

Joanna Korpus*

Zasoby niematerialne a wartość rynkowa przedsiębiorstw rozwijających się poprzez fuzje i przejęcia

Wstęp

Fuzje i przejęcia są bardzo popularną metodą rozwoju przedsiębiorstw, a w przypadku dużych podmiotów często wiodącą strategią. Głównymi przesłankami decyzji o akwizycji zidentyfikowanymi w raporcie KPMG 2015 *M&A Outlook Survey Report* jest chęć szybkiego wzrostu i realizacji strategii ukierunkowanych przede wszystkim na zwiększenie przychodów poprzez rozwój nowych produktów, ekspansję geograficzną lub wejścia na nowe segmenty rynku.

Choć motywy dokonywania fuzji i przejęć mogą mieć różnorodny charakter, jednak ich istota zawsze leży w dążeniu do uzyskania tą drogą wyższej efektywności gospodarowania w stosunku do stanu sprzed fuzji lub przejęcia, której wyrazem jest wzrost wartości. Aby zrealizować ten cel, menedżerowie starają się zidentyfikować i wzmocnić czynniki będące generatorami wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

Na przestrzeni lat obserwuje się zmniejszenie roli aktywów materialnych w procesie kreowania wartości przedsiębiorstw na rzecz kapitału marek i znaków towarowych oraz kapitału ludzkiego skoncentrowanego na kliencie [Szablewski, 2008, s. 23]. Z licznych badań wynika, że stosunek aktywów materialnych kształtujących wartość przedsiębiorstw do zasobów niematerialnych zmienia się na korzyść tych drugich. W literaturze przedmiotu coraz częściej spotyka się opinię, że współcześnie to właśnie zasoby niematerialne stanowią istotne kryterium różnicujące wartość przedsiębiorstw, zapewniając osiągnięcie konkurencyjnej pozycji rynkowej organizacji; są też głównym wyznacznikiem poziomu zysków przedsiębiorstwa, a zatem kluczowym zasobem strategicznym [Staniewski, Szczepankowski, s. 1].

Z badań przeprowadzonych przez autorkę w 2014 roku koncentrujących się na problematyce zasobów niematerialnych w procesie

* Dr, Instytut Rynków i Konkurencji, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, ul. Madalińskiego 6/8, 02-513 Warszawa, jkorpus@sgh.waw.pl

budowania przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw¹ wynika, że w spółkach notowanych na GPW w Warszawie zasoby niematerialne są istotnymi generatorami wartości rynkowej. Co więcej, znaczenie zasobów niematerialnych w badanych spółkach wzrasta, co potwierdzają systematyczne wzrosty udziału zasobów niematerialnych w porównaniu do wartości rynkowej na przestrzeni lat 2011–2013, a także w odniesieniu do wyników wcześniejszych badań.

Na tle uzyskanych wyników rodzą się następujące pytania:

1. Czy podobne prawidłowości można zaobserwować w przypadku przedsiębiorstw rozwijających się z wykorzystaniem procesów fuzji i przejęć?
2. Jakie wówczas zasoby odgrywają zasadniczą rolę w procesie budowania wartości?
3. Czy są to zgodnie z obserwowalnymi tendencjami zasoby niematerialne?

W artykule podjęto próbę odpowiedzi na tak postawione pytania badawcze i zaprezentowano wyniki badań, których głównym celem było oszacowanie wartości zasobów niematerialnych spółek uczestniczących w procesach akwizycyjnych i ich udziału w tworzeniu wartości rynkowej w okresie trzech kolejnych lat po dokonaniu transakcji.

1. Czynniki wpływające na postrzeganie wartości przedsiębiorstwa

Aktywa materialne, będące częścią zasobów rozpoznawaną w obszarze rachunkowości finansowej jako składnik majątkowy i ujmowaną w wartości księgowej, stanowią zaledwie jeden z czynników wpływających na całkowitą wartość rynkową przedsiębiorstwa. Znaczna część zasobów niematerialnych identyfikowana w ramach komponentów kapitału intelektualnego nie jest ujmowana w bilansie [Michalczuk, 2013, s. 109]. Ten ukryty potencjał organizacji wydaje się być równie istotny, a może nawet o wiele ważniejszy niż pozostałe elementy, które wpływają na postrzeganie wartości przedsiębiorstwa z punktu widzenia dostarczania wymiernych korzyści dla wyodrębnionych grup akcjonariuszy. Wielu autorów (m.in.: J. Calvert, R. S. Kaplan, D. P. Norton, B. Lev i J. H. Daum, E. Głuszek) podkreśla, że to właśnie zasoby niematerialne

