworzą wewnętrzny rynek finansowy powodujący powstanie wewnętrznych przepływów pieniężnych. Pomiar wewnętrznych przepływów pieniężnych w grupach kapitałowych powoduje efekt synergii mający odzwierciedlenie w motywie tworzenia grupy kapitałowej. Analiza wewnętrznych przepływów pieniężnych w stosunku do obrotu i aktywów grupy kapitałowej, zmierzona wskaźnikami wewnętrznej wydajności gotówkowej sprzedaży i majątku, informuje, że stanowią one znaczącą część obrotów i majątku grupy kapitałowej. Taki wniosek wskazuje również na generowanie przez grupy kapitałowe, w wyniku efektu synergii, dodatkowej wartości podnoszącej efektywność tego rodzaju podmiotów.

### MEASUREMENT OF SYNERGY EFFECT IN A CAPITAL GROUP

#### SUMMARY

The purpose of this article is to provide a method for measuring the impact of synergies in a capital group. In the article a thesis that synergy in the capital group can be measured by internal cash flows has been proposed. The thesis has been positively verified meaning that the synergy effect in the case of capital groups can be measured with internal cash flows. For the purpose of assessment of internal cash flow two indicators of internal efficiency of cash and asset sales have been developed. The internal rate of cash flows indicates that represent a significant turnover and assets value of a capital group.

**Key words:** synergy, internal cash flow, capital group

DR EDYTA

MIODUCHOWSKA-JAROSZEWICZ

Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstw  
Wydział Nauk Ekonomicznych  
i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego

## PRZYPIS

- 1) Badania A.T. Kearney, obejmujące 115 wielomiliardowych fuzji zrealizowanych na świecie w latach 1993-1996 dowiodły, że 58% z nich nie przyniosło znaczących korzyści akcjonariuszom, biorąc pod uwagę materialne zwroty w postaci dywidend bądź wzrostu kursu akcji. Za: Z. Wilimowska, *Dynamiczne zarządzanie fuzją*, [http://www.zti.com.pl/institu/pp/referaty/ref24\\_full.html](http://www.zti.com.pl/institu/pp/referaty/ref24_full.html). Z raportu KPMG International z 1999 roku, w którym przedstawiono rezultaty badań dla 700 największych fuzji i przejęć zrealizowanych w latach 1996-1998, wynika, że 53% transakcji przycy-

niło się do spadku wartości dla akcjonariuszy. Za: R.F. Bruner, *Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker*, „Journal of Applied Finance” 2002, Spring-Summer, s. 63.

## BIBLIOGRAFIA

- [1] BERTALANFFY L., HEMPEL C., BASS R.E., JONAS H., *General System Theory: New Approach to Unity of Science*, „Human Biology” 1951, tom 23.
- [2] BRUNER R.F., *Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker*, „Journal of Applied Finance” 2002, Spring-Summer.
- [3] CHADAM J., *Synergia i wartość w strukturach kapitałowych. Identyfikacja. Analiza. Zarządzanie*, Difin, Warszawa 2012.
- [4] CZERWONKA L., *Długookresowy wpływ połączeń przedsiębiorstw na wartość spółek przejmujących*, „Przegląd Organizacji” nr 10/2010.
- [5] GOOLD M., CAMPBELL A., *Taking Stock of Synergy. A Framework for Assessing Linkages Between Businesses*, „Long Range Planning” 2000, no. 33.
- [6] KRZYŻANOWSKI L., *Podstawy nauki zarządzania*, PWN, Warszawa 1992.
- [7] MIELCARZ P., *Przepływy ekskluzywne a metody wyceny akcji wchodzących w skład pakietów kontrolnych i niekontrolnych*, „Bank i Kredyt” 2009, nr 40 (2).
- [8] MIODUCHOWSKA-JAROSZEWICZ E., *Przepływy pieniężne w grupie kapitałowej*, Wyd. Volumina, Szczecin 2013.
- [9] PENC J., *Leksykon biznesu*, Palcet, Warszawa 1997.
- [10] PSZCZOŁOWSKI T., *Mała encyklopedia prakseologii i teorii organizacji*, Wydawnictwo Ossoliński, Wrocław – Warszawa – Kraków – Gdańsk 1978.
- [11] PSZCZOŁOWSKI T., *Synergia i jej miejsce w teorii organizacji*, „Prakseologia” 1973, nr 3-4.
- [12] WAWRZYŃIAK B. (red.), *Polskie grupy kapitałowe*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. L. Koźmińskiego, Warszawa 2002.
- [13] WILIMOWSKA Z., *Dynamiczne zarządzanie fuzją*, [http://www.zti.com.pl/institu/pp/referaty/ref24\\_full.html](http://www.zti.com.pl/institu/pp/referaty/ref24_full.html).
- [14] ZATONI A., *Corporate Groups and Corporate Governance*, materiały konferencyjne *Raport o zarządzaniu*, VI Edycja, WSPiZ im. L. Koźmińskiego – KNOiZ-PAN, Warszawa, 24-25.09.2001.