

**NIEPEWNOŚĆ FUNKCJONOWANIA
PRZEDSIĘBIORSTW
BANKRUCTWA, RESTRUKTURYZACJA, LIKWIDACJA**

REDAKCJA NAUKOWA

PAWEŁ DEC

**NIEPEWNOŚĆ FUNKCJONOWANIA
PRZEDSIĘBIORSTW
BANKRUCTWA, RESTRUKTURYZACJA, LIKWIDACJA**



OFICyna WYDAWNICZA
SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE
WARSZAWA 2014

Recenzent

Krzysztof Marecki

Redaktor

Danuta Jastrzębska

© Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2013

Wszelkie prawa zastrzeżone. Kopiowanie, przedrukowywanie i rozpowszechnianie całości lub fragmentów niniejszej publikacji bez zgody wydawcy zabronione.

Wydanie I

ISBN 978-83-7378-896-1

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza

02-554 Warszawa, al. Niepodległości 162

tel. 22 564 94 77, 22 564 94 86, fax 22 564 86 86

www.wydawnictwo.sgh.waw.pl

e-mail: wydawnictwo@sgh.waw.pl

Projekt i wykonanie okładki

Monika Trypuz

Skład i łamanie

Gemma

Druk i oprawa

QUICK-DRUK s.c.

tel. 42 639 52 92

e-mail: quick@druk.pdi.pl

Zamówienie 33/III/14

Spis treści

WPROWADZENIE	11
------------------------	----

CZEŚĆ I. BANKRUCTWA	13
--------------------------------------	-----------

Paweł Dec

OGRANICZANIE NIEPEWNOŚCI W DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW	15
Wstęp	15
1. Niepewność w działalności przedsiębiorstw	16
2. Narzędzia i metody ograniczania niepewności w przedsiębiorstwach	21
2.1. Strategiczne systemy wczesnego ostrzegania	21
2.2. Gry wojenne	22
2.3. Analiza łańcucha wartości	25
Wnioski	27
Bibliografia	27

Krzysztof Borowski

PROBLEM AKCJI GROSZOWYCH (<i>PENNY STOCKS</i>) NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE ORAZ SPOSOBY JEGO ROZWIĄZYWANIA	29
Wstęp	29
1. Problematyka akcji groszowych w literaturze światowej	30
2. Cechy charakterystyczne inwestycji w akcje groszowe	32
3. Inwestycja w akcje groszowe a ryzyko bankructwa	35
4. Akcje groszowe notowane na GPW	36
5. Propozycja zwiększenia zainteresowania inwestorów segmentem akcji groszowych	36
Wnioski	38
Bibliografia	39

Aneta Ptak-Chmielewska

WYKORZYSTANIE MODELI STATYSTYCZNYCH W OCENIE RYZYKA UPADŁOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW	41
Wstęp	41
1. Analiza dyskryminacyjna	43
2. Analiza logitowa (regresja logistyczna)	44
3. Analiza historii zdarzeń – model regresji Coxa	46
4. Metody „data mining” – drzewa decyzyjne	48

5. Sieć neuronowa	51
Wnioski	53
Bibliografia	54

Dorota Mirowska

WYKORZYSTANIE W POLSKICH PRZEDSIĘBIORSTWACH METOD PROGNOZOWANIA ZAGROŻENIA FINANSOWEGO	57
Wstęp	57
1. Ekonomiczne i prawne determinanty stosowania metod prognozowania zagrożenia finansowego w przedsiębiorstwach	59
2. Badanie ankietowe syndyków	63
Wnioski	67
Bibliografia	69

Emilia Grzegorzewska

WYPŁACALNOŚĆ MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW DZIAŁAJĄCYCH W BRANŻY MEBLARSKIEJ W POLSCE W REALIACH KRYZYSU GLOBALNEGO	71
Wstęp	71
1. Upadłość przedsiębiorstw w branży meblarskiej na skutek sytuacji kryzysowej w gospodarce	72
2. Istota modeli oceny wypłacalności przedsiębiorstw	73
3. Cel i metodyka badań	75
4. Wyniki badań	76
4.1. Poziom wypłacalności przedsiębiorstw meblarskich zatrudniających do 49 osób	77
4.2. Poziom wypłacalności przedsiębiorstw meblarskich zatrudniających od 50 do 249 osób	78
Wnioski	80
Bibliografia	81

Małgorzata Garstka

NADRZĘDNE ZASADY RACHUNKOWOŚCI A ZAGROŻENIE KONTYNUACJI DZIAŁALNOŚCI	83
Wstęp	83
1. Założenie kontynuacji działalności w regulacjach rachunkowości	85
2. Zagrożenie kontynuacji działania – wybrane aspekty	90
Wnioski	93
Bibliografia	93

Cezary Górecki

ARKUSZ PRZEPIŹYWÓW PIENIĘŻNYCH JAKO BAROMETR RYZYKA

BANKRUCTWA	95
Wstęp	95
1. Kryzys finansowy w przedsiębiorstwie	96
2. Utrata płynności finansowej jako przyczyna bankructwa	98
3. Arkusz przepłyóww pieniędzy	100
Wnioski	107
Bibliografia	108

Paweł Wieprzowski, Piotr Wieprzowski

ROLA I ZNACZENIE FUNDUSZY ARBITRAŻOWYCH 111

Wstęp	111
1. Rynek funduszy hedgingowych	112
2. Wyniki funduszy arbitrażowych	115
3. Aktywa funduszy hedgingowych	116
4. Dźwignia funduszy hedgingowych	119
5. Kryzys finansowy	120
Wnioski	121
Bibliografia	122

CZĘŚĆ II. RESTRUKTURYZACJA 125

Joanna Korpus

WROGIE PRZEJĘCIE IMPULSEM DO PROCESU RESTRUKTURYZACJI . . . 127

Wstęp	127
1. Inspiracja przeprowadzonych badań i ich zakres	128
2. Wyniki przeprowadzonych badań	130
Wnioski	139
Bibliografia	141

Hanna Sokół

WARUNKI I SKUTECZNOŚĆ PROGRAMÓW RESTRUKTURYZACYJNYCH PRZEDSIĘBIORSTW NA PRZYKŁADZIE BIOTON S.A. 145

Wstęp	145
1. Kryzys w przedsiębiorstwie, zagrożenie upadłością	145
2. Warunki przygotowania programu restrukturyzacji	150
3. Restrukturyzacja naprawcza	150
4. Skuteczność programów naprawczych na przykładzie BIOTON S.A.	153
Wnioski	165
Bibliografia	166

Katarzyna Kreczmańska-Gigol

FAKTORING RESTRUKTURYZACYJNY – ISTOTA I ZASTOSOWANIE . . .	169
Wstęp	169
1. Sytuacja kryzysowa w przedsiębiorstwie i koszty trudności finansowych . . .	169
2. Istota faktoringu i jego dostępność w okresie kryzysu	172
3. Faktoring restrukturyzacyjny jako forma faktoringu szczególnie przydatna w sytuacji kryzysowej	177
4. Najważniejsze efekty faktoringu	178
Wnioski	180
Bibliografia	180

Wioletta Niebieszczańska

RESTRUKTURYZACJA NAPRAWCZA SZANSĄ UTRZYMANIA NA RYNKU PRZEDSIĘBIORSTW ZAGROŻONYCH UPADŁOŚCIĄ	183
Wstęp	183
1. Restrukturyzacja przedsiębiorstwa – pojęcie i zakres	183
2. Restrukturyzacja naprawcza ratunkiem dla przedsiębiorstwa znajdującego się w kryzysie finansowym	186
3. Studium przypadku firmy – Polski Koncern Mięśny DUDA SA	190
Wnioski	195
Bibliografia	195

Aleksandra Jadach-Sepiolo

REWITALIZACJA MIEJSKICH OBSZARÓW ZDEGRADOWANYCH JAKO SZANSA NA RESTRUKTURYZACJĘ BAZY EKONOMICZNEJ MIASTA – WNIOSKI DLA PRZEDSIĘBIORSTW O ZASIĘGU LOKALNYM I SYNDYKÓW	197
Wstęp	197
1. Rewitalizacja obszarów zdegradowanych jako narzędzie restrukturyzacji bazy ekonomicznej miast	200
2. Programy rewitalizacji w Polsce – wpływ na działanie sektora MŚP	202
3. Tereny poprzemysłowe – balast albo potencjał	206
Wnioski	207
Bibliografia	209

CZĘŚĆ III. LIKWIDACJA 213

Wiesław Musiał, Tomasz Wojewodzie

WYKORZYSTANIE DYWESTYCJI W PROCESIE LIKWIDACJI GOSPODARSTWA ROLNICZEGO	215
Wstęp	215

1. Problemy dezagraryzacji wsi polskiej	216
2. Istota dywestycji w gospodarstwach rolnych	219
Wnioski	225
Bibliografia	225

Agnieszka Sobiech

LIKWIDACJA SPÓŁKI OSOBOWEJ – WYBRANE PROBLEMY

PODATKOWE	227
Wnioski	237
Bibliografia	238

STRESZCZENIA	239
------------------------	-----

SUMMARIES	247
---------------------	-----

Wprowadzenie

Wiele obecnych niepowodzeń biznesowych w dalszym ciągu tłumaczy się występowaniem kryzysu gospodarczego. Używa się zwrotu, który w najpopularniejszej wyszukiwarce na świecie ma ponad 470 mln odsłon. Można powiedzieć, że słowo „kryzys”, z uwagi na częste używanie i podawanie jako przyczyny niemalże wszelkich porażek firm, straciło swoją pierwotną siłę przekazu (lub jak niektórzy określają – „wytarło się”). Nie ulega wątpliwości, że na działalność przedsiębiorstw negatywnie wpływa spowolnienie czy załamanie gospodarcze. Jednak nie każde niepowodzenie biznesowe jest wynikiem kryzysu gospodarczego. Przeczą temu chociażby sukcesy tych firm, które właśnie w wyjątkowo wydawałoby się niesprzyjających warunkach ekonomicznych potrafiły odnieść sukces. Jeszcze inną grupę przedsiębiorstw stanowią te, których zła kondycja czy finalne bankructwo, spowodowane są błędnymi decyzjami podejmowanymi przez zarządzających. Porażki biznesowe występują od wielu lat i nie są czymś nienaturalnym. Stąd istnieje potrzeba prowadzenia badań i poszukiwania takich narzędzi, które nie tylko są przydatne dla przedsiębiorstw będących w złej kondycji w wyniku kryzysu, ale również dla tych, których bieżąca sytuacja wynika ze znalezienia się w określonym etapie cyklu życia. Przy czym kluczowym aspektem dla funkcjonowania firm jest opracowywanie i doskonalenie metod pozwalających na prognozowanie zagrożenia bankructwem oraz monitorowanie otoczenia biznesowego. Znakiem dzisiejszych czasów jest bardzo duży problem związany z upadłością podmiotów gospodarczych na świecie oraz skalą jej występowania. Znacznej części przypadków upadłości, poprzez wczesne ostrzeżenie, można by zapobiec lub umożliwić upadającemu przedsiębiorstwu przeprowadzenie odpowiednich procesów restrukturyzacyjnych.

Niepewność dotycząca funkcjonowania przedsiębiorstw już od pewnego czasu na stałe została wpisana do katalogu czynników związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej. Dlatego przedsiębiorcy czy zarządzający firmami nieustannie powinni pozyskiwać wiedzę i doskonalić swoje umiejętności związane zarówno z wczesnym wykrywaniem zagrożeń, przewidywaniem takich problemów (np. poprzez procesy restrukturyzacyjne), jak i w skrajnych sytuacjach potrafić przeprowadzić proces skutecznej likwidacji firmy.

Przedstawionym zagadnieniom został podporządkowany układ niniejszej monografii. W jej pierwszej części zatytułowanej *Bankructwa*, główny nacisk został położony na ograniczanie niepewności w działalności przedsiębiorstw (tekst P. Deca) oraz wykorzystanie metod i modeli predykcji bankructwa (teksty A. Ptak-Cmielewskiej, D. Mirowskiej, E. Grzegorzewskiej, C. Góreckiego i M. Garstki). Przeanalizowany został również problem akcji groszowych (tekst K. Borowskiego), a także zbadano zagrożenia, jakim dla rynków finansowych (a więc również pośrednio dla przedsiębiorstw) mogą być fundusze arbitrażowe (tekst P. i P. Wieprzowskich).

Druga część monografii zatytułowana *Restrukturyzacja* dotyczy aspektów przeprowadzania procesów restrukturyzacji. Przeanalizowany został tutaj problem wrogiego przejęcia, który bardzo często stanowi preludeum dla bardzo poważnej restrukturyzacji przedsiębiorstwa (tekst J. Korpus). Dalej omówiono stosunkowo rzadko wykorzystywane narzędzie, jakim jest faktoring restrukturyzacyjny (tekst K. Kreczmańskiej-Gigol). Zaprezentowano i oceniono praktyczne przykłady przeprowadzania programu restrukturyzacyjnego (teksty H. Sokół i W. Niebieszczańskiej). W tekście dotyczącym rewitalizacji obszarów miejskich (A. Jadach-Sepioło) wykazano przydatność tego procesu w restrukturyzacji bazy ekonomicznej miasta.

Trzecia część monografii zatytułowana *Likwidacja* zawiera omówienie stosowania dywestycji w procesie likwidacji na przykładzie gospodarstwa rolniczego (tekst T. Wojewodzica i W. Musiała) oraz analizę problemów podatkowych dotyczących likwidacji spółki osobowej (tekst A. Sobiech).

Pragnę podziękować wszystkich autorom tekstów oraz osobom, które przyczyniły się do wydania tej książki.

Paweł Dec

Część I

BANKRUCTWA

*Paweł Dec*¹

Ograniczanie niepewności w działalności przedsiębiorstw

Wstęp

Wielu ekonomistów udowadnia, że to zysk jest podstawowym celem działalności przedsiębiorstw. Twierdzi się, że dla osiągnięcia korzyści finansowych tworzone są kolejne podmioty gospodarcze, zarówno te małe, lokalne, jak i te o potężnych rozmiarach, często swoim zasięgiem działalności przekraczających granice wielu państw. Lecz czy kiedykolwiek wcześniej na świecie człowiek był tak bezbronny wobec przyszłości, posiadając przecież tak ogromny zasób wiedzy, doświadczenia, tysiące lat historii, dodatkowo wykorzystując niesamowicie zaawansowaną technologię i mając do dyspozycji praktycznie nieograniczoną liczbę naukowców, ekspertów i specjalistów z przeróżnych dziedzin?

Dlatego nie można się dziwić, że wielu przedsiębiorców, nie ma tu znaczenia czy reprezentujących małe, czy duże firmy, nie radzi sobie wobec tak turbulentnego i zmieniającego się obecnie otoczenia gospodarczego. Pomijane są tutaj oczywiście przypadki świadomego doprowadzania firm do upadłości oraz przypadki kwalifikujące się do wyjaśniania przez organy ścigania. Wielu właścicielom i zarządzającym bankrutujących podmiotów gospodarczych można również zarzucić chociażby brak wystarczającej wiedzy, umiejętności czy oszczędzanie na wykwalifikowanej sile roboczej. Można też mówić o istnieniu niesprzyjającego otoczenia politycznego. Ale w znacznej większości przypadków firmy upadają w wyniku niedoszacowania ryzyka podjętej działalności oraz braku podejmowania kroków w celu ograniczania wszechobecnej teraz niepewności.

¹ Dr Paweł Dec, Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

1. Niepewność w działalności przedsiębiorstw

Niepewność to słowo, które już po usłyszeniu lub przeczytaniu, jego odbiorcom nie kojarzy się zbyt pozytywnie, zwłaszcza jeśli mamy do czynienia z działalnością biznesową. Jednak by móc rozpocząć analizę zjawiska braku dostatecznej wiedzy o najbliższym i dalszym otoczeniu podmiotów gospodarczych warto jest zdefiniować zjawisko całkowitej czy inaczej mówiąc nieredukowalnej niepewności. Ten rodzaj niepewności to dość grzeczny termin dla stanu całkowitej ignorancji, niewiedzy, której nie można zaradzić poprzez zbieranie większej ilości danych, nawet używając bardziej złożonych i skomplikowanych metod wnioskowania statystycznego lub większej liczby potężnych komputerów (o ogromnej zdolności przeliczeniowej), lub też myślenie coraz cięższe i mądrzejsze². Tego rodzaju niepewność jest poza zasięgiem probabilistycznego rozumowania, wnioskowania statystycznego oraz poza możliwością jakiegokolwiek kwantyfikacji. Nieredukowalna niepewność należy do domeny filozofów i przywódców religijnych, którzy skupiają się nie tylko na tym co nieznanne, ale również co niepoznawalne.

Znając swoiste ekstremum w definiowaniu niepewności można zawęzić analizę tego zjawiska do przypadków spotykanych w gospodarce podczas prowadzenia działalności gospodarczej. Przez znaczną liczbę przypadków, jak i zakres samej definicji niepewności, niezwykle trudno jest zarówno jednoznacznie wyjaśniać to zjawisko, jak i opracowywać metody pozwalające minimalizować jej negatywny wpływ na działalność firm. Jest ona bowiem jednym z najczęściej spotykanych psychologicznych stanów w kontekście zmian organizacyjnych³.

Można przyjąć, że niepewność to związek pomiędzy zmiennymi wielkościami złożoności (liczbą i zróżnicowaniem elementów otoczenia) a tempem zmian elementów otoczenia⁴.

Im większe tempo zmian elementów otoczenia i im większa ich liczba oraz zróżnicowanie, tym jest większa i wiąż rosnąca niepewność otoczenia. Z kolei wraz ze spadkiem tempa zmian elementów otoczenia oraz ich liczby i zróżnicowania mamy do czynienia z coraz mniejszą niepewnością. Natomiast w przypadku

² A.W. Lo, M.T. Mueller, *Warning: Physics Envy May be Hazardous to Your Wealth*, Risk Management, Cornell University Library, 2010, s. 13; P. Ball, *Economists need their own uncertainty principle*, „Nature” 2012, no. 5, www.nature.com

³ P. Bordia, E. Hobman, E. Jones, C. Gallois, V.J. Callan, *Uncertainty during organizational change: types, consequences, and management strategies*, „Journal of Business and Psychology” 2004, vol. 18, no. 4, s. 509.

⁴ J.M. Hatch, *Organization Theory: Modern, Symbolic, and Postmodern*, Oxford University Press, 1997, s. 99.

niskiej złożoności i wysokiego tempa zmian albo wysokiej złożoności oraz niskiego tempa zmian występuje umiarkowana niepewność. Czyli stan, który większość przedsiębiorców spotyka w trakcie prowadzonej działalności. Wówczas znane są już i zazwyczaj sprawdzone metody podejmowanie ważnych decyzji biznesowych w takich warunkach. W przypadku gdy otoczenie jest stabilne oraz mało złożone, zarządzający przedsiębiorstwem zakładają, że potrzebne informacje są im znane i dostępne, a tym samym otoczenie wydaje się dla nich w miarę pewne. Natomiast odwrotna sytuacja występuje, jeżeli tempo zmian elementów otoczenia jest wysokie i liczba tych zmian oraz ich zróżnicowanie jest też wysokie. Wówczas osoby kierujące przedsiębiorstwem nie mają wystarczającej ilości informacji, a tym samym doznają dużej niepewności. Z sytuacją taką mamy do czynienia wraz z umiędzynarodowieniem się rynków i ciągłym postępem technicznym. To prowadzi z kolei do coraz większego zróżnicowania elementów otoczenia i tym samym stwarza trudność znalezienia odpowiednich informacji. W przypadkach stabilnej (umiarkowanej) niepewności albo występuje nadmiar informacji (otoczenie bardzo złożone), albo zachodzi ciągła potrzeba ich uzyskiwania (wysokie tempo zmian).

Na niepewność w działalności przedsiębiorców mogą wpływać głównie dwie grupy czynników: zewnętrzne i wewnętrzne. Czynniki zewnętrzne stanowią część otoczenia, zatem są one niezależne od przedsiębiorstw (np. zmiany legislacyjne czy rynkowe). Niepewność, która jest wynikiem takich uwarunkowań zewnętrznych jest określana jako niepewność zewnętrzna. Z kolei źródłami niepewności wewnętrznej przedsiębiorstw są takie czynniki, jak:

- niedostateczna znajomość podmiotów gospodarczych,
- błędy lub powolne decyzje w kierowaniu ich działalnością,
- niewłaściwe oceny aktualnych i przyszłych zdolności produkcyjnych, czy możliwości dostarczania danych usług,
- nieodpowiednia i niedostosowana do zmieniających się warunków struktura organizacyjna firm.

Niepewność wewnętrzna wzrasta wraz ze zwiększaniem rozmiarów danego przedsiębiorstwa. Łączy się to przede wszystkim z bardziej złożoną strukturą organizacyjną oraz rodzajem i skalą podejmowanych decyzji. Postępujące obecnie na świecie zmiany wskazują, że dla przetrwania przedsiębiorstw coraz większe znaczenie mają wydarzenia, które zachodzą w otoczeniu firm, niż te, które dzieją się w jej wnętrzu⁵. Znaczna część menadżerów nie jest przygotowana (lub wręcz nie posiada takiej wiedzy) na diagnozowanie i rozpoznawanie oznak wskazujących na zbliżające

⁵ G. Nizard, *Metamorfozy przedsiębiorstwa: zarządzanie w zmiennym otoczeniu organizacji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 11.

się zagrożenie w funkcjonowaniu ich przedsiębiorstw⁶. Co więcej w sytuacji, kiedy już rozpoczyna się sytuacja kryzysowa w firmie, wielu menadżerów również nie jest w stanie jej sprostać i podjąć właściwe działania korygujące czy naprawcze. Spotykana jest jednakże dość często, co warte zaakcentowania, odwrotna sytuacja, kiedy kierownictwo zbyt mocno przywiązuje wagę do wpływu czynników zewnętrznych na funkcjonowanie przedsiębiorstwa, a pomija istotne problemy zachodzące w samej firmie⁷. Ważne zatem by zachować zdrową równowagę pomiędzy analizą czynników zewnętrznych i wewnętrznych w działalności podmiotów gospodarczych. Bowiem nawet najlepiej skonstruowany strategiczny system wczesnego ostrzegania nie zwalnia z bieżącej kontroli finansowej i zarządczej⁸.

Jeszcze do niedawna w literaturze przedmiotu podkreślano postępujący wzrost niepewności, który był wynikiem zachodzących przemian, a tym samym powodował konieczność dokonywania nieustannych korekt w procesie konstruowania strategii konkurowania przedsiębiorstw na danym rynku. Obecnie coraz mocniejszy nacisk kładzie się na zmianę dotychczasowych źródeł wywołujących niepewność. Kiedyś bowiem dla wielu przedsiębiorców ekspansja na międzynarodowe rynki praktycznie z góry obarczona była znacznym poziomem nie tylko niepewności, ale przede wszystkim ryzyka niepowodzenia. Współcześnie wiele firm świadomie przenosi produkcję czy świadczenie usług poza macierzyste rynki, właśnie z uwagi na możliwości zrealizowania dodatkowych zysków i zwiększenia rynków zbytu. Nie jest już zatem problemem umiędzynarodawianie swoich działalności przez firmy, natomiast kluczowe wydaje się skuteczne konkurowanie na takich rynkach. Dlatego też ci przedsiębiorcy, którzy nie przeprowadzają właściwej kalkulacji ryzyka w funkcjonowaniu swoich firm oraz nie dostrzegają i nie uwzględniają zmian w ich otoczeniu, w tym zwłaszcza w poczynaniach najbliższych konkurentów, mogą doprowadzić do wystąpienia w nich poważnych trudności, w tym nawet zagrożenia dalszej działalności, łącznie z wycofaniem się z danego rynku, a w dłuższej perspektywie wręcz upadłości. Stąd też należy pozytywnie oceniać próby przedsiębiorców związane z podejmowaniem wspólnej współpracy (kooperacji) na danym rynku, właśnie w celu ograniczania niepewności i ryzyka niepowodzenia. Łatwiej bowiem podzielić się klientami z konkurentem, niż zostać zmuszonym do zaprzestania działalności, a tym samym do braku przychodów i zysków.

⁶ J.M. Collard, *Is your company at risk?*, „Strategic Finance”, July 2002, s. 37.

⁷ S. Tse, J.W. Tucker, *Within-industry timing of earnings warnings: do managers herd*, „Rev Account Stud” 2010, no. 15.

⁸ Por. Z. Liu, *Strategic Financial Management in Small and Medium-Sized Enterprises*, „International Journal of Business and Management”, February 2010.

Ponadto bardzo ważnym aspektem w prowadzeniu działalności gospodarczej, często dla wielu menadżerów i właścicieli firm niezmiernie trudnym do kontrowania czy wręcz do przewidzenia, jest otoczenie polityczne i prawne dla biznesu, czyli rosnąca liczba elementów w bardzo dużym stopniu koordynowanych międzynarodowo. Procesy bądź decyzje polityczne, które często podejmowane są w zupełnym oderwaniu od zdrowego rozsądku, potrafią wielu przedsiębiorcom nie tylko pokrzyżować plany (mowa tu rzecz jasna o legalnej działalności), ale nawet doprowadzić do bankructwa (przypadek ostatnich polskich przetargów dotyczących budowy autostrad).

Dlatego zdaniem P. Kellego ostatnio coraz bardziej powszechne jest twierdzenie, że ten tradycyjny sposób pojmowania państwa (w tym jego roli, funkcji) istotnie podważa sam fakt globalizacji. Zachodzi zatem niewątpliwie konieczność przemyslenia na nowo podstawowych relacji między liberalnymi wartościami oraz zasadami a samą istotą państwa⁹.

Nie można jednak definitywnie skreślić roli państwa w kształtowaniu porządku demokratycznego i reguł oraz zasad panujących w biznesie. Można oczywiście przywoływać tu istnienie określonych i ewoluujących (w obliczu zachodzących zmian) kanonów wewnętrznego działania danej gospodarki czy różne, ustalone międzynarodowe zasady (pakty, konwencje, unie itd.). Jednakże mimo sprawności działania wielu krajowych instytucji, przejrzystego prawodawstwa czy mechanizmów kontroli, często wiele państw okazuje się bezradnych wobec nieprzewidzianych zjawisk występujących na świecie (czego najlepszym przykładem jest ostatni kryzys gospodarczy).

Dyskutując o roli i zadaniach państw, stanowieniu prawa, a także ich wpływu na kształtowanie środowiska do rozwoju i prowadzenia działalności gospodarczej przez przedsiębiorców, nie sposób pominąć roli, jaką obecnie odgrywają korporacje międzynarodowe. Znaczenie tego typu organizacji jest we współczesnym świecie nieporównywalnie większe niż jeszcze kilkadziesiąt lat temu. Można bez obaw stwierdzić, że w wielu przypadkach to korporacje decydują o kształcie polityki gospodarczej wielu mniej rozwiniętych państw, choć wydarzenia ostatnich lat nakazują rozszerzyć tę grupę o państwa o znacznie większym potencjale gospodarczym. Korporacjami międzynarodowymi kieruje i zarządza się często znacznie trudniej niż niejednym krajem na świecie. Zdaniem wybitnego noblisty J.K. Galbraitha obecnie proces kierowania wielką, międzynarodową korporacją, jest zadaniem nie tylko niezwykle wymagającym, ale znacznie przekraczającym władzę oraz zdolności pojedynczej osoby (i to nawet tej najbardziej zdeterminowanej do tego zadania).

⁹ Zob. P. Kelly, *Liberalizm*, Wydawnictwo Sic!, Warszawa 2007, s. 192.

Ponadto Galbraith uważa, że „iluzja zarządzania korporacyjnego jest jedną z naszych najbardziej wyrafinowanych, a w ostatnich czasach najbardziej oczywistych postaci oszustwa”¹⁰. Właściciele, akcjonariusze, udziałowcy czy inwestorzy nierzadko są pewni i przekonani o swojej widocznej roli w korporacji, tymczasem ich prawdziwe znaczenie jest tylko pozorne i z reguły są podporządkowani kierownictwu korporacji, do której należy władza. Galbraith podkreśla również, że kierownictwo współczesnej korporacji, inaczej niż kiedyś kapitalista, uzyskało swoistą publiczną akceptację dla swojej pozycji rynkowej i określonych wpływów politycznych¹¹. Według Galbraitha „wyników systemu korporacyjnego, zwłaszcza następstwa i czasu trwania boomu i recesji, nie da się przewidzieć. Przyczyny w całym swym zróżnicowanym oddziaływaniu nie mogą być z góry znane”¹².

W otaczającym i nieustannie zmieniającym się gospodarczym i politycznym świecie można zaobserwować kolejny praktycznie niepodważalny fakt – malejące znaczenie odległości i jej wpływu na życie ludzi. Jak pisze P. Virilio, „skracanie dystansu stało się strategicznym faktem brzemennym w nieprzewidywalne skutki natury ekonomicznej i politycznej, zjawisko to stanowi bowiem wyraz zanegowania przestrzeni jako takiej”¹³. Obecnie świat jest dosłownie na wyciągnięcie ręki, co prawda możliwości docierania do jego różnych obszarów, wciąż mogą być ograniczone bądź ekonomicznie (w przypadku braku środków finansowych), bądź fizycznie (brak technologii i sprzętu). Jednakże z każdym dniem człowiek pokonuje kolejne bariery, o których jeszcze kilkadziesiąt czy kilka lat temu mówiono, że są nie do pokonania. Nierozpatrywana jest tutaj ocena słuszności takich przekroczeń granic, a jedynie ukazana jest zdolność człowieka do podejmowania bardzo wielu starań mających na celu poznawanie nowych faktów i tym samym ograniczania niepewności. Korporacje międzynarodowe są właśnie przykładem rozciągania takiej przestrzeni. Ich zwiększająca się skala działania, pociągająca za sobą uniwersalizację i ujednolicanie procesów, technologii czy regulacji wewnątrz firmy w dużym stopniu ogranicza bariery wejścia na dany rynek oraz sprawia, że pierwsze efekty ekonomiczne ekspansji są zdecydowanie szybciej niż kiedyś.

¹⁰ J.K. Galbraith, *Gospodarka niewinnego oszustwa. Prawda naszych czasów*, Wydawnictwo MT Biznes, Warszawa 2005, s. 41.

¹¹ Ibidem, s. 75.

¹² Ibidem, s. 77.

¹³ P. Virilio, *Prędkość i polityka*, Wydawnictwo Sic!, Warszawa 2008, s. 171.

2. Narzędzia i metody ograniczania niepewności w przedsiębiorstwach

Menadżerowie najwyższego szczebla i zarząd z definicji są ostatnią grupą, do której docierają informacje o nieprawidłowościach w przedsiębiorstwie czy korporacji¹⁴. Nic bowiem nie przekazywane jest wolniej na sam szczyt w firmie jak właśnie zła wiadomość. To zatem jest nierzadko główną przyczyną opóźnień w reagowaniu na istotne problemy, często nawet zagrażające dalszej działalności przedsiębiorstwa.

Jednakże zdaniem A. Browna, wyzwaniem dla zarządzania firmami nie jest brak dobrej (istotnej) informacji, ale przede wszystkim¹⁵:

- brak wyobraźni u osób, które kierują przedsiębiorstwami,
- błędne i nieadekwatne do sytuacji przeprowadzane analizy,
- niedostrzeżenie całości danych zjawisk, wydarzeń,
- brak przełożenia otrzymanych informacji na konkretne działania.

To właśnie odpowiednie powiązanie nabytej informacji z podjęciem dalszych decyzji stanowi swoiste serce skutecznego mechanizmu wykrywania sygnałów wpływających na działalność przedsiębiorstwa¹⁶. Nie wykrywanie istotnych sygnałów czy też ich identyfikacja, ale błędna późniejsza interpretacja może przecież powodować zagrożenie działalności przedsiębiorstwa.

Zarówno w teorii ekonomicznej, jak i w praktyce gospodarczej opracowano wiele różnych narzędzi wspomagających menadżerów w procesie zarządzania firmami, funkcjonującymi w niepewnym i zmieniającym się otoczeniu. Dalej zostaną zanalizowane te narzędzia, które zdaniem autora mogą być najbardziej użyteczne do ograniczania ryzyka prowadzenia działalności gospodarczej związanego z brakiem wystarczającej wielkości informacji.

2.1. Strategiczne systemy wczesnego ostrzegania

Strategiczne systemy wczesnego ostrzegania to systemy informacyjne, których głównym zadaniem jest sygnalizowanie menadżerom zagrożeń występujących w otoczeniu lub wewnątrz przedsiębiorstwa (bądź organizacji). Definiowane są one również jako „systemy informacyjne, których podstawowe funkcje polegają na

¹⁴ T. Jaques, *Embedding issue management as a strategic element of crisis prevention*, „Disaster Prevention and Management” 2010, vol. 19, no. 4, s. 475.

¹⁵ A. Brown, *Avoiding unwelcome surprises*, „The Futurist” 2002, vol. 36, no. 5, s. 22.

¹⁶ T. Jaques, *Embedding issue management...*, op.cit., s. 475.

przetwarzaniu informacji lub których podstawowymi produktami są informacje¹⁷. Przekazywanie sygnałów ostrzegawczych następuje z takim wyprzedzeniem czasowym, aby ich odbiorcy mogli odpowiednio wcześnie zareagować na pojawiające się zagrożenia, np. poprzez podjęcie określonych działań ochronnych lub zmniejszających skutki sygnalizowanych zagrożeń.

Strategiczny system wczesnego ostrzegania może sygnalizować nie tylko zagrożenia, ale także pojawiające się szanse w otoczeniu przedsiębiorstwa. Dokonywana jest bowiem analiza słabych sygnałów mogących mieć pozytywny wpływ na strategiczną pozycję przedsiębiorstwa na rynku.

Strategiczny system wczesnego ostrzegania to swego rodzaju sztab obserwacji środowiska, który ma na celu pozyskiwanie wiarygodnych i w miarę możliwości wyczerpujących informacji istotnych dla działania przedsiębiorstwa¹⁸. Zbieranie informacji nie jest jednorazową czy sporadyczną czynnością, lecz to proces ciągły i właściwie zaprogramowany. Dodatkową, istotną funkcją strategicznego systemu wczesnego ostrzegania jest monitorowanie procesów wewnętrznych w firmie w kontekście sytuacji zewnętrznej, bazując na modelach procesów wewnętrznych stworzonych dla konkretnego przedsiębiorstwa. Taki system ma za zadanie ograniczanie ryzyka, które jest związane z podejmowaniem decyzji w przedsiębiorstwie.

2.2. Gry wojenne

Gry wojenne stanowią dość niezwykle i niecodzienne narzędzie wykorzystywane w procesie zarządzania strategicznego¹⁹. Są one bardzo użyteczną techniką, która umożliwia identyfikację wielu konkurencyjnych luk, a także weryfikację przyjętych błędnych założeń dotyczących strategii najbliższej konkurencji. Opracowywane symulacje konkurencyjnych scenariuszy służą do zbadania skutków zmian w strategiach bez ponoszenia zbędnego ryzyka przeprowadzania takich zmian w rzeczywistości, kiedy koszty i podjęte decyzje nie mogłyby być już cofnięte i skutkowałyby określonymi konsekwencjami. Ważną zaletą gier wojennych jest wspieranie nowych sposobów myślenia o konkurencji i jej działaniach czy planach. Technika gier wojennych jest niezwykle cenna w przypadku tych przedsiębiorstw, które stoją na progu podejmowania kluczowych decyzji strategicznych (nierzadko decydujących o ich przyszłym istnieniu). Co więcej narzędzie to może doskonale się sprawdzić, kiedy konkurujące ze sobą firmy podejmują decyzję o rozpoczęciu

¹⁷ J. Wierziński, *Systemy wczesnego ostrzegania w planowaniu strategicznym*, TSZ, Toruń 1998, s. 48.

¹⁸ J. Penc, *Role i umiejętności menedżerskie*, Difin, Warszawa 2005, s. 194.