¹ Badania zrealizowano w ramach badań statutowych *Nowe myślenie w zarządzaniu strategicznym przedsiębiorstwa – spojrzenie ku przyszłości* zrealizowanych w Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie w SGH w Warszawie w 2014 roku.

poprzez wartość ich poszczególnych elementów, wzajemne interakcje, jakie zachodzą pomiędzy nim i zasobami materialnymi, oraz występowanie zjawiska synergii odgrywają istotną rolę w kreowaniu dodatkowej wartości [Mikuła, Pietruszka-Otyl, 2010, s. 41]. To one pełnią zasadniczą rolę w kształtowaniu przyszłości organizacji i od nich zależy potencjał przedsiębiorstwa w zakresie wzrostu i rozwoju.

W przypadku przedsiębiorstw rozwijających się poprzez fuzje i przejęcia podstawowym czynnikiem umożliwiającym generowanie wartości jest efekt synergii. Według A. Damodarana można go zdefiniować jako dodatkową wartość, która jest generowana dzięki połączeniu dwóch podmiotów i nie byłaby możliwa do uzyskania, gdyby każdy z nich funkcjonował osobno [Damodaran, 2005, s. 3–7]. Efekt synergii może być wypracowany w różnych obszarach funkcjonalnych, m.in.:

- w obszarze marketingu poprzez ujednoczenie oferty asortymentowej, wprowadzenie wspólnej wizualizacji, prowadzenie wspólnych badań i działań marketingowych;
- w obszarze produkcji, transportu, badań i rozwoju ze względu na zmiany konstrukcyjne produktów, doskonalenie technologii, racjonalne eksploataowanie zasobów materiałowo-surowcowych i energetycznych;
- w obszarze informacyjno-decyzyjnym poprzez wspólne wykorzystanie systemów zarządzania zarówno operacyjnego, jak i strategicznego;
- w obszarze kapitału ludzkiego za sprawą wspólnej polityki zatrudnienia, wynagradzania, szkoleń i rozwoju, wypracowania jednolitego systemu motywacyjnego, tworzenia zespołów zadaniowych kreujących efekt twórczego myślenia i współpracy;
- w obszarze zarządzania finansami poprzez obniżenie kosztu kapitału, uzyskanie efektów podatkowych, dywersyfikację ryzyka, wzrost zdolności obsługi zadłużenia itp.;
- na skutek integracji m.in. planowania i analizy ekonomicznej, marketingu, zaopatrzenia, operacji finansowych na rynku kapitałowym, synergii sprzedaży, zaopatrzenia i produkcji, inwestycji;
- w wyniku organizacji zarówno systemu statycznego (struktura organizacyjna), jak i dynamicznego (struktura procesów) [Staniszewski, 2014, s. 227].

Z perspektywy zarządzania procesem transakcyjnym wypracowanie efektu synergii odpowiedzialnego za kreację wartości jest pochodną efektywności wykorzystania związków zachodzących między zasobami

materialnymi i niematerialnymi łączących się podmiotów, zaś wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa następujący w wyniku zrealizowanej transakcji i przeprowadzonej integracji może być postrzegany jako wyraz uznania inwestorów dla trafnego zestawienia zasobów łączących się organizacji i uzyskanego efektu synergii.

2. Cel, hipoteza badawcza i metodyka badań

Przeprowadzone dotychczas badania nie pozwalają na stwierdzenie jednoznacznego pozytywnego lub negatywnego związku pomiędzy łączeniem się przedsiębiorstw a ich wartością rynkową [Czerwonka, 2010, s. 156]. Korzyści wynikające z transakcji nie zawsze występują na zaplanowanym poziomie, często mają charakter częściowy i w konsekwencji nie przekładają się na osiąganie lepszych wyników ekonomicznych, kreowanie przewagi konkurencyjnej oraz wzrost wartości połączonych przedsiębiorstw [Staniszewski, 2014, s. 225]. Oczekiwanie wzrostu wartości łączących się podmiotów wydaje się być uzasadnione chociażby ze względu na wzrost wartości aktywów materialnych. Jednak kluczową rolę z punktu widzenia wyceny rynkowej wydają się w tym zakresie odgrywać szeroko rozumiane czynniki niematerialne.