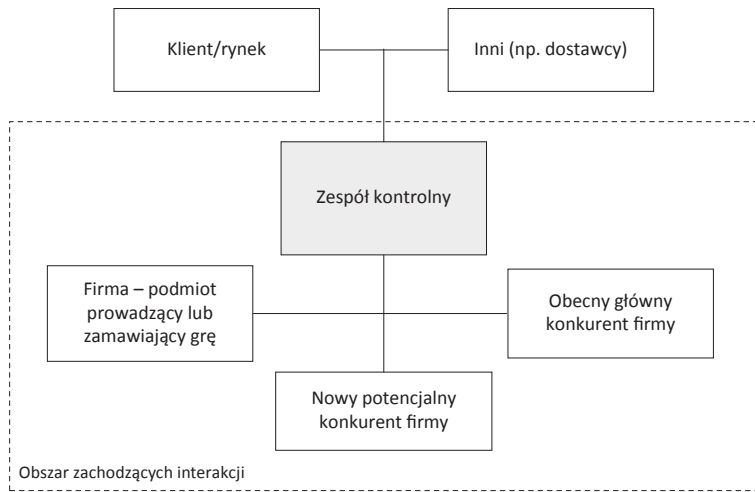
¹⁹ J. Downey, *Strategic analysis tools*, Technical Information Service, The Chartered Institute of Management Accountants, London 2007, s. 12.

wzajemnej współpracy. Można wówczas bardzo dobrze przeanalizować różne scenariusze działań i wydarzeń, które miałyby miejsce zarówno w przypadku nawiązania współpracy, jak i jej braku.

Typową grę wojenną podmiotu gospodarczego charakteryzują następujące cechy:

- miejsce przeprowadzania gry jest w warunkach ćwiczeniowych i wcześniej ustalane są jej warunki i ograniczenia,
- w grze wojennej uczestniczą menadżerowie wyższego szczebla reprezentujący przekrój różnych działów,
- czas trwania gry wojennej określony jest z reguły od dwóch do trzech dni roboczych,
- tworzone są co najmniej cztery zespoły o liczbie uczestników od czterech do ośmiu (każdy zespół),
- każdy zespół reprezentuje firmę przeprowadzającą grę wojenną, albo jednego z jej konkurenta,
- zespoły w fazie przygotowania do gry otrzymują dokumentację opisującą firmę, która dany zespół ma reprezentować; informacje te zawierają przede wszystkim mocne i słabe strony danego uczestnika gry (czyli firmy lub jej konkurenta),
- w czasie gry wojennej dopuszczana jest możliwość przeprowadzenia kilku ruchów lub rund decyzyjnych przez poszczególne zespoły,
- w każdym ruchu jest określony stały poziom kwoty oraz okres czasu (zazwyczaj od kilku miesięcy do kilku lat), w którym dany zespół musi się zmieścić,
- w czasie każdego ruchu dany zespół jest uprawniony do podjęcia i przeprowadzania strategicznych decyzji,
- po każdym ruchu zespoły oceniają swoją aktualną pozycję strategiczną w stosunku do innych zespołów, analizuje się czy podjęte i przeprowadzone decyzje strategiczne miały pozytywny lub negatywny wpływ na działalność reprezentowanej przez zespół firmy i jak wpłynęły na jej pozycję konkurencyjną,
- powoływany jest specjalny zespół kontrolny, który odgrywa swoistą rolę rady dyrektorów – pilnuje, czy podejmowane plany i decyzje strategiczne są dopuszczalne (np. ekonomiczne możliwe) oraz legalne (czy nie są sprzeczne z obowiązującymi przepisami prawa),
- zespoły uczestniczące w grze zdają sprawozdania ze swoich ruchów powołanemu zespołowi kontrolnemu, dzięki czemu mają możliwość otrzymania sygnału zwrotnego o ewentualnej zasadności planowanej czy podjętej decyzji strategicznej.

Struktura przykładowej gry wojennej została przedstawiona na schemacie 1.



Schemat 1. Struktura i interakcje w grze wojennej

Źródło: www.rolandberger.com (2.08.2012).

Do głównych zalet narzędzi gier wojennych zalicza się przede wszystkim²⁰:

- możliwość testowania różnych hipotez i strategii przy wyjątkowo niskich kosztach,
- szansę zanalizowania kierunku rozwoju danej branży (właściwej dla firmy przeprowadzającej grę wojenną),
- ukazanie wpływu „osobowości” (czyli tzw. silnych charakterów w firmie) na podejmowane decyzje w firmie,
- pozyskanie obrazu i wglądu w kwestie związane z wdrażaniem poszczególnych strategii czy planów.

Praktycy gospodarczy jako zalety gier wojennych wymieniają także następujące aspekty:

- nietypowe szkolenie liderów w firmie z podejmowania decyzji w warunkach biznesowych,
- wykorzystanie predyspozycji żołnierskich,
- możliwość stosowania rotacji przywódców w danej grze,
- wejście w rolę głównego konkurenta biznesowego,
- przy podstawowym poziomie gry, niewygórowane koszty wdrożenia,
- przygotowanie menadżerów na aktualne i potrzebne w przyszłości sprawy,
- wymóg szybkiego uczenia i podejmowania decyzji (w tym uwzględniających wcześniejsze błędy),
- ćwiczenie elastyczności i szybkości podejmowania decyzji,

²⁰ www.rolandberger.com (2.08.2012).

- korzystanie z bogatego zbioru trafnych decyzji wojennych z historii.

Natomiast jako wady techniki gier wojennych można wymienić przede wszystkim:

- brak konsekwencji za podjęte w grze decyzje,
- zbyt mały zasób fachowej literatury i specjalistów z tego zakresu,
- ograniczone zasoby w takiej grze (trzeba zachować minimum realności),
- konieczność powtarzania sesji z gier wojennych, aby ich przydatność edukacyjna istotnie wzrosła,
- odruchy pacyfistyczne u niektórych menadżerów (zniechęcenie do wszystkiego związanego z wojną).

Podsumowując, gry wojenne tworzą symulacje jako reprezentacje rzeczywistości, którą można manipulować i praktycznie dowolnie zmieniać. W grach działania prowadzone przez współpracujących lub konkurujących menadżerów są nastawione na osiągnięcie celów w ramach zestawu reguł.

2.3. Analiza łańcucha wartości

Kolejnym pomocnym i wciąż dość nowym narzędziem przydatnym w procesie zarządzania strategicznego podmiotami gospodarczymi jest analiza łańcucha wartości. Przed podejmowaniem strategicznych decyzji w firmach, istotne jest zrozumienie, jakie działania w ramach przedsiębiorstwa tworzą wartość dla jego klientów²¹. Właśnie dzięki przeprowadzeniu analizy wartości łańcucha, zarządzający firmami są w stanie poznać właściwą odpowiedź na to pytanie.

Analiza łańcucha wartości opiera się na tym, że podmioty gospodarcze w zasadzie istnieją po to, aby tworzyć wartości dla swoich klientów. W takiej analizie, różne działalności organizacji są podzielone na osobne zestawy działań, które dodają określonych wartości. Przedsiębiorstwo może bardziej efektywnie oceniać swoje wewnętrzne zasoby i potencjał właśnie poprzez identyfikację i badanie każdej z tych poszczególnych działalności. Każde dodanie wartości w działalność przedsiębiorstwa uważane jest za źródło przewagi konkurencyjnej. Stąd analizę łańcucha wartości określa się jako kompleksową metodę analizy źródeł przewag konkurencyjnych danego przedsiębiorstwa.

Wyróżnia się następujące trzy podstawowe kroki w przeprowadzaniu analizy łańcucha wartości:

- Podział działań danego przedsiębiorstwa na działania podstawowe i pomocnicze. Do podstawowych działań zaliczane są te, które fizycznie tworzą produkt bądź usługę, a także rynek produktu, dystrybucję produktu do klienta, a także

²¹ J. Downey, *Strategic analysis tools...*, op.cit., s. 11.

obsługę posprzedazową (serwis, wsparcie techniczne itd.). Natomiast działania pomocnicze (wspierające) to takie, które ułatwiają prowadzenie działań podstawowych.

- Przypisanie kosztów dla każdego rodzaju działalności. Uzyskane informacje o kosztach działalności umożliwiają menadżerom wyższego szczebla cenny wgląd w wewnętrzne zdolności przedsiębiorstwa.
- Zidentyfikowanie działań, określanych jako krytyczne dla zadowolenia klienta i sukcesu rynkowego.

W ocenie roli każdego działania w ramach łańcucha wartości najważniejsze są trzy następujące czynniki:

- misja firmy – zasadniczo wpływa na wybór działań, które podejmuje dany podmiot gospodarczy,
- rodzaj branży – niewątpliwie wpływa na charakter podejmowanych działań przez firmę,
- system wartości – obejmuje również łańcuchy wartości różnych partnerów firmy, którzy uczestniczą w dostarczaniu produktów czy usług do końcowych odbiorców.

Należy przy tym pamiętać, że wartość klienta dla określonego przedsiębiorstwa rośnie wraz z upływem czasu (ma to ogromne znaczenie zwłaszcza obecnie, kiedy rynki są trudno przewidywalne) z uwagi na²²:

- proces pozyskania każdego nowego klienta jest powiązany z dużymi kosztami (głównie marketingowymi),
- stali klienci danego przedsiębiorstwa kupują z zasady więcej,
- obsługa stałych klientów wymaga przeznaczenia znacznie mniej czasu (znane nawyki, dane w bazie komputerowej), co pozwala na podnoszenie efektywności i zmniejszenie kosztów transakcji,
- stali klienci firmy często są mniej wrażliwi na zmianę ceny (daje tu o sobie znać przyzwyczajenie i wygoda) i przez to kupują coraz droższe produkty,
- rekomendacje firmy nowym klientom są najczęściej udzielane właśnie przez stałych klientów,
- obserwuje się, że stali klienci przedsiębiorstwa są znacznie mniej wrażliwi na działania najbliższych konkurentów firmy.

²² B. Dobiegała-Korona, *Wartość dla klienta generatorem wartości przedsiębiorstwa*, w: *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, red. B. Dobiegała-Korona, A. Herman, Difin, Warszawa 2006, s. 227.

Wnioski

Przeprowadzone badania potwierdzają, jak wielkim zagrożeniem dla działalności przedsiębiorstw (i to praktycznie nie ważne czy działających lokalnie, czy na skalę globalną) jest funkcjonowanie w niepewnym i stale zmieniającym się otoczeniu biznesowym. Nawet najlepsze pomysły na rozpoczęcie lub kontynuowanie działalności gospodarczej, posiadanie najlepszej kadry składającej się z samych ekspertów i specjalistów, wystarczające zasoby kapitału mogą nie zapewnić przetrwania przedsiębiorstwu w sytuacji, kiedy proces zarządzania daną firmą nie będzie uwzględniał skanowania najbliższego i dalszego otoczenia, a także nie będą wykorzystywane właściwe narzędzia i techniki ograniczania niepewności biznesowej.

Narzędzia pomocne w procesie zarządzania strategicznego, jak strategiczne systemy wczesnego ostrzegania, metoda gier wojennych czy analiza łańcucha wartości, mogą być z pewnością na szerszą skalę stosowane przez menadżerów wyższego szczebla w kierowaniu firmami. Zwłaszcza teraz, kiedy tradycyjne podejście do zarządzania firmą (skupianie się w zasadzie tylko na najbliższych konkurentach) nie zawsze zdaje egzamin w rzeczywistości. Niewątpliwie obecnie zachodzi przesłanka już nie tylko do wykrywania zagrożeń w niestabilnym otoczeniu przez pojedyncze firmy, ale podejmowania współpracy przez podmioty gospodarcze (choćby zlokalizowane w tym samym regionie) w celu przeciwdziałania niekorzystnym zjawiskom wynikającym z funkcjonowania w zmieniającym i często nieobliczalnym otoczeniu biznesowym.

Bibliografia

- Bordia P., Hobman E., Jones E., Gallois C., Callan V.J., *Uncertainty during organizational change: types, consequences, and management strategies*, „Journal of Business and Psychology” 2004, vol. 18, no. 4.
- Brown A., *Avoiding unwelcome surprises*, „The Futurist” 2002, vol. 36, no. 5.
- Collard J.M., *Is your company at risk?*, „Strategic Finance”, July 2002.
- Dobiegała-Korona B., *Wartość dla klienta generatorem wartości przedsiębiorstwa*, w: *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, red. B. Dobiegała-Korona, A. Herman, Difin, Warszawa 2006.
- Downey J., *Strategic analysis tools*, Technical Information Service, The Chartered Institute of Management Accountants, London 2007.

- Galbraith J.K., *Gospodarka niewinnego oszustwa. Prawda naszych czasów*, Wydawnictwo MT Biznes, Warszawa 2005.
- Gilad B., *Early Warning: Using Competitive Intelligence to Anticipate Market Shifts, Control Risk and Create Powerful Strategies*, Business & Economics, New York 2003.
- Hatch J.M., *Organization Theory: Modern, Symbolic and Postmodern*, Oxford University Press, 1997.
- Jaques T., *Embedding issue management as a strategic element of crisis prevention*, „Disaster Prevention and Management” 2010, vol. 19, no. 4.
- Kelly P., *Liberalizm*, Wydawnictwo Sic!, Warszawa 2007.
- Liu Z., *Strategic Financial Management in Small and Medium-Sized Enterprises*, „International Journal of Business and Management”, February 2010.
- Lo A.W., Mueller M.T., *Warning: Physics Envy May Be Hazardous To Your Wealth!*, Risk Management, Cornell University Library, 2010.
- Nizard G., *Metamorfozy przedsiębiorstwa: zarządzanie w zmiennym otoczeniu organizacji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Penc J., *Role i umiejętności menadżerskie*, Difin, Warszawa 2005.
- Tse S., Tucker J.W., *Within-industry timing of earnings warnings: do managers herd*, „Rev Account Stud” 2010, no. 15.
- Understanding Best Practice in Strategic Futures Work*, A Report for the Performance and Innovation Unit, October 2001.
- Virilio P., *Prędkość i polityka*, Wydawnictwo Sic!, Warszawa 2008.
- Whitaker J., *Strategic Intelligence. Providing Critical Information for Strategic Decisions*, Corporate Strategy Board, Executive Inquiry, August 2000.
- Wierzbński J., *Systemy wczesnego ostrzegania w planowaniu strategicznym*, TSZ, Toruń 1998.

Netografia

- Ball P., *Economists need their own uncertainty principle*, „Nature” 2012, no. 5, www.nature.com
- www.rolandberger.com (2.08.2012).

Krzysztof Borowski¹

Problem akcji groszowych (*penny stocks*) na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz sposoby jego rozwiązywania

Wstęp

Na rynku kapitałowym istnieje możliwość dokonania podziału akcji względem wielu różnych kryteriów np. kapitalizacji, wolumenu obrotu etc. Bardzo rozpowszechniony wśród inwestorów giełdowych jest podział na akcje ze względu na sytuację fundamentalną emitenta. Najlepsze akcje notowane na danym rynku określane są mianem *blue chips* i bardzo często zaliczane są do głównego indeksu giełdowego, będącego znakiem rozpoznawczym danej giełdy. Innym kryterium podziału może być też kapitalizacja spółek akcyjnych. Spółki o największych kapitalizacjach określane są mianem dużej kapitalizacji (*big capitalization*). Z kolei akcje o mniejszej kapitalizacji odpowiednio średnimi (*middle capitalization*) oraz małym (*small capitalization*). Na wielu rynkach obowiązuje klasyfikacja notowanych na nich walorów ze względu na kapitalizację poszczególnych akcji oraz wolumen obrotu. I tak np. na GPW w Warszawie, akcje zajmujące 20. pierwszych pozycji w rankingu wchodzą w skład indeksu WIG20². Z kolei akcje, które znalazły się na miejscach od 21 do 60 w rankingu zaliczane są do indeksu mWIG40, a na miejscach od 61 do 120 do indeksu sWIG80. Innym kryterium klasyfikacji akcji może być ich cena rynkowa. W literaturze amerykańskiej pojęcie akcji groszowych (*penny stock*) wprowadza się w stosunku do tych akcji, których cena giełdowa jest niższa od jednego dolara. W literaturze polskojęzycznej niespotykana jest klasyfikacja akcji

¹ Dr hab. Krzysztof Borowski, prof. SGH, Instytut Bankowości i Ubezpieczeń Gospodarczych, Kolegium Zarządzania i Finansów, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

² www.gpw.pl/portfele_indeksow (3.03.2012).

na groszowe i inne, dlatego też na potrzeby tego opracowania akcjami groszowymi będą te, których cena giełdowa jest niższa od 0,50 zł. Kwota 0,50 zł została wybrana z uwagi na fakt, iż spółki o cenie giełdowej niższej niż właśnie ta wartość oraz charakteryzujące się dużą zmiennością kursu trafiają na tzw. listę alertów i przenoszone są na rynek równoległy³. Spółki z listy alertów zobowiązane są do przedstawienia Zarządowi GPW programu naprawczego. Warto podkreślić fakt, że na każdym rynku finansowym pojęcie małej, średniej i dużej kapitalizacji, jak i kwota graniczna, poniżej której akcje kwalifikowane są jako groszowe, jest inna.

W wielu przypadkach niską cenę giełdową można wytłumaczyć złą sytuacją finansową emitenta. Nie jest to jednak podstawowy czynnik osiągania przez akcje cen zaliczanych do groszowych. Innym może być świadoma polityka zarządu spółki akcyjnej, która dzięki podziałom akcji (*split*) może utrzymywać cenę giełdową na niskim poziomie.

Celem opracowania jest ukazanie zjawisk charakterystycznych dla decyzji inwestycyjnych podejmowanych przez inwestorów w procesie budowy portfela inwestycyjnego przy wyborze akcji groszowych, a także zjawisk towarzyszących obrotowi tego typu akcjami na rynkach finansowych oraz prezentacja pewnych rozwiązań łągających niektóre niekorzystne elementy obrotu akcjami groszowymi na GPW w Warszawie.

1. Problematyka akcji groszowych w literaturze światowej

Literatura przedmiotu zwraca uwagę na inny sposób podejścia do problemu akcji groszowych ze strony inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, wyraźnie sugerując, że akcje groszowe są preferowane przez inwestorów indywidualnych, a w przypadku inwestorów indywidualnych widoczne staje się pewne przesunięcie preferencji w stronę akcji o wyższej wartości rynkowej⁴. Podstawowym czynnikiem odpowiedzialnym za dobór akcji groszowych lub o wysokiej cenie rynkowej jest ich cena giełdowa. Inwestor indywidualny dysponujący kwotą W jest w stanie nabyć n akcji:

$$N = \frac{W}{c} \quad (1)$$

³ <http://www.mystock.pl/newsy/nadchodzi-moda-na-odwrotne-splity-158198/> (28.02.2013).

⁴ J. Nofsinger, *Psychologia inwestowania*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2006, s. 37–39.

gdzie C jest ceną giełdową akcji, a N jest liczbą naturalną. Ze wzoru (1) wynika, że N może być liczbą rzeczywistą, jednakże inwestorzy nabywając portfel akcji muszą dokonać zaokrąglenia liczby N do wartości naturalnej – nie jest możliwe bowiem nabywanie ułamkowych części akcji. W przypadku gdy cena giełdowa C jest mała, liczba akcji N staje się znacząco większa, niż gdy cena akcji jest wysoka. Problematyka niskich cen giełdowych rozwijana jest już od ponad 70 lat, a większość badań prowadzi do wniosku, że stopy zwrotu uzyskiwane przez akcje spółek o niskich cenach giełdowych przynoszą wyższe stopy zwrotu niż akcje spółek o średnich i wysokich cenach giełdowych. Pierwsze prace z tej dziedziny zaprezentowane zostały przez L. Fritzeimera, który zauważył, że akcje o niskiej cenie giełdowej charakteryzują się większą zmiennością cen (*volatility*) niż akcje o wyższej cenie giełdowej, a w czasie hossy akcje groszowe osiągają wyższe stopy zwrotu niż akcje o wysokich cenach giełdowych, co stanowi je atrakcyjnymi dla spekulantów giełdowych⁵. Innymi autorami zajmującymi się problematyką akcji groszowych byli m.in. M. Blume i F. Husic⁶, R. Edmister i J. Greene⁷, W. Kross⁸, K. Tseng⁹ oraz J. Jaffe i in.¹⁰, a także M. Levis¹¹. I tak np. Edmister i Green, po uwzględnieniu miar ryzyka: Sharpe'a, Treynora i Jensena dla akcji poklasyfikowanych w 20 grup cenowych, doszli do wniosku, że stopy zwrotu skorygowane o czynnik ryzyka były wyższe dla akcji groszowych (w rzeczywistości autorzy dokonali podziału na akcje groszowe i super-groszowe). Inne badania poświęcone akcjom amerykańskim wykorzystujące różne metody badawcze, przeprowadzone dla odmiennych interwałów czasowych, stosujące inne przedziały cenowe jednoznacznie wykazały, że stopy zwrotu z akcji groszowych były wyższe niż akcji zaliczanych do wyższych kategorii cenowych. Do współczesnych opracowań poświęconych porównaniu stóp zwrotu z akcji groszowych i innych można zaliczyć m.in. prace: S. Brown i in.¹², czy też J. Bacidore i in.¹³

⁵ L. Fritzeimer, *Relative price fluctuations of industrial stock in different price groups*, „Journal of Business” 1936, no. 9, s. 903–920.

⁶ M. Blume, F. Husic, *Price, beta, and exchange listing*, „Journal of Finance” 1973, no. 28, s. 283–299.

⁷ R. Edmister, J. Greene, *Performance of super-low-price stocks*, „Journal of Portfolio Management” 1980, no. 7, s. 36–41.

⁸ W. Kross, *The size effect is primarily a price effect*, „Journal of Financial Research” 1985, no. 8, s. 169–179.

⁹ K. Tseng, *Low price, low-earnings ratios, market value, and abnormal stock returns*, „Financial Review” 1988, no. 23, s. 333–343.

¹⁰ J. Jaffe, D. Keim, R. Westerfield, *Earnings yields, market values, and stock returns*, „Journal of Finance” 1989, no. 40, s. 135–148.

¹¹ M. Levis, *Stock market anomalies: a re-assessment based on UK evidence*, „Journal of Banking and Finance” 1989, no. 13, s. 675–696.

¹² S. Brown, G. Rhee, L. Zhang, *The return to value in Asian stock market*, „Emerging Markets Review” 2008, 9, s. 194–205.

¹³ J. Bacidore, R. Battalio, R. Jennings, *Order submission strategies, liquidity supply, and trading in pennies on the New York Stock Exchange*, „Journal of Financial Markets” 2003, no. 6, s. 337–362.

2. Cechy charakterystyczne inwestycji w akcje groszowe

Do podstawowych cech związanych z inwestowaniem w akcje groszowe można zaliczyć następujące elementy.

- 1) Spółki groszowe charakteryzują się większym wolumenem obrotów w sztukach niż akcje o wysokiej cenie giełdowej, natomiast takiej zależności nie ma już w przypadku wolumenu obrotu liczonego w jednostkach pieniężnych. Większa płynność groszowych akcji w ujęciu liczby akcji niesie ze sobą:
 - a) możliwość lepszej replikacji portfela indeksowego, w skład którego wchodzi dane walory¹⁴; w przypadku akcji o dużej cenie nominalnej, w replikacji portfela inwestycyjnego, na podstawie wzoru (1) powinniśmy nabyć ułamkową część takiej akcji, co jest niemożliwe i prowadzi do zaokrąglenia liczby kupowanych akcji w górę lub w dół, a to z kolei przekłada się na większe niedopasowanie składu portfela w stosunku do benchmarku;
 - b) bardziej precyzyjną redukcję części portfela inwestycyjnego, w skład którego wchodzi akcje groszowe niż akcje o wysokiej cenie giełdowej; jeśli wartość portfela inwestora jest równa W_k , a zarządzający portfelem podjął decyzję o sprzedaży wszystkich akcji wchodzących w jego skład w równych częściach, tak aby wypłacić klientowi kwotę równą $x\%$ wartości portfela i zakładając, że w skład portfela wchodzi n spółek, wtedy liczba akcji i -tej spółki, którą zarządzający ma do sprzedania wyniesie:

$$Z_i = \frac{x\% \cdot W_k}{n \cdot C_i}, \quad (2)$$

gdzie C_i oznacza cenę giełdową i -tej spółki. Tak więc liczba i -tych akcji do sprzedania Z_i jest funkcją ceny giełdowej tych akcji C_i . Oznaczając następnie przez ΔC_i minimalny skok ceny dla i -tej akcji, o jaką może się ona zmienić na giełdzie, otrzymujemy liczbę akcji Z_i^+ , którą należałoby sprzedać przy wzroście ceny od C_i do $C_i + \Delta C_i$ jako:

$$Z_i^+ = \frac{x\% \cdot W_k}{n \cdot (C_i + \Delta C_i)}, \quad (3)$$

¹⁴ To zagadnienie jest szczególnie ważne w przypadku funduszy ETF (Exchange Traded Funds), których portfele inwestycyjne powinny replikować swoim składem określony benchmark.

Wtedy różnica w liczbie nabywanych akcji $Z_i - Z_i^+$ po przekształceniach matematycznych będzie równa:

$$Z_i - Z_i^+ = \frac{\%x \cdot W_k}{n} \cdot \frac{\Delta C_i}{C_i \cdot (C_i + \Delta C_i)}, \quad (4)$$

a udział zmiany liczby akcji w ogólnej liczbie akcji, jaką należało kupić przed zmianą ceny akcji, jest równy: $\frac{Z_i - Z_i^+}{Z_i} = \frac{\Delta C_i}{(C_i + \Delta C_i)}$, co w przybliżeniu odpowiada procentowemu udziałowi zmiany ceny do niej samej. Dla spółek groszowych wartość tego ułamka jest duża, a dla akcji o dużej cenie giełdowej – mała. Zauważmy, że dla akcji, których cena giełdowa wynosi 0,01 zł otrzymujemy:

$$\frac{Z_i - Z_i^+}{Z_i} = \frac{0,01}{0,01 + 0,01} = 50\%.$$

Podobne rozumowanie można przeprowadzić dla przypadku, w którym zamiast minimalnego skoku cenowego ΔC_i wykorzystana zostanie średnia wartość *spreadu* pomiędzy najlepszymi ofertami kupna i sprzedaży dla danej akcji.

- 2) Z zagadnieniem opisanym w pkt. 1) wiąże się też minimalna stopa zwrotu, jaką można uzyskać operując na akcjach groszowych. W przypadku akcji spółki, której cena giełdowa wynosi C_i , a minimalna zmiana ceny ΔC_i , minimalna stopa zwrotu w pozycji długiej wyniesie:

$$r = \frac{C_i + \Delta C_i - C_i}{C_i} = \frac{\Delta C_i}{C_i}. \quad (5)$$

Dla spółek groszowych minimalna zmiana ceny stanowi duży udział w cenie giełdowej, a dla spółek o wysokiej cenie – mały. I tak np. jeśli cena akcji notowanych na giełdzie wynosi 0,10 zł, a minimalna zmiana ceny 0,01 zł, wtedy minimalna stopa z takiej inwestycji wynosi 10%. Wysoka minimalna stopa zwrotu z inwestycji jest jednym z czynników, dla którego inwestorzy nabywają akcje groszowe.

Według J. Harrisa wartość minimalnej zmiany ceny wpływa na zachowania inwestorów, którzy zdaniem autora preferują akcje o niskich wartościach minimalnej zmiany ceny¹⁵. Z kolei wg A. Edwardsa i J. Harrisa¹⁶, a także wg R. Battalio

¹⁵ L. Harris, *Does a large minimum price variation encourage order display*, University of Southern California, 1996; L. Harris, *Decimalization; a review of the arguments and evidence*, University of Southern California, 1997.

¹⁶ A. Edwards, J. Harris, *Stepping ahead of the book*, Securities and Exchange Commission, New York 2000.

i R. Jenningsa¹⁷ częstotliwość przeprowadzanych transakcji na akcjach danej spółki na New York Exchange jest większa w sytuacji, gdy minimalna zmiana ceny (*tick*) spada do jednego centa.

- 3) Z problematyką minimalnej stopy zwrotu wiąże się pojęcie tzw. bezpiecznej ceny. Wyobraźmy sobie akcje, których cena na GPW wynosi 0,01 zł. Zgodnie z regulaminem GPW w Warszawie jest to minimalna cena, po jakiej mogą być te walory notowane, co oznacza, że ich cena nie może spaść niżej. Tak więc ryzyko inwestycyjne (pomijając inne rodzaje ryzyka) jest w tym przypadku równe zero¹⁸. Co ciekawsze, przy wzroście ceny o 0,01 zł, tj. o minimalny przedział, o jaki cena może wzrosnąć, stopa zwrotu inwestora wyniesie 100%.
- 4) *Spread*, tj. różnica między najlepszą ceną kupna a najlepszą ceną sprzedaży, jest często równa jednemu *tickowi* w przypadku notowań spółek groszowych i wielotickowa dla spółek o wysokiej cenie giełdowej.
- 5) Spekulanci giełdowi wykazują preferencje do nabywania akcji groszowych. Badania przeprowadzone przez J. Nofsingera wykazały dwie następujące prawidłowości występujące na rynkach finansowych, jeśli chodzi o dobór spółek groszowych do portfela inwestycyjnego¹⁹. Po pierwsze, inwestorzy indywidualni preferują akcje o niskiej cenie giełdowej, a inwestorzy instytucjonalni – kupują zarówno akcji groszowe, jak i o wysokiej cenie nominalnej. Jednak z grona spółek o wysokiej cenie nominalnej, wśród akcjonariuszy dominują inwestorzy instytucjonalni. Wy tłumaczeniem takiej zależności jest ilość nabywanych akcji przez inwestorów – inwestorzy indywidualni kierują się głównie liczbą nabywanych akcji. Z ich punktu widzenia im więcej akcji w sztukach wchodzi w skład ich portfela inwestycyjnego tym jest on bardziej atrakcyjny dla takiego inwestora. Jako przykład podajmy dwie identyczne spółki, które różnią się liczbą wyemitowanych akcji i ceną giełdową tych akcji. Spółka A wyemitowała 1000 akcji, których cena na rynku wynosi 400 zł, a spółka B 10 000 000 akcji a ich cena jest równa 0,04 zł. Z punktu widzenia inwestora posiadającego portfel o wartości 4000 zł może on nabyć albo 10 akcji spółki A albo 100 tys. akcji spółki B. Kierując się kryterium ilościowym nabywanych akcji – wybierze on akcje spółki B. Zauważono również inną prawidłowość, wg której mężczyźni budując swój portfel inwestycyjny, preferowali akcje o niskiej cenie giełdowej,

¹⁷ R. Battalio, R. Jennings, *Getting 'Pennied': the effect of decimalization on traders' willingness to lean on the limit order book at the New York Stock Exchange*, New York Stock Exchange Working paper 01-01/2001.

¹⁸ Pod warunkiem, że spółka nie zbankrutuje.

¹⁹ J. Nofsinger, *Psychologia inwestowania*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2006, s. 37–39.

a kobiety o wysokiej. W tym przypadku mężczyźni wskazywali jako główny powód nabycia akcji – ilość, a kobiety uzasadniały swój wybór, tym że akcje o wyższej cenie nominalnej, skoro są droższe, powinny być też lepsze od tych o niskiej cenie nominalnej.

3. Inwestycja w akcje groszowe a ryzyko bankructwa

Istotnym rodzajem ryzyka, jakie inwestorzy powinni brać pod uwagę podczas dokonywania inwestycji w akcje groszowe jest towarzyszące im ryzyko bankructwa. W tabeli 1 przedstawione zostały wybrane spółki giełdowe notowane na GPW, mające problem z płynnością finansową. W 2012 r. z powodu problemów z bieżącą płynnością z parkietu GPW w Warszawie zniknęły m.in. akcje takich firm jak: Elstar Oils, Mondi i TU Europa. W 2012 r. z GPW wycofanych zostało łącznie 7 firm, a rok wcześniej – 12, w 2010 r. – 13, a w 2009 r. – 8.

Tabela 1. Wybrane spółki groszowe notowane na GPW w Warszawie posiadające problemy z płynnością finansową

Nazwa spółki	Cena w zł ^a	Potencjalne możliwości rozwiązania problemów finansowych
ABM Solid	0,15	zarząd nie zapowiedział odwołania się od decyzji sądu w sprawie upadłości spółki
Advadis	0,04	bez danych
Bomi	0,17	możliwe zawarcie układu lub zmiana upadłości na likwidacyjną
Drewex	0,32	możliwe zawarcie układu lub zmiana upadłości na likwidacyjną
Energomontaż Południe	0,24	możliwe zawarcie układu lub zmiana upadłości na likwidacyjną
Euromark	0,06	możliwe wycofanie z GPW w ciągu kilku miesięcy
Intakus	0,02	możliwe zawarcie układu lub zmiana upadłości na likwidacyjną
Polskie Jadło	0,08	możliwe złożenie wniosku o zmianę formy upadłości
Wilbo	0,40	możliwe zawarcie układu lub zmiana upadłości na likwidacyjną

^a Po sesji w dniu 28.02.2013.

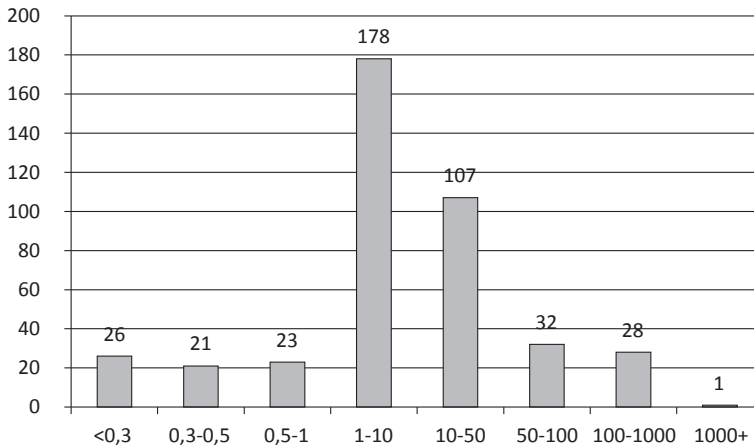
Źródło: opracowanie własne.

Niska cena giełdowa nie jest jedynym wyznacznikiem potencjalnych problemów finansowych spółek notowanych na giełdzie. Jako przykład można podać akcje PBG (6,90 zł) czy DSS (1,22 zł), tj. spółek charakteryzujących się niestabilną sytuacją finansową, ale o cenie giełdowej wyższej niż 1 zł²⁰.

²⁰ Ceny akcji PBG i DSS podane zostały po sesji w dniu 28.02.2013.

4. Akcje groszowe notowane na GPW

Liczebność akcji w funkcji ich ceny giełdowej na dzień 28.02.2013 r. została przedstawiona na rysunku 1. Akcji o cenie giełdowej niższej lub równej 0,30 zł było 26, a cenie w przedziale od 0,31 do 0,50 zł – 21 i w przedziale od 0,51 do 1,00 zł – 23. Łączna liczba akcji o cenie niższej niż 1 zł notowanych na GPW wyniosła 70, co stanowiło 16,8% wszystkich notowanych akcji.



Rysunek 1. Liczebność poszczególnych grup akcji w funkcji ceny giełdowej (na dzień 28.02.2013)

Źródło: opracowanie własne.

5. Propozycja zwiększenia zainteresowania inwestorów segmentem akcji groszowych

Jednym z podstawowych sposobów zwiększenia zainteresowania inwestorów akcjami groszowymi, a tym samym poprawy płynności i dokładności kwotowań jest przeprowadzenie tzw. odwrotnego splitu (*reverse split*), tj. konwergencji określonej liczby akcji w jedną o wyższej cenie nominalnej, a tym samym rynkowej. Jako przykład można podać konwergencję 100 akcji spółki A o cenie giełdowej równej 0,06 zł w jedną akcję tej samej spółki 6 zł. Tego typu operacje przeprowadzane są na giełdach całego świata²¹. Przeprowadzenie konwergencji odbywa się na wniosek

²¹ D. Robinson, *Advances in Accounting*, „Elsevier” 2007, no. 23, s. 179–205.

emitenta i wiąże się ze zmianą statutu spółki oraz odpowiednimi uchwałami walnego zgromadzenia akcjonariuszy, a także rejestracją zmiany statutu w odpowiednim sądzie rejestrowym. Na GPW w Warszawie tego typu operacja dokonana została przez spółkę FON, która musiała przeprowadzić dodatkową emisję akcji dla tych inwestorów, którzy nie posiadali na swoich rachunkach inwestycyjnych wielokrotności 100 akcji. Po uzupełnieniu akcji na rachunkach tych inwestorów do krotności 100 akcji, został przeprowadzony odwrotny *split*.

Z uwagi na to, że odwrotny *split* jest uzależniony od zgody akcjonariuszy danej spółki, pojawia się pytanie o inne możliwości poprawienia atrakcyjności inwestowania na GPW w Warszawie w segmencie spółek groszowych, które nie byłyby zależne od zgody władz spółki, a jedynie od władz GPW. Można tutaj zaproponować następujące rozwiązanie, w postaci wprowadzenia na części notowanych akcji handlu pakietami akcji, do czego wymagana byłaby zmiana regulaminu GPW w Warszawie. Rozważamy to na przykładzie, w którym uczynimy założenie, że w skład pakietu akcji wchodzi 100 akcji. Jego minimalna cena wynosi na początku notowań co najmniej 1 zł (= 0,01 zł razy 100 akcji). W ten sposób cena pakietu 100 akcji może zniżkować nawet do 0,01 zł, co pozwala uzyskać rynkową wycenę pakietu akcji (a tym samym pośrednio pojedynczej akcji). Przed wprowadzeniem handlu pakietami, akcje muszą przejść pierwszy okres dostosowawczy, trwający np. miesiąc. Inwestorzy mogliby wtedy nabywać lub zbywać pewne ilości akcji, tak aby na koniec miesiąca posiadać pełne pakiety. W okresie tym kluczowe znaczenie miałyby animator odpowiadający na zlecenia klientów, którego zadanie polegałoby na łączeniu akcji w pakiety. Po miesiącu walor wszedłby do drugiego okresu dostosowawczego, w którym zlecenia sprzedaży mogłyby być składane na pojedyncze akcje i pełne pakiety (wielokrotność 100 akcji), przy czym pakietów nie wolno byłoby rozbijać na pojedyncze akcje. Zlecenie sprzedaży złożone z takim samym limitem cenowym na niepełny pakiet, byłoby zawsze traktowane jako złożone później niż zlecenia pakietowe. A zatem zlecenia sprzedaży niepełnych pakietów stałyby zawsze na końcu kolejki zleceń z tym samym limitem cen. Z uwagi na to, że zlecenia kupna mogłyby być składane tylko na pełne pakiety, stojące w kolejce zlecenia sprzedaży tych niepełnych pakietów byłyby stopniowo realizowane i stawałyby się w ten sposób pełnymi pakietami. Po pewnym czasie liczba niepełnych pakietów zostałaby ograniczona. Po drugiej fazie dostosowawczej na giełdzie odbywałby się obrót jedynie pełnymi pakietami. Inwestorzy, którzy pozostali z niepełnymi pakietami walorów po drugiej fazie dostosowawczej, powinni mieć zapewnioną możliwość „łączenia” na wspólnym rachunku inwestycyjnym swoich akcji w pakiety i dopiero przekazywanie takich zleceń na giełdę – w tym miejscu pojawiłby się problem łączenia w pakiety jedynie tych akcji, dla których ich właściciele ustalili taką samą minimalną

cenę sprzedaży. W przeciwnym bowiem razie nie byłoby możliwe złożenie jednego zlecenia sprzedaży na wszystkie akcje, które stworzyły pakiet. Warto podkreślić, że w wielu przypadkach takie łącznie akcje wielu inwestorów w pakiety, po to, aby je sprzedać na rynku, byłoby ekonomiczne nieuzasadnione biorąc pod uwagę prowizje maklerskie, jakie trzeba zapłacić od sprzedaży tych akcji²². Niemniej z punktu widzenia Komisji Nadzoru Finansowego, dbającej o interes uczestników rynków finansowych, inwestorzy musieliby mieć zapewnioną możliwość przeprowadzenia takiego łączenia akcji w pakiety. Jeśli okazałoby się, że cena akcji gwałtownie wzrosła, a tym samym cena jednego pakietu akcji przekracza określony poziom, np. 30 zł, z sesji na sesję można przywrócić handel pojedynczymi akcjami.

Na koniec warto zauważyć, że ustalenie pakietu akcji równego 100 sztukom jest czysto teoretyczne, dlatego że tak naprawdę podczas ustalania wielkości pakietu, musi być spełniona zależność:

$$k = \frac{A}{p} \text{ i } k \text{ jest liczbą całkowitą,} \quad (6)$$

gdzie:

A – liczba wszystkich akcji wprowadzonych do obrotu giełdowego,

p – wielkość pakietu (np. 100 akcji),

k – liczba pakietów po przeprowadzeniu procesu scalania akcji.

Jeśli k nie należy do zbioru liczb całkowitych, wtedy wartość p została ustalona na niewłaściwym poziomie. W takim przypadku nie da się scalić wszystkich notowanych akcji na GPW w pełne pakiety – pozostanie bowiem pewna liczba akcji, które nie tworzą pełnego pakietu. Innym rozwiązaniem jest przeprowadzenie przez spółkę emisję akcji, tak aby warunek (6) został spełniony.

Wnioski

W literaturze światowej zagadnienie inwestowania w akcje groszowe jest stosunkowo szeroko dyskutowane. Dominuje podejście o wyższych stopach zwrotu uzyskiwanych przez inwestorów w dłuższych horyzontach inwestycyjnych w akcje

²² W przypadku inwestorów posiadających łączenie 100 akcji spółki X, wartość zlecenia sprzedaży wynosi 4 zł, a 0,19% prowizja od wartości zlecenia jest równa 0,0076 zł, co przy zaokrągleniu jej do 0,01 zł oznacza, że inwestor musiałby uiścić prowizję w wysokości 0,25% wartości zlecenia. Ponadto w wielu biurach maklerskich umieszcza się warunek dotyczący prowizji minimalnej, tak że jest ona równa 0,19% wartości zlecenia, ale nie mniej niż 5 zł. Przy takim zapisie sprzedaż 100 akcji po 0,04 zł jest nieopłacalna ekonomicznie – wysokość prowizji (5 zł) jest większa niż kwota uzyskana ze sprzedaży tych akcji (4 zł).

groszowe niż w akcje o wysokiej cenie giełdowej. O ile w przypadku akcji o wysokiej cenie nominalnej zarządy poszczególnych firm mogą dokonać podziału akcji (*split*), tak aby ich wartość giełdowa była kilkakrotnie mniejsza, o tyle w przypadku spółek groszowych zarząd spółki może przeprowadzić co najwyżej scalenie akcji (*reverse split*), którego konstrukcja wydaje się być zdecydowanie bardziej złożona zarówno pod względem prawnym, jak i czysto operacyjnym od zwykłego *splitu*. Problemem, który trapi zarządy prowadzące giełdy papierów wartościowych na całym świecie, jest możliwość przeprowadzenia operacji scalenia akcji niezależnie od zgody zarządu spółki akcyjnej. W opracowaniu zaprezentowany został sposób postępowania możliwy do implementacji na GPW w Warszawie.

Bibliografia

- Bacidore J., Battalio R., Jennings R., *Order submission strategies, liquidity supply, and trading in pennies on the New York Stock Exchange*, „Journal of Financial Markets” 2003, no. 6.
- Battalio R., Jennings R., *Getting ‘Pennied’: the effect of decimalization on traders’ willingness to lean on the limit order book at the New York Stock Exchange*, New York Stock Exchange Working paper 01–01/2001.
- Blume M., Husic F., *Price, beta, and exchange listing*, „Journal of Finance” 1973, no. 28.
- Brown S., Rhee G., Zhang L., *The return to value in Asian stock market*, „Emerging Markets Review” 2008, no. 9.
- Edmister R., Greene J., *Performance of super-low-price stocks*, „Journal of Portfolio Management” 1980, no. 7.
- Edwards A., Harris J., *Stepping ahead of the book*, Securities and Exchange Commission, New York 2000.
- Fritzemeier L., *Relative price fluctuations of industrial stock in different price groups*, „Journal of Business” 1936, no. 9.
- Harris L., *Decimalization; a review of the arguments and evidence*, University of Southern California, 1997.
- Harris L., *Does a large minimum price variation encourage order display*, University of Southern California, 1996.
- Jaffe J., Keim D., Westerfield R., *Earnings yields, market values, and stock returns*, „Journal of Finance” 1989, no. 40.
- Kross W., *The size effect is primarily a price effect*, „Journal of Financial Research” 1985, no. 8.
- Kucharczyk K., *Inwestowanie w bankrutujące spółki to igranie z ogniem*, GG Parkiet, 16–17.02.2013.

Levis M., *Stock market anomalies: a re-assessment based on UK evidence*, „Journal of Banking and Finance” 1989, no. 13.

Nofsinger J., *Psychologia inwestowania*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2006.

Robinson D., *Advances in Accounting*, „Elsevier” 2007, no. 23.

Tseng K., *Low price, low-earnings ratios, market value, and abnormal stock returns*, „Financial Review” 1988, no. 23.

Zajac P., *Niepłynne akcje, czyli nie kupuj kota w worku*, GG Parkiet, 25.02.2013.

Netografia

<http://www.mystock.pl/newsy/nadchodzi-moda-na-odwrotne-splity-158198/>
(28.02.2013).

www.gpw.pl/portfele_indeksow (3.03.2012).

Wykorzystanie modeli statystycznych w ocenie ryzyka upadłości przedsiębiorstw

Wstęp

Modele wielowymiarowe do prognozy upadłości przedsiębiorstw wprowadził w 1968 r. E.I. Altman, natomiast prace nad tego typu modelami w Polsce mają znacznie krótszą historię. Implementacja zachodnich modeli do rynku przedsiębiorstw funkcjonujących w warunkach gospodarki w okresie transformacji takiej jak w Polsce nie powiodła się. Okazało się, że modele te nie sprawdzają się w warunkach zmian polityczno-gospodarczych. Niezadawalające efekty wykorzystania zagranicznych modeli w polskich warunkach, przyczyniły się do rozwoju badań nad modelami rodzimymi. Największą popularność w Polsce, podobnie jak zagranicą, zdobyły modele oparte na analizie dyskryminacyjnej.

W latach 90. rozpoczęto prace nad budową i wdrożeniem modeli dostosowanych do specyfiki polskiej gospodarki (były to prace m.in.: D. Hadasik, E. Mączyńskiej, J. Gajdki i D. Stosa, M. Pogodzińskiej i S. Sojaka). W pracach tych sięgano do analizy wielowymiarowej, modeli regresji, modeli sieci neuronowych. Wśród autorów modeli upadłości, którzy ogłosili swoje prace po roku 1990. można wymienić: D. Wędzkiego, A. Pogorzelskiego, A. Hołdę, K. Michaluka, M. Gruszczyńskiego, E. Mączyńską i M. Zawadzkiego oraz wielu innych.

W modelach tradycyjnych nieuwzględniane są jednak zmiany w czasie, które mogą być istotne. Zmiany te uwzględniają natomiast modele przeżycia (tzw. analizy historii zdarzeń), których zastosowanie jest coraz częściej spotykane w pracach naukowych (A. Ptak-Chmielewska, I. Schab 2008, A. Ptak-Chmielewska 2012).

¹ Dr Aneta Ptak-Chmielewska, Instytut Statystyki i Demografii, Kolegium Analiz Ekonomicznych, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

J. Gajdka i D. Stos stworzyli kilka modeli wykorzystywanych do predykcji zagrożenia. Pierwsze z nich zostały przedstawione w 1996 r. D. Hadasik w pracach nad predykcją zagrożenia finansowego posługiwała się liniową wielowymiarową analizą dyskryminacyjną (1998). Model A. Hołdy oszacowany został na próbie 80 przedsiębiorstw (40 bankrutów i 40 zdrowych) za pomocą metody liniowej wielowymiarowej analizy dyskryminacyjnej. Modele stworzone przez B. Prusaka zbudowano, opierając na próbie, którą wcześniej wykorzystano podczas analizy wskaźnikowej podmiotów gospodarczych. W analizie zagrożenia finansowego przedsiębiorstw można wykorzystywać też modele logitowe. Wykorzystując właśnie tę technikę, swoje modele budowali P. Stępień i T. Strąk. Skorzystali oni z danych 39 przedsiębiorstw, w stosunku do których w latach 1996–1998 złożono wnioski o upadłość w Sądzie Rejonowym w Szczecinie.

W pracy D. Appenzeller i K. Szarzec (2004) podjęto próbę włączenia zmian dynamicznych zależnych od czasu do modelu w postaci zmian w czasie wskaźników funkcji dyskryminacyjnej. W INE PAN pod kierunkiem E. Mączyńskiej były przeprowadzone badania, w których wykorzystano modele dyskryminacyjne. W analizach uwzględniono 80 jednostek gospodarczych – przedsiębiorstw produkcyjnych, handlowych oraz usługowych notowanych na GPW i ich dane finansowe z lat 1997–2002. T. Korol pokazał przewagę sieci neuronowych nad analizą dyskryminacyjną na przykładzie 180 przedsiębiorstw produkcyjnych i ich sprawozdań z lat 1998–2001. Natomiast T. Strąk wykorzystał drzewa klasyfikacyjne, wskazując potrzebę odejścia od tradycyjnych metod dyskryminacyjnych. K. Dębowska z kolei porównała analizę dyskryminacyjną, regresję logistyczną i drzewa klasyfikacyjne na próbie 68 przedsiębiorstw ze sprawozdaniami z 2009 r. A. Ptak-Chmielewska pokazała przewagę analizy przeżycia i modelu Coxa w stosunku do regresji logistycznej i analizy dyskryminacyjnej (2012).

W pracach autorów M. Ciszewskiej, M. Tymoszuć, P. Antonomicza, zamieszczonych w obszernym opracowaniu A. Adamskiej i E. Mączyńskiej z 2013 r., pokazano refleksję nad właściwościami statystycznymi modeli analizy dyskryminacyjnej. Rozważania dotyczyły zarówno założeń modelu, jak i analizy skuteczności w zależności od czasu prognozy. Porównano skuteczność modeli przy spełnieniu założenia o normalności rozkładu zmiennych oraz skuteczności prognozy popularnych modeli w zależności od przyjętego horyzontu czasu prognozy (na rok, dwa lata i trzy lata przed upadłością). Niezwykle istotne okazało się również właściwe podejście do interpretacji uzyskanych wyników modeli opartych na funkcji dyskryminacyjnej.

1. Analiza dyskryminacyjna

Analiza dyskryminacyjna służy do określenia, które z analizowanych zmiennych mają zdolności do wyłonienia dwu lub więcej grup z analizowanego zbioru obserwacji. Umożliwia ona zidentyfikowanie tych zmiennych, które pozwalają zaklasyfikować obserwacje do różnych grup z większą trafnością niż przypadkowa. Zadaniem analizy dyskryminacyjnej jest prawidłowa klasyfikacja obserwacji do określanych jako grupy, dwóch podprzestrzeni. Funkcja dyskryminacyjna jest maksymalizacją miary odległości pomiędzy populacjami.

W metodach analizy dyskryminacyjnej klasyfikacja jednostek, jako zagrożone bądź niezagrożone, oparta jest na minimum dwóch zmiennych objaśniających. Następuje równoczesna analiza podmiotu pod kątem wszystkich wybranych wskaźników. Kluczowe jest tutaj odnalezienie zależności między zmiennymi umożliwiającymi prawidłowe rozróżnienie podmiotów. W modelach analizy dyskryminacyjnej zmienna objaśniana jest zmienną jakościową. Klasyfikacja jednostek gospodarczych oparta jest na liniowej funkcji dyskryminacyjnej.

Zastosowanie metod analizy dyskryminacyjnej możliwe jest w przypadku, gdy analizowane wskaźniki mają rozkłady normalne. Konieczne jest także spełnienie założenia o ich niezależności i kompletności. Brak spełnienia założeń wpływa negatywnie na zdolności klasyfikacyjne modelu. Sprawdzenie spełnienia tych założeń przez dobrane wskaźniki może być zweryfikowane poprzez przeprowadzenie odpowiednich testów oraz statystycznych procedur. Zazwyczaj stosowana jest próba zbilansowana o równej proporcji bankrutów i niebankrutów. Funkcje dyskryminacyjne, na podstawie których budowane są modele wielowymiarowe systemów ostrzegania przed upadłością, mogą przyjmować różną postać – mogą być funkcjami liniowymi, kwadratowymi itp. Liniowe funkcje dyskryminacyjne przyjmują zazwyczaj postać (A. Ptak-Chmielewska, M. Pęczkowski 2009):

$$Z = a_0 + a_1X_1 + a_2X_2 + \dots + a_nX_n,$$

gdzie:

Z – zmienna objaśniana (zależna),

a_0 – stała,

$a_i, i = 1, 2, \dots, n$ – współczynniki (wagi) dyskryminacyjne,

X_1, X_2, \dots, X_n – zmienne objaśniające (wskaźniki finansowe).

Przedstawiona postać funkcji dyskryminacyjnej nazywana jest funkcją dyskryminacyjną Fishera. Po wyznaczeniu postaci funkcji dyskryminacyjnej, następuje określenie wartości granicznej, pozwalającej na jednoznaczne zaklasyfikowanie

jednostki jako zagrożonej bądź niezagrożonej finansowo. Najczęściej wyznaczana jest wartość średnia funkcji dyskryminacyjnej w poszczególnych grupach oraz wartość odcięcia w połowie między średnimi. Prawdliwość dokonanych klasyfikacji (efektywność modelu) oceniana jest za pomocą kategorii: błąd I rodzaju oraz błąd II rodzaju. Pierwsza z kategorii określa procent przedsiębiorstw zagrożonych, zaklasyfikowanych jako przedsiębiorstwa zdrowe, natomiast druga kategoria przedstawia jaki procent zdrowych przedsiębiorstw zostało zaklasyfikowanych jako zagrożone.

Tabela 1. Zalety i wady analizy dyskryminacyjnej

Zalety	Wady
<ul style="list-style-type: none"> • łatwość zrozumienia (interpretacji) i prostota zastosowania • uwzględnianie jednocześnie wielu zmiennych dzięki zastosowaniu wag • uzyskanie z przestrzeni wielowymiarowej poprzez przekształcenia jednego wymiaru, do oceny sytuacji na podstawie wybranego miernika • możliwość określenia wpływu poszczególnych zmiennych objaśniających na zmienną objaśnianą (choć nie zawsze) • wysoka trafność klasyfikacji w obszarze analiz ryzyka upadłości przedsiębiorstw • mniej kosztowne niż np. sieci neuronowe • możliwość zastosowania do analizy dynamicznej • dostępność tej metody w wielu popularnych programach statystycznych 	<ul style="list-style-type: none"> • modele dezaktualizują się szybko ze względu na zmieniające się uwarunkowania gospodarcze i przestrzenne • trudności w zastosowaniu zmiennych jakościowych mających istotny wpływ na sytuację przedsiębiorstwa • założenie o normalności rozkładu zmiennych objaśniających • założenie równości macierzy wariancji/kowariancji grup obiektów • konieczność znajomości prawdopodobieństwa a priori populacji i kosztów błędów I i II rodzaju • konieczność posiadania kompletnych, niezależnych danych (braki danych) • liniowość zależności między wartością wskaźnika Z a standingiem finansowym jednostki • brak bezpośredniej możliwości określenia prawdopodobieństwa upadłości

Źródło: opracowanie własne.

2. Analiza logitowa (regresja logistyczna)

Modele logitowe są obecnie bardzo popularną metodą wykorzystywaną przy prognozowaniu bankructwa przedsiębiorstw. Funkcja logitowa w modelach dwumianowych przyjmuje postać:

$$P(Y=1) = \frac{1}{1 + \exp^{-(\beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_k x_k)}}$$

gdzie:

$P(Y = 1)$ – zmienna zależna, zazwyczaj oznacza prawdopodobieństwo upadłości,

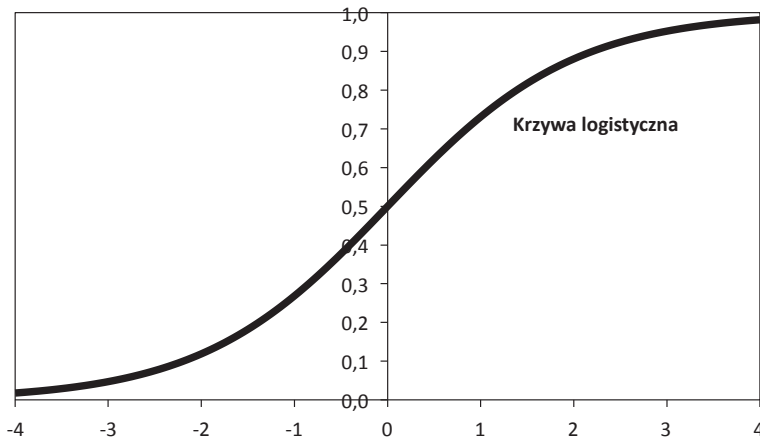
β_0 – stała,

$\beta_i, i = 1, 2, \dots, k$ – wagi,

$x_i, i = 1, 2, \dots, k$ – zmienne niezależne – wskaźniki finansowe.

Wskaźnik $P(Y = 1)$ przyjmuje wartości z przedziału $<0; 1>$, gdzie 0 oznacza przedsiębiorstwo zdrowe, 1 zaś zagrożone.

W przypadku modeli szacowanych na podstawie próby zbilansowanej wartość punktu granicznego równa jest zazwyczaj 0,5. Wpływ na wartość tego punktu ma struktura grupy (udział zagrożonych i zdrowych przedsiębiorstw).



Wykres 1. Krzywa logistyczna

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2. Zalety i wady regresji logistycznej

Zalety	Wady
<ul style="list-style-type: none"> nie występuje założenie normalności rozkładu zmiennych objaśniających nie występuje założenie równości macierzy wariancji/kowariancji grup otrzymany wynik z przedziału $<0; 1>$ informuje o prawdopodobieństwie zajścia analizowanego zdarzenia łatwość interpretacji, zrozumiałość uwzględnianie jednocześnie wielu zmiennych dzięki zastosowaniu wag wysoka trafność klasyfikacji w porównaniu z innymi metodami, często także wyższa niż w przypadku liniowej, analizy dyskryminacyjnej możliwość określenia wpływu zmiennych objaśniających na zmienną objaśnianą zmiennymi objaśniającymi mogą być zmienne jakościowe dostępność tej metody w wielu popularnych programach statystycznych 	<ul style="list-style-type: none"> jeśli spełnione jest założenie normalności rozkładu zmiennych objaśniających, większa trafność klasyfikacji uzyskiwana jest metodą liniowej analizy dyskryminacyjnej duża wrażliwość modelu na skorelowanie zmiennych objaśniających duża wrażliwość modelu na znaczne odchylenia rozkładu zmiennych objaśniających od rozkładu normalnego gorsze wyniki klasyfikacji niż w przypadku sztucznych sieci neuronowych konieczność posiadania pełnych danych – nieodporna na braki danych dobre wyniki klasyfikacji uzyskiwane są dla dużych prób, o dużym udziale firm zagrożonych upadłością, co jest trudne do spełnienia (minimum 50 obserwacji na jedną zmienną objaśniającą)

Źródło: opracowanie własne.

W interpretacji wyników otrzymanych za pomocą analizy logitowej dużą rolę odgrywa tzw. iloraz szans (*odds ratio*), czyli stosunek prawdopodobieństwa wystąpienia zdarzenia do prawdopodobieństwa jego niewystąpienia. Model logitowy wymaga spełnienia wielu założeń, a najistotniejszymi z nich są losowy charakter próby (o dużej liczebności), brak współliniowości zmiennych oraz niezależność obserwacji.

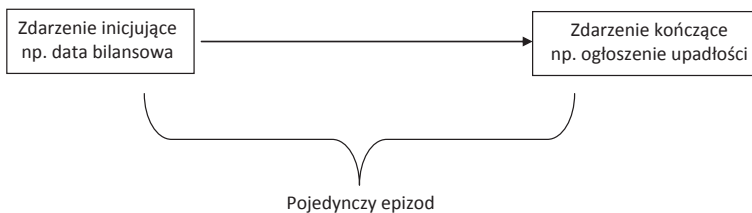
3. Analiza historii zdarzeń – model regresji Coxa

Analiza historii zdarzeń jest określona jako zbiór technik statystycznych służących opisowi i badaniu przebiegu życia jednostki, tj. częstotliwości pewnych zdarzeń, ich sekwencji, rozkładu, czasu pobytu jednostki w różnych stanach.

Ze względu na liczbę zdarzeń, które mogą zajść, wyróżnia się analizę pojedynczego epizodu będącą najbardziej podstawowym modelem analizy historii zdarzeń, oraz analizę wielokrotnych epizodów.

Proces stochastyczny będący przedmiotem analizy rozpatrywany jest w trzech podstawowych płaszczyznach: czasów oczekiwania na wystąpienie zdarzeń, intensywności przejść między wyróżnionymi stanami oraz liczb i kolejności zdarzeń.

W modelu pojedynczego epizodu zmienna zależna jest zmienną ciągłą (Y), oznaczającą czas do wystąpienia zdarzenia. Jest to model intensywności przejścia, czyli oszacowania wartości wskaźnika hazardu, a wartości mogą wykroczyć poza przedział $[0-1]$. Schemat 1 obrazuje uproszczony model pojedynczego epizodu.



Schemat 1. Schemat modelu pojedynczego epizodu

Źródło: opracowanie własne.

Analiza historii zdarzeń obejmuje wiele metod, w których klasyfikacji można dokonać ze względu na różne kryteria. Ze względu na zastosowane metody estymacji można wyróżnić metody parametryczne i nieparametryczne. Rozróżnienie ich wynika z założeń przyjętych co do postaci funkcyjnej rozkładu czasu między

zdarzeniami T . W przypadku braku takich założeń mamy do czynienia z analizą nieparametryczną, a jej klasycznym przykładem są tablice trwania życia. Z kolei w podejściu parametrycznym zakłada się, że czas między zdarzeniami jest zmienną losową należącą do konkretnej rodziny rozkładów. Połączeniem obu podejść są tak zwane modele semiparametryczne, a najbardziej popularnym z tej grupy jest model proporcjonalnych hazardów Coxa. W modelach semiparametrycznych mamy do czynienia częściowo z podejściem parametrycznym, ponieważ wyspecyfikowana jest funkcja regresji, która daje możliwość badania interakcji między różnymi procesami. Jednocześnie w modelach tych nie zakłada się konkretnej postaci rozkładu czasu zdarzeń, co jest podejściem nieparametrycznym.

Podstawowym narzędziem do przeprowadzenia analizy historii zdarzeń jest model przeżycia, opisujący rozkład zmiennej losowej jaką jest czas do wystąpienia określonego zdarzenia w pewnej zbiorowości. Przyjmijmy, że ciągła zmienna losowa T jest czasem, jaki upływa do momentu zajścia zdarzenia dla jednostki należącej do badanej kohorty w momencie t_0 . Zmienna T wyraża więc przyszłe trwanie życia jednostki mierzone w momencie t_0 . Rozkład zmiennej T można opisać na kilka sposobów, wykorzystując poza standardowo używanymi do opisu rozkładu zmiennych losowych funkcjami gęstości i dystrybuanty, także funkcję przeżycia oraz hazardu.

Modelem najczęściej wykorzystywanym w praktyce jest model proporcjonalnych hazardów Coxa. Funkcja hazardu (intensywności przejścia) dla tego modelu wyraża się wzorem:

$$h(t | x_1, \dots, x_k) = h_0(t) \exp(\alpha_1 x_1 + \dots + \alpha_k x_k)$$

gdzie:

$h_0(t)$ – oznacza tak zwany hazard bazowy; jest to niewyspecyfikowana parametrycznie funkcja czasu, natomiast

x_1, x_2, \dots, x_k – oznacza zestaw zmiennych współtowarzyszących (mogą to być zmienne zależne od czasu).

Model Coxa jest szczególnie atrakcyjny dla badacza w sytuacji, gdy nie jest określony kształt zależności hazardu względem czasu oraz brak jest teoretycznych podstaw do specyfikacji modelu parametrycznego, natomiast zainteresowanie ogranicza się głównie do wpływu zmiennych współwystępujących na czas trwania (a tym samym hazard).

Powyższe wskazania do praktycznego stosowania modelu Coxa pozwalają uznać, że model ten może być stosowany do oceny ryzyka upadłości przedsiębiorstw. Wynikiem estymacji modelu Coxa są współczynniki wskazujące wpływ

zmiennych współtowarzyszących na prawdopodobieństwo doświadczenia zdarzenia oraz prawdopodobieństwo (hazard) bazowe, które jest takie samo dla wszystkich jednostek populacji i zależy jedynie od czasu.

Tabela 3. Zalety i wady modelu regresji Coxa

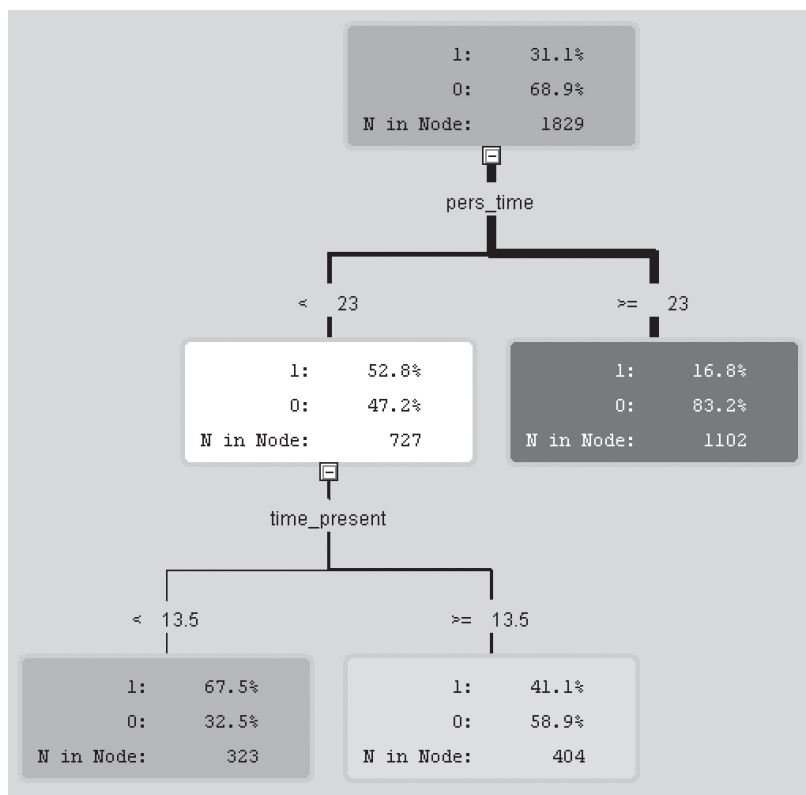
Zalety	Wady
<ul style="list-style-type: none"> • pozwala rozszerzyć standardowe podejście oparte na pytaniu „czy” o pytanie „kiedy” • możliwość uwzględnienia danych cenzurowanych, jeśli klient z jakiegoś powodu zostanie wyeliminowany z obserwacji przed zarejestrowaniem zdarzenia (np. zostanie zlikwidowany) • uniknięcie niestabilności spowodowanej koniecznością wyboru sztywno ustalonej długości okresu, w ciągu którego jest obserwowane zajścia zdarzenia • uzyskanie „dynamicznej” prognozy prawdopodobieństwa zajścia zdarzenia (jakość prognozy zależy od czasu) • możliwość uwzględnienia zmian w otoczeniu gospodarczym w ocenie ryzyka dzięki wykorzystaniu modeli umożliwiających włączenie zmiennych współtowarzyszących zależnych od czasu 	<ul style="list-style-type: none"> • założenie proporcjonalności hazardów, współczynniki wskazują wpływ zmiennych współtowarzyszących na prawdopodobieństwo doświadczenia zdarzenia oraz prawdopodobieństwo (hazard) bazowe, które jest takie samo dla wszystkich jednostek populacji i zależy jedynie od czasu • stosowanie wszystkich założeń w modelach regresji: rozkład normalny zmiennych objaśniających, brak korelacji między zmiennymi objaśniającymi itp. • nieodporny na braki danych • konieczność posiadania informacji o dokładnym czasie wystąpienia zjawiska upadłości

Źródło: opracowanie własne.

4. Metody „data mining” – drzewa decyzyjne

Drzewo decyzyjne jest nieparametrycznym modelem predykcyjnym. Klasyfikacja obserwacji następuje tu poprzez przypisanie przynależności do grup, stąd wyznaczenie prawdopodobieństwa zajścia zdarzenia odbywa się na poziomie grupy. Drzewo klasyfikacyjne można traktować jako model segmentacji z nadzorem (zmienna objaśniana). Klasyfikacja następuje za pomocą rekurencyjnego podziału na dwie podgrupy (w każdym kolejnym kroku), w taki sposób, aby zapewnić jednorodność obserwacji w wydzielonych grupach. Zastosowanie tego modelu nie wymaga wcześniejszego wyboru zmiennych.

We wstępnej analizie do budowy drzewa wymagany jest duży zbiór obserwacji oraz odpowiednio liczne przypadki zmiennej Y (czyli liczne przypadki upadłości). Ewentualne (bardzo) nietypowe obserwacje mogą zniekształcić wyniki. Najważniejszym niebezpieczeństwem w modelach drzew decyzyjnych jest tendencja do zbytniego dopasowania się do danych (*overfitting*) co powoduje, że uzyskany model jest niestabilny. Niestabilność ta oznacza, że oszacowane reguły klasyfikacji i prawdopodobieństwa zajścia zdarzenia nie potwierdzają się na niezależnych danych.



Wykres 2. Model drzewa decyzyjnego

Źródło: opracowanie własne wykorzystujące SAS Enterprise Miner.

Drzewo decyzyjne zawiera tzw. korzeń, czyli element główny, obejmujący cały wyjściowy zbiór danych oraz węzły, czyli segmenty lub subsegmenty powstałe poprzez podział danych według reguły zbudowanej na podstawie zmiennych objaśniających. Gałąź drzewa tworzy węzeł z dalszymi subsegmentami. Kończym elementem podziału jest tzw. liść (grupa), czyli końcowy segment, który już nie podlega podziałowi. Każda obserwacja ze zbioru wyjściowego jest przyporządkowana tylko do jednego liścia końcowego. Klasyczny model drzewa decyzyjnego, dla zmiennej zależnej binarnej, zawiera następujące elementy (wszystkie elementy są szacowane na podstawie zbioru treningowego):

- definicje węzłów, lub zasady przyporządkowania każdej obserwacji ze zbioru wyjściowego do liścia końcowego,
- prawdopodobieństwa (posteriori) dla każdego liścia końcowego, (proporcje wystąpień zdarzenia modelowanego dla zmiennej binarnej w każdym liściu końcowym),

- przypisanie poziomemu zmiennej zależnej w modelu do każdego liścia końcowego.

Reguła decyzyjna może być oparta na maksymalizacji zysków, minimalizacji kosztów lub minimalizacji błędu klasyfikacji.

Drzewo decyzyjne w odróżnieniu od regresji logistycznej binarnej nie zawiera żadnych równań ani współczynników, a opiera się tylko na regułach podziału zbioru danych na rozłączne grupy. Jako oszacowane prawdopodobieństwa wykorzystywane są tu prawdopodobieństwa posteriori dla każdego liścia. Reguły wygenerowane przez model mogą posłużyć do predykcji danych bez zmiennej zależnej (wynikiem będą decyzje binarne).