Celem przeprowadzonych badań było oszacowanie wartości zasobów niematerialnych spółek uczestniczących w procesach akwizycyjnych i ich udziału w tworzeniu wartości rynkowej w okresie trzech kolejnych lat po dokonaniu transakcji².

Przystępując do badań, sformułowano następującą hipotezę badawczą: „W przedsiębiorstwach uczestniczących w procesach fuzji i przejęć wartość zasobów niematerialnych będąca pochodną wartości poszczególnych składowych tych zasobów i przejawem efektywności wykorzystania związków zachodzących między zasobami materialnymi i niematerialnymi łączących się podmiotów oraz efektu synergii ulega zmniejszeniu w okresie trzech lat po zamknięciu transakcji. Zmniejszenie wartości zasobów niematerialnych jako kluczowych dla rozwoju organizacji znajduje odzwierciedlenie w spadku wartości rynkowej tych przedsiębiorstw”.

Szacując wartość zasobów niematerialnych badanych spółek giełdowych i ich udział w tworzeniu wartości rynkowej, zastosowano metody-

² W literaturze przedmiotu przyjmuje się, że efekty transakcji powinno się oceniać po upływie ok. 2–3 lat, czyli po zakończeniu procesu integracji i faktycznym zbadaniu wyników ekonomicznych połączenia.

kę stosowaną w badaniach GIFTTM (Global Intangible Finance Tracker)³ [Michalczuk, 2013, s. 122], w której wartość przedsiębiorstw jest sumą wartości aktywów materialnych netto (w tym aktywów finansowych), ujawnionych w bilansie aktywów niematerialnych (wartości niematerialne i prawne) oraz zasobów niematerialnych nieujętych w bilansie jako składnik majątkowy (kapitał ludzki, kapitał strukturalny, kapitał relacji).

Zgodnie z formułą GIFTTM wartość przedsiębiorstwa uzależniona jest od dwóch grup czynników odpowiedzialnych za jej tworzenie: czynników materialnych i niematerialnych. Poziom czynników materialnych odzwierciedlany jest poprzez wartość aktywów materialnych, natomiast czynników niematerialnych – przez zasoby niematerialne. Zasoby niematerialne przedsiębiorstwa mogą być ujmowane w dwie kategorie: jako aktywa niematerialne, czyli takie zasoby niematerialne przedsiębiorstwa, które zostały zidentyfikowane i wycenione zgodnie z zasadami standardów rachunkowości i wykazane w bilansie jako składnik majątkowy (w pozycji wartości niematerialne i prawne), oraz zasoby niematerialne, będące elementami kapitału intelektualnego, które ze względu na specyficzne cechy i trudności pomiaru nie zostały ujęte w bilansie jako składnik majątkowy [Michalczuk, 2013, s. 122–123]. Wartość zasobów niematerialnych obliczono jako różnicę pomiędzy wartością rynkową przedsiębiorstwa (*market value* – MV) a jego wartością księgową netto (*book value* – BV).

Mając świadomość ograniczeń przyjętej metodyki (m.in. historyczna wartość aktywów spółek, brak możliwości odizolowania wpływu cyklów koniunkturalnych i czynników o charakterze behawioralnym na wartość akcji) zdecydowano się na jej zastosowanie ze względu na:

- prostotę obliczeń i interpretacji oraz łatwy dostęp do danych (sprawozdania finansowe),
- możliwość porównywania przedsiębiorstw pod względem udziału zasobów niematerialnych w wartości rynkowej,
- możliwość monitorowania zmian wartości zasobów niematerialnych w badanych przedsiębiorstwach w czasie.

Badaniem objęto spółki notowane na GPW w Warszawie, które w latach 2010–2012 uczestniczyły w procesach połączenia, przejęcia kontroli

³ Tę samą metodę zastosowano w badaniach koncentrujących się na problematyce zasobów niematerialnych w procesie budowania przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw zrealizowanych w ramach badań statutowych *Nowe myślenie w zarządzaniu strategicznym przedsiębiorstwa – spojrzenie ku przyszłości* zrealizowanych w Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie w SGH w Warszawie w 2014 roku.

lub nabycia zorganizowanej części mienia podlegających obowiązkowi zgłoszenia koncentracji Prezesowi UOKiK⁴. Na podstawie danych z raportów obliczono wartość aktywów materialnych netto, wartość księgową oraz wartość rynkową badanych spółek w roku dokonywania transakcji oraz w trzech kolejnych latach. Wyjątek stanowiły spółki, które zrealizowały transakcje w 2012 roku. W ich przypadku analizowano dane za lata 2012–2014. Dalszą analizą objęto te podmioty, w przypadku których wartość rynkowa była wyższa lub równa wartości księgowej ($MV/BV \geq 1$) oraz wartość aktywów netto była dodatnia.

Spośród 34 spółek giełdowych uczestniczących w procesach koncentracji przyjęte kryteria badania spełniło jedynie 6 podmiotów⁵. Do analizy danych zastosowano podstawowe statystyki opisowe: medianę i średnią. Interpretując dane, bazowano na medianie, ze względu na jej dużą odporność na elementy odstające w porównaniu do średniej arytmetycznej i na małą liczebność próby. Dodatkowo wyniki przeprowadzonych badań odniesiono do rezultatów spółek notowanych na GPW w Warszawie z lat 2011–2013.

3. Udział zasobów niematerialnych w wartości rynkowej przedsiębiorstw dokonujących procesów koncentracji w świetle badań empirycznych

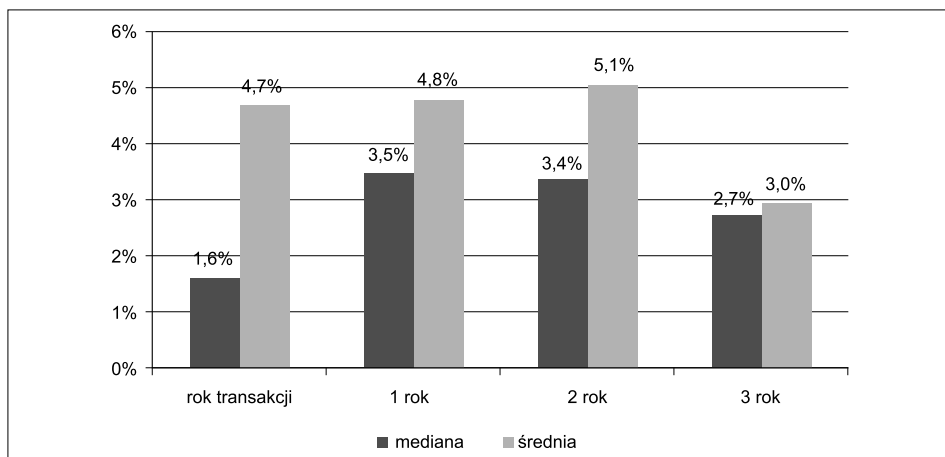
Przystępując do badań, w pierwszej kolejności dokonano identyfikacji zmiany poziomu udziału wartości aktywów niematerialnych w wartości rynkowej badanych spółek i jej zmiany w okresie trzech lat po zawarciu transakcji (rysunek 1).

Z przeprowadzonych badań wynika, że przeciętnie wartość aktywów niematerialnych wykazana przez badane spółki w bilansach znacząco wzrosła w pierwszym roku po transakcji z poziomu 1,6% do 3,5% wartości rynkowej przedsiębiorstw. W kolejnych latach widoczny jest natomiast jej sukcesywny spadek do poziomu 2,7% w trzecim roku.

⁴ Zamiar koncentracji podlega obowiązkowi zgłoszenia, jeżeli łączny światowy obrót przedsiębiorców uczestniczących w koncentracji w roku obrotowym poprzedzającym rok zgłoszenia przekracza równowartość 1 mld euro lub łączny obrót na terytorium Polski przedsiębiorców uczestniczących w koncentracji w roku obrotowym poprzedzającym rok zgłoszenia przekracza równowartość 50 mln euro, dotyczy więc znaczących transakcji.

⁵ Taka wielkość próby badawczej nie pozwala na formułowanie wniosków uogólniających. Badania potraktowano zatem jako pilotażowe.