Przy budowie początkowego drzewa dla zmiennej zależnej binarnej oraz zakładając, że podział jest binarny, czyli zawsze na dwie grupy, algorytm podziału polega na wyborze podziału o najwyższej jakości podziału z zestawu wszystkich możliwych podziałów dla danej zmiennej objaśniającej krokowo. Proces powtarza się dla każdego węzła, przy czym różne zmienne mogą być wybierane dla różnych węzłów.

Podstawowe sposoby pomiaru jakości podziału dla zmiennych zależnych binarnych lub dyskretnych z kilkoma kategoriami to: stopień separacji osiągnięty przez podział (mierzony p-value testu chi-kwadrat Pearsona) lub stopień redukcji zanieczyszczenia osiągnięty przez podział (mierzony redukcją entropii lub Giniego).

Kryterium zatrzymania podziału może być: poziom istotności p-value podziałów, wielkość liścia (minimalnej wielkości liścia końcowego), wielkość podziału (wielkość węzła), lub maksymalna wielkość ścieżki podziałów (maksymalnej długości ścieżki).

Po zbudowaniu drzewa z zastosowaniem wybranej metody zatrzymania podziału, należy tak uzyskane drzewo przyciąć do właściwego rozmiaru. Przycięcie to odbywa się etapami. Najpierw obcina się 1 podział, sprawdza się wszystkie możliwe kombinacje drzew i wybiera się najlepsze z nich, następnie przycina się kolejny podział i sprawdza najlepsze drzewo pozbawione już dwóch podziałów itd. Wraz ze wzrostem liczby liści wartość drzewa początkowo będzie się zwiększała, ale po osiągnięciu pewnego punktu nie będzie już widać przyrostu, a nawet może nastąpić jego spadek. Jest to optymalna wielkość drzewa.

Tabela 4. Zalety i wady drzew decyzyjnych

Zalety	Wady
<ul style="list-style-type: none"> • możliwość szybkiego dostosowania modelu do zachodzących zmian • łatwość interpretacji i wizualizacji danych • odporne na istnienie braków danych • brak konieczności przestrzegania założeń dot. normalności rozkładu zmiennych objaśniających oraz równości wariancji/kowariancji w grupach • możliwość łączenia z innymi metodami • zmiennymi objaśniającymi mogą być zmienne jakościowe • umożliwia modelowanie zależności nieliniowych • automatycznie dobiera zmienne istotne dla modelu 	<ul style="list-style-type: none"> • drzewa decyzyjne są często niestabilne (duże znaczenie podziału zbiorów) • w każdym z podziałów włączana jest jednocześnie tylko jedna zmienna objaśniająca • konieczna jest duża próba ucząca, żeby drzewo było stabilne • przybliżanie zmiennej objaśnianej funkcją schodkową (przybliżanie prawdopodobieństwa posteriori) • istnienie zjawiska przetrenowania – bardzo dobre klasyfikacje na zbiorze uczącym, gorsze na jednostkach spoza niego

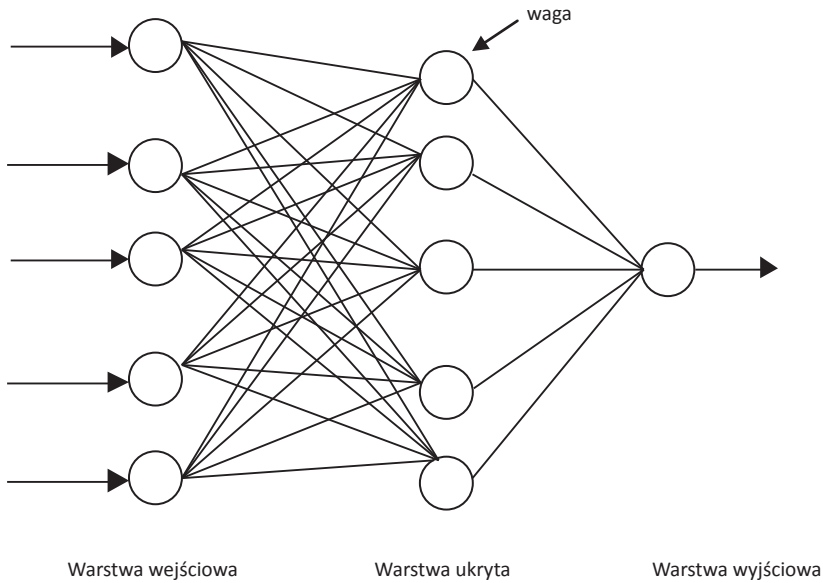
Źródło: opracowanie własne.

5. Sieć neuronowa

Sztuczną sieć neuronową budują neurony (elementy przetwarzające informację) wraz z połączeniami między nimi (wagi modyfikowane w trakcie procesu uczenia się). Pierwowzorem neuronów są komórki nerwowe budujące mózg człowieka. Sztuczna sieć neuronowa jest w rzeczywistości uproszczonym modelem ludzkiego mózgu.

Pojedynczy sztuczny neuron posiada wiele wejść x_n , $n = 1, 2, \dots, n$, oraz jedno wyjście. Wejściami neuronu są wybrane zmienne objaśniające, w przypadku wykorzystania sieci neuronowej do analiz zagrożenia finansowego przedsiębiorstwa, mogą być to odpowiednie wskaźniki finansowe. Dobór wskaźników oparty jest na wybranej metodzie, np. metodzie analizy czynnikowej czy metodzie głównych składowych.

Każdej zmiennej przyporządkowywana jest określona waga – w_n . Po ich ustaleniu, obliczane jest całkowite pobudzenie neuronu e stanowiące sumę iloczynów zmiennych objaśniających oraz przypisanych im wag (tzw. funkcja aktywacji). Wartość sygnału wyjściowego neuronu zależy od całkowitego pobudzenia neuronu, które z kolei uzyskiwane jest dzięki użyciu odpowiedniej funkcji aktywacji $\varphi(y)$. Postać tej funkcji określa typ neuronu. Dla zmiennej objaśnianej binarnej funkcja aktywacji dla warstwy wyjściowej będzie funkcją logistyczną, która zawęży oszacowania do przedziału $[0; 1]$, czyli daje możliwość interpretacji w kategoriach prawdopodobieństwa zajścia zdarzenia.



Wykres 3. Schemat budowy sztucznej sieci neuronowej

Źródło: opracowanie własne.

Możliwości pojedynczego sztucznego neuronu są niewielkie, z uwagi na niewielkie możliwości obliczeniowe oraz możliwość przechowywania małej liczby informacji. Z tego powodu szeroko wykorzystywane są sztuczne sieci neuronowe złożone z dużej liczby połączonych ze sobą neuronów. Można wyróżnić następujące sieci neuronowe:

- dwuwarstwowe – składające się z warstwy wejściowej i wyjściowej,
- wielowarstwowe – składające się z warstwy wejściowej i wyjściowej oraz znajdujących się między nimi warstw ukrytych.

W prognozowaniu upadłości przedsiębiorstw wykorzystywane są zazwyczaj wielowarstwowe, jednokierunkowe sieci neuronowe z nauczycielem. Najczęściej wykorzystywana jest sieć tzw. perceptron wielowarstwowy (*Multi Layer Perception* – MLP) z jedną warstwą ukrytą. Zastosowanie jednej warstwy ukrytej pozwala na modelowanie dowolnych zależności nieliniowych, ale ciągłych. Kolejna warstwa ukryta pozwala na modelowanie dowolnych zależności, w tym zależności dyskretnych, ale wiąże się to z koniecznością oszacowania dużej liczby dodatkowych parametrów. Etapy projektowania sieci tego typu obejmują: określenie zmiennej objaśnianej, oraz zestawu zmiennych objaśniających, wydzielenie grupy uczącej i testowej, wybór architektury sieci, uczenie sieci, testowanie sieci na grupie testowej.

Tabela 5. Zalety i wady sieci neuronowych

Zalety	Wady
<ul style="list-style-type: none"> • możliwość szybkiego dostosowania modelu do zachodzących zmian • możliwość wykorzystania informacji niepełnej i chaotycznej • brak konieczności przestrzegania założeń dot. normalności rozkładu zmiennych objaśniających oraz równości wariancji/kowariancji w grupach • możliwość równoległego przetwarzania danych (jednoczesna analiza kilku wielkości, zarówno każdej osobno, jak i zależności między nimi) – duża tolerancja na błędy w danych wejściowych • uniwersalne zasady budowy (stosowanie tej samej sieci do problemów o tej samej podmiotowości) • możliwość łączenia z innymi metodami • zmiennymi objaśniającymi mogą być zmienne jakościowe • umożliwia modelowanie zależności nieliniowych 	<ul style="list-style-type: none"> • długotrwały proces uczenia dla sieci o rozbudowanych strukturach • istnieje możliwość nie osiągnięcia przez model optymalnego poziomu redukcji błędów • trudność i złożoność procesu doboru wag • konieczność przeprowadzania selekcji zmiennych objaśniających • istnienie zjawiska przetrenowania sieci – bardzo dobre klasyfikacje na zbiorze uczącym, gorsze na jednostkach spoza niego • subiektywizm decyzji o architekturze sieci oraz sposobie uczenia sieci • duża czasochłonność budowy modelu • działanie na zasadzie „czarnej skrzynki” – brak możliwości podania zasad i reguł, wg których otrzymano wynik

Źródło: opracowanie własne.

Wnioski

Model analizy dyskryminacyjnej i regresji logistycznej reprezentują typowe podejścia statyczne, które dają ograniczone możliwości wykorzystania zmiennych zależnych od czasu (których wpływ na zjawisko zmienia się w czasie). Zmienną zależną Y jest zajście zdarzenia upadłości (zmienna binarna), co powoduje konieczność sztywnego zdefiniowania okresu obserwacji dla Y . W modelu wskaźnika hazardu podejście jest dynamiczne i umożliwia wykorzystanie zmiennych objaśniających zależnych od czasu. Zmienną zależną Y jest czas spędzany w grupie klientów „dobrych” przyjęty jako zmienna ciągła, co nie ogranicza analityka do przyjęcia sztywnego okresu czasu. Przedmiotem estymacji w tych modelach jest intensywność przejścia ze stanu „dobry” do stanu „upadły”.

Analiza logitowa pod względem trudności zaimplementowania jest techniką pośrednią między liniową wielowymiarową analizą dyskryminacyjną a sztucznymi sieciami neuronowymi. W jej przypadku nie jest konieczne spełnienie tak restrykcyjnych założeń dla zmiennych objaśniających jak w przypadku analizy dyskryminacyjnej. Jednakże dobre oszacowania uzyskiwane są dla prób o dużej liczebności. Podobnie jak w analizie dyskryminacyjnej i tutaj nie powinny występować braki danych.

Technika liniowej wielowymiarowej analizy dyskryminacyjnej jest odpowiednia dla mniejszych jednostek, dysponujących ograniczoną wiedzą, zasobami

finansowymi i bazodanowymi, stąd jej popularność w latach 90. Jednostki duże, jak np. banki, mogą zdecydować się na budowanie systemów przy wykorzystaniu metod bardziej zaawansowanych, jak np. sieci neuronowe czy analiza logitowa, przede wszystkim ze względu na dostęp do dużych baz danych (możliwość lepszego przetestowania modeli) oraz znacznych środków finansowych i zasobów komputerowych.

Obecnie nie ma ograniczeń zasobów informatycznych czy zasobów bazodanowych, więc przewidywany jest dynamiczny rozwój metod i modeli bardziej zaawansowanych, takich jak: analiza historii zdarzeń i metody data miningowe (drzewa decyzyjne, sieci neuronowe).

Bibliografia

- Bankructwa przedsiębiorstw, wybrane aspekty instytucjonalne. Przedsiębiorstwo współczesne*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.
- Blossfeld H.P., Rohwer G., *Techniques of Event History Modeling. New Approaches to Causal Analysis*, Lawrence Elbaum Associates Publishers, Londyn 2002.
- Dębkowska K., *Prognozowanie upadłości przedsiębiorstw za pomocą wybranych metod wielowymiarowej analizy statystycznej*, „Zarządzanie i Finanse” 2012, vol. 10, nr 1.
- Gajdka J., Stos D., *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw*, w: *Restrukturyzacja w procesie przekształceń i rozwoju przedsiębiorstw*, red. R. Borowiecki, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 1996.
- Grabowski M., *Przesłanki i możliwości zastosowań sieci neuronowych w ekonomii i zarządzaniu*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie”, Kraków 1997.
- Gruszczyński M., *Zalety i słabości modeli bankructwa*, w: *Zagrożenie upadłością*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005.
- Hadasik D., *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu”, Poznań 1998.
- Hamrol M., Chodakowski J., *Prognozowanie zagrożenia finansowego przedsiębiorstwa. Wartość predykcyjna polskich modeli analizy dyskryminacyjnej*, „Badania Operacyjne i Decyzje” 2008, nr 3.
- Hamrol M., Czajka B., Piechocki M., *Upadłość przedsiębiorstw – model analizy dyskryminacyjnej*, „Przegląd Organizacji” 2004, nr 6.
- Hołda A., *Prognozowanie bankructwa jednostki w warunkach gospodarki polskiej z wykorzystaniem funkcji dyskryminacyjnej*, „Rachunkowość” 2001, nr 5.

- Kopczyński P., *Metody przewidywania upadłości przedsiębiorstw*, w: *Analiza finansowa w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem*, red. M. Walczak, Difin, Warszawa 2007.
- Korol T., *Wykorzystanie sieci jednokierunkowej wielowarstwowej oraz sieci rekurencyjnej w prognozowaniu upadłości przedsiębiorstw*, w: *Zagrożenie upadłością*, red. K. Kuciński, E. Mączyńska, „Materiały i Prace Instytutu Funkcjonowania Gospodarki Narodowej”, vol. XCIII, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005.
- Mączyńska E., *Kreowanie i konstrukcja modeli dyskryminacyjnych jako narzędzi ostrzegania przed upadłością przedsiębiorstw*, w: *Zagrożenie upadłością*, red. K. Kuciński, E. Mączyńska, „Materiały i Prace Instytutu Funkcjonowania Gospodarki Narodowej”, vol. XCIII, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005.
- Mączyńska E., Zawadzki M., *Dyskryminacyjne modele predykcji bankructwa przedsiębiorstw*, „*Ekonomista*” 2006, nr 2.
- Meandry upadłości przedsiębiorstw*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.
- Nahotko S., *Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach zagrożenia upadłością*, „AJG” Sp. z o.o. Zakład Pracy Chronionej – Oficyna Wydawnicza, Bydgoszcz 2003.
- Nogalski B., Marcinkiewicz H., *Zarządzanie antykryzysowe przedsiębiorstwem. Pokonać kryzys i wygrać*, Difin, Warszawa 2004.
- Prusak B., *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2009.
- Ptak-Chmielewska A., *Wykorzystanie modeli przeżycia i analizy dyskryminacyjnej do oceny ryzyka upadłości przedsiębiorstw*, „*Ekonometria*” 2012, nr 3(38).
- Ptak-Chmielewska A., Pęczkowski M., *Analiza dyskryminacji*, w: *Wielowymiarowa analiza statystyczna. Teoria – przykłady zastosowań z systemem SAS*, red. E. Frątczak, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
- Ptak-Chmielewska A., Schab I., *Wykorzystanie modeli regresji logistycznej i hazardu do określenia determinant zaniechania zobowiązań*, w: *Współczesne problemy modelowania i prognozowania zjawisk społeczno-gospodarczych*, red. J. Pociecha, „*Studia i Prace Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*”, nr 2, Kraków 2008.
- Ryzyko w działalności przedsiębiorstw. Wybrane aspekty*, red. A. Fierla, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
- Staniec I., *Zastosowanie sztucznych sieci neuronowych i wybranych metod statystycznych do wspomagania decyzji kredytowych*, praca doktorska, 2000.
- Stępień T., Strąk T., *Wielowymiarowe modele logitowe oceny zagrożenia bankructwem polskich przedsiębiorstw*, w: *Czas na pieniądze*, red. D. Zarzecki, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2004.
- Strąk T., *Wykorzystanie drzew klasyfikacyjnych do oceny zagrożenia bankructwem polskich przedsiębiorstw*, „*Monografie i Opracowania Naukowe. Finanse przedsiębiorstwa*”, Kolegium Zarządzania i Finansów, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005.

- Szczerbak M., *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce*, w: *Ekonomiczne i prawne aspekty upadłości przedsiębiorstw*, red. B. Prusak, Difin, Warszawa 2007.
- Szczerbak M., *Ryzyko strategiczne działalności przedsiębiorstw i możliwości jego ograniczenia*, w: *Ryzyko działalności przedsiębiorstw. Wybrane aspekty*, red. A. Fierla, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
- Upadłości, bankructwa i naprawa przedsiębiorstw. Wybrane zagadnienia*, red. A. Adamska, E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.
- Upadłość przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2003. Teoria i praktyka*, red. D. Appenzeller, „Zeszyty Naukowe”, nr 49, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2004.
- Zagrożenie upadłością*, red. K. Kuciński, E. Mączyńska, „Materiały i Prace Instytutu Funkcjonowania Gospodarki Narodowej”, vol. XCIII, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005.

*Dorota Mirowska*¹

Wykorzystanie w polskich przedsiębiorstwach metod prognozowania zagrożenia finansowego

Wstęp

Według danych Ministerstwa Sprawiedliwości w Polsce rocznie upada kilkaset przedsiębiorstw. Bankrutujących firm jest jednak o wiele więcej, są to tzw. „ciche upadłości”, przeprowadzane poza sądami i nieuwzględniane w oficjalnych statystykach. Prawo polskie dopuszcza bowiem możliwość zlikwidowania przedsiębiorstwa posiadającego zobowiązania na zasadach uregulowanych w kodeksie spółek handlowych (dalej: ksh), a przedsiębiorcy często z tej możliwości korzystają.

Bankructwa przedsiębiorstw mogą być postrzegane jako sposób na wyeliminowanie z rynku jednostek nieefektywnie działających i niepotrafiących sprostać narzuconym przez niego warunkom. Wiążą się one również z wieloma negatywnymi skutkami nie tylko dla właścicieli bankrutujących firm, ale także dla ich kontrahentów, pracowników, a nawet regionów, w których funkcjonują. Bankructwom można jednak zapobiegać, a tym samym unikać ich negatywnych konsekwencji, co jest szczególnie ważne w przypadku przedsiębiorstw, które pomimo przejściowych problemów finansowych miałyby szanse odzyskać konkurencyjną pozycję na rynku. Jest to możliwe pod warunkiem, że sytuacja finansowa firm jest umiejętnie i systematycznie monitorowana. Opracowywane w tym celu systemy wczesnego ostrzegania oraz wszelkie metody prognozowania sytuacji finansowej przedsiębiorstw² pozwalają na dostrzeżenie pogarszającego się stanu finansów przedsiębiorstwa nawet z pięcioletnim wyprzedzeniem. Dzięki wczesnemu zauważeniu

¹ Mgr Dorota Mirowska, doktorantka, Katedra Informatyki Gospodarczej i Analiz Ekonomicznych, Wydział Nauk Ekonomicznych, Uniwersytet Warszawski.

² W opracowaniu sformułowania: metody/modele/narzędzia prognozowania sytuacji/kondycji finansowej, metody/modele/narzędzia prognozowania bankructwa, metody/modele/narzędzia progno-

symptomów zagrożenia, możliwe jest podjęcie stosownych działań naprawczych, ewentualnie złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości w terminie dającym szansę na wszczęcie postępowania upadłościowego z możliwością zawarcia układu z wierzycielami. Tymczasem polscy przedsiębiorcy złą kondycję finansową swoich firm dostrzegają z reguły zbyt późno. Bardzo często sytuacja majątkowa przedsiębiorstwa nie pozwala nawet na przeprowadzenie postępowania upadłościowego z opcją likwidacyjną³, tym bardziej wykluczone jest wszczęcie postępowania naprawczego, czy zawarcie układu.

Nasuwa się więc pytanie, dlaczego przedsiębiorcy w Polsce zbyt późno podejmują działania restrukturyzacyjne i zbyt późno składają wnioski o ogłoszenie upadłości. Prawdopodobne przyczyny takiej sytuacji to niestosowanie w przedsiębiorstwach metod prognozowania sytuacji finansowej, niedostateczna świadomość prawna lub po prostu celowe, nieetyczne działanie polegające na zamierzonym niespłacaniu zobowiązań.

Głównym celem badania, którego wyniki zostały przedstawione w opracowaniu, było sprawdzenie, czy w polskich przedsiębiorstwach, w stosunku do których toczyły się postępowania upadłościowe, naprawcze lub w przedmiocie ogłoszenia upadłości, wykorzystywane były przed złożeniem wniosku o wszczęcie postępowania jakiegokolwiek metody prognozowania zagrożenia finansowego. W przypadku otrzymania pozytywnej odpowiedzi na główne pytanie badawcze, sprawdzono jakie metody były najczęściej stosowane przez przedsiębiorców. W przypadku otrzymania odpowiedzi negatywnej, podjęto próbę wyjaśnienia przyczyn takiego stanu rzeczy oraz zdefiniowania warunków upowszechnienia tych metod w przedsiębiorstwach. Uzyskanie odpowiedzi na te pytania ma na celu pomoc w określeniu pożądanego kierunku dalszych prac nad rozwojem metod prognozowania kondycji finansowej przedsiębiorstw w Polsce.

zowania zagrożenia finansowego, metody/modele/narzędzia prognozowania niewypłacalności używane są zamiennie.

³ Według statystyk Ministerstwa Sprawiedliwości, w 2011 r. oddalono 31% wszystkich złożonych wniosków o upadłość, jedynie 22% złożonych wniosków wywołało skutek w postaci ogłoszenia upadłości (likwidacyjnej lub z możliwością zawarcia układu).

1. Ekonomiczne i prawne determinanty stosowania metod prognozowania zagrożenia finansowego w przedsiębiorstwach

Na świecie metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw stały się popularne w latach 60. XX w. W 1966 r. W.H. Beaver⁴ zastosował w tym celu jednowymiarową analizę dyskryminacyjną. W 1968 r. E.I. Altman⁵ jako pierwszy skonstruował wielowymiarowy model analizy dyskryminacyjnej służący przewidywaniu zagrożenia finansowego, który do dnia dzisiejszego jest jednym z najczęściej przywoływanych w literaturze. Od tego momentu wielowymiarowa analiza dyskryminacyjna stała się najpopularniejszą metodą prognozowania kondycji finansowej przedsiębiorstw. Z czasem zaczęto posługiwać się również modelami probitowymi i logitowymi, sieciami neuronowymi, logiką rozmytą, analizą czasu przeżycia, a nawet algorytmami mrówkowymi.

W Polsce problematyką prognozowania zagrożenia finansowego zaczęto interesować się dopiero w latach 90. XX w., gdyż w gospodarce centralnie planowanej bankructwa przedsiębiorstw zdarzały się bardzo rzadko, w związku z czym ich prognozowanie nie było konieczne. Do jednych z pierwszych modeli służących przewidywaniu zagrożenia finansowego, uwzględniających specyfikę polskich warunków gospodarczych oraz przepisów prawa zalicza się model M. Pogodzińskiej i S. Sojaka (1995 r.)⁶ oraz model J. Gajdki i D. Stosa (1996 r.)⁷. Dużą popularność zyskały także modele opracowane m.in. przez D. Hadasik (1998 r.)⁸, zespół INE PAN pod kierunkiem E. Mączyńskiej (2006 r.)⁹, oraz B. Prusaka (2004 r.)¹⁰. Większość

⁴ W.H. Beaver, *Financial Ratios as Predictors of Failure*, „Journal of Accounting Research” 1966, vol. 4, no. 3, s. 71–111.

⁵ E.I. Altman, *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, „The Journal of Finance” 1968, vol. 23, no. 4, s. 589–609.

⁶ M. Pogodzińska, S. Sojak, *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w przewidywaniu bankructwa przedsiębiorstw*, „Acta Universitatis Nicolai Copernici. Ekonomia”, Zeszyt 25 (299), Toruń 1995, s. 53–61.

⁷ J. Gajdka, D. Stos, *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej do badania podatności przedsiębiorstwa na bankructwo*, w: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. J. Duraj, Konferencja Naukowa Łódź-Bukowina Tatrzańska, czerwiec 2006, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1996, s. 138–147.

⁸ D. Hadasik, *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, Zeszyty Naukowe Seria II – Prace habilitacyjne, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 1998, s. 152–165.

⁹ E. Mączyńska, M. Zawadzki, *Dyskryminacyjne modele predykcji upadłości przedsiębiorstw*, „Ekonomista” 2006, nr 2, s. 205–235.

¹⁰ B. Prusak, *Upadłość przedsiębiorstw – uwarunkowania i metody prognozowania* (praca doktorska), Gdańsk 2004, za: B. Prusak, *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2005, s. 149–152.

z nich charakteryzuje się wysoką, ok. 80–90% skutecznością¹¹ w prognozowaniu sytuacji finansowej przedsiębiorstw należących do próby testowej, czyli prawidłowym klasyfikowaniu dowolnego przedsiębiorstwa do jednej z dwóch grup: przedsiębiorstw zagrożonych niewypłacalnością (lub niewypłacalnych) albo zdrowych. Konstruuje się również nowe modele, wykorzystujące bardziej zaawansowane metody w celu wyeliminowania wad już istniejących¹² oraz zapewnienia jeszcze większej ich skuteczności.

Z uwagi na obowiązujące w Polsce przepisy prawa oraz ze względu na aspekty ekonomiczne, zarówno właściciele przedsiębiorstwa, jak i jego zarząd powinni być zainteresowani monitorowaniem i utrzymywaniem dobrej kondycji finansowej firmy, a tym samym wdrożeniem nawet najprostszego narzędzia służącego prognozowaniu zagrożenia finansowego. Większość już istniejących modeli prognozowania sytuacji finansowej przedsiębiorstw zostało opracowanych przy wykorzystaniu wielowymiarowej analizy dyskryminacyjnej. Modele te są bardzo proste w zastosowaniu (niekoniecznie w budowaniu), ponieważ w ich formułach posłużono się wskaźnikami finansowymi, które oblicza się opierając się na danych pochodzących ze sprawozdań finansowych. Wskaźniki te przemnożone przez odpowiednie wagi (inne w każdym modelu) i dodane do siebie dają wartość, na podstawie której przedsiębiorstwo klasyfikowane jest albo do grupy przedsiębiorstw zagrożonych bankructwem, albo do grupy przedsiębiorstw charakteryzujących się dobrą kondycją finansową. Dzięki temu możliwe jest szybkie określenie, czy dana firma powinna podjąć działania restrukturyzacyjne. Niestety, ponieważ analizowana jest tylko jedna wartość, trudno jest na jej podstawie stwierdzić, jakie są przyczyny ewentualnej pogarszającej się sytuacji. W tym celu należy dokładniej przeanalizować wartości konkretnych wskaźników oraz dodatkowe informacje o charakterze jakościowym, które nie mogły zostać uwzględnione w modelu. Dodatkowym argumentem za wdrażaniem metod prognozowania kondycji finansowej w przedsiębiorstwach jest fakt, że ich stosowanie nie wiąże się z dodatkowymi kosztami, ponieważ zazwyczaj

¹¹ Badania nad skutecznością metod prognozowania zagrożenia finansowego prowadzili np.: M. Pieńkowska, *Weryfikacja skuteczności funkcji dyskryminacyjnych opracowanych dla rynku polskiego*, w: *Zagrożenie upadłością*, red. E. Mączyńska, „Materiały i Prace IFGN SGH”, Warszawa 2005, s. 147–154; T. Korol, B. Prusak, *Upadłość przedsiębiorstw a wykorzystanie sztucznej inteligencji*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2005, s. 171–174; D. Mirowska, M. Lasek, *Porównanie skuteczności modeli wielowymiarowej analizy dyskryminacyjnej służących prognozowaniu upadłości przedsiębiorstw*, „Optimum Studia Ekonomiczne” 2010, nr 1(45), s. 73–89.

¹² Wady modeli prognozowania zagrożenia finansowego zostały omówione m.in. w: B. Prusak, *Zalety i ograniczenia modeli prognozowania zagrożenia przedsiębiorstw upadłością*, w: *Ekonomia i prawo upadłości przedsiębiorstw. Zarządzanie przedsiębiorstwem w kryzysie*, red. S. Morawska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011, s. 45–58; W. Rogowski, *Dylematy wykorzystywania w warunkach polskich modeli oceny zagrożenia upadłością*, w: *Bankructwa przedsiębiorstw. Wybrane aspekty instytucjonalne*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008, s. 243–252.

nie wymaga posiadania specjalistycznej wiedzy, a tym samym zatrudniania nowych, wysoko wykwalifikowanych pracowników. Korzystanie przez przedsiębiorstwo z istniejących już narzędzi prognozowania sytuacji finansowej nie wymaga również ponoszenia dodatkowych wysokich nakładów na opracowanie systemu/metody specjalnie dla danej firmy. Wprawdzie modele stworzone „na miarę” mogą okazać się skuteczniejsze, jednakże w większości przypadków, dla małych i średnich firm wystarczające okazują się te, które już opracowano, mimo że nie są one zwykle dostosowane np. do specyfiki branży, w której funkcjonuje przedsiębiorstwo. Wdrożenie w przedsiębiorstwie narzędzia służącego prognozowaniu sytuacji finansowej nie powinno wiązać się więc ze znaczącym wzrostem kosztów, o ile wykorzystuje się metody już opracowane.

Do stosowania narzędzi prognozowania sytuacji finansowej przedsiębiorstwa powinny skłaniać także ekonomiczne konsekwencje bankructwa ponoszone przez właścicieli i zarząd firmy. W momencie bankructwa przedsiębiorstwa i wszczęcia postępowania upadłościowego, jego właściciele (np. udziałowcy czy akcjonariusze) traktowani są jako *residual claimants*, czyli interesariusze mogący zgłaszać roszczenia jedynie do wartości rezydualnej przedsiębiorstwa, to znaczy pozostałej po uregulowaniu roszczeń wszystkich innych interesariuszy. W przypadku polskich przedsiębiorstw, ze względu na ściśle ustaloną w ustawie Prawo upadłościowe i naprawcze¹³ (dalej: u.p.u.n.) kolejność zaspokajania roszczeń¹⁴, oznacza to, że o ile bankructwo nie było wynikiem „wyprowadzenia majątku” z firmy, czyli świadomego działania na jej szkodę, właściciele nie odzyskają zainwestowanych w nie środków. Z kolei zarząd przedsiębiorstwa, w wyniku jego bankructwa, traci nie tylko miejsce pracy, ale także reputację i szanse na dalsze zatrudnienie na podobnych stanowiskach w przyszłości.

Chociaż żaden przepis prawa obowiązującego w Polsce nie narzuca na przedsiębiorstwo obowiązku monitorowania własnej sytuacji finansowej, istnieją regulacje, które powinny motywować do podejmowania tego typu działań. W art. 5 ust. 2 ustawy o rachunkowości (dalej: u.r.) zapisano, że przy zastosowaniu w przedsiębiorstwie przyjętych zasad polityki rachunkowości zakłada się, że będzie ono kontynuowało swoją działalność „w niezmnieszonym istotnie zakresie bez postawienia go w stan likwidacji lub upadłości, chyba, że jest to niezgodne ze stanem faktycznym lub prawnym”¹⁵. Za ustalenie zdolności jednostki do kontynuowania działalności odpowiedzialny jest jej kierownik. Powinien on w tym celu uwzględnić wszelkie

¹³ Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze (DzU 2003, nr 60, poz. 535).

¹⁴ Kategorie wierzytelności oraz kolejność ich zaspokajania opisane są w art. 342–344 u.p.u.n.

¹⁵ Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (DzU 1994, nr 121, poz. 591).

dostępne na dzień sporządzenia sprawozdania finansowego informacje dotyczące dającej się przewidzieć przyszłości, nie dalszej jednak niż jeden rok. Zgodnie z przepisem art. 29 u.r. przyjęcie lub „odrzućenie” tego założenia decyduje o sposobie wyceny aktywów jednostki. Tym samym wpływa na sposób sporządzenia sprawozdania finansowego, które jest głównym źródłem wiedzy o sytuacji finansowej firmy nie tylko dla osób nią zarządzających, ale także dla jej kontrahentów i inwestorów. Wdrożenie w przedsiębiorstwie metod prognozowania zagrożenia finansowego, które może być jedną z przesłanek do odstąpienia od zasady kontynuacji działalności, leży więc w interesie zarządzających przedsiębiorstwem. To oni, nie księgowość odpowiedzialna zazwyczaj za sporządzenie sprawozdania finansowego, mają za zadanie zdecydować czy działalność jednostki będzie kontynuowana. Metody te mogą być także wykorzystywane przez biegłego rewidenta badającego sprawozdanie finansowe jednostki¹⁶ i sprawdzającego zasadność przyjęcia przez nią założenia o kontynuacji działalności.

Inną ustawą, której przepisy powinny skłaniać przedsiębiorców do monitorowania swojej sytuacji finansowej jest ustawa Prawo upadłościowe i naprawcze¹⁷. Zgodnie z przepisem art. 10 tej ustawy upadłość ogłasza się w stosunku do dłużnika, który stał się niewypłacalny, to znaczy przestał regulować swoje wymagalne zobowiązania (art. 11 u.p.u.n.). Za niewypłacalnego uznaje się również dłużnika, będącego osobą prawną lub któremu odrębna ustawa przyznaje osobowość prawną, którego wartość zobowiązań przekracza wartość aktywów, nawet jeśli zobowiązania te są na bieżąco regulowane. Przepis art. 21 u.p.u.n. narzuca na niewypłacalnego dłużnika obowiązek złożenia we właściwym sądzie wniosku o ogłoszenie upadłości w terminie 14 dni od wystąpienia ku temu podstaw. W stosunku do osoby, na której ciążył ten obowiązek i która ze swojej winy go nie dopełniła, zgodnie z art. 373 u.p.u.n. sąd może orzec zakaz prowadzenia działalności gospodarczej na własny rachunek oraz pełnienia funkcji członka rady nadzorczej, reprezentanta lub pełnomocnika w spółce handlowej oraz w przedsiębiorstwie państwowym, stowarzyszeniu lub spółdzielni na okres od trzech do dziesięciu lat¹⁸. Przepis art. 586 k.s.h. również przewiduje karę grzywny, ograniczenia lub pozbawienia wolności do roku w stosunku do członka zarządu spółki, który nie zgłosił wniosku o upadłość spółki handlowej, pomimo zaistnienia ku temu podstaw.

¹⁶ Obowiązkowemu badaniu przez biegłego rewidenta podlegają sprawozdania finansowe jednostek wymienionych w art. 64 u.r.

¹⁷ Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze (DzU 2003, nr 60, poz. 535).

¹⁸ Postępowanie o orzeczenie zakazu, o którym mowa, wszczynane jest na wniosek. Osoby uprawnione do złożenia takiego wniosku wymienione zostały w art. 376 u.p.u.n.

Narzędzia służące prognozowaniu zagrożenia finansowego pozwalają, przynajmniej według wyników wielu przeprowadzonych badań, dostrzec jego pierwsze symptomy nawet z kilkuletnim wyprzedzeniem, o ile nie jest ono wynikiem zdarzeń nadzwyczajnych lub jedynie sytuacją przejściową. Dzięki temu możliwe jest podjęcie odpowiednich działań restrukturyzacyjnych, mających na celu uniknięcie bankructwa i wszelkich jego negatywnych konsekwencji, a gdy nie przyniosą one pożądanego efektu, terminowe złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości.