Rysunek 1. Udział wartości aktywów niematerialnych w wartości rynkowej spółek dokonujących fuzji lub przejęć w latach 2010–2014 (w %)

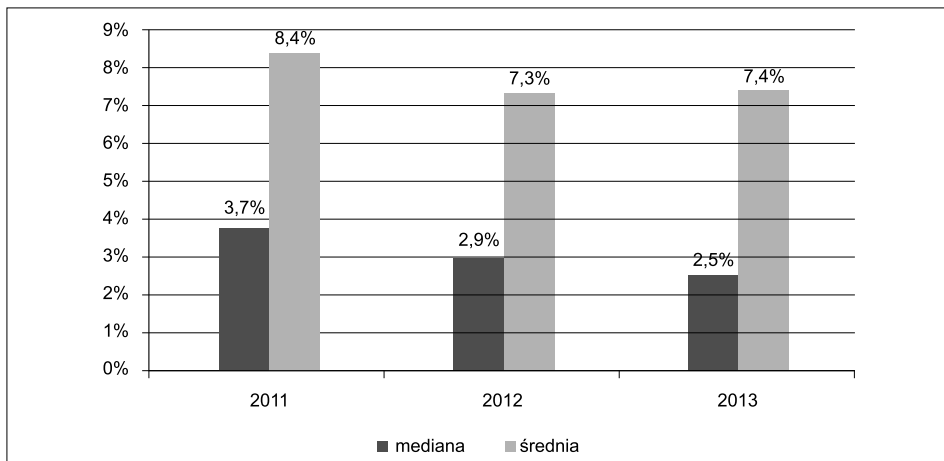


Źródło: Opracowanie własne.

Odnotowany wzrost wielkości udziału wartości aktywów niematerialnych w wartości rynkowej przedsiębiorstw bezpośrednio po transakcji może wynikać z nabycia praw majątkowych, np.: autorskich praw majątkowych, licencji, koncesji, praw do patentów, znaków towarowych, wzorów użytkowych oraz know-how lub wartości firmy. Obniżenie analizowanego parametru w kolejnych latach wpisuje się w trend zidentyfikowany w przypadku wszystkich spółek giełdowych w latach 2011–2013. W ich przypadku poziom wartości aktywów niematerialnych odnotowanych w bilansie w odniesieniu do wartości przedsiębiorstwa w 2013 roku nie przekroczył 2,5% (rysunek 2).

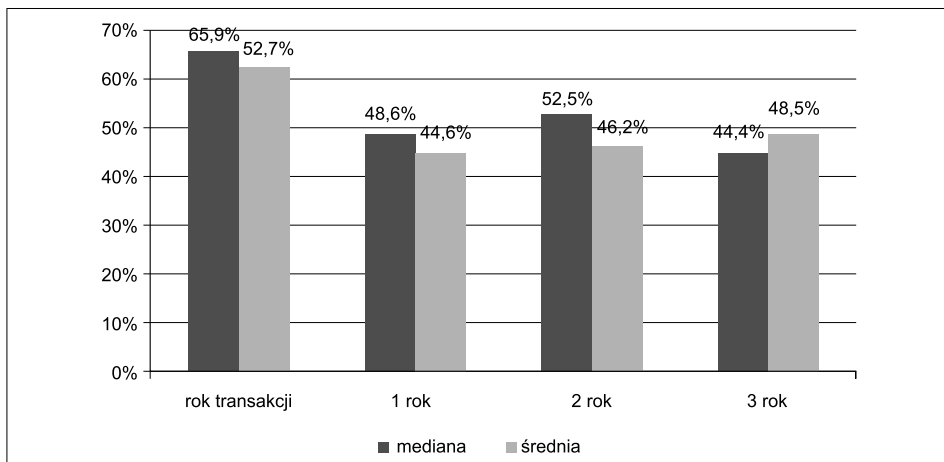
Jak wynika z przeprowadzonych badań, wartości niematerialne ujęte w bilansie są w niewielkim stopniu odpowiedzialne za generowanie wartości rynkowej badanych przedsiębiorstw zaangażowanych we wzrost zewnętrzny. Zdecydowanie większą rolę w tym zakresie odgrywają zasoby niematerialne nieujawnione w sprawozdaniach finansowych, określane mianem ukrytego potencjału przedsiębiorstwa (rysunek 3).

Rysunek 2. Udział wartości aktywów niematerialnych w wartości rynkowej spółek giełdowych w latach 2011–2013 (w %)



Źródło: Opracowanie własne.

Rysunek 3. Udział wartości zasobów niematerialnych nieujmowanych w bilansach w wartości rynkowej spółek dokonujących fuzji lub przejęć w latach 2010–2014 (w %)



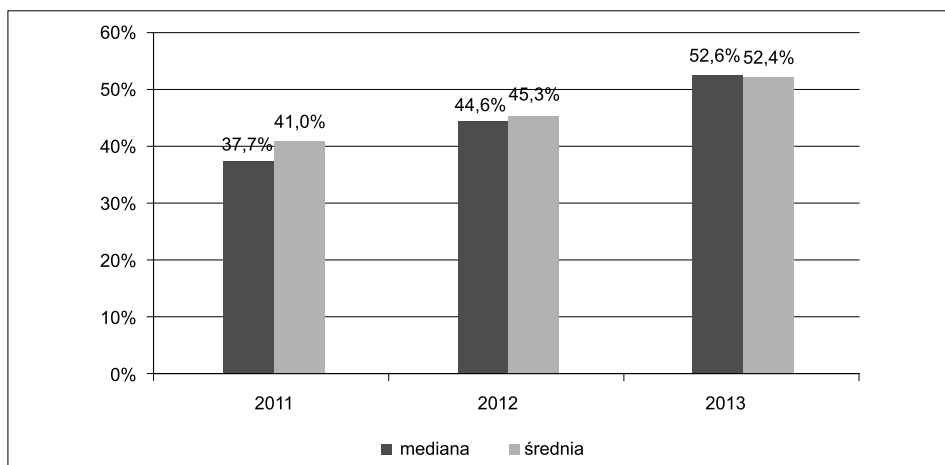
Źródło: Opracowanie własne.

Z danych zaprezentowanych na rysunku 3 wynika, że w połowie badanych przedsiębiorstw udział wartości zasobów niematerialnych nieujmowanych w bilansie w odniesieniu do wartości rynkowej podmiotów w roku dokonania transakcji stanowił prawie 66%. W pierwszym roku po transakcji uległ on znacznemu obniżeniu do 48,6%, przez 52,5% w dru-

gim, do jedynie 44,4% w trzecim roku po transakcji. Oznacza to, że w przypadku połowy badanych przedsiębiorstw ich wartość rynkowa w roku dokonywania fuzji lub przejęcia w blisko 66% była determinowana posiadanymi przez spółki zasobami niematerialnymi nieujmowanymi w bilansie, by w kolejnych latach obniżyć się o ponad 21 pp.

Porównując zaprezentowane dane do rezultatów badań spółek notowanych na GPW w Warszawie, widoczna jest rozbieżność uzyskanych wyników (rysunek 4). W latach 2011–2013 w spółkach giełdowych udział wartości zasobów niematerialnych nieujmowanych w bilansie w wartości rynkowej sukcesywnie wzrastał, uzyskując poziom 52,6% w 2013 roku.

Rysunek 4. Udział wartości zasobów niematerialnych nieujmowanych w bilansach w wartości rynkowej spółek giełdowych w latach 2011–2013 (w %)

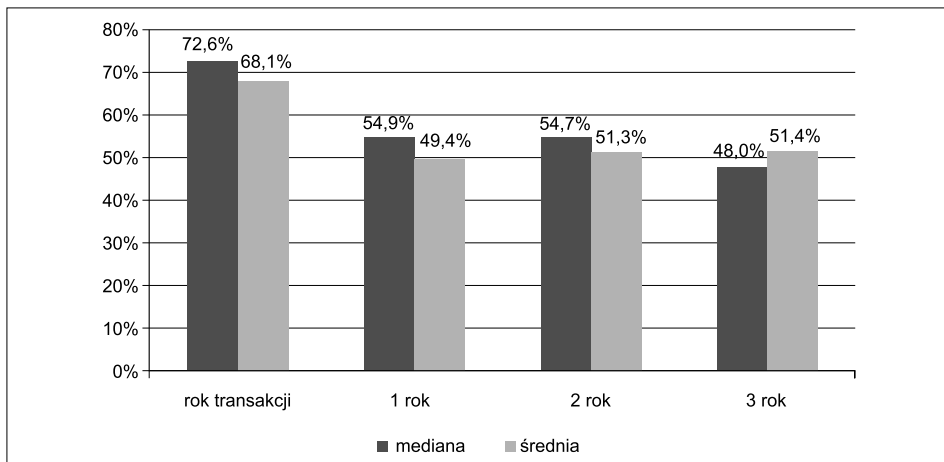


Źródło: Opracowanie własne.