2. Badanie ankietowe syndyków

Narzędziem służącym realizacji celów badania była anonimowa ankieta opracowana specjalnie na jego potrzeby i przeprowadzona wśród syndyków mas upadłości – osób posiadających rozległą wiedzę na temat sytuacji finansowo-ekonomicznej upadających przedsiębiorstw. Przekazano ją do wypełnienia 205 syndykom, którzy uzyskali licencje w okresie 24.10.2008 r. – 9.02.2011 r.¹⁹ oraz 6 syndykom nieposiadającym licencji. Systematyczne przekazywanie ankiety rozpoczęto w lutym 2011 r. Przed przekazaniem ankiety, w celu zwiększenia prawdopodobieństwa jej wypełnienia, wykonywano próby nawiązania bezpośredniego lub telefonicznego kontaktu z syndykami. Ankiety zostały przekazane przede wszystkim za pośrednictwem poczty mailowej w formie elektronicznej²⁰ oraz za pośrednictwem poczty tradycyjnej w formie papierowej (wraz z kopertą zwrotną), tylko tym syndykom, którzy wcześniej wyrazili na to zgodę. Spośród 211 wszystkich przekazanych ankiet, wypełnionych i zwróconych zostało 107, czyli nieco ponad 50%. Ankieta w części dotyczącej opisywanego badania składała się z 11 pytań. W większości z nich istniała możliwość zarówno wyboru wielu spośród zaproponowanych odpowiedzi, jak i podania własnych. Odpowiedzi zaproponowano opierając się na informacjach dostępnych w literaturze przedmiotu oraz uzyskanych podczas rozmów z praktykami prawa upadłościowego.

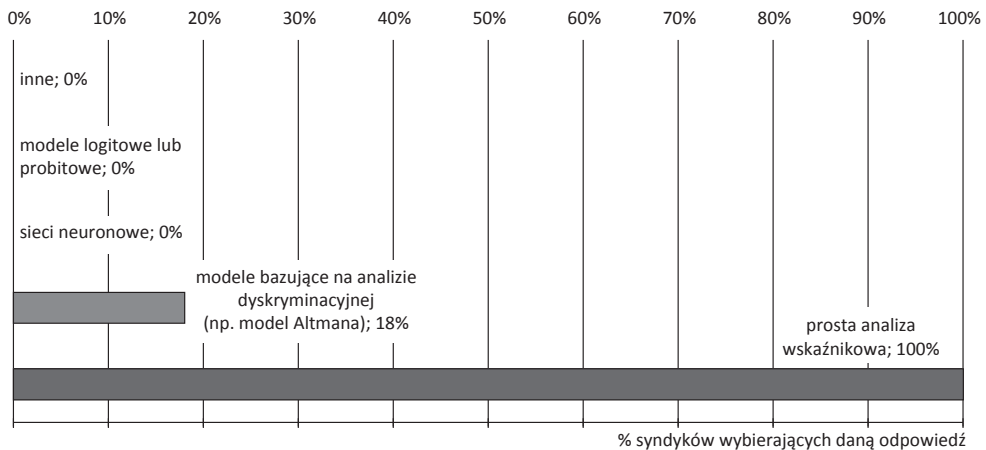
Ankietowani syndycy posiadali różne doświadczenie w zarządzaniu upadłymi przedsiębiorstwami, mierzone liczbą lat pracy w zawodzie syndyka/zarządcy komisarycznego/nadzorczy sądowego oraz liczbą przeprowadzonych postępowań upadłościowych i naprawczych. Przeciętnie ankietowany syndyk przeprowadził 16,52 postępowań w ciągu 10,25 roku (mediana dla lat pracy wyniosła 9,5 roku,

¹⁹ Lista osób posiadających licencję syndyka dostępna jest na stronie Ministerstwa Sprawiedliwości, <http://ms.gov.pl/pl/lista-osob-posiadajacych-licencje-syndyka/> (23.02.2011).

²⁰ Ankieta została udostępniona w internecie do wypełniania on line.

a dla liczby postępowań 12). Syndyk o najdłuższym stażu pracy w ciągu 21 lat przeprowadził 81 postępowań (maksimum dla próby), a pracujący najkrócej – 1 miesiąc, był w trakcie swojego pierwszego postępowania (minimum dla próby). Respondenci działali w różnych regionach kraju, 25% z nich w obrębie przynajmniej dwóch wydziałów gospodarczych sądów rejonowych.

W celu sprawdzenia czy firmy, które upadły stosowały metody prognozowania swojej sytuacji finansowej przed złożeniem wniosku o ogłoszenie upadłości, syndykom zadano pytanie: w ilu przypadkach spotkali się oni z zastosowaniem przez firmę bankrutującą lub zagrożoną bankrutem jakichkolwiek metod tego typu. Aż 74% syndyków nigdy nie spotkało się z wykorzystywaniem takich metod przez przedsiębiorstwa, które upadły. Według pozostałych 26% ankietowanych, przeciętnie tylko w 1 na 5 przedsiębiorstw, w stosunku do których toczyło się postępowanie upadłościowe lub naprawcze, wykorzystywano przed złożeniem wniosku o ogłoszenie upadłości jakiekolwiek narzędzie monitorowania kondycji finansowej. Z danych zaprezentowanych na rysunku 1 wynika, że najczęściej posługiwano się prostą analizą wskaźnikową, sporadycznie modelami analizy dyskryminacyjnej, a sieci neuronowe, modele logitowe i probitowe nie znalazły w przedsiębiorstwach żadnego zastosowania.



Rysunek 1. Metody prognozowania sytuacji finansowej wykorzystywane w polskich przedsiębiorstwach

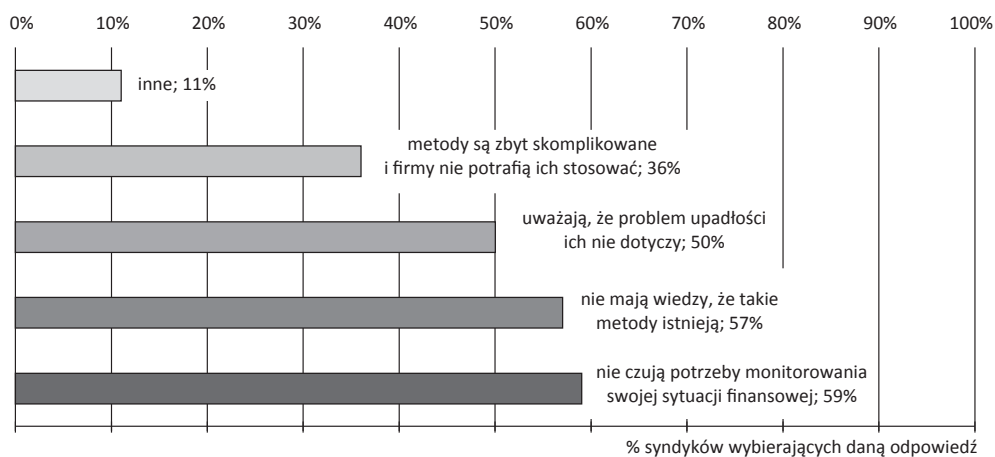
Uwaga: respondenci mogli podać wiele odpowiedzi.

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników ankiety.

Na rysunku 2 umieszczone zostały, wskazane przez syndyków, przyczyny rzadkiego stosowania metod prognozowania sytuacji finansowej w przedsiębiorstwach

(istniała możliwość wybrania wielu odpowiedzi). Wynika z niego, że według 59% ankietowanych przedsiębiorcy nie czują potrzeby monitorowania swojej sytuacji finansowej, 57% syndyków wskazuje na brak wiedzy przedsiębiorców o istnieniu takich metod. Zdaniem 50% syndyków istotną przyczyną niestosowania narzędzi prognozowania zagrożenia finansowego na szeroką skalę jest również przekonanie przedsiębiorców, że problem upadłości ich nie dotyczy. Zdecydowanie rzadziej, jako powód małej popularności metod monitorowania kondycji finansowej, syndycy wskazywali wysoki stopień ich skomplikowania i brak umiejętności ich stosowania. Wymieniano również inne możliwe przyczyny takiego stanu rzeczy, m.in. wysokie koszty konieczne do poniesienia w przypadku wdrożenia narzędzi prognostycznych oraz ich zawodność i brak tradycji ich wykorzystywania w przedsiębiorstwach.

Ankietowani syndycy nie byli zgodni co do tego czy stosowanie przez firmy metod bardziej złożonych, wykraczających poza prostą analizę wskaźnikową, pozwoliłoby im na uniknięcie upadłości: 51% stwierdziło, że nie uchroniłoby to firm przed upadłością, 49% uznało, że wykorzystanie złożonych metod pomogłoby jej zapobiec.



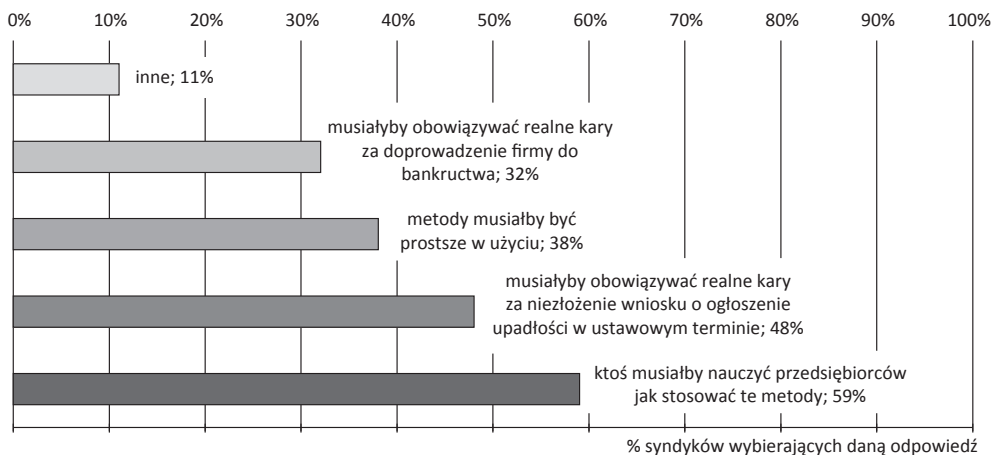
Rysunek 2. Przyczyny niestosowania metod prognozowania zagrożenia finansowego przez polskich przedsiębiorców

Uwaga: respondenci mogli podać wiele odpowiedzi.

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników ankiety.

Za pomocą ankiety sprawdzono również jakie zmiany (ekonomiczne, społeczne, prawne) musiałyby zostać wprowadzone, aby w firmach zaczęto częściej stosować metody prognozowania finansowego (dopuszczalne było wskazanie wielu spośród proponowanych zmian). Z danych zaprezentowanych na rysunku 3

wynika, że w opinii 59% respondentów w tym celu powinno się szkolić przedsiębiorców z zastosowania takich metod. 48% syndyków uważa, że aby zmotywować przedsiębiorców do monitorowania swojej sytuacji finansowej, w Polsce musiałyby zacząć obowiązywać realne kary za niezłożenie wniosku o ogłoszenie upadłości w ustawowym terminie. Zdaniem 38% syndyków oferowane przedsiębiorstwom metody musiałyby być prostsze w użyciu, 32% syndyków sądzi, że aby zachęcić przedsiębiorców do ich wykorzystywania musiałyby obowiązywać realne kary za doprowadzenie firmy do bankructwa, przy czym wielu syndyków podkreślało „realność” kary jako kluczowy warunek. Wśród syndyków wskazujących inne możliwe działania, które należałoby podjąć by w przedsiębiorstwach powszechniejsze stało się wykorzystywanie wspomnianych metod, dominowało przekonanie, że w tym celu potrzebna jest zmiana mentalności zarządzających, tak aby podejmowali oni odpowiedzialne decyzje, zachowywali się bardziej etycznie.



Rysunek 3. Warunki powszechnego stosowania metod prognozowania zagrożenia finansowego w polskich firmach

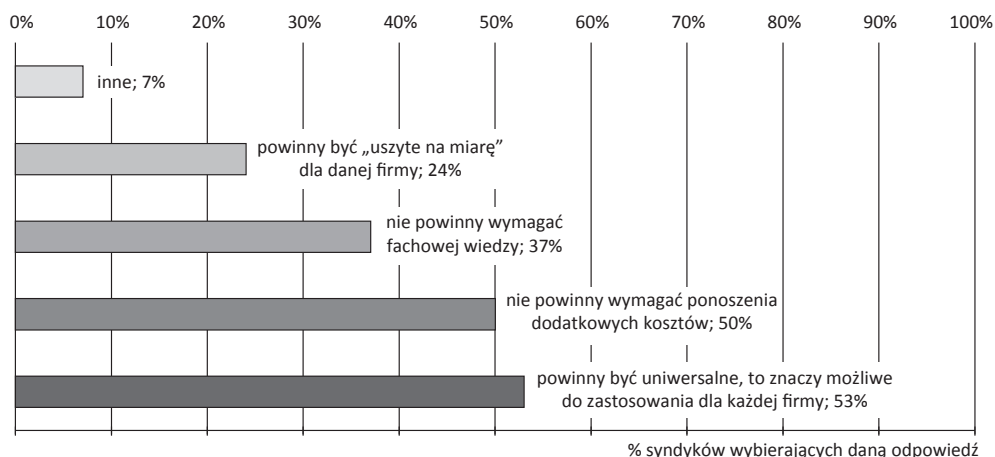
Uwaga: respondenci mogli podać wiele odpowiedzi.

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników ankiety.

Syndyków poproszono również o określenie, jakimi cechami powinny charakteryzować się metody prognozowania kondycji finansowej, aby ich stosowanie w przedsiębiorstwach stało się bardziej powszechne. Odpowiedzi zostały przedstawione na rysunku 4. Zdaniem 53% ankietowanych najbardziej pożądaną cechą tych metod jest uniwersalność, to znaczy możliwość wykorzystania w każdym przedsiębiorstwie bez względu na wielkość, branżę, czy rodzaj działalności. Zupełnie przeciwną cechą – dopasowanie metody indywidualnie do potrzeb danej firmy,

wskazało jedynie 24% syndyków. Połowa respondentów, jako warunek powszechniejszego stosowania metod przewidywania zagrożenia finansowego w polskich przedsiębiorstwach, podała brak konieczności ponoszenia na nie dodatkowych kosztów, prawie 40% ankietowanych była zdania, że nie powinny one również wymagać posiadania fachowej wiedzy. Jako inne pożądane cechy metod wymieniano m.in. ich większą skuteczność oraz obligatoryjność ich stosowania.

W opinii 57% ankietowanych syndyków istniejące metody prognozowania zagrożenia finansowego są wystarczające i nie ma potrzeby tworzenia nowych narzędzi tego typu. Jednocześnie, zdaniem 72% badanych metody te okazują się zdecydowanie bardziej przydatne w okresach spowolnienia gospodarczego niż w okresach dobrej koniunktury.



Rysunek 4. Pożądane cechy metod prognozowania zagrożenia finansowego

Uwaga: respondenci mogli podać wiele odpowiedzi.

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników ankiety.

Wnioski

Wyniki badania ankietowego pokazały, że w przedsiębiorstwach, które upadły nie stosowano przed złożeniem wniosku o ogłoszenie upadłości w zasadzie żadnych metod prognozowania sytuacji finansowej. Nieliczne firmy posługiwały się jedynie prostą analizą wskaźnikową, bardziej zaawansowane metody nie znajdowały w przedsiębiorstwach zastosowania. Trudno przy tym jednoznacznie określić, czy stosowanie bardziej rozwiniętych narzędzi pomogłoby uchronić firmy przed

upadłością. Opracowywanie kolejnych modeli służących prognozowaniu zagrożenia finansowego przedsiębiorstw na potrzeby wykorzystania ich przez te przedsiębiorstwa²¹ wydaje się być jednak niezasadne, jeśli uprzednio nie podejmie się działań zachęcających do korzystania z tych, które już istnieją. Potrzebne jest uświadomienie przedsiębiorcom, że problem niewypłacalności i upadłości może dotyczyć każdego z nich, ale istnieją skuteczne metody prognozowania tych zjawisk, które pomagają się przed nimi uchronić. Jednocześnie konieczne jest poszerzanie wiedzy przedsiębiorców z zakresu stosowania takich metod (np. organizowanie szkoleń) oraz równocześnie upraszczanie ich i zwiększanie uniwersalności tych metod. Ich wykorzystywanie nie powinno również wiązać się z koniecznością ponoszenia dodatkowych nakładów, co wydaje się już mieć miejsce, gdyż – zgodnie z tym co zostało opisane w punkcie 2 – wdrożenie już istniejących rozwiązań nie pociąga za sobą dodatkowych, wysokich kosztów.

Aby narzędzia służące monitorowaniu kondycji finansowej stały się bardziej powszechne wśród przedsiębiorców, potrzebne są również zmiany o charakterze prawnym, m.in. urealnienie obowiązujących kar za niezłożenie wniosku o ogłoszenie upadłości w sytuacji, gdy istnieją ku temu przesłanki, oraz kar za celowe doprowadzenie firmy do bankructwa. Nie chodzi tu jednak o wyciąganie konsekwencji w stosunku do przedsiębiorców, którzy nie składają wniosków o ogłoszenie upadłości ponieważ ich problemy są krótkotrwałe i istnieją perspektywy szybkiego odzyskania płynności finansowej. Postulat ten dotyczy raczej nieuczciwych przedsiębiorców, którzy mimo przedłużających się problemów z regulowaniem zobowiązań nie zgłaszają takich wniosków lub „wyprowadzają majątek” z firm, działając tym samym na szkodę samych przedsiębiorstw oraz wierzycieli. Należałoby również rozważyć wprowadzenie obowiązku stosowania chociażby najprostszych metod prognozowania kondycji finansowej (takich jak analiza wskaźnikowa) i publikowania jej wyników razem ze sprawozdaniami finansowymi²². Niezbędne są więc działania mające na celu zmianę mentalności przedsiębiorców i skłonienie ich do etycznego zachowania się w biznesie. Przydatnym narzędziem mogą okazać się nie tylko wspomniane konsekwencje prawne, ale także kampanie społeczne

²¹ Przeprowadzone badanie dotyczyło stosowania metod prognozowania zagrożenia finansowego przez przedsiębiorstwa. Z uwagi na ograniczoną objętość niniejszego opracowania pominięto w nim zagadnienia związane z powszechnością wykorzystywania tych metod przez banki, biegłych sądowych i inne podmioty. Wyniki wcześniejszych badań w tym obszarze zaprezentowane zostały w: E. Mączyńska, *Bankruptcy prediction models in business. Findings of research carried out in Poland*, w: *Czas na pieniądź. Zarządzanie Finansami: biznes, bankowość i finanse na rynkach wschodzących*, t. 1, red. D. Zarzecki, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2005, s. 441–452.

²² Problemem w tym przypadku jest niestosowanie się przedsiębiorców do przepisu art. 69 u.r. o obowiązku składania sprawozdań finansowych w Krajowym Rejestrze Sądowym.

i informacyjne, polegające na zwiększaniu świadomości prawnej poprzez chociażby przekazywanie przedsiębiorcom stosownych informacji w momencie zakładania przez nich firm.

Badanie wykazało również, że metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw są bardziej użyteczne w okresach spowolnienia gospodarczego niż w warunkach dobrej koniunktury. Stoi to w sprzeczności z powszechną i uzasadnioną opinią²³, że metody takie nie są skuteczne w przypadku wystąpienia zdarzeń nadzwyczajnych czy innych, powodujących nagłe pogorszenie się kondycji finansowej przedsiębiorstwa, co najczęściej ma miejsce właśnie w okresie kryzysu gospodarczego.

Z przeprowadzonego badania można wysnuć wnioski, że istniejące metody prognozowania zagrożenia finansowego są wystarczające i nie jest konieczne opracowywanie nowych narzędzi na potrzeby stosowania ich przez przedsiębiorców. Niezbędne jest natomiast podejmowanie działań w celu ich upowszechnienia i kreowanie warunków dla rozwoju tradycji ich stosowania w Polsce.

Ograniczeniem przedstawionego badania jest bez wątpienia fakt, że dotyczy ono jedynie przedsiębiorstw, w stosunku do których ogłoszono upadłość lub toczyło się postępowanie w przedmiocie ogłoszenia upadłości. Konieczne jest rozszerzenie badań w taki sposób, aby możliwe było zweryfikowanie, czy stosowanie metod prognozowania finansowego jest powszechne w przedsiębiorstwach wypłacalnych.

Bibliografia

- Altman E.I., *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, „The Journal of Finance” 1968, vol. 23, no. 4.
- Beaver W.H., *Financial Ratios as Predictors of Failure*, „Journal of Accounting Research” 1966, vol. 4, no. 3.
- Gajdka J., Stos D., *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej do badania podatności przedsiębiorstwa na bankructwo*, w: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. J. Duraj, Konferencja Naukowa Łódź-Bukowina Tatrzańska, czerwiec 2006, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1996.
- Hadasik D., *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, Zeszyty Naukowe Seria II – Prace habilitacyjne, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 1998.
- Korol T., Prusak B., *Upadłość przedsiębiorstw a wykorzystanie sztucznej inteligencji*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2005.

²³ B. Prusak, *Zalety...*, op.cit., s. 55.

- Mączyńska E., *Bankruptcy prediction models in business. Findings of research carried out in Poland*, w: *Czas na pieniądź. Zarządzanie Finansami: biznes, bankowość i finanse na rynkach wschodzących*, t. 1, red. D. Zarzecki, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2005.
- Mączyńska E., Zawadzki M., *Dyskryminacyjne modele predykcji upadłości przedsiębiorstw*, „*Ekonomista*” 2006, nr 2.
- Mirowska D., Lasek M., *Porównanie skuteczności modeli wielowymiarowej analizy dyskryminacyjnej służących prognozowaniu upadłości przedsiębiorstw*, „*Optimum Studia Ekonomiczne*” 2010, nr 1(45).
- Pieńkowska M., *Weryfikacja skuteczności funkcji dyskryminacyjnych opracowanych dla rynku polskiego*, w: *Zagrożenie upadłością*, red. E. Mączyńska, „*Materiały i Prace IFGN SGH*”, Warszawa 2005.
- Pogodzińska M., Sojak S., *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w przewidywaniu bankructwa przedsiębiorstw*, „*Acta Universitatis Nicolai Copernici. Oeconomia*”, Zeszyt 25 (299), Toruń 1995.
- Prusak B., *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2005.
- Prusak B., *Zalety i ograniczenia modeli prognozowania zagrożenia przedsiębiorstw upadłością*, w: *Oeconomia i prawo upadłości przedsiębiorstw. Zarządzanie przedsiębiorstwem w kryzysie*, red. S. Morawska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011.
- Rogowski W., *Dylematy wykorzystywania w warunkach polskich modeli oceny zagrożenia upadłością*, w: *Bankructwa przedsiębiorstw. Wybrane aspekty instytucjonalne*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.

Emilia Grzegorzewska¹

Wypłacalność małych i średnich przedsiębiorstw działających w branży meblarskiej w Polsce w realiach kryzysu globalnego

Wstęp

W obliczu negatywnych i długotrwałych konsekwencji kryzysu globalnego problematyka wypłacalności przedsiębiorstw nabiera szczególnego znaczenia. Zapoczątkowany w 2007 r. w USA kryzys finansowy przekształcił się w trwający do dziś, choć już słabnący globalny kryzys gospodarczy. Skutków tego kryzysu doświadczają przedsiębiorstwa w wielu krajach, w tym również w Polsce². Epoka nieciągłości i narastającego tempa zmian wymusza, pod rygiorem negatywnych konsekwencji, nie tylko ciągły monitoring zachodzących przemian, ale ich ciągłą analizę, jak i modyfikacje dotychczasowych działań³. Postępowanie to powinno być procesem trwałym i dotyczyć wszystkich obszarów działalności, w szczególności tych, które mają strategiczne znaczenia dla przetrwania i rozwoju przedsiębiorstw.

W literaturze z zakresu ekonomii i zarządzania kryzys jest różnorodnie definiowany. Pierwszy nurt dotyczy postrzegania kryzysu przedsiębiorstwa jako jego immanentnej cechy, wynikającej z cykliczności rozwoju każdej organizacji. Drugi kierunek rozważań jest skoncentrowany na postrzeganiu kryzysu przedsiębiorstwa jako zjawiska nagłego, zakłócającego funkcjonowanie przedsiębiorstwa, a nawet

¹ Dr Emilia Grzegorzewska, Katedra Technologii, Organizacji i Zarządzania w Przemysle Drzewnym, Wydział Technologii Drewna, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie.

² E. Mączyńska, *Przedsiębiorstwa wobec kryzysu i naruszonej równowagi*, w: *Przedsiębiorstwo a kryzys globalny*, red. R. Sobiecki, J. Pietrewicz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010, s. 199.

³ T.P. Tkaczyk, *Przyczyny wzrostu ryzyka przedsiębiorstw*, w: *Przedsiębiorstwo a kryzys globalny*, red. R. Sobiecki, J. Pietrewicz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010, s. 241.

zagrożającego jego bytowi ekonomicznemu⁴. Oznacza to, że w tym kontekście kryzys rozumiany jest jako stan, który zagraża przetrwaniu firmy, realizacji jej celów, ogranicza czas potrzebny na podjęcie działań zaradczych i zaskakuje decydentów swoim pojawieniem się, stwarzając w ten sposób warunki silnej presji⁵. Nierzadko też kryzys jest utożsamiany z systematycznym pogarszaniem się wyników ekonomiczno-finansowych, spadkiem udziału w rynku oraz zmniejszającym się potencjałem strategicznym przedsiębiorstwa⁶. Przywrócenie płynności finansowej i wypłacalności jest jednym z podstawowych kierunków działań podejmowanych w ramach restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstwa⁷.

1. Upadłość przedsiębiorstw w branży meblarskiej na skutek sytuacji kryzysowej w gospodarce

W warunkach postępującej globalizacji i związanej z tym intensyfikacji konkurencji wszystkie rynki są ze sobą powiązane. Sytuacja gospodarcza zarówno w krajach Unii Europejskiej, jak i na świecie ma znaczący wpływ na wyniki branży meblarskiej w Polsce. Wynika to przede wszystkim z faktu, że blisko 90% krajowej produkcji mebli przeznaczana jest na eksport. W rankingu największych eksporterów na świecie Polska zajmuje czwartą pozycję. Atrakcyjne wzornictwo i dobra jakość polskich mebli sprawiły, że stały się one towarem pożądanym w krajach Unii Europejskiej. Tematyka ta nabiera szczególnego znaczenia w obliczu kryzysu, którego skutki odczuwalne są w mniejszym lub większym stopniu we wszystkich branżach gospodarki, w szczególności tych, które w dużym stopniu uzależnione są od eksportu. Postępujące procesy globalizacji, rozwój rynków kapitałowych i przedsiębiorstw narodowych oraz złożona i zagęszczająca się sieć powiązań w gospodarce sprawiają, że nie tylko gospodarka, przedsiębiorstwa, ale i ryzyko, w tym ryzyko bankructwa podlegają globalizacji⁸.

⁴ M. Gorczyńska, M. Wieczorek-Kosmala, K. Znanięcka, *Kryzys przedsiębiorstwa z perspektywy jego sytuacji finansowej*, w: *Zjawiska kryzysowe a decyzje finansowe przedsiębiorstw*, red. K. Znanięcka, M. Gorczyńska, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2011, s. 10.

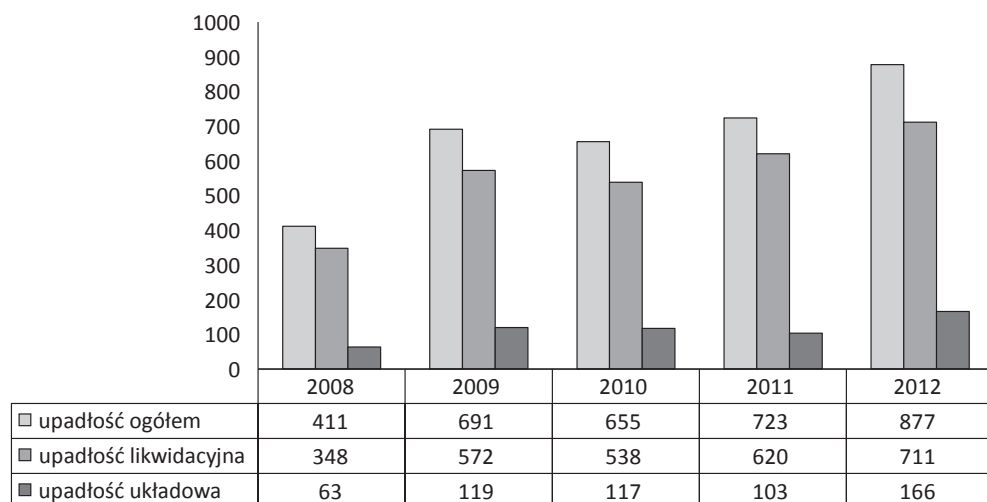
⁵ S. Slatter, D. Lovett, *Restrukturyzacja firmy. Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach kryzysowych*, Wydawnictwo WIG-Press, Warszawa 2001, s. 45.

⁶ B. Wiczerzyńska, *Kryzys w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2009, s. 19.

⁷ M. Gorczyńska, M. Wieczorek-Kosmala, K. Znanięcka, *Kryzys przedsiębiorstwa z perspektywy jego sytuacji finansowej*, w: *Zjawiska kryzysowe a decyzje finansowe przedsiębiorstw*, red. K. Znanięcka, M. Gorczyńska, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2011, s. 18.

⁸ E. Mączyńska, *Ekonomiczno-instytucjonalne uwarunkowania bankructw i upadłości w kontekście kryzysu ekonomii*, w: *Ekonomia i prawo upadłości przedsiębiorstw. Zarządzanie przedsiębiorstwem w kryzysie*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012, s. 14.

Skutki kryzysu, który rozpoczął się w 2007 r. w Stanach Zjednoczonych odczuwalne są we wszystkich krajach europejskich, w tym również i w Polsce. Potwierdzeniem tego mogą być statystyki dotyczące liczby upadłości przedsiębiorstw. Co prawda początkowo uważano, że kryzys światowy nie dotyka polskich firm, jednak w 2009 r. zanotowano znaczny wzrost liczby upadłości przedsiębiorstw, który jest jednym z wyznaczników kryzysu. W 2009 r. upadłość ogłosiło 691 przedsiębiorstw, o 68% więcej niż rok wcześniej (w tym 12 firm z branży meblarskiej). Kolejny wzrost liczby przypadków niewypłacalności firm miał miejsce w 2011 r., kiedy to ogłoszono 723 upadłości – o 10% więcej niż rok wcześniej. Warto zaznaczyć, że w 2012 r. również utrzymywała się tendencja wzrostowa. W branży meblarskiej zanotowano wówczas 17 przypadków upadłości – o 42% więcej niż w analogicznym okresie roku poprzedniego.



Wykres 1. Upadłość likwidacyjna i układowa przedsiębiorstw w Polsce w latach 2008–2012

Źródło: www.coface.pl

2. Istota modeli oceny wypłacalności przedsiębiorstw

Upadłość przedsiębiorstwa jest ostatnim etapem cyklu jego życia. Co prawda w literaturze przedmiotu zwraca się uwagę na pozytywny aspekt zjawiska upadłości, jednak z reguły podkreśla się jego negatywny wymiar. W wyniku upadłości

bowiem właściciele przedsiębiorstw tracą nierzadko swój wieloletni dorobek, pracownicy – źródło utrzymania, kontrahenci – partnerów handlowych. Społeczno-ekonomiczne konsekwencje upadłości mogą być dotkliwe nie tylko dla samego przedsiębiorstwa, ale mogą również wpływać na kondycję finansową podmiotów z nim powiązanych.

W związku z tym, że pierwsze symptomy sytuacji kryzysowej zazwyczaj nie pojawiają się z dnia na dzień, można z pewnym wyprzedzeniem je zauważyć i podjąć odpowiednie działania naprawcze mające na celu uzdrowienie przedsiębiorstwa. Z reguły pierwszych symptomów kryzysu upatruje się w słabnącej kondycji finansowej firm. W latach 90. XX w. najczęściej stosowaną metodą w ocenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw w Polsce była analiza wskaźnikowa. Z uwagi na jej ograniczenia, w szczególności te dotyczące niejednoznaczności otrzymywanych wyników, nastąpił rozwój syntetycznych metod wczesnego ostrzegania. Obecnie podkreśla się szczególną rolę tzw. modeli wczesnego ostrzegania w analizach z zakresu zagrożenia finansowego jednostek gospodarczych. Za prekursora tej metody powszechnie uznaje się E. Altmana⁹, który w latach 60. XX w. opublikował pierwszy model dyskryminacyjny pozwalający ocenić poziom zagrożenia bankrutwem amerykańskich przedsiębiorstw. W Polsce pierwsze analizy z tego zakresu prowadzono w połowie lat 90. XX w. Podstawową tego przyczyną były upadłości przedsiębiorstw, jakie pojawiły się na skutek transformacji społeczno-gospodarczej. Początkowo wykorzystywano zagraniczne modele dyskryminacyjne w predykcji zagrożenia finansowego przedsiębiorstw. Jednak ich znacznie niższa zdolność prognostyczna w warunkach polskich niż zagranicznych, spowodowała pojawienie się pierwszych równań opracowanych na podstawie danych finansowych rodzimych firm (E. Mączyńska¹⁰, J. Gajdka i D. Stos¹¹, D. Hadasik¹²). Szerokie zastosowanie w obszarze predykcji upadłości przedsiębiorstw znalazła początkowo analiza dyskryminacyjna. Następnie pojawiły się modele opracowane na podstawie analizy logitowej, czy też sztucznych sieci neuronowych. Dotychczas opracowano kilkaset modeli na świecie¹³, a ich liczba w Polsce przekracza sto. Polskie modele

⁹ E.I. Altman, *Financial Ratios. Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, „The Journal of Finance”, September 1968, s. 589–609.

¹⁰ E. Mączyńska, *Ocena kondycji przedsiębiorstwa. Uprozczone metody*, „Życie Gospodarcze” 1994, nr 38, s. 42–45.

¹¹ J. Gajdka, D. Stos, *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw*, w: *Restrukturyzacja w procesie przekształceń i rozwoju przedsiębiorstw*, red. R. Borowiecki, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 1996, s. 56–65.

¹² D. Hadasik, *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1998.

¹³ Szerokiego przeglądu modeli wczesnego ostrzegania dokonali M.A. Aziz, H.A. Dar w *Predicting Corporate Bankruptcy: Whither do We Stand?*, Department of Economics, Loughborough University,

wyłacalności przedsiębiorstw zostały zbudowane na podstawie danych finansowych firm działających w różnych sektorach gospodarki. W związku z tym niezwykle istotną kwestią podczas ich stosowania jest wybór metody uniwersalnej lub takiej, która będzie uwzględniała specyfikę działalności badanych przedsiębiorstw. W związku z tym, że dotychczas skala zastosowania modeli wczesnego ostrzegania dla branży meblarskiej jest niewielka, sprawdzono poziom wyłacalności wybranej grupy przedsiębiorstw opierając się na kilku metodach opracowanych dla warunków gospodarowania w Polsce.

3. Cel i metodyka badań

Celem prowadzonych badań była ocena poziomu wyłacalności przedsiębiorstw funkcjonujących na rynku meblarskim w Polsce. Zbiorowość badawczą stanowiło 150 przedsiębiorstw z tej branży. Analizie poddano dane finansowe wybranych przedsiębiorstw za okres 2009–2011, co pozwoliło uzyskać zbiorowość 450 tzw. „obiektolat”. Aby zapewnić porównywalność danych, w poszczególnych latach objętych analizą badano tę samą grupę przedsiębiorstw. W zbiorowości tej wyróżniono dwie grupy, a za kryterium przyjęto liczbę osób zatrudnionych w przedsiębiorstwach w analizowanym okresie:

- grupa I – podmioty zatrudniające do 49 osób (60 przedsiębiorstw),
- grupa II – firmy zatrudniające od 50 do 249 osób (90 przedsiębiorstw).

W niniejszym opracowaniu przyjęto, że podmioty zatrudniające do 49 osób są to przedsiębiorstwa małe, zaś te, w których zatrudnienie kształtowało się w przedziale od 50 do 249 osób zakwalifikowano do średnich przedsiębiorstw.

W celu dokonania oceny poziomu wyłacalności tych podmiotów gospodarczych, posłużono się wybranymi modelami wczesnego ostrzegania. W przypadku gdy jeden autor opracował więcej niż jeden model, analizie poddano wszystkie (łącznie badano 23 modele). Jednak w niniejszym opracowaniu zaprezentowano te, które uzyskały najbardziej skrajne wyniki:

- model E. Mączyńskiej 1994 r.¹⁴ – model M,
- modele D. Hadasik¹⁵ – modele HA 4 i HA 6,

s. 32–36.