Można zatem przypuszczać, że w przypadku podmiotów zaangażowanych w akwizycje wzajemne interakcje zachodzące pomiędzy zasobami przedsiębiorstwa i wygenerowany w okresie trzech lat efekt synergii ukształtowały się poniżej poziomu oczekiwanego przez inwestorów, co znalazło odzwierciedlenie w zmniejszającym się udziale wartości zasobów niematerialnych nieujawnionych w bilansie w odniesieniu do wartości rynkowej.

W ostatnim etapie badań dokonano analizy zmiany udziału wartości aktywów niematerialnych i zasobów niematerialnych nieujmowanych w bilansie w wartości rynkowej spółek zaangażowanych w procesy akwizycyjne (rysunek 5).

Rysunek 5. Udział zasobów niematerialnych w wartości rynkowej spółek dokonujących fuzji lub przejęć w latach 2010–2014 (w %)



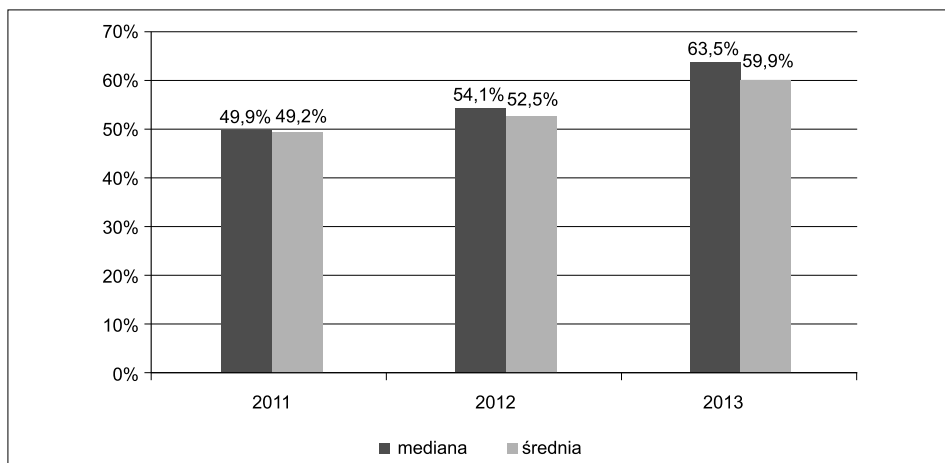
Źródło: Opracowanie własne.

Badając udział wartości zasobów niematerialnych w wartości rynkowej spółek dokonujących fuzji i przejęć, odnotowano ich znaczący spadek (o 17,7 p.p.) w pierwszym roku po przeprowadzeniu transakcji z poziomu 72,6% do niespełna 55%, a następnie dalszy spadek do poziomu 48% w kolejnych dwóch latach (łącznie o 24,6 p.p.). Oznacza to, że w badanych przedsiębiorstwach nastąpiła ewidentna utrata wartości zasobów niematerialnych, co może być istotnym czynnikiem kształtującym wartość przedsiębiorstwa.

Zaobserwowaną tendencję porównano do wyników uzyskanych przez spółki giełdowe w latach 2011–2013 (rysunek 6).

Na przestrzeni lat 2011–2013 w połowie spółek notowanych na GPW w Warszawie systematycznie wzrastał udział wartości zasobów niematerialnych w wartości rynkowej tych podmiotów (z poziomu 49,9% do 63,5%), czyli w okresie analizowanych trzech lat sukcesywnie wzrastała ich rola w kształtowaniu wartości rynkowej przedsiębiorstw, co wpisuje się w trend światowy. Na tle takich prawidłowości zaobserwowana utrata wartości zasobów niematerialnych w spółkach rozwijających się poprzez fuzje i przejęcia jest szczególnie niepokojącym zjawiskiem, tym bardziej, że w tym samym okresie nastąpiło zmniejszenie wartości rynkowej badanych podmiotów o 5,43%, przy wzroście wartości księgowej o 4,3%.

Rysunek 6. Udział zasobów niematerialnych w wartości rynkowej spółek giełdowych w latach 2011–2013 (w %)



Źródło: Opracowanie własne.

Zakończenie

Wartość przedsiębiorstwa kreowana jest w różnych obszarach działalności organizacji. Determinują ją zarówno aktywa materialne (finansowe i rzeczowe), jak i aktywa niematerialne. Szczególne znaczenie w tym zakresie odgrywają zasoby niematerialne, które są nośnikiem wartości rynkowej przedsiębiorstwa (jako jego osobno identyfikowane składowe) lub istotnym czynnikiem w jej kreowaniu [Morawska, 2008, s. 81].

Z przeprowadzonych badań wynika, że w badanych przedsiębiorstwach uczestniczących w procesach fuzji i przejęć wartość zasobów niematerialnych uległa zmniejszeniu w okresie trzech lat po zamknięciu transakcji, co więcej – zmniejszenie wartości zasobów niematerialnych znalazło odzwierciedlenie w spadku wartości rynkowej tych przedsiębiorstw. Takiego stanu rzeczy można dopatrywać się w zmniejszeniu wartości poszczególnych składowych zasobów niematerialnych, w niskiej efektywności wykorzystania związków zachodzących między zasobami materialnymi i niematerialnymi łączących się podmiotów oraz niewystarczającego w odniesieniu do oczekiwań efektu synergii. Wydaje się, że nie bez znaczenia pozostają też czynniki o charakterze makroekonomicznym oraz koniunkturalnym charakterystyczne dla danej branży.

Literatura

1. 2015 *M&A Outlook Survey Report* (2015), KPMG, http://www.kpmgsurvey-ma.com/pdf/298400_NSS_M&A_OutlookSurvey2015v14_WEB.pdf, dostęp dnia 4.02.2015.
2. Calvert J. (2004), *Intangible assets*, „Accountancy Ireland”, April, No. 35/2.
3. Czerwonka L. (2010), *Wzrost wartości przedsiębiorstwa a aktywność w obszarze fuzji i przejęć*, http://www.mikroekonomia.net/system/publication_files/17/original/13.pdf?1314868944, dostęp dnia 12.05.2015.
4. Damodaran A. (2005), *The Value of Synergy*, Stern School of Business, <http://ssrn.com/abstract=841486>, dostęp dnia 12.03.2013.
5. Głuszek E. (2004), *Zarządzanie zasobami niematerialnymi przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław.
6. Kaplan R. S., Norton D. P. (2004), *Measuring the strategic readiness of intangible assets*, „Harvard Business Review”, February, No. 2.
7. Lev B., Daum J. H. (2004), *The dominance of intangible assets: Consequences for enterprise management and corporate reporting*, „Measuring Business Excellence”, Vol. 8, No. 1.
8. Michalczyk G. (2013), *Zasoby niematerialne jako czynnik wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok.
9. Mikuła B, Pietruszka-Otył A. (2010), *Studium niematerialnych zasobów organizacji*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie”, nr 820.
10. Morawska M. (2008), *„Zarządzanie strategiczne niematerialnymi zasobami przedsiębiorstwa”*, Fundacja Promocji i Akredytacji Kierunków Ekonomicznych, Warszawa.
11. Staniewski M. W., Szczepankowski P., *Pomiar kapitału intelektualnego w spółkach energetycznych*, http://staniewski.vizja.pl/pdf/Kap_intel_uklad%20RE.pdf, dostęp dnia 9.11.2013.
12. Staniszewski A. (2013), *Sukces czy porażka? Ocena efektywności fuzji i przejęć*, w: *Fuzje i przejęcia. Kluczowe czynniki. Kluczowe czynniki sukcesu i przyczyny niepowodzeń transakcji*, Korpus J. (red.), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
13. Szablewski A. (2008), *Maksymalizacja wartości a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, w: *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Szablewski A., Tuzimek R. (red.), Poltext, Warszawa.

Streszczenie

W artykule ukazano rolę zasobów niematerialnych w kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa oraz zaprezentowano wyniki badań, których głównym celem było oszacowanie wartości zasobów niematerialnych spółek uczestniczących w procesach akwizycyjnych i ich udziału w tworzeniu wartości rynkowej w okresie trzech kolejnych lat po dokonaniu transakcji.

Słowa kluczowe

zasoby niematerialne, aktywa niematerialne, wartość rynkowa przedsiębiorstwa, fuzje i przejęcia

The intangible resources and the market value of enterprises developing through mergers and acquisitions (Summary)

In this paper the author appeared role of the intangible resources in shaping the market value of company and presented the results of studies whose main objective was to estimate the value of intangible resources of the companies involved in the processes of acquisition and their participation in the creation of market value in the three subsequent years after the transaction.

Keywords

intangible resources, intangible assets, the market value of companies, mergers and acquisitions