¹⁴ E. Mączyńska *Ocena kondycji przedsiębiorstwa. Uprozczone metody*, „Życie Gospodarcze” 1994, nr 38, s. 42–45.

¹⁵ D. Hadasik, *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1998, s. 72–79, 153–163.

- model A. Hołdy¹⁶ – model HO,
- modele Instytutu Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk opracowanych przez zespół pod kierownictwem E. Mączyńskiej¹⁷ – INE-PAN F oraz INE-PAN G¹⁸,
- model P. Stępnia i T. Strąka¹⁹ – S-S 2 i S-S 3,
- model M. Hamrola, B. Czajki, D. Piechockiego²⁰ inaczej zwany „poznaskim” – POZ,
- model D. Appenzeller i K. Szarzec²¹ – A-S 1.

W badaniu przyjęto założenie, że jeśli uzyskana wartość dla danego modelu jest wyższa od punktu granicznego, przedsiębiorstwo zostaje uznane za wypłacalne. W przeciwnym razie zaliczono je do grupy firm niewypłacalnych. Należy przy tym podkreślić, że wyższa wartość uzyskana w modelu świadczy o lepszej kondycji danego przedsiębiorstwa.

4. Wyniki badań

Ocenę wypłacalności wybranych przedsiębiorstw branży meblarskiej przeprowadzono na podstawie kilku modeli wczesnego ostrzegania opracowanych i dostosowanych do warunków funkcjonowania polskich jednostek gospodarczych. Źródło materiału badawczego stanowiły dane finansowe firm pozyskane za lata 2009–2011. Analizowano wartości średnie dla wyróżnionych pod względem liczby zatrudnionych grup przedsiębiorstw. Ponadto ze względu na zróżnicowane wyniki występujące w wyróżnionych grupach, analizowano również stopień wypłacalności poszczególnych przedsiębiorstw.

¹⁶ A. Hołda, *Prognozowanie bankructwa jednostki w warunkach gospodarki polskiej z wykorzystaniem funkcji dyskryminacyjnej Z_H* , „Rachunkowość” 2001, nr 5, s. 307–310.

¹⁷ E. Mączyńska, *Systemy wczesnego ostrzegania*, „Nowe Życie Gospodarcze” 2004, nr 12, s. 6.

¹⁸ M. Hamrol, B. Czajka, M. Piechocki, *Upadłość przedsiębiorstwa – model analizy dyskryminacyjnej*, „Przegląd Organizacji” 2004, nr 6, s. 35–39.

¹⁹ P. Stępień, T. Strąk, *Wielowymiarowe modele logitowe oceny zagrożenia bankructwem polskich przedsiębiorstw*, w: *Zarządzanie finansami. Finansowanie przedsiębiorstw w UE*, t. I, red. D. Zarzecki, Wydawnictwo Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2004.

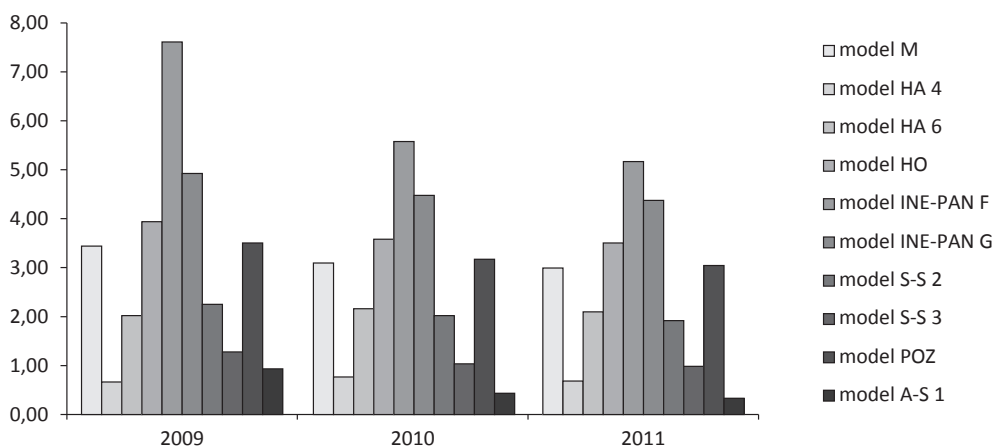
²⁰ Ze względu na brak dostępności do niektórych danych finansowych obliczono jedynie wartości dla dwóch modeli: INE-PAN F i INE-PAN G.

²¹ D. Appenzeller, K. Szarzec, *Prognozowanie zagrożenia upadłością polskich spółek publicznych*, „Rynek Terminowy”, nr 1, s. 120–128.

4.1. Poziom wyplacalności przedsiębiorstw meblarskich zatrudniających do 49 osób

Pierwszą z wyróżnionych grup przedsiębiorstw, które zostały objęte analizą, stanowiły firmy branży meblarskiej zatrudniające do 49 osób (I grupa). W tej grupie znalazło się 60 przedsiębiorstw.

Z przeprowadzonych badań wynika, że przeciętnie wszystkie modele wskazywały na dobrą kondycję przedsiębiorstw meblarskich zatrudniających do 49 osób (wykres 2). Najwyższe wartości uzyskał model INE-PAN F i INE-PAN G, jednak ich wartość zmniejszyła się w analizowanym okresie. W przypadku pierwszego z nich z 7,56 do 5,18, zaś w modelu INE-PAN G z 4,97 do 4,38. Wysoką pozycję zajął również model autorstwa A. Hołdy oraz równanie opracowane przez M. Hamrola, D. Czajkę i M. Piechockiego. Znacznie niższe, aczkolwiek nadal dodatnie wartości uzyskały: modele HA 4 i S-S 3. Warto zwrócić uwagę na wyniki uzyskane w przypadku modelu autorstwa D. Appenzeller oraz K. Szarzec (A-S 1). Zanotowano tu bowiem najniższe wartości średnie ze wszystkich analizowanych systemów wczesnego ostrzegania (w badanym okresie odpowiednio: 0,98, 0,46 i 0,36) oraz zaobserwowano prawie trzykrotny spadek ich wartości.



Wykres 2. Średnie wartości wybranych modeli wczesnego ostrzegania dla przedsiębiorstw meblarskich zatrudniających do 49 osób

Źródło: badania własne.

Przeprowadzone analizy pozwalają stwierdzić, że wybrane do badań małe przedsiębiorstwa branży meblarskiej charakteryzowały się przeciętnie relatywnie

stabilną sytuacją finansową. Jednak warto zaznaczyć, że wyniki tych badań pozwalają ocenić jedynie przeciętny poziom wypłacalności tej grupy firm. W związku z tym sprawdzono stopień zagrożenia finansowego poszczególnych przedsiębiorstw (tabela 1).

Tabela 1. Udział przedsiębiorstw niewypłacalnych (zatrudniających do 49 osób) w ogólnej ich liczbie w latach 2009–2011 (%)

Wyszczególnienie	2009	2010	2011
Model M	26,6	21,7	29,8
Model HA 4	18,3	15,0	18,3
Model HA 6	3,0	3,0	6,7
Model HO	8,3	13,3	14,3
Model INE-PAN F	5,0	6,7	8,3
Model INE-PAN G	6,7	6,7	8,3
Model S-S2	18,3	16,6	20,0
Model S-S3	23,3	25,0	31,6
Model POZ	11,7	12,4	15,6
Model A-S1	41,7	50,0	53,3

Źródło: badania własne.

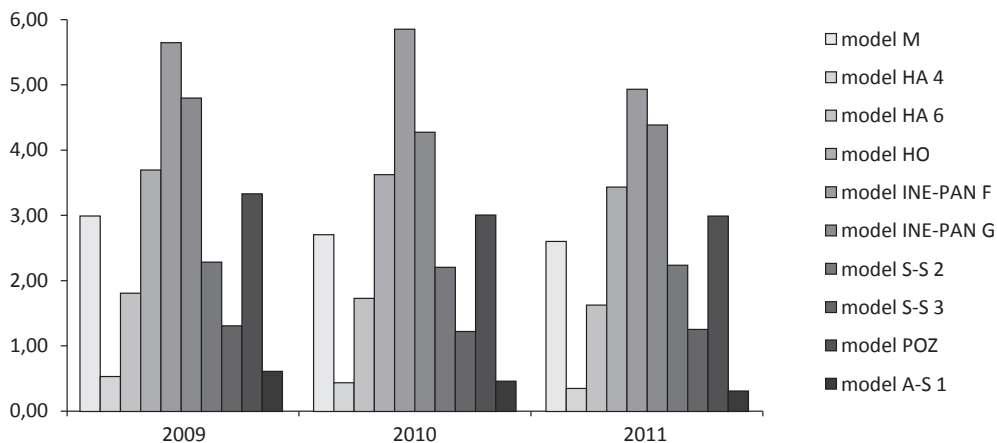
Najwięcej jednostek niewypłacalnych zaobserwowano w przypadku modelu A-S 1. W 2009 r. zanotowano 41,7% takich firm, a na koniec analizowanego okresu ich udział w ogólnej liczbie wzrósł do 53,3%. Również w przypadku modelu M opracowanego przez E. Mączyńską zaobserwowano znaczny udział firm o słabej kondycji finansowej. W 2011 r. co trzecie przedsiębiorstwo branży meblarskiej zatrudniające do 49 osób uzyskało wartość tego równania poniżej punktu granicznego. Podobną sytuację zaobserwowano w przypadku modelu S-S 3, gdzie na koniec analizowanego okresu 19 na 60 badanych przedsiębiorstwach wykazywało zagrożenie niewypłacalnością.

4.2. Poziom wypłacalności przedsiębiorstw meblarskich zatrudniających od 50 do 249 osób

W grupie przedsiębiorstw zatrudniających od 50 do 249 osób najwyższe wartości modeli wczesnego ostrzegania zaobserwowano w przypadku modelu INE – PAN F (wykres 3). W latach 2009–2011 jego poziom zmniejszył się z 5,65 do 4,94.

Na kolejnych miejscach uplasowały się: model INE-PAN G oraz równanie opracowane przez A. Hołdę. Również w tych przypadkach zanotowano spadek średnich wartości uzyskanych dla poszczególnych systemów wypłacalności przypadających

na jedno przedsiębiorstwo w tej grupie. Najsłabsze wyniki w analizowanym okresie, podobnie jak w przypadku małych przedsiębiorstw, uzyskał model autorstwa D. Appenzeller i K. Szarzec. Podczas gdy w 2009 r. jego średnia wartość przypadająca na jedno przedsiębiorstwo kształtowała się na poziomie 0,61, na koniec analizowanego okresu była dwukrotnie niższa.



Wykres 3. Średnie wartości wybranych modeli wczesnego ostrzeżenia dla przedsiębiorstw meblarskich zatrudniających od 50 do 249 osób

Źródło: badania własne.

Dokładniejszych informacji na temat poziomu zagrożenia finansowego i związanej z tym niewypłacalności może dostarczyć analiza wyników uzyskanych dla poszczególnych przedsiębiorstw meblarskich z tej grupy (tabela 2). Najwięcej firm, których wyniki wskazywały na zagrożenie finansowe, zanotowano w przypadku modelu A-S 1. Podczas analizowanego okresu ich udział w ogólnej liczbie przedsiębiorstw zatrudniających od 50 do 249 osób zwiększył się z 38,2% do 47,2%. Podobne tendencje zaobserwowano w badaniach opartych na modelu 4 autorstwa D. Hadasik. W 2011 r. co trzecie przedsiębiorstwo z tej grupy znajdowało się w trudnej sytuacji finansowej. Równanie opracowane przez E. Mączyńską wskazywało za zagrożenie finansowe w przypadku ponad 20% firm meblarskich zatrudniających od 50 do 249 osób. Wśród analizowanych modeli wczesnego ostrzeżenia znalazły się również takie, których uzyskane wartości pozwalały wnioskować o korzystnej kondycji finansowej przedsiębiorstw. Na początku badanego okresu najmniejszy udział niewypłacalnych firm zanotowano w przypadku modelu A. Hołdy i INE-PAN G (odpowiednio 3,2% oraz 4,5%). W 2011 r. wzrosła liczba przedsiębiorstw, które charakteryzowały się załamaniem standingu finansowego (odpowiednio do 7,5% i 4,8%).

Tabela 2. Udział przedsiębiorstw niewypłacalnych (zatrudniających od 50 do 249 osób) w ogólnej ich liczbie w latach 2009–2011 (%)

Wyszczególnienie	2009	2010	2011
Model M	21,3	23,6	22,5
Model HA 4	28,1	32,6	32,6
Model HA 6	6,7	9,0	10,1
Model HO	3,2	4,5	7,5
Model INE-PAN F	9,0	12,4	6,7
Model INE-PAN G	4,5	4,5	4,8
Model S-S 2	15,7	21,3	16,9
Model S-S 3	19,1	23,6	18,0
Model POZ	12,4	15,7	11,3
Model A-S 1	38,2	47,2	47,2

Źródło: badania własne.

Wnioski

Z przeprowadzonych analiz wynika, że przeciętnie wszystkie modele wypłacalności wskazywały na dobrą kondycję finansową przedsiębiorstw zatrudniających do 49 osób. Najwyższe wartości uzyskano dla modeli INE-PAN F i INE-PAN G. Znacznie niższe wartości zanotowano w przypadku modelu A-S 1, chociaż nadal wskazywały one na relatywnie stabilną sytuację finansową analizowanych przedsiębiorstw. Warto zaznaczyć, że podczas badanego okresu wszystkie modele wczesnego ostrzegania zanotowały spadki, co może oznaczać wzrost ryzyka niewypłacalności przedsiębiorstw zatrudniających do 49 osób. Ponadto należy podkreślić, że dokładniejszych informacji na temat poziomu zagrożenia finansowego dostarczyła analiza wyników uzyskanych dla poszczególnych przedsiębiorstw. W I grupie wybrane do badania modele wczesnego ostrzegania dały zróżnicowane wyniki. W przypadku modeli INE-PAN F i INE-PAN G udział przedsiębiorstw niewypłacalnych w ogólnej liczbie badanych firm zatrudniających do 49 osób kształtował się na poziomie kilku procent, podczas gdy dla równania A-S 1 udział ten wzrósł w ciągu analizowanego okresu z 41,7% do 53,3%. Oznacza to, że na 60 przedsiębiorstw zatrudniających do 49 osób ponad połowa charakteryzowała się słabą kondycją finansową. W przypadku modeli autorstwa E. Mączyńskiej (model M) oraz S. Stępnia i T. Strąka (model S-S 3) w 2011 r. co trzecie przedsiębiorstwo można było uznać za niewypłacalne.

Podobne tendencje zaobserwowano w grupie przedsiębiorstw średnich. Dla modeli INE-PAN F i INE-PAN G uzyskano najwyższe wartości w analizowanym

okresie. Natomiast w przypadku równania opracowanego przez D. Appenzeller i K. Szarzec ponownie zaobserwowano najslabsze wyniki, ale nadal pozwalające wnioskować o niezagrożonej sytuacji finansowej w tej grupie przedsiębiorstw. Jednak analiza poziomu wypłacalności poszczególnych firm wykazała, że według modelu A-S 1 udział przedsiębiorstw niewypłacalnych w II grupie wzrósł w analizowanym okresie z 38,2% do 47,2%. Również modele autorstwa D. Hadasik (HA 4) oraz E. Mączyńskiej (M) wskazywały na zagrożenie finansowe przedsiębiorstw z tej grupy. W 2011 r. w przypadku modelu HA 4 22,5% firm uzyskało wynik poniżej wartości granicznej. W przypadku modelu M sytuacja ta dotyczyła również 22,5% przedsiębiorstw. Inne wyniki zaobserwowano w analizie modeli INE-PAN F, INE-PAN G oraz HO. Na koniec badanego okresu udział przedsiębiorstw niewypłacalnych w II grupie kształtował się poniżej 10%.

Z przeprowadzonych analiz wynika zatem, że średnie wartości wybranych do badania modeli wczesnego ostrzegania nie odzwierciedlają w pełni poziomu wypłacalności przedsiębiorstw. Dokładniejsze informacje uzyskano w przypadku analiz prowadzonych na podstawie poszczególnych firm w grupach. Okazało się, że ocena wypłacalności przedsiębiorstw meblarskich oparta na modelu wczesnego ostrzegania jest zróżnicowana. Za najbardziej restrykcyjny pod tym względem można uznać model A-S 1, który w 2011 r. zakwalifikował 53,3% małych i 47,2% średnich przedsiębiorstw meblarskich do grupy zagrożonej bankructwem. W analogicznym okresie, zgodnie z prognozami opartymi na modelach INE-PAN F i INE-PAN G, jedynie kilka procent badanych firm można było uznać za niewypłacalne. Oznacza to, że warto skupić się na badaniach dotyczących zdolności prognostycznych polskich modeli wczesnego ostrzegania i ich dostosowaniu do poszczególnych sektorów gospodarki, w tym branży meblarskiej.

Bibliografia

- Altman E.I., *Financial Ratios. Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, „The Journal of Finance”, September 1968.
- Appenzeller D., Szarzec K., *Prognozowanie zagrożenia upadłością polskich spółek publicznych*, „Rynek Terminowy” 2004, nr 1.
- Aziz M.A., Dar H.A., *Predicting Corporate Bankruptcy: Whither do We Stand?*, Department of Economics, Loughborough University.

- Gajdka J., Stos D., *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw*, w: *Restrukturyzacja w procesie przekształceń i rozwoju przedsiębiorstw*, red. R. Borowiecki, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 1996.
- Hadasik D., *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1998.
- Hamrol M., Czajka B., Piechocki M., *Upadłość przedsiębiorstwa – model analizy dyskryminacyjnej*, „Przegląd Organizacji” 2004, nr 6.
- Hołda A., *Prognozowanie bankructwa jednostki w warunkach gospodarki polskiej z wykorzystaniem funkcji dyskryminacyjnej* Z_H , „Rachunkowość” 2001, nr 5.
- Mączyńska E., *Ekonomiczno-instytucjonalne uwarunkowania bankructw i upadłości, w kontekście kryzysu ekonomii*, w: *Ekonomia i prawo upadłości przedsiębiorstw. Zarządzanie przedsiębiorstwem w kryzysie*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.
- Mączyńska E., *Ocena kondycji przedsiębiorstwa. Uprozczone metody*, „Życie Gospodarcze” 1994, nr 38.
- Mączyńska E., *Przedsiębiorstwa wobec kryzysu i naruszonej równowagi*, w: *Przedsiębiorstwo a kryzys globalny*, red. R. Sobiecki, J. Pietrewicz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.
- Mączyńska E., *Systemy wczesnego ostrzegania*, „Nowe Życie Gospodarcze” 2004, nr 12.
- Slatter S., Lovett D., *Restrukturyzacja firmy. Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach kryzysowych*, Wydawnictwo WIG-Press, Warszawa 2001.
- Stępień P., Strąk T., *Wielowymiarowe modele logitowe oceny zagrożenia bankructwem polskich przedsiębiorstw*, w: *Zarządzanie finansami. Finansowanie przedsiębiorstw w UE*, t. 1, red. D. Zarzecki, Wydawnictwo Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2004.
- Tkaczyk T.P., *Przyczyny wzrostu ryzyka przedsiębiorstw*, w: *Przedsiębiorstwo a kryzys globalny*, red. R. Sobiecki, J. Pietrewicz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.
- Wieczerzyńska B., *Kryzys w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2009.

*Małgorzata Garstka*¹

Nadrzędne zasady rachunkowości a zagrożenie kontynuacji działalności

Wstęp

Rachunkowość jako system obejmuje określone zasady jej prowadzenia. Zasady te można podzielić na nadrzędne zasady rachunkowości oraz pozostałe, w ramach których można wyróżnić ogólne i szczegółowe zasady rachunkowości, obejmujące zasady wyceny, sporządzania sprawozdania finansowego, prowadzenia ksiąg rachunkowych itd.

Jedną z kluczowych zasad nadrzędnych czy nawet założeń koncepcyjnych rachunkowości jest założenie o kontynuacji działalności przez jednostkę. Przyjęcie tego założenia przez jednostkę jest punktem wyjścia do prowadzenia rachunkowości i sporządzania sprawozdań finansowych. Przyjęcie tego założenia stanowi także podstawę do opracowania wszystkich innych zasad rachunkowości. Funkcjonujące w zakresie rachunkowości rozwiązania teoretyczne, a także dotyczące tego zakresu rozwiązania prawne, oparte są właśnie na tym założeniu. W innym przypadku nie byłyby zasadne i zapewne musiałyby być zmienione. Są oczywiście przewidziane rozwiązania na okoliczność nieprawdziwości tego założenia w praktyce gospodarczej i niemożliwości przyjęcia tej zasady wobec odmiennej rzeczywistości jednostki.

Podobne mechanizmy odnoszą się do zasady memoriału, dla której – można stwierdzić – odwrotnością jest zasada kasowa. Obie funkcjonują w rachunkowości, każda ma swoje miejsce, ale nadrzędną jest zasada memoriału, zasada kasowa zaś obowiązuje w wybranych ściśle określonych sytuacjach. Sytuacje nieprawdziwości założenia kontynuacji działalności, z punktu widzenia rachunkowości, są jednak wyjątkami od reguły. Niestety niekiedy takimi są sytuacje zagrożeń działalności

¹ Dr Małgorzata Garstka, adiunkt, Wydział Zarządzania i Administracji, Uniwersytet Jana Kochanowskiego w Kielcach.

w obecnej sytuacji gospodarczej. Zatem rozwiązania funkcjonujące w rachunkowości, dotyczące okoliczności wyjątkowych, mogą znajdować zastosowanie coraz częściej.

Zagrożenie kontynuacji działania to temat stale obecny w świadomości szczególnie właścicieli i zarządzających podmiotami gospodarczymi. Obecne problemy finansowe dotyczą niestety coraz więcej firm, co powoduje, że jednostki te są w coraz większym stopniu zagrożone utratą możliwości kontynuacji działalności². Dlatego też wydaje się, że prawie każda decyzja gospodarcza powinna być rozpatrywana w kontekście wpływu na ryzyko wystąpienia tego zagrożenia.

Błędne decyzje, nawet jednostkowe, mogą czasem bardzo szybko doprowadzić do upadłości, choć niekiedy sygnały wskazujące na zagrożenie są z pozoru mało widoczne, lecz niekoniecznie nieidentyfikowalne. Obecnie „rośnie znaczenie metod i narzędzi, umożliwiających odpowiednio szybką i trafną ocenę wpływu podejmowanych decyzji na osiągnięte wyniki gospodarcze i szanse przetrwania przedsiębiorstw. Istotne jest zwłaszcza odpowiednio wczesne rozpoznawanie głównych czynników kryzysowych i wczesne ostrzeganie przed zagrożeniami w działalności gospodarczej”³.

Prowadzenie rachunkowości wymusza przyglądanie się temu zagrożeniu w sposób ciągły oraz stałe śledzenie wszelkich czynników ryzyka i objawów mogących na nie wskazywać. Dzieje się to za sprawą tego właśnie założenia kontynuowania działalności, którego prawdziwość kierownik jednostki prowadzącej rachunkowość ma obowiązek weryfikować co najmniej na każdy dzień bilansowy. Można zatem postawić hipotezę, że dzięki odpowiedniemu potraktowaniu wymogów rachunkowości w obszarze założenia kontynuowania działalności, jednostka może odpowiednio wcześniej zidentyfikować, ocenić, a więc również zareagować na zagrożenia swojej zdolności do kontynuowania działalności i we właściwym czasie świadomie rozpocząć proces upadłości, czy likwidacji.

Ponadto znacząca w tym zakresie staje się także weryfikacja sprawozdania finansowego przez biegłego rewidenta w świetle wymogów regulacji rachunkowości, która powala uzyskać niezależną i obiektywną ocenę prawidłowości postępowania jednostki, wykryć ewentualne niedociągnięcia, dokonać niezbędnych korekt.

² A. Godlewska, *Sprawozdawczość finansowa jednostek w upadłości*, w: *Ekonomia i prawo upadłości przedsiębiorstw*, red. S. Morawska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011, s. 221.

³ *Cykle życia i bankructwa przedsiębiorstw*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011, s. 24.

1. Założenie kontynuacji działalności w regulacjach rachunkowości

Założenie kontynuacji działalności jest obecne w polskich i międzynarodowych regulacjach rachunkowości. Na nim zbudowane są regulacje prawne. Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości⁴ (dalej: u.r.) przez pojęcie rachunkowości rozumie same zasady rachunkowości, jak i czynności, których wykonywanie oparte jest na tych zasadach. Art. 4 ust. 3 u.r. stanowi, że rachunkowość jednostki obejmuje:

- 1) przyjęte zasady (politykę) rachunkowości;
- 2) prowadzenie na podstawie dowodów księgowych, ksiąg rachunkowych, ujmujących zapisy zdarzeń w porządku chronologicznym i systematycznym;
- 3) okresowe ustalanie lub sprawdzanie drogą inwentaryzacji rzeczywistego stanu aktywów i pasywów;
- 4) wycenę aktywów i pasywów oraz ustalanie wyniku finansowego;
- 5) sporządzanie sprawozdań finansowych;
- 6) gromadzenie i przechowywanie dowodów księgowych oraz pozostałej dokumentacji przewidzianej u.r.;
- 7) poddanie badaniu i ogłoszenie sprawozdań finansowych w przypadkach przewidzianych u.r.

Wymienione obowiązki u.r. przypisuje kierownikowi jednostki, który nie musi jednak wykonywać osobiście wszystkich czynności, które wskazano. Niemniej jednak przyjęcie zasad (polityki) rachunkowości, a zatem również odpowiednie potraktowanie założenia kontynuacji działalności, jest obowiązkiem kierownika, nawet jeśli prowadzenie rachunkowości powierzy komuś innemu, w tym również podmiotowi zewnętrznemu. To kierownik jednostki jest zawsze ostatecznie i w pełni odpowiedzialny za rachunkowość jednostki, a od niedawna – na mocy nowelizacji u.r.⁵ – dzieli odpowiedzialność solidarnie z organem nadzorczym, jaki funkcjonuje w jednostce. Polityka rachunkowości przyjęta przez jednostkę określa jej sposób postępowania w sytuacji możliwości wyboru spośród rozwiązań przewidzianych u.r. wobec różnych zdarzeń w rzeczywistości gospodarczej. Sposób postępowania konkretnej jednostki ma prowadzić do osiągnięcia jak najwyższego poziomu jakości jej sprawozdania finansowego. Zadaniem kierownika jednostki jest prowadzenie rachunkowości tak, aby rzetelnie i jasno przedstawić sytuację majątkową i finansową oraz wynik finansowy, o czym stanowi art. 4 ust. 1 u.r. Dane finansowe będą

⁴ Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (DzU 2013, poz. 330 z późn. zm.).

⁵ Ustawa z dnia 18 marca 2008 r. o zmianie ustawy o rachunkowości (DzU 2008, nr 63, poz. 393).

przecież służyły wielu różnym celom postawionym przez nieznaną liczbę różnych użytkowników sprawozdania finansowego. Być może będą służyły też samej jednostce, np. do wyznaczenia kapitału ekonomicznego, a „właściwe wyznaczenie i dysponowanie kapitału ekonomicznego ryzyka zapewnia przetrwanie firmy, co stanowi kluczową wartość i może uchronić przed bankrutem”⁶.

Cechy jakościowe sprawozdań finansowych, mające zapewnić użyteczność zawartych w nich informacji, określa u.r., jak i Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (dalej: MSSF). Zgodnie z tymi regulacjami sprawozdanie finansowe jednostki sporządza się opierając się na zasadzie kontynuacji działalności, która w polskich regulacjach stanowi jedną z kilku zasad nadrzędnych ustanawianych przez u.r., a w MSSF jest jednym z dwóch założeń koncepcyjnych wszystkich standardów i rozwiązań w nich przewidzianych, oprócz zasady memoriału, a na nich zbudowane są zasady jakościowe sprawozdawczości⁷. Art. 5 ust. 2 u.r. stanowi, że podczas stosowania przyjętych zasad (polityki) rachunkowości zakłada się, że jednostka będzie kontynuowała w dającej się przewidzieć przyszłości działalność w niezmnieszonej istotnie zakresie, bez postawienia jej w stan likwidacji lub upadłości, chyba że jest to niezgodne ze stanem faktycznym lub prawnym. Odpowiedzialność za ustalenie stanu faktycznego w zakresie zdolności jednostki do kontynuowania działalności spoczywa na kierowniku jednostki.

Zasady sporządzania i prezentowania sprawozdań finansowych w MSSF przedstawione są w *Założeniach koncepcyjnych sporządzania i prezentacji sprawozdań finansowych*⁸, w których przyjęto, że sprawozdanie finansowe sporządza się opierając na dwóch wspomnianych zasadach: zasadzie memoriału i zasadzie kontynuacji działalności, a następnie określono cztery podstawowe cechy jakościowe informacji: zrozumiałość, przydatność, wiarygodność i porównywalność⁹. MSSF, jako międzynarodowe standardy środowiskowe, nie określają odpowiedzialności kierownika jednostki.

Kierownik jednostki, oceniając zdolność jednostki do kontynuowania działalności, powinien uwzględnić wszystkie informacje dostępne na dzień sporządzenia sprawozdania finansowego (a zatem co ważne, nie na dzień bilansowy), dotyczące

⁶ R. Sasin, *Zarządzanie zintegrowanym ryzykiem a cykl życia przedsiębiorstwa*, w: *Cykle życia...*, op.cit., s. 125.

⁷ Ustawa z 29 września 1994 r. o rachunkowości (DzU 2009, nr 152, poz. 1223 z późn. zm.) oraz Założenia koncepcyjne zostały zatwierdzone przez Zarząd IASC do publikacji w lipcu 1989 r. i zatwierdzone przez IASB w kwietniu 2001 r., par. 24 w: Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF), obejmujące Międzynarodowe Standardy Rachunkowości (MSR) oraz Interpretacje według stanu na dzień 1 stycznia 2007 r., SKwP i IASB, Warszawa 2007.

⁸ Założenia koncepcyjne zostały zatwierdzone przez Zarząd IASC do publikacji w lipcu 1989 r. i zatwierdzone przez IASB w kwietniu 2001 r.

⁹ Ibidem, par. 24.

dającej się przewidzieć przyszłości, obejmującej okres nie krótszy niż jeden rok od dnia bilansowego. Oceny dokonuje w dowolny sposób, bowiem regulacje nie wymagają w tym zakresie wykonania żadnych konkretnych czynności, ani nie stawiają żadnych wymogów jakościowych, jakie miałyby spełniać proces oceny. Należy się zgodzić ze stwierdzeniem, że w procesie tym „podstawowe znaczenie mają informacje dotyczące aktualnej i przyszłej zyskowności oraz determinujących ją czynników, dostępu do źródeł finansowania, zdolności do spłaty zadłużenia, a zakres analizy sytuacji finansowej zależy od konkretnych okoliczności”¹⁰. Nie wymaga się również, co wydaje się nieodzowne, stosowania modeli dyskryminacyjnych, nie nakazuje się obliczania żadnych wskaźników, co nie oznacza, że nie zajdzie konieczność skorzystania z nich. Jednak za nieskorzystanie z nich nie można nikogo pociągnąć do odpowiedzialności. Należy natomiast zadbać o jakość tego procesu, szeroko polecać i promować stosowanie różnych znanych narzędzi, ponieważ właśnie brak elementarnej wiedzy z zakresu księgowości i zarządzania finansowego jest przyczyną niepowodzeń mikroprzedsiębiorstw. Przedsiębiorstwa potrafią przetrwać długo, m.in. wtedy, gdy charakteryzują się wiarygodnością w zakresie sprawozdawczości. Proces oceny zdolności do kontynuowania działalności oraz identyfikacja i ocena potencjalnych zagrożeń nie są proste. Pojawia się wiele problemów, jak chociażby czas i długość okresu prognozowania, przyjęte założenia makro- i mikroekonomiczne, czy interpretacja zapisów u.r. Przykładem tych ostatnich może być chociażby kwestia interpretacji określenia „w niezmnieszonej istotnie”. Przy braku wskazówek, co do ustalania poziomu istotności, jednostka sama musi określić, co jest istotnym zmniejszeniem zakresu działalności jednostki. Ponadto każdy kierownik jednostki powinien pamiętać, że „w podstawowej koncepcji cyklu życiowego przedsiębiorstwa wyróżnia się cztery fazy: narodzin, wzrostu, dojrzałości i schyłku (likwidacji). Fazy te charakteryzują się odmiennymi czynnikami decydującymi o powodzeniu, zróżnicowanymi kompetencjami, a także innymi problemami, innym stanem posiadanych zasobów oraz innymi metodami stosowanymi w zarządzaniu”¹¹. Zatem jednorazowe ustalenie podejścia nie wystarczy na zawsze, lecz trzeba je dostosowywać do zmieniającej się sytuacji. Dostępna wiedza o tych obszarach, ale nie tylko, stanowić może i powinna istotne wsparcie dla kierownika jednostki. Obecnie w nauce obserwuje się prace nad znalezieniem zmiennych, które istotnie różnicują podmioty zdrowe i zagrożone upadłością, a mogą nimi być wartość

¹⁰ A. Godlewska, *Sprawozdawczość finansowa...*, op.cit., s. 412.

¹¹ K. Poznańska, *Cykle życia przedsiębiorstw – koncepcje teoretyczne oraz instytucjonalna infrastruktura funkcjonowania przedsiębiorstw*, w: *Cykle życia...*, op.cit., s. 34.

kapitału intelektualnego czy stopa zwrotu¹². Okazuje się, że rosnącemu kapitałowi intelektualnemu towarzyszy zmniejszające się zagrożenie upadłością, ale żeby ten wzrost zaobserwować trzeba go porównać z przeciętnym w branży¹³. Natomiast spółki zagrożone upadłością charakteryzują się wyższym ryzykiem inwestycyjnym niż spółki zdrowe, o czym świadczy wyższe rozproszenie realizowanych stóp zwrotu wokół wartości przeciętnej¹⁴. Takich i podobnych wskazówek w nauce jest wiele. Dobrze, aby kierownik jednostki je znał i mógł odnieść do kierowanego przez siebie przedsiębiorstwa. Założenie kontynuacji działalności musi bowiem „zostać potwierdzone rzeczywistą sytuacją ekonomiczną podmiotu, a (w przypadku gdy nie jest oceniane w świetle sytuacji prawnej podmiotu, jak połączenie, likwidacja – przyp. M.G.) ocena zdolności jednostki do kontynuacji działania wymaga przeprowadzenia kompleksowych analiz ekonomiczno-finansowych, których źródłem i gwarantem powinny być zatwierdzone przez jednostkę plany strategiczne oraz funkcjonujące w jednostce narzędzia kontroli i wspomaganie ich realizacji”¹⁵. Niemniej jednak żadne osiągnięcia nauki nie rozwiążą definitywnie problemu, ponieważ ostateczną decyzję co do sposobu oceny sytuacji jednostki podejmuje sam kierownik jednostki i to on, wraz z organami nadzorczymi, jest odpowiedzialny za wszystkie jej skutki. A ocena kontynuacji działalności dokonana przez jednostkę nie pozostaje bez komentarza. Dokonuje jej użytkownik sprawozdania finansowego. Może to zrobić opierając się na zaprezentowanej w sprawozdaniu finansowym – zarówno w myśl polskich regulacji, jak i międzynarodowych standardów – informacji o przyjętych zasadach (polityce) rachunkowości i ich zmianach, a ponadto zawartej w pierwszej części informacji dodatkowej, we wprowadzeniu, odpowiedzi na pytanie, czy sprawozdanie finansowe zostało sporządzone przy założeniu kontynuowania działalności. Weryfikatorem tej oceny może być także biegły rewident, badający sprawozdanie finansowe. Użytkownik może się zapoznać ze zdaniem biegłego rewidenta poprzez publikowaną opinię z badania sprawozdania finansowego, zawierającą opinię o jakości tego sprawozdania finansowego, w tym odniesienie do kwestii kontynuacji działalności. Proces badania sprawozdania finansowego, prowadzący do wydania opinii, obejmuje wykonanie wielu procedur. Samo wypracowanie strategii badania sprawozdania wymaga od biegłego wstępnego rozpoznania możliwości kontynuowania działalności przez jednostkę w niezmnieszonej

¹² D. Appenzeller, *W poszukiwaniu symptomów zagrożenia upadłością*, w: *Ekonomia i prawo upadłości...*, op.cit., s. 34.

¹³ Ibidem, s. 38.

¹⁴ Ibidem, s. 43.

¹⁵ *Komentarz do ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości*, red. E. Walińska, LEX 2009, art. 5 ust. 2.

istotnie zakresie. Stanowi o tym krajowy standard wykonywania zawodu biegłego rewidenta, KSRF nr 1¹⁶, jak i Międzynarodowy Standard Rewizji Finansowej 570 „Kontynuacja działalności”¹⁷. Biegły rewident zawsze – niezależnie od rodzaju badanego podmiotu, sprawozdania, zasad wyceny, wymogów prawa itp. – ocenia zasadność założenia kontynuacji działania, niezależnie od wskazanych wymogów prawa w zakresie sformułowania tej oceny przez kierownictwo. Nawet jeśli podmiot nie sformułuje takiej oceny, biegły rewident dokona oceny zasadności założenia kontynuacji działania na swoje potrzeby, w celu wydania opinii. Standardy zawodowe biegłych rewidentów zawierają – odmiennie niż regulacje u.r. – wskazówki co do czynności, jakie biegły powinien wykonać, czynników jakie musi wziąć pod uwagę w procedurze oceny zasadności założenia kontynuacji działania. Są one zatem bardziej pomocne w tym względzie niż regulacje rachunkowości, chociaż też nie przywołują konkretnych rozwiązań np. wspomnianych modeli. Są publicznie dostępne, zatem z tej wiedzy korzystać może również kierownik jednostki. Należy jeszcze wspomnieć, że biegły rewident nie ponosi wobec użytkownika sprawozdania finansowego odpowiedzialności za samą ocenę założenia kontynuacji działalności, przedstawioną w sprawozdaniu finansowym, ale za weryfikację oceny dokonanej przez kierownictwo oceny zdolności jednostki do kontynuowania działalności. Jeśli takiej oceny w sprawozdaniu finansowym nie przedstawiono, kierownictwo uchyla się od jej zaprezentowania lub nawet dokonania, biegły rewident nie wykonuje jej i nie publikuje w zastępstwie kierownictwa. Stwierdza natomiast naruszenie wymogu u.r. i rozważa, czy wobec powyższego może w ogóle wydać opinię o sprawozdaniu finansowym, a nawet jeśli tak, to czy zasady rachunkowości przyjęte przez jednostkę do jego sporządzenia są odpowiednie w sytuacji w jakiej się ona znajduje.

Zagadnienie kontynuowania działalności to kluczowe założenie rozpatrywane podczas sporządzania sprawozdania finansowego, decydujące o zasadach rachunkowości jakie będą zastosowane. Powinno być jednak tak traktowane nie tylko przez pryzmat konieczności wypełnienia wymogu przepisów prawa, ale jako przydatne dla identyfikacji przesłanek bankructwa. Można byłoby stwierdzić, że powinno być pierwotne – jako, że wynika z samego zarządzania jednostką – w stosunku do wymogów u.r., które w zasadzie nakazują jedynie ujawnić pewne informacje.

Na zakończenie trzeba dodać, że powyższe czynności kierownika jednostki czy biegłego rewidenta mają służyć nie tyle zaspokojeniu potrzeb tego pierwszego, ale mają służyć jakości sprawozdania finansowego, czyli następnie właściwemu

¹⁶ Krajowy Standard Rewizji Finansowej nr 1, Załącznik do uchwały Nr 1608/38/2010 Krajowej Rady Biegłych Rewidentów z dnia 16 lutego 2010 r., www.kibr.org.pl, Biuletyn KIBR, nr 69/2010.

¹⁷ Międzynarodowe Standardy Rewizji Finansowej 2011, tłumaczenie SKwP oraz KIBR, http://www.kibr.webserwer.pl/_doc/msrf/MSRF_315.pdf (18.07.2012).

zaspokojeniu potrzeb użytkowników sprawozdania. Co prawda takowi nie są zdefiniowani w u.r., ale Założenia koncepcyjne Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej określają ich grono. Wskazywały one, że użytkownikami sprawozdań finansowych są obecni i potencjalni inwestorzy, pracownicy, kredytodawcy, dostawcy i pozostali wierzyciele, klienci, rządy i agendy rządowe oraz społeczeństwo. Nowe ramy koncepcyjne standardów wyłączają z tej grupy menadżerów. Głównym adresatem sprawozdawczości finansowej są dostarczyciele kapitału i – w myśl MSSF – to dla nich jednostka przygotowuje sprawozdanie finansowe. W sprawozdaniu kierownik jednostki składa dla tychże użytkowników oświadczenie, że sprawozdanie zostało sporządzone przy założeniu kontynuowania działalności, o ile to prawda. Również dla nich biegły rewident oświadcza, że nie zaprzecza stwierdzeniom jednostki, o ile to prawda. Między innymi na podstawie tych informacji użytkownicy dokonują własnych ocen i podejmują różnorakie decyzje finansowe. Dlatego też kierownik jednostki ma pokazać informacje:

- a) przydatne dla użytkowników w procesie podejmowania decyzji gospodarczych oraz
- b) wiarygodne, czyli takie, dzięki którym sprawozdanie finansowe:
 - wiernie przedstawia sytuację i wyniki finansowe oraz przepływy pieniężne jednostki,
 - odzwierciedla ekonomiczną treść transakcji, innych zdarzeń i warunków, a nie tylko formę prawną,
 - jest obiektywne, czyli bezstronne,
 - jest zgodne z zasadą ostrożnej wyceny oraz
 - jest kompletne we wszystkich istotnych aspektach.

Działania kierownika mają wymierny wpływ m.in. na rentowność i ocenę sytuacji jednostki, dlatego postanowienie art. 4 u.r.: „Jednostki obowiązane są stosować przyjęte zasady (politykę) rachunkowości, rzetelnie i jasno przedstawiając sytuację majątkową i finansową oraz wynik finansowy” w zakresie założenia kontynuacji działalności jest szczególnie ważne.

2. Zagrożenie kontynuacji działania – wybrane aspekty

Jak wskazano uprzednio, sprawozdanie finansowe sporządza się przy założeniu kontynuacji działalności, o ile to prawda. Wyjątkiem od tego jest – jak zapisano w u.r. – znalezienie się w sytuacji, gdy kierownictwo zamierza zlikwidować jednostkę, albo zaniechać prowadzenia działalności gospodarczej, bądź gdy kierownictwo nie

ma żadnej realnej alternatywy dla likwidacji lub zaniechania działalności. Mogą to być sytuacje spowodowane przez czynniki prawne, albo wynikające z oceny sytuacji finansowej. Zaznaczyć trzeba, że w rozumieniu art. 29 ust. 3 u.r., „wszczęście postępowania naprawczego albo upadłościowego z możliwością zawarcia układu lub zmiana formy prawnej jednostki nie stanowią przeszkody do uznania, że działalność będzie kontynuowana”. W takiej sytuacji „od kierownictwa jednostki zależy ocena rzeczywistej możliwości realizacji takiego programu i odpowiedź na pytanie, czy jednostka faktycznie jest w stanie kontynuować swoją działalność”¹⁸. Dokonując oceny prawdziwości założenia o zdolności jednostki do kontynuowania działalności, kierownik jednostki może stwierdzić istnienie lub prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzenia lub okoliczności, które nasuwają poważne wątpliwości, co do zdolności jednostki do kontynuowania działalności. Tu przepisy dotyczące upadłości mogą nakazywać złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości i rozpoczęcie całej procedury. Jednakże interesujące jest samo stwierdzenie takiego stanu w sytuacji, gdy to nie jest wymuszone np. przez przejęcie, ale wynika z oceny sytuacji finansowej, które to stwierdzenie wymaga poprawnego wnioskowania przez kierownictwo jednostki o braku zdolności do kontynuowania działalności na podstawie prawidłowo przygotowanych przez nie danych, w tym finansowych. Nie jest to sytuacja komfortowa dla kierownictwa, a może być odebrana wręcz jako porażka. Powstaje pytanie, na ile dobrze kierownictwo potraktuje zagadnienie zdolności kontynuowania działalności, aby oświadczyć, że jest ona zagrożona, co nie musi być jeszcze przesłanką do ogłoszenia upadłości, albo oświadczyć, że zdolność tę utraciono i być może również złożyć wniosek o ogłoszenie upadłości. W fazie schyłku przedsiębiorstwa lekceważenie sygnałów ostrzegawczych i nie podjęcie próby ratowania przedsiębiorstwa, prowadzi do upadku i konieczności likwidacji przedsiębiorstwa¹⁹. Z drugiej strony, świadome ich lekceważenie – pozwala oddalić tę niekomfortową sytuację przyznania się do istnienia zagrożenia. Czy proces tej oceny zdolności kontynuowania działalności, czy identyfikacji jej zagrożeń jest właściwie prowadzony, skoro w zasadzie niczym nieuregulowany? Problem m.in. tkwi w istotności niepewności, ponieważ mowa jest o czynnikach, sygnałach, symptomach, które mogą coś spowodować, ale czy spowodują i z jakim skutkiem, tego do końca nie wiadomo. Istotność niepewności ocenia się przez pryzmat wpływu skutków, wynikających ze zdarzeń niepewnych zagrażających zdolności do kontynuowania działalności, na sprawozdanie finansowe. Nie chodzi tu o stopień niepewności, chociaż można byłoby oceniać czy niepewność jest wysoce prawdopodobna. Ale nawet przy niskim prawdopodobieństwie

¹⁸ *Komentarz do ustawy z dnia 29 września 1994 r...*, op.cit., art. 29 ust. 3.

¹⁹ R. Sasin, *Zarządzanie zintegrowanym ryzykiem...*, op.cit., s. 133.

wystąpienia zdarzenia, znaczenie jego skutku może przesądzać o konieczności uwzględnienia go w procesie decyzyjnym. Ostateczna ocena istotności powinna nastąpić według ogólnych kryteriów co do poziomu istotności przyjętych przez kierownika jednostki dla sprawozdania finansowego. Jednak ogólnie rzecz biorąc problemem jest rozpoznanie wystąpienia samych przesłanek, a przecież „symptomy kryzysu zwykle docierają do zarządzających przedsiębiorstwem na długo zanim groźba upadłości stanie się realna (...), przedsiębiorstwo daje bardzo wiele sygnałów świadczących o pogarszającej się sytuacji (...), a każdy sposób obserwacji tych sygnałów i wyciągania na tej podstawie wniosków może być stosowany do wczesnego ostrzegania przed upadłością”²⁰. Obserwuje się – z powodu słabości nadzoru finansowego – zbyt późną identyfikację nieprawidłowości w identyfikowaniu zagrożeń w działalności przedsiębiorstw i zbyt późną reakcją na nie²¹.

Zarówno z założeniem kontynuacji działania, jak i zagrożeniem upadłością wiąże się pojęcie wyceny majątku. W przypadku braku kontynuacji działalności w wycenie majątku należy uwzględnić wszelką utratę wartości aktywów – czy to spowodowaną brakiem ich przydatności, czy też spadkiem ceny sprzedaży netto możliwej do uzyskania poniżej wartości początkowej skorygowanej o dotychczasowe odpisy zmniejszające ich wartość²². Wtedy rachunkowość odnosi się do jednej z podstaw wyceny w rachunkowości, tj. kosztu historycznego – czyli ceny zakupu lub nabycia, albo kosztu wytworzenia – który jako podstawa wyceny ma sens tylko w przypadku kontynuowania działalności przez jednostkę. Rachunkowość stosuje model ostrożnej wyceny, a więc nakazuje ująć spadek wartości majątku poniżej kosztu historycznego. Biorąc pod uwagę wymogi sprawozdawcze w sytuacji upadłości lub likwidacji, kiedy trzeba sporządzić zgodnie ze sztuką pełne sprawozdanie finansowe na dzień poprzedzający ich ogłoszenie, zastosowanie takich wycen – należy podkreślić odmiennych od standardowych, dotychczas stosowanych – dodatkowo utrudnia sytuację. Proces wyceny majątku wymaga po pierwsze ustalenia, czy w ogóle możliwe jest określenie ceny sprzedaży dla każdego, jeśli nie pojedynczego to jednorodnego składnika majątku, a potem dokonania wyceny. W szczególnej pod wieloma względami sytuacji zagrożenia, jaką jest zagrożenie kontynuacji działania, również szczególnej w obszarze etyki zachowań pracowników, dodatkowo jednostka doświadcza konieczności przeprowadzenia procesu przeceny, który może pokazać gorszy obraz od znanego do tej pory. Podkreślenia wymaga

²⁰ J. Krawiec, *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstw przy użyciu modeli dyskryminacyjnych – studium przypadku linii lotniczych*, w: *Cykle życia...*, op.cit., s. 177.

²¹ E. Mączyńska, *Systemy wczesnego ostrzegania przed zagrożeniami w działalności gospodarczej w warunkach globalnej niepewności*, w: *Cykle życia...*, op.cit., s. 172.

²² *Komentarz do ustawy z dnia 29 września 1994 r...*, op.cit., art. 29, ust. 1.

fakt, że to sprawozdanie finansowe na zakończenie działalności będzie podstawą np. do spieniężania majątku przez likwidatora, ponieważ będzie otwarciem dla procesu likwidacji. Wydaje się, że stanowi pewną prognozę zwrotu środków pieniężnych z likwidowanego majątku.

Wnioski

Zainteresowanie problematyką zmniejszania ryzyka i ochrony przed upadkiem wykazują nie tylko pojedyncze podmioty i organizacje, ale też rządy i instytucje międzynarodowe²³. Rachunkowość daje konkretne narzędzia mogące stanowić czynniki zabezpieczające przed ryzykiem. Rezerwy tworzone w rachunkowości są takim czynnikiem, ponieważ „tworzenie rezerw w przedsiębiorstwie, będące instrumentem jego polityki bilansowej ma służyć neutralizowaniu skutków niekorzystnych decyzji i transakcji, co umożliwi zabezpieczenie przyszłej działalności i jej kontynuację, a bezpośrednią przyczyną tworzenia rezerw w rachunkowości jest ryzyko występujące w działalności gospodarczej”²⁴. Można byłoby potraktować ocenę założenia kontynuacji działalności jako taki czynnik. W przypadku rezerw, istnieje duże zainteresowanie ich wykorzystaniem i prawdopodobnie dlatego można zaobserwować dobrą znajomość tego tematu przez jednostki. Spowodowane jest to być może również tym, że rezerwy dodatkowo służą do dość łatwego kreowania wyniku finansowego. W odniesieniu do oceny założenia kontynuacji działania nie można tego powiedzieć. Jednostki traktują je raczej jako konieczny zapis, jaki musi pojawić się w sprawozdaniu finansowym, często niepotwierdzony przeprowadzonymi wcześniej analizami. Rzetelne przeprowadzenie procesu oceny zdolności kontynuowania działalności jest trudne, ponieważ jest wymagające. Wymaga wiedzy, umiejętności, czasu, informacji, ale też zachowania pewnych zasad etycznych, a co najmniej niezależności i obiektywizmu, o co szczególnie dzisiaj trudno.

Bibliografia

Chluska J., *Zarządzanie kosztami przedsiębiorstwa w warunkach globalizacji*, WWZPCz, Częstochowa 2012.

²³ R. Sasin, *Zarządzanie zintegrowanym ryzykiem...*, op.cit., s. 121.

²⁴ J. Czerny, *Ryzyko w działalności gospodarczej – wybrane aspekty*, w: *Zarządzanie kosztami przedsiębiorstwa w warunkach globalizacji*, red. J. Chluska, WWZPCz, Częstochowa 2012, s. 69.

- Cykle życia i bankructwa przedsiębiorstw*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011.
- Ekonomia i prawo upadłości przedsiębiorstw*, red. S. Morawska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011.
- Komentarz do ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości*, red. E. Walińska, LEX 2009.
- Krajowy Standard Rewizji Finansowej nr 1*, Załącznik do uchwały Nr 1608/38/2010 Krajowej Rady Biegłych Rewidentów z dnia 16 lutego 2010 r., www.kibr.org.pl, Biuletyn KIBR, nr 69/2010.
- Międzynarodowe Standardy Rachunkowości/Sprawozdawczości Finansowej 2011*, tłumaczenie SKwP.
- Międzynarodowe Standardy Rewizji Finansowej 2011*, tłumaczenie SKwP oraz KIBR.
- Przewodnik stosowania Międzynarodowych Standardów Rewizji Finansowej w badaniu małych i średnich jednostek*, IFAC 2007, tłumaczenie A. Barcikowska, E. Sobińska, J.B. Zakrzewska, Account sp. z o.o., ABES Audyt sp. z o.o., Warszawa 2008.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (DzU 2009, nr 152, poz. 1223 ze zm.).
- Ustawa z dnia 18 marca 2008 r. o zmianie ustawy o rachunkowości (DzU 2008, nr 63, poz. 393).
- Ustawa z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (DzU 2009, nr 77, poz. 649).

Cezary Górecki¹

Arkusze przepływów pieniężnych jako barometr ryzyka bankructwa

Wstęp

Współcześnie otoczenie przedsiębiorstwa ulega bardzo szybkim zmianom i przeobrażeniom. Dzieje się tak za sprawą coraz szybszego tempa obrotu gospodarczego, spowodowanego postępującą globalizacją. Jak zauważa E. Mączyńska, bezprecedensowy dynamizm przemian technologicznych, ekonomicznych i społecznych, jakich obecnie doświadcza świat i zglobalizowane gospodarki krajowe, sprawia, że przedsiębiorstwa muszą się coraz bardziej liczyć z narastającym ryzykiem wystąpienia sytuacji kryzysowych, a jednym z najtrudniejszych wyzwań w działalności gospodarczej staje się racjonalne kształtowanie przyszłości².

Rozpoznanie istoty współczesnych zmian, jej związków z licznymi wyzwaniami rozwojowymi jest ważne i potrzebne, a zarazem trudne i wciąż dalekie od zadawalającego³. Funkcjonowanie przedsiębiorstwa w otoczeniu rynkowym jest w coraz większym zakresie korelowane przez wiele zjawisk i procesów, które się dynamizują⁴. Nakładanie się tych zjawisk i procesów, kreowanie trendów bocznych, nieciągłość procesów, amplitudy wahań, powodują, że wzrasta ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej, w tym jako wynik obniżenia stopnia przewidywalności zmian. Można uznać, że dla przedsiębiorstwa jedyną pewną perspektywą jest zmiana, której przewidywanie i antycypowanie staje się coraz trudniejsze.

¹ Mgr inż. Cezary Górecki, doktorant, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

² E. Mączyńska, *Sytuacje kryzysowe w przedsiębiorstwie*, w: *Nauka o przedsiębiorstwie. Wybrane zagadnienia*, red. I. Lichniak, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 193.

³ C. Suszyński, *Przedsiębiorstwo w rozwiniętej gospodarce rynkowej. Natura współczesnych zmian i główne wyzwania cywilizacyjne*, w: *Przedsiębiorstwo, wartość, zarządzanie*, red. C. Suszyński, PWE, Warszawa 2007, s. 39.

⁴ Ibidem, s. 40; C. Suszyński do najważniejszych źródeł zmian zalicza: deregulację działalności gospodarczej, współczesnego konsumenta, rynek globalny, technologie informacyjne, nowe rodzaje (sektory) działalności gospodarczej, ewolucję charakteru i stosunków pracy.

„Burzenie” stanu równowagi rynkowej za sprawą wprowadzanych innowacji, zawsze było nieodzownym elementem gry rynkowej. Postępująca globalizacja sprawia, że w obecnych czasach innowatorzy dokonują „burzenia” stanu równowagi rynkowej w coraz bardziej intensywny sposób, gwałtownie, w kierunkach i obszarach trudnych do przewidzenia. Powoduje to, że przedsiębiorstwa, które nie nadążają ze zmianą, lub w sposób błędny czy też nieprawidłowy odczytają kierunek zmian i nie podejmą stosownych działań antypacyjnych, narażają się na ryzyko kryzysu finansowego⁵. Jak wskazuje J.A. Schumpeter, kapitalizm jest z istoty formą lub metodą zmiany gospodarczej i nie tylko nie jest, ale nigdy nie może być stacjonarny. Podstawowy bodziec, który uruchamia i podtrzymuje ruch kapitalistycznej maszyny, wychodzi od nowych dóbr konsumpcyjnych, nowych rynków, nowych form przemysłowych organizacji, tworzonych przez kapitalistyczne przedsiębiorstwo⁶.

Współcześnie o sukcesie przedsiębiorstwa decyduje umiejętność konkurowania o przyszłość, a kryzysy w przedsiębiorstwach i upadłości coraz częściej mają podłoże w nieumiejętności dostosowania się przedsiębiorstwa do wymogów przyszłości⁷.

1. Kryzys finansowy w przedsiębiorstwie

E. Mączyńska wskazuje, że przyczyny kryzysów w przedsiębiorstwie są zwykle bardzo złożone. Dokonuje podziału przyczyn wystąpienia sytuacji kryzysowych w przedsiębiorstwie na źródła zewnętrzne oraz przyczyny o źródłach wewnętrznych. Również tempo narastania zjawisk kryzysowych w przedsiębiorstwie może być różne. Geneza kryzysu może mieć umocowanie w jednym z czynników, lecz kryzys może być wypadkową wielu aspektów, które mogą się nasilać i korelować wraz z rozwojem sytuacji kryzysowej⁸.

Pojęcie kryzysu w przedsiębiorstwie jest znacznie szersze od pojęcia kryzysu finansowego przedsiębiorstwa. Wystąpienie kryzysu w przedsiębiorstwie nie koniecz- nie musi oznaczać, że przedsiębiorstwo znajdzie się od razu w kryzysie finansowym. Istotne jest to, czy przedsiębiorstwo jest w stanie zachować konkurencyjność swoich produktów (usług). Kryzys w przedsiębiorstwie wywołany określonym czynnikiem

⁵ Jako przykład złego odczytania kierunku zmian rynkowych można podać koncern Nokia, który nie przewidział gwałtownego rozwoju rynków smartfonów i wyparcia tradycyjnych telefonów komórkowych, co doprowadziło ten koncern na skraj bankructwa; http://wyborcza.biz/biznes/1,100896,11750691,Analitycy_Nokia_za_dwa_lata_moze_byc_bankrutem.html

⁶ J.A. Schumpeter, *Kapitalizm, socjalizm, demokracja*, przekład M. Rusiński, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995, s. 101.

⁷ E. Mączyńska, *Sytuacje kryzysowe w przedsiębiorstwie...*, op.cit., s. 194.

⁸ Ibidem, s. 216, 217.

zewnątrznym lub wewnętrznym w pierwszej sekwencji czasowej swojego funkcjonowania wcale nie musi przełożyć się na kryzys finansowy. Kryzys finansowy pojawi się wówczas, kiedy zaczyna spadać konkurencyjność przedsiębiorstwa w konsekwencji wystąpienia i funkcjonowania zdarzenia kryzysowego. Spadek konkurencyjności produktów danego przedsiębiorstwa prędzej czy później przełoży się na spadek wpływów ze sprzedaży. Wówczas pojawi się problem ze zbilansowaniem wpływów ze sprzedaży z kosztami funkcjonowania przedsiębiorstwa, rozpoczyna się kryzys finansowy. Tempo destabilizacji płynności finansowej przedsiębiorstwa będzie zależne od posiadanych rezerw finansowych. Przedsiębiorstwo o dużych rezerwach finansowych w pierwszym okresie kryzysu nie odczuje kłopotów z płynnością finansową, sięgając po te rezerwy. Trudniej sytuacja będzie się kształtować w przedsiębiorstwie, które takich rezerw finansowych nie posiada.

Kryzys finansowy w przedsiębiorstwie będzie się objawiał przede wszystkim tym, że przedsiębiorstwo nie będzie w stanie w terminie spłacać swoich wymagalnych zobowiązań finansowych. Przedsiębiorstwo może być dalej rentowne, nie ponosić straty finansowej, lecz nieodpowiednie zorganizowanie strony pasywnej przedsiębiorstwa może oznaczać, że saldo operacyjnego cash-flow jest zbyt niskie w swoim wymiarze, aby przedsiębiorstwo było w stanie spłacać w terminie swoje zobowiązania.

Stan kryzysu finansowego w przedsiębiorstwie otwiera ryzyko bankructwa takiego przedsiębiorstwa, w rozumieniu ekonomicznym. W. Szymański upadłość w sensie finansowym definiuje jako „trwającą przez dłuższy czas nadwyżkę strumienia odpływów nad strumieniem dopływów pieniężnych do przedsiębiorstwa”⁹.

Definiując zatem kryzys finansowy w przedsiębiorstwie można uznać, że jest to stan finansowy przedsiębiorstwa, w którym brak jest zbilansowania wpływów finansowych poprzez realizowane wypływy finansowe.

W ujęciu finansów przedsiębiorstwa kwestię, na ile przedsiębiorstwo zachowuje pozycję konkurencyjną na rynku można sprowadzić m.in. do analizy arkusza przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa. Diagnoza historycznego kształtowania się sald z poszczególnych typów aktywności przedsiębiorstwa może stanowić podstawę do oceny stopnia konkurencyjności produktów przedsiębiorstwa na rynku. Kluczowym takim odniesieniem jest saldo pieniężne wypracowywane przez przedsiębiorstwo na działalności operacyjnej. Jeśli saldo przepływów pieniężnych

⁹ W. Szymański, *Globalizacyjne uwarunkowania siły i słabości przedsiębiorstw*, w: *Ekonomiczne aspekty upadłości przedsiębiorstw w Polsce*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005, s. 37.

z działalności operacyjnej jest ujemne w pewnym okresie czasu, to można uznać, że produkty przedsiębiorstwa nie są konkurencyjne.

Dla przedsiębiorstwa znajdującego się już w kryzysie finansowym historyczna analiza kształtowania się sald przepływów pieniężnych ma jeszcze inne znaczenie. Otóż układ ex post sald z poszczególnych typów aktywności przedsiębiorstwa mówi, w jaki sposób został ukształtowany bieżący stan kapitału obrotowego netto przedsiębiorstwa, którego struktura stanowi fundamentalny aspekt dla tezy o restrukturyzacji przedsiębiorstwa.

2. Utrata płynności finansowej jako przyczyna bankructwa

Efekt prowadzonej działalności gospodarczej jest mierzony rachunkiem zysków i strat. Ten podstawowy dokument finansowy każdego przedsiębiorstwa jest miernikiem, czy prowadzona działalność jest prowadzona ze stratą, czy też z zyskiem. Oczywiście jest, że sytuacja kiedy to przedsiębiorstwo wypracowuje zysk, jest sytuacją korzystniejszą, wobec sytuacji kiedy to przedsiębiorstwo ponosi stratę finansową. Nie oznacza to oczywiście, że takie przedsiębiorstwa (o dodatniej rentowności) nie są narażone na ryzyko bankructwa. Z pozoru się wydaje, że skoro przedsiębiorstwo nie ponosi straty finansowej, to ryzyko bankructwa jest niskie. Otóż tak nie jest, gdyż w krótkim horyzoncie czasu o ryzyku bankructwa nie przesądza rentowność, czy też jej brak, lecz uwarunkowania płynności finansowej – na ile przedsiębiorstwo jest w stanie wywiązać się z zobowiązań zapadających w najbliższym czasie.

Płynność finansowa przedsiębiorstwa zdefiniowana została przez D. Wędzkiego jako zdolność przedsiębiorstwa do osiągnięcia przepływów pieniężnych umożliwiających regulowanie wymagalnych zobowiązań i pokrywanie niespodziewanych wydatków¹⁰. D. Wędzki rozróżnia płynność w aspekcie majątkowym oraz majątkowo-kapitałowym. Płynność w aspekcie majątkowym oznacza zdolność do zamiany aktywów na środki pieniężne w jak najkrótszym czasie i bez utraty wartości. Natomiast płynność w aspekcie majątkowo-kapitałowym jest definiowana jako wzajemna relacja zobowiązań finansujących majątek oraz majątku stanowiącego zabezpieczenie terminowej spłaty tych zobowiązań. W tym aspekcie D. Wędzki wyróżnia wypłacalność długoterminową (długookresowa nadwyżka majątku przedsiębiorstwa

¹⁰ D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 34.

nad finansującymi go zobowiązaniami), oraz wypłacalność krótkoterminową, oznaczającą krótkookresową zdolność do płacenia aktualnych zobowiązań¹¹.

Jak zauważają M. Sierpińska i D. Wędzki, najważniejszym bieżącym problemem firmy funkcjonującej w gospodarce rynkowej jest utrzymanie płynności finansowej, czyli zdolności do terminowego regulowania zobowiązań bieżących. W krótkim okresie płynność finansowa decyduje o trwaniu firmy na rynku. Główną przyczyną upadłości małych i średnich przedsiębiorstw jest utrata płynności finansowej, nie zaś ponoszenie przez te firmy strat. We Francji ok. 60% firm bankrutujących to firmy, które mają dostateczną rentowność, lecz straciły zdolność do bieżącego wywiązywania się z różnych płatności i zobowiązań (w Wielkiej Brytanii odsetek takich firm wynosi ok. 75–80%). Utrata płynności finansowej jest więc wstępem do bankructwa¹².

Jeśli przedsiębiorstwo nie jest w stanie regulować w krótkim terminie swoich zobowiązań finansowych (zapadających, to jest takich, których minął termin zapłaty), to realnie staje się ryzyko bankructwa. Takie przedsiębiorstwo, które przestaje regulować wymagalne zobowiązania finansowe, wchodzi w proces utraty płynności finansowej, to znaczy utraty możliwości regulowania wymagalnych zobowiązań finansowych. Należy uznać, że utrata płynności finansowej jest procesem odbywającym się w czasie i nie następuje z dnia na dzień. Kolejne wpływy finansowe, otrzymywanie przez przedsiębiorstwo dzień po dniu, kierowane są na zaspakajanie wymagalnych zobowiązań finansowych, w praktyce tych najbardziej w czasie przeterminowanych lub wobec wierzycieli najbardziej agresywnie dochodzących swoich należności finansowych.

Wierzyciele (kontrahenci) przedsiębiorstwa, którzy nie otrzymują w terminie zapłaty za realizowane dostawy, nigdy nie pozostają wobec takiego przedsiębiorstwa bierni. Gospodarka rynkowa to multiplikujący się w nieskończoność system naczyń powiązanych. Nie otrzymując w terminie należności finansowych od przedsiębiorstw tracących płynność finansową, kontrahenci sami nie są w stanie regulować swoich zobowiązań (mechanizm powstawania tzw. zatorów płatniczych). Nawet najdłuższa tolerancja czasowa oczekiwania na spływ należności handlowych ma swoje granice. Dane prezentowane przez Krajowy Rejestr Długu wskazują, że odsetek przedsiębiorstw mających problem z nieterminowym spływem należności wynosi ok. 95%, i że sytuacja ta utrzymuje się w długim horyzoncie czasowym na względnie zbliżonym poziomie¹³.

¹¹ Ibidem, s. 33.

¹² M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 7.

¹³ J. Nowak, D. Zarzecki, *Perspektywa finansowa restrukturyzacji*, Difin, Warszawa 2012, s. 31.

3. Arkusz przepływów pieniężnych

Arkusz przepływów pieniężnych (nazywany również rachunkiem przepływów pieniężnych), stosowany przez przedsiębiorstwa w Polsce, zdefiniowany jest w ustawie o rachunkowości¹⁴. Ponadto formę, zakres oraz stosowanie rachunku przepływów pieniężnych precyzuje Krajowy Standard Rachunkowości nr 1¹⁵. W ujęciu formalnym ustawa o rachunkowości istotnie zawęża stosowanie arkusza przepływów pieniężnych do wybranej grupy przedsiębiorstw. Mianowicie, arkusz przepływów pieniężnych są zobowiązane sporządzać przedsiębiorstwa, których roczne sprawozdania finansowe podlegają obowiązkowi badania i ogłoszenia. Obowiązek badania sprawozdań finansowych określony jest w art. 64 ustawy o rachunkowości¹⁶.

T. Cicirko uznaje, że rachunek przepływów pieniężnych oprócz bilansu i rachunku zysków i strat zdaje się być jednym z najważniejszych elementów składowych sprawozdawczości finansowej jednostek¹⁷ (przedsiębiorstw).

Rachunek przepływów pieniężnych może być sporządzony metodą bezpośrednią lub metodą pośrednią. Metody te różnią się jedynie w sposobie ujmowania przepływów z działalności operacyjnej, które mogą być sporządzone metodą bezpośrednią bądź metodą pośrednią. Dla pozostałych dwóch obszarów działalności przedsiębiorstwa (inwestycyjnej oraz finansowej) prezentacja przepływów pieniężnych odbywa się metodą pośrednią¹⁸.

Niezależnie jaka metoda jest stosowana każda z dwóch metod ma podobną strukturę metodologiczną. Pierwszy blok arkusza służy do pomiaru przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, drugi to sumowanie przepływów pieniężnych z prowadzonej działalności inwestycyjnej, natomiast trzeci blok to pomiar przepływów pieniężnych z prowadzonej działalności finansowej. Pomiar przepływów pieniężnych dokonywany jest ex post, jako zmiana stanu środków pieniężnych na koniec danego okresu czasowego w odniesieniu do stanu z okresu bezpośrednio

¹⁴ Tekst jednolity ustawy o rachunkowości (DzU 1994, nr 121, poz. 591) zamieszczony jest w Internetowym Systemie Aktów Prawnych Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej, <http://isap.sejm.gov.pl/DetailsSerwlet?id=WDU19941210591> (22.02.2013).

¹⁵ Tekst Krajowego Standardu Rachunkowości nr 1 zamieszczony jest w serwisie internetowym Ministerstwa Finansów, http://www.mf.gov.pl/c/document_library/get_file?uuid=e262d42a-4bd7-4e21-8bb9-40177cac0554&groupId=764034 (22.02.2013).

¹⁶ Obowiązek badania sprawozdań finansowych określony jest przez art. 64 ustawy o rachunkowości.

¹⁷ T. Cicirko, *Źródła informacji potrzebnych do analizy płynności finansowej*, w: *Podstawy zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa*, red. T. Cicirko, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010, s. 57.

¹⁸ Ibidem, s. 60.

poprzedzającego okres, na jaki dokonywany jest pomiar. W praktyce arkusz przepływów pieniężnych sporządza się w okresach kwartalnych lub rocznych. Podstawą sporządzenia arkusza przepływów pieniężnych są dane finansowe przedsiębiorstwa zawarte w rachunku wyników oraz bilansie z dwóch sąsiadujących okresów czasowych.

Suma przepływów z poszczególnych obszarów działalności przedsiębiorstwa za dany okres pomiaru zamyka się saldem, które może być dodatnie, ujemne lub zerowe. Zsumowane salda z poszczególnych bloków składają się na bilansową zmianę salda środków pieniężnych. Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych może być dodatnia („+”), to znaczy stan środków w bilansie uległ zwiększeniu w okresie badanym w stosunku do okresu poprzedniego, lub stan bilansowy środków pieniężnych uległ zmniejszeniu („-”). Teoretycznie jeszcze możliwy jest stan „zero”, tzn. bez zmiany bilansowej stanu środków pieniężnych, lecz w praktyce sytuacja taka bardzo rzadko występuje.

W poszczególnych sekwencjach arkusza przepływów pieniężnych (to jest w obszarze działalności operacyjnej, inwestycyjnej, finansowej) przedsiębiorstwo może wypracowywać saldo dodatnie („+”), ujemne („-”), bądź „zerowe”.

Należy zaznaczyć, że w praktyce gospodarczej „zerowe” saldo przepływów pieniężnych (czy to na poziomie poszczególnego obszaru działalności, czy też jako saldo przepływów pieniężnych netto razem) występuje niezwykle rzadko. Stąd w przeprowadzonej analizie występowanie takiego przypadku zostało pominięte.

W tabeli 1 przedstawiono opis kształtowania się salda w poszczególnych obszarach działalności w odniesieniu do przedsiębiorstwa o profilu produkcyjnym lub usługowym (niebędącym instytucją finansową).

Bazując na zdefiniowanym w ustawie o rachunkowości oraz KSR 1 arkusza przepływów pieniężnych, w tabelach 2 i 3 zestawiono hipotetyczny układ kształtowania się sald z poszczególnych obszarów działalności przedsiębiorstwa (dla przedsiębiorstwa o profilu produkcyjnym lub usługowym). Wyszczególniono 14 hipotetycznych przypadków układu sald, które zostały podzielone na dwie grupy. W tabeli 2 przedsiębiorstwo zawsze odnotowuje dodatnie saldo przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, natomiast w tabeli 3 przedsiębiorstwo zawsze odnotowuje ujemne saldo przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Poszczególne 14 hipotetycznych przypadków oznaczono enumeratywnie od A1 do A7 (tabela 2) oraz od B1 do B7 (tabela 3).

Tabela 1. Opis kategorii przepływów pieniężnych

Obszar działalności	Wartości salda przepływów	
	+	-
Operacyjny	<ul style="list-style-type: none"> metoda bezpośrednia: wpływy operacyjne (przychody ze sprzedaży pomniejszone o koszty działalności operacyjnej) mają wartość dodatnią metoda pośrednia: wypracowywany zysk netto jest dodany, lub wartość ujemna zysku netto jest relatywnie niewielka, tak że po skorygowaniu o wartość amortyzacji, wartość tak określona jest dodatnia 	<ul style="list-style-type: none"> metoda bezpośrednia: wpływy operacyjne (przychody ze sprzedaży pomniejszone o koszty działalności operacyjnej) mają wartość ujemną metoda pośrednia: wypracowywany zysk netto jest dodany, lub wartość ujemna zysku netto jest relatywnie niewielka, tak że po skorygowaniu o amortyzację, wartość tak określona jest ujemna
Inwestycyjny	<ul style="list-style-type: none"> przedsiębiorstwo redukuje (poprzez sprzedaż) zakres posiadanych środków trwałych lub dokonuje sprzedaży aktywów nabytych w celach inwestycyjnych (procesy dezinwestycji) 	<ul style="list-style-type: none"> przedsiębiorstwo jest w fazie inwestowania, ponosząc wydatki na inwestycje o charakterze trwałym (majątek trwały) lub na zasadzie inwestycji w aktywa niefinansowe i finansowe
Finansowy	<ul style="list-style-type: none"> ma miejsce progresywne akumulowanie środków na finansowanie prowadzonej działalności poprzez zwiększenie funduszy własnych (nowa emisja udziałów, akcji, wniesienie dopłat do kapitału itp.) lub poprzez zaciąganie zobowiązań o charakterze dłużnym (kredyt bankowy, emisja obligacji itp.) 	<ul style="list-style-type: none"> realizowana jest aktywnie stopa zwrotu do właścicieli z zainwestowanego kapitału (np. poprzez dywidendę) lub przedsiębiorstwo jest w okresie spłaty zobowiązań o charakterze dłużnym (spłata kredytu, wykup obligacji itp.)

Źródło: opracowanie własne na podstawie ustawy o rachunkowości oraz KSR nr 1.

Tabela 2. Układ sald przepływów pieniężnych (działalność operacyjna „+”)

Obszar działalności	A1	A2	A3	A4	A5	A6	A7
Operacyjnej	+	+	+	+	+	+	+
Inwestycyjnej	+	+	+	-	-	-	-
Finansowej	+	-	-	+	+	-	-
Przepływy pieniężne netto razem	+	+	-	+	-	+	-

Źródło: opracowanie własne na podstawie ustawy o rachunkowości oraz KSR nr 1.

Tabela 3. Układ sald przepływów pieniężnych (działalność operacyjna „-”)

Obszar działalności	B1	B2	B3	B4	B5	B6	B7
Operacyjnej	-	-	-	-	-	-	-
Inwestycyjnej	+	+	+	+	-	-	-
Finansowej	+	+	-	-	+	+	-
Przepływy pieniężne netto razem	+	-	+	-	+	-	-

Źródło: opracowanie własne na podstawie ustawy o rachunkowości oraz KSR nr 1.

Jako kryterium podziału przyjęto kształtowanie się wartości salda przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Saldo pieniężne z działalności operacyjnej wskazuje, na ile prowadzona podstawowa działalność przedsiębiorstwa (działalność

operacyjna) jest fundamentalnie efektywna i przynosi dla przedsiębiorstwa korzyści (zyski w płynności) z punktu widzenia płynności finansowej.

W odniesieniu do przedsiębiorstwa o profilu produkcyjnym lub usługowym w interpretacji hipotetycznego układu kształtowania się sald przepływów pieniężnych należy wskazać, że:

- 1) Każda sytuacja, kiedy saldo przepływów pieniężnych netto razem zamyka się saldem ujemnym jest negatywna, gdyż za dany okres badany (wyliczenia przepływów pieniężnych) przedsiębiorstwo zmniejszyło stan bilansowy środków pieniężnych. Z hipotetycznych 14 przypadków układu sald taka sytuacja występuje w 7 przypadkach. Powtarzanie się takiej sytuacji w kolejnych okresach jednostkowych doprowadzi do utraty przez przedsiębiorstwo płynności finansowej, co może oznaczać bankructwo.
- 2) W 7 przypadkach na 14 hipotetycznie zdefiniowanych saldo przepływów pieniężnych netto razem może zamykać się saldem dodatnim. Lecz jak wskazuje analiza zawarta w tabeli 4, nie każdy z hipotetycznych przypadków w tej grupie jest pożądany dla stanu przedsiębiorstwa z punktu widzenia płynności finansowej.

Tabela 4 przedstawia indywidualną interpretację hipotetycznego układu poszczególnych sald (w odniesieniu do zbioru przypadków zawartych w tabeli 2).

Tabela 4. Charakterystyka układu sald (saldo z działalności operacyjnej „+”)

Lp.	Oznaczenie układu sald	Syntetyczna ocena stanu bieżącego	Hipotetyczny stan przyszłej płynności finansowej
1	A1	Układ sald z poszczególnych obszarów działalności wskazuje na przedsiębiorstwo dość dojrzałe, które nie tylko generuje dodatnie saldo z działalności operacyjnej, ale również jako wynik dezinwestycji; sytuacja jest dalece hipotetyczna, bo tak zasilane przedsiębiorstwo dodatkowo akumuluje środki pieniężne z dopływu kapitału netto (własnego czy też obcego), co trudno uzasadnić ekonomicznie.	Taki układ sald może wskazywać na akumulowanie środków pieniężnych celem dokonania istotnej inwestycji, np. w formie akwizycji; sytuacja dalszej płynności finansowej zależna jest od tego, jak zostanie wykorzystana gotówka.
2	A2	Strumień pieniężny generowany z działalności operacyjnej oraz z procesów dezinwestycji pozwala na pokrycie wypływów pieniężnych tytułem realizowanej spłaty długu oraz odsetek (w tym również wypłaty dywidendy); wypracowywana rentowność nie jest adekwatna do struktury pasywnej przedsiębiorstwa, co zmusza do zamykania pozycji inwestycyjnych, aby zbilansować spłatę długu (może świadczyć o restrukturyzacji bilansowej; wyprzedaży majątku produkcyjnego, aktywów inwestycyjnych, aktywów niestrategicznych).	Przyszła płynność finansowa jest zagrożona; jeśli wyprzedaż majątku doprowadzi do istotnej redukcji długu, przy zachowaniu dodatniej EBITDA, przedsiębiorstwo winno ustabilizować swoją sytuację płynności finansowej; lecz jeśli wyprzedaż majątku (zamykanie pozycji inwestycyjnych) nie doprowadzi do istotnego zredukowania długów, wówczas sytuacja nabierze cech sytuacji A7, kiedy to strumień pieniężny generowany przez działalność operacyjną będzie zbyt wąty, aby obsługiwać pasywa.

Lp.	Oznaczenie układu sald	Syntetyczna ocena stanu bieżącego	Hipotetyczny stan przyszłej płynności finansowej
3	A3	Strumień pieniężny generowany z działalności operacyjnej oraz z procesów dezinwestycji nie pozwala na pokrycie wypływów tytułem realizowanej spłaty długu oraz odsetek (w tym również wypłaty dywidendy); wypracowywana rentowność nie jest adekwatna do struktury pasywnej przedsiębiorstwa.	Wysokie ryzyko utraty płynności finansowej.
4	A4	Układ sald cechuje przedsiębiorstwa w fazie rozwoju i wzrostu (inwestowania) z dopływem kapitału netto (własnego czy też obcego); prowadzona działalność operacyjna oraz dopływ kapitału pozwala generować dodatnie saldo przepływów pieniężnych razem mimo ponoszonych nakładów inwestycyjnych.	Przyszła płynność przedsiębiorstwa będzie zależna od struktury zorganizowania pasywów (formuły zwrotu kapitału i oprocentowania) oraz efektywności finansowej przeprowadzonych inwestycji.
5	A5	Układ sald cechuje przedsiębiorstwa w fazie rozwoju i wzrostu (inwestowania) z dopływem kapitału netto (własnego czy też obcego); niestety prowadzona działalność operacyjna oraz dopływ kapitału netto nie wystarcza, aby generować dodatnie saldo przepływów pieniężnych netto razem, z racji ponoszonych nakładów inwestycyjnych.	Sytuacja może świadczyć o tym, że przedsiębiorstwo podejmuje inwestycje, której budżet finansowy nie jest zbilansowany i finansowanie inwestycji odbywa się kosztem kapitału obrotowego netto; generowane strumienie pieniężne z działalności operacyjnej oraz finansowej są zbyt wąskie, aby zbilansować nakłady inwestycyjne; jest to bardzo niebezpieczna sytuacja dla przyszłej płynności finansowej przedsiębiorstwa, szczególnie w momencie kiedy nastąpi termin zwrotu długu, a inwestycja nie będzie zrealizowana w pełni, bo np. zabraknie źródeł finansowania; wówczas przedsiębiorstwu grozi utrata płynności finansowej.
6	A6	Strumień pieniężny generowany z działalności operacyjnej jest na tyle zasobny, że pozwala na podejmowanie kolejnych inwestycji, ponadto bilansuje spłatę długu oraz odsetek (w tym również wypłaty dywidendy); wypracowywana rentowność jest adekwatna do struktury pasywnej przedsiębiorstwa oraz pozwala na aktywną działalność inwestycyjną.	Niskie ryzyko utraty płynności finansowej.
7	A7	Strumień pieniężny generowany z działalności operacyjnej nie pozwala na pokrycie wypływów z tytułu podejmowanych inwestycji, jak i nie bilansuje spłaty długu oraz odsetek (w tym również wypłaty dywidendy); wypracowywana rentowność nie jest adekwatna do struktury pasywnej przedsiębiorstwa oraz <i>de facto</i> nie pozwala na aktywną działalność inwestycyjną.	Sytuacja bardzo niebezpieczna dla utrzymania w przyszłości płynności finansowej; wysokie ryzyko utraty płynności finansowej.

Źródło: opracowanie własne.

Kolejnym elementem analizy będzie zbiór 7 hipotetycznych przypadków, z nadrzędnym wyróżnikiem, jakim jest sytuacja generowania przez przedsiębiorstwo ujemnego salda na prowadzonej działalności operacyjnej.

Dalej (w odniesieniu do zbioru przypadków zawartych w tabeli 3) przedstawiono indywidualną interpretację hipotetycznego układu poszczególnych sald.

Tabela 5. Charakterystyka układu sald (saldo z działalności operacyjnej „-”)

Lp.	Oznaczenie układu sald	Syntetyczna ocena stanu bieżącego	Hipotetyczny stan przyszłej płynności finansowej
1	B1	Strumień pieniężny generowany z działalności operacyjnej jest ujemny, utrzymanie płynności finansowej jest realizowane dzięki procesom dezinwestycji oraz jako wynik dopływu środków pieniężnych z kapitału netto (własnego czy też obcego).	Utrzymanie płynności finansowej jest możliwe raczej tylko w krótkim okresie czasu, chyba że zdeterminowany właściciel będzie zwiększał kapitały własne przedsiębiorstwa (podejmując jednocześnie działania restrukturyzacyjne) do momentu, kiedy operacyjny cash-flow osiągnie wartość dodatnią.
2	B2	Strumień pieniężny generowany z działalności operacyjnej jest na tyle ujemny, że nawet dopływ środków pieniężnych z procesów dezinwestycji oraz jako wynik dopływu środków pieniężnych z kapitału netto (własnego czy też obcego) nie niweluje ujemnego salda przepływów pieniężnych netto razem; nie należy wykluczyć, że przedsiębiorstwo ponosi bardzo duże starty finansowe.	Wysokie ryzyko utraty płynności finansowej.
3	B3	Dodatnia wartość końcowego salda przepływów pieniężnych netto razem jest generowana przez dopływ środków pieniężnych z procesów dezinwestycji.	Płynność finansowa takiego przedsiębiorstwa utrzyma się do momentu skonsumowania ostatnich środków pieniężnych pochodzących ze sprzedaży ostatnich niestrategicznych aktywów; przedsiębiorstwo niejako „kupuje” sobie czas, aby podjąć działania restrukturyzacyjne; przyszła płynność finansowa jest zagrożona.
4	B4	Dodatnia wartość przepływów pieniężnych generowanych z procesów dezinwestycji nie pozwala na wygenerowanie dodatniej wartości końcowego salda przepływów pieniężnych netto razem, gdyż operacyjne cash-flow jest ujemny oraz z przedsiębiorstwa jest wycofywany kapitał (własny, obcy).	Wysokie ryzyko utraty płynności finansowej.
5	B5	Dodatnia wartość końcowego salda przepływów pieniężnych netto razem jest generowana przez dopływ środków pieniężnych (kapitału własnego czy też obcego); dopływ kapitału jest na tyle istotny, że niweluje ujemną wartość operacyjnego cash-flow oraz pokrywa w końcowym saldzie ponoszone wydatki inwestycyjne.	Układ sald może świadczyć o tym, że przedsiębiorstwo pozyskało kapitał (własny/ obcy) na podjęcie procesów restrukturyzacji, wydatkuje środki pieniężne na konieczne z tego tytułu inwestycje; przyszła płynność finansowa będzie zależna od skuteczności procesu restrukturyzacji; decyzja o dokapitalizowaniu przedsiębiorstwa musi znajdować uzasadnienie w fundamentalnych przesłankach, w ocenie donatorów kapitału ryzyko bankructwa przedsiębiorstwa jest na poziomie dla nich do zaakceptowania.

Lp.	Oznaczenie układu sald	Syntetyczna ocena stanu bieżącego	Hipotetyczny stan przyszłej płynności finansowej
6	B6	Dopływ kapitału netto (własnego czy też obcego) nie pozwala na uzyskanie dodatniej wartości końcowej salda przepływów pieniężnych netto razem, gdyż przedsiębiorstwo realizuje program inwestycyjny przy jednoczesnym ujemnym saldzie pieniężnym z działalności operacyjnej.	Układ sald może świadczyć o tym, że przedsiębiorstwo pozyskało kapitał (własny/ obcy) na podjęcie procesów restrukturyzacji, wydatkuje środki pieniężne na konieczne z tego tytułu inwestycje; przyszła płynność finansowa będzie zależna od skuteczności procesu restrukturyzacji; przy czym zasilenie kapitałowe przedsiębiorstwa nie jest dokonane w stopniu adekwatnym do wymogów sytuacji, stąd ujemna końcowa wartość przepływów pieniężnych netto razem; taka sytuacja cechuje się raczej wysokim ryzykiem utraty płynności finansowej.
7	B7	Przedsiębiorstwo notuje w każdym ze strumieni ujemną wartość, co świadczy m.in., że ponosi wydatki inwestycyjne oraz spłaca zobowiązania (wypłaca dywidendę); jeśli na początek jednostkowego okresu bilansowe saldo środków pieniężnych było wysokie, sytuacja płynności wcale nie musi być trudna, w przeciwnym przypadku płynność finansowa takiego przedsiębiorstwa jest zagrożona.	Sytuacja takiego przedsiębiorstwa może być bardzo złożona i zależna jest od wartości bilansowego salda środków pieniężnych: przedsiębiorstwo może uzyskać dodatni operacyjny cash-flow jako pozytywny efekt ponoszonych inwestycji i w efekcie ustabilizować płynność finansową lecz również szybko może utracić płynność finansową, jeśli inwestycje nie przyniosą pożądanego efektu.

Źródło: opracowanie własne.

Każdy z 14 przedstawionych oraz poddanych analizie hipotetycznych przypadków układu sald przepływów pieniężnych ma inną implikację dla przyszłej płynności finansowej przedsiębiorstwa. W odniesieniu do analizy sytuacji konkretnego przedsiębiorstwa, czym większa liczba zestawionych historycznie okresów jednostkowych w chronologii czasowej, tym większa wartość merytoryczna takiej analizy i większa podstawa do wysuwania wniosków wobec przyszłej płynności finansowej przedsiębiorstwa.

Analiza arkusza przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa nabierze dodatkowej wartości, jeśli zostanie przeprowadzona w połączeniu z analizą kapitału obrotowego netto przedsiębiorstwa (w literaturze nazywanego również jako kapitał pracujący). Prognozowanie przyszłego stanu płynności finansowej może być bardziej trafne, jeśli do analizy zostanie wprowadzona informacja, czy wartość kapitału obrotowego netto jest dodatnia, czy też ujemna (oraz informacja na temat samej struktury kapitału obrotowego netto).

Kapitał obrotowy netto to różnica wartości aktywów obrotowych i zobowiązań krótkoterminowych wraz z krótkoterminowymi innymi rozliczeniami międzyokresowymi. Jest ona równoważna części aktywów obrotowych finansowanej kapitałem własnym, rezerwami na zobowiązania, zobowiązaniami długoterminowymi oraz

pozostała częścią rozliczeń międzyokresowych¹⁹. Przytoczona definicja kapitału obrotowego netto sformułowana jest w ujęciu bilansowym²⁰, odpowiadającemu prowadzonej analizie (z racji konstrukcji arkusza przepływów pieniężnych).

Różnica ta może mieć wartość dodatnią, wówczas kapitał obrotowy netto ma wartość dodatnią, który to stan rzeczy należy uznać za właściwy i prawidłowy dla przedsiębiorstwa, gdyż zobowiązania krótkoterminowe są o wartości mniejszej niż majątek obrotowy. W tej sytuacji kapitał długoterminowy finansuje nie tylko majątek trwały, ale część majątku obrotowego (stan pożądany).

Jeśli różnica z przytoczonej definicji kapitału obrotowego netto jest ujemna, to wówczas kapitał obrotowy netto ma wartość ujemną. Zmienia to podejście do bieżącej oceny sytuacji płynności finansowej przedsiębiorstwa, gdyż występuje przewaga zobowiązań krótkoterminowych nad bieżącymi aktywami (aktywa obrotowe). Taki stan rzeczy nie jest oczywiście stanem pożądanym dla przedsiębiorstwa, zobowiązania krótkoterminowe finansują majątek trwały. Zamiana wszystkich aktywów obrotowych na gotówkę nie pokryje w całości zobowiązań krótkoterminowych.

Jeśli kapitał obrotowy netto ma wartość ujemną oraz wartość przepływów pieniężnych netto razem jest ujemna, wówczas występuje szczególne zagrożenie dla utraty płynności finansowej w przedsiębiorstwie. Generowanie ujemnego salda przepływów pieniężnych netto razem nie pozwala na wyrównanie stanu ujemnej nierównowagi pomiędzy wartością zobowiązań krótkoterminowych a majątkiem obrotowym (bez zmiany struktury finansowania). Ponadto przedsiębiorstwo takie ma utrudnione pozyskanie nowych źródeł finansowania (np. kolejny kredyt obrotowy), gdyż ma obniżony standing finansowy, co utrudnia pozyskanie nowych, zewnętrznych źródeł finansowania działalności. Presja krótkoterminowych wierzycieli staje się coraz większa, gdyż ich należności nie są regulowane w terminie. Przedsiębiorstwo staje przed realnym problemem pozyskania „świeżego” kapitału, który jest niezbędny, aby ustabilizować stan płynności finansowej w przedsiębiorstwie oraz finansować przeprowadzenie procesów restrukturyzacji.

Wnioski

W podsumowaniu przeprowadzonej analizy dokonano zaszeregowania wyodrębnionych i opisanych hipotetycznych przypadków układu poszczególnych

¹⁹ D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej...*, op.cit., s. 39.

²⁰ K. Kreczmańska-Gigol, *Zarządzanie kapitałem obrotowym netto*, w *Aktywne zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa*, red. K. Kreczmańska-Gigol, Difin, Warszawa 2010, s. 74.

sald przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie. Bazując na dokonanych opisach zawartych w tabeli 4 oraz w tabeli 5 zaszeregowano przypadki do czterech kategorii.

Tabela 6. Kategorie ryzyka utraty płynności

Grupa	Oznaczenie układu sald
Sytuacja optymalna	A6
Niskie ryzyko utraty płynności finansowej	A2, B1, B3,
Wysokie ryzyko utraty płynności finansowej	A3, A5, A7, B2, B4, B6
Brak jednoznacznego wskazania	A1, A4, B5, B7

Źródło: opracowanie własne.

Tylko jeden z hipotetycznych układów sald przepływów pieniężnych zakwalifikowano jako sytuację optymalną w przedsiębiorstwie – układ sald oznaczony jako A6. Do grupy niskiego ryzyka utraty płynności finansowej zakwalifikowano trzy przypadki kształtowania się sald, natomiast sześć przypadków zakwalifikowano do grupy wysokiego ryzyka utraty płynności finansowej. Wobec czterech przypadków dokonana analiza nie daje podstaw do jednoznacznej interpretacji, wobec powyższego zaszeregowano te przypadki w kategorii jako „brak jednoznacznego wskazania”.

Do grupy wysokiego ryzyka utraty płynności finansowej zostały zaliczone trzy przypadki układu sald przepływów pieniężnych, gdzie strumień pieniężny generowany przez działalność operacyjną jest dodatni (przypadki oznaczone jako A3, A5, A7). Przedsiębiorstwo może zatem nominalnie być rentowne, lecz jednocześnie cechować się wysokim ryzykiem utraty płynności finansowej i być narażone na bankructwo. Decyduje o tym wiele innych czynników, takich jak wartość i struktura kapitału obrotowego netto, charakter i struktura strony pasywnej bilansu oraz płynnościowa implikacja podejmowanych przez przedsiębiorstwo procesów inwestycyjnych (charakter i stabilność źródeł finansowania inwestycji).

Bibliografia

Aktywne zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa, red. K. Kreczmańska-Gigol, Difin, Warszawa 2010.

Ekonomiczne aspekty upadłości przedsiębiorstw w Polsce, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005.

Nauka o przedsiębiorstwie. Wybrane zagadnienia, red. I. Lichniak, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.

Nowak J., Zarzecki D., *Perspektywa finansowa restrukturyzacji*, Difin, Warszawa 2012.

Podstawy zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa, red. T. Cicerko, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.

Przedsiębiorstwo, wartość, zarządzanie, red. C. Suszyński, PWE, Warszawa 2007.

Schumpeter J.A., *Kapitalizm, socjalizm, demokracja*, przekład M. Rusiński, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995.

Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.

Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (DzU 1994, nr 121, poz. 591).

Wędzki D., *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna Kraków, Kraków 2003.

Netografia

http://wyborcza.biz/biznes/1,100896,11750691,Analitycy__Nokia_za_dwa_lata_moze_byc_bankrutem.html (18.02.2013).

Krajowy Standard Rachunkowości nr 1, http://www.mf.gov.pl/c/document_library/get_file?uuid=e262d42a-4bd7-4e21-8bb9-40177cac0554&groupId=764034 (22.02.2013).

Paweł Wieprzowski¹

Piotr Wieprzowski²

Rola i znaczenie funduszy arbitrażowych

Wstęp

Rynek funduszy hedgingowych przyciąga uwagę polityków (np. Davida Camerona³), ekonomistów (np. Nouriel Roubiniego⁴), a nawet dziennikarzy (np. Gilliana Tetta⁵ z „Financial Timesa”). Jest to związane z brakiem dokładnych informacji na jego temat, co jest konsekwencją istnienia bardzo rozdrobnionego i nieregulowanego rynku. Powoduje to, że bardzo trudno jest zdobyć dane dotyczące tego funduszu. Jednakże wraz z postępującym procesem globalizacji i liberalizacji przepływów kapitałowych, fundusze hedgingowe zaczęły odgrywać coraz ważniejszą rolę na rynkach finansowych.

Fundusze te były w stanie osiągnąć dodatnie zwroty, niezależnie od sytuacji na rynkach finansowych. Najlepszym przykładem takiej zdolności jest fundusz Paulson & Co., który zarobił 15 mld USD na załamaniu amerykańskiego rynku nieruchomości⁶. Kolejną kwestią, często przywoływaną podczas dyskusji na temat rynku tych funduszy, są gigantyczne stopy zwrotu. Jednym z ostatnich tego przykładów jest Boone Pickens, którego fundusz BP Capital Commodity Fund w 2005 r. osiągnął stopę zwrotu na poziomie 650%.

¹ Mgr Paweł Wieprzowski, doktorant, Kolegium Zarządzania i Finansów, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

² Piotr Wieprzowski, student, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

³ J.G. Neuger, *Cameron Demands Risk UK Becoming Hedge Fund Island for Merkel*, 3 February 2013, <http://www.bloomberg.com/news/2013-02-03/cameron-demands-risk-u-k-becoming-hedge-fund-island-for-merkel.html> (22.01.2013).

⁴ N. Roubini, *Credit Derivatives, Hedge Funds, and Leverage Ratios of 50: The Credit House of Cards*, 20 January 2007, <http://www.economonitor.com/nouriel/2007/01/20/credit-derivatives-hedge-funds-and-leverage-ratios-of-50-the-credit-house-of-cards/> (22.01.2013).

⁵ G. Tett, *Time to stop addition to momentum trading*, „Financial Times”, 20 December 2012, <http://www.ft.com/cms/s/0/c6bb0de2-4ac3-11e2-9650-00144feab49a.html#axzz2LYS55n2C> (22.01.2013).

⁶ D. Gross, *The Greatest Trade Ever*, „Newsweek”, 9 November 2009, <http://www.thedailybeast.com/newsweek/2009/11/09/the-greatest-trade-ever.html> (22.01.2013).

Celem Autorów niniejszego opracowania jest udzielenie odpowiedzi na dwa pytania. Po pierwsze, czy tego typu fundusze stanowią poważne zagrożenie dla globalnej stabilności finansowej? Po drugie, czy fundusze hedgingowe przyczyniły się do wybuchu kryzysu finansowego z 2008 r.? Dla celów tego opracowania stabilność finansowa rozumiana jest jako brak szoków (lub działań je powodujących), które mogłyby prowadzić do znacznych zakłóceń w funkcjonowaniu rynków finansowych.

1. Rynek funduszy hedgingowych

Początek branży funduszy hedgingowych sięga 1949 r., gdy Alfred W. Jones założył pierwszą taką firmę. Najbardziej dynamiczny rozwój tego rynku rozpoczął się jednak w latach 90. Wtedy liberalizacja przepływów kapitałowych zwiększyła możliwości inwestowania w krajach o stosunkowo słabo rozwiniętych rynkach finansowych. Fundusze te skutecznie „transferowały strumienie kapitału z gospodarek uprzemysłowionych do tych rozwijających się”⁷. Należy zauważyć, że właśnie dzięki temu znacznie przyczyniły się do zwiększenia płynności na tych rynkach⁸. Dlatego branża ta tak szybko się rozwijała począwszy od lat 80. XX w.⁹ W roku 2011 liczba tego typu funduszy była szacowana na ok. 10 tys. (wykres 1) z łącznymi aktywami szacowanymi na 2,13 bln USD¹⁰.

Fundusze te przyciągnęły uwagę tradycyjnych funduszy emerytalnych i inwestycyjnych oraz banków, z powodu braku właściwych regulacji tego rynku¹¹. Poprzez inwestowanie w fundusze hedgingowe, inni pośrednicy finansowi mogli efektywnie angażować się w inwestycje, które nie były przez ich regulatorów dozwolone.

Najbardziej charakterystyczną cechą funduszy hedgingowych, jako inwestorów instytucjonalnych, jest niska korelacja między ich zyskami a stopami zwrotu z rynków, na których działają¹². Powoduje to dużą pokusę zarabiania pieniędzy nawet podczas bessy, czyniąc te fundusze tak atrakcyjnymi dla wielu inwestorów.

⁷ E.S. Prasad, K. Rogoff, S.-J. Wei, M.A. Kose, *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, „IMF Occasional Paper” 2003, no. 220, s. 11.

⁸ A. Sławiński, *Rola inwestorów instytucjonalnych, banków oraz funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego*, referat na konferencję pt. „Współczesne problemy finansów międzynarodowych”, Kolegium Gospodarki Światowej, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 17 listopada 2006, http://www.nbp.pl/en/publikacje/lectures/slawnski_112006.pdf (23.01.2013).

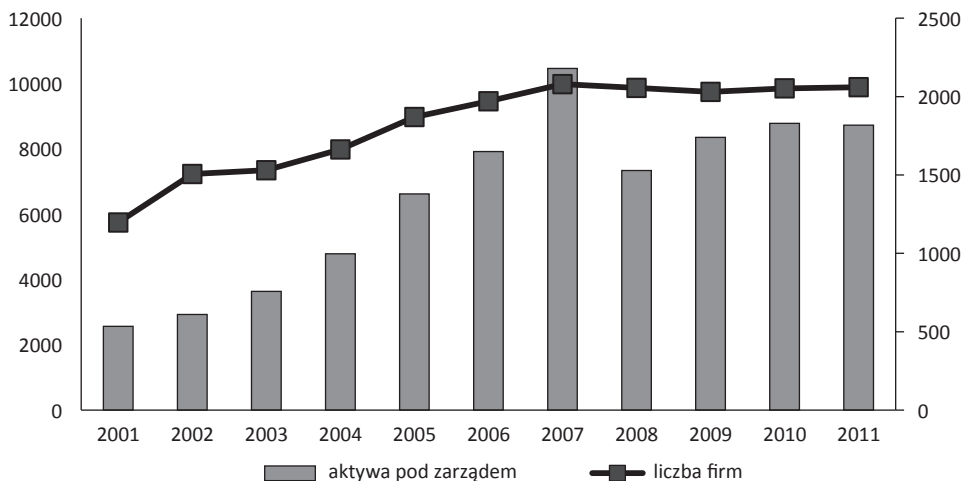
⁹ International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report: Market developments and issues*, April 2007, s. 55.

¹⁰ *Hedge fund assets reach record levels in Q1*, 19 April 2012, <http://www.reuters.com/article/2012/04/19/hedgefunds-flows-idUSL2E8FJ3PM20120419> (25.01.2013).

¹¹ R.M. Stulz, *Hedge Funds: Past, Present, and Future*, „The Journal of Economic Perspectives”, vol. 21, no. 2, Spring 2007, s. 176.

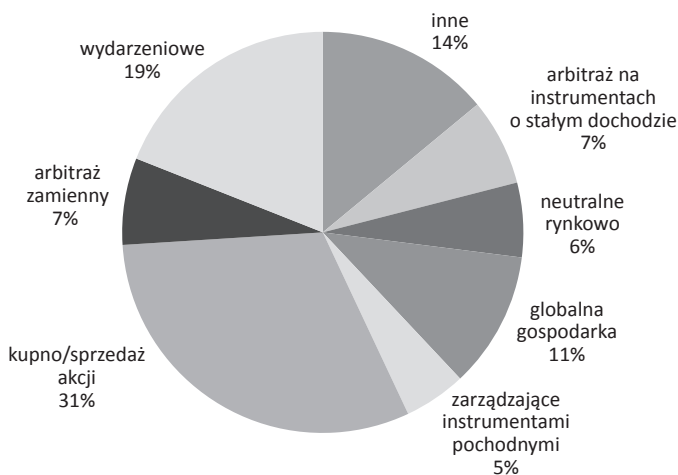
¹² A.J. Patton, *Are “Market Neutral” Hedge Funds Really Market Neutral?*, „The Review of Financial Studies”, vol. 22, no. 7, July 2009, s. 2495.

Nie oznacza to jednak, że fundusze hedgingowe nie ponoszą strat. Znaczy to jedynie tyle, że fundusze te są w stanie generować zarówno zyski, jak i straty niezależnie od kondycji giełdy. Kolejną ciekawą cechą tych funduszy jest ich dywersyfikacja i aktywność na wszystkich rodzajach rynków finansowych (zob. wykres 2), co przyciąga również inwestorów szukających ekspozycji na różnych rynkach, na którym nie wolno im jednak handlować.



Wykres 1. Rynek funduszy hedgingowych: majątek (lewa oś, w mld USD), liczba firm (prawa oś)

Źródło: TheCityUK, „Fund Management”, November 2012, s. 3.



Wykres 2. Rynek funduszy hedgingowych w przekroju (2004 r.)

Źródło: A. Sławiński, *Hedge Funds*, 2011, s. 18, http://www.rynkifinansowe.pl/rf_2011_04.pdf (25.01.2013).

W przypadku funduszy neutralnych rynkowo (market neutral) celem zarządzających jest osiągnięcie zysku z równoczesnych transakcji sprzedaży i kupna akcji w obrębie danego sektora. Wyprzedawane są akcje firm uznanych za te, które będą sobie radziły gorzej od danego sektora, zaś nabywane są akcje tych spółek, które mają, w odczuciu zarządzających, radzić sobie dużo lepiej. Jednocześnie inwestor nie jest narażony na negatywne oddziaływanie czynników na cały sektor (jednoczesny zakup i sprzedaż spółek z danego sektora neutralizuje ów efekt).

Podobną strategią jest kupno/sprzedaż akcji (long/short equity), w której to również kupowane i sprzedawane są jednocześnie spółki, z tą różnicą, że mogą to być firmy z różnych sektorów. W takiej sytuacji nie zostaje wyeliminowane specyficzne ryzyko sektorowe, tak jak w przypadku jednoczesnej sprzedaży i zakupu spółek z jednej branży.

W przypadku strategii globalnej gospodarki (global macro) zestaw instrumentów, w które się inwestuje jest dużo większy. Zarządzający danym funduszem nabywa lub sprzedaje różne walory (akcje, obligacje, kontrakty terminowe itp.) na różnych rynkach zgodnie z oczekiwaniami rozwoju sytuacji gospodarczej na nich¹³.

Fundusze wydarzeniowe (event driven) inwestują w spółki, które będą przeżyły określone zmiany. Mogą to być np.: fuzje, przejęcia, bankructwa itp. W zależności od tego czy spółka w oczach inwestora będzie zyskiwała, czy traciła, odpowiednie decyzje zostaną podjęte przez zarządzających.

W strategii arbitrażu na instrumentach o stałym dochodzie (fixed income arbitrage) fundusz działa na rynku papierów dłużnych (skarbowych, korporacyjnych lub komunalnych). Celem takiej działalności jest znalezienie źle wycenionych (za wysoko lub za nisko) walorów i odpowiednio – sprzedaż lub ich kupno¹⁴.

Zła wycena walorów jest również podstawą strategii zamiennego arbitrażu (convertible arbitrage), w której to fundusz hedgingowy inwestuje jednocześnie w obligacje zamienne i akcje danej firmy. Źródłem zysku ma być niewłaściwa wycena obligacji zamiennej (np. ze względu na mniejszą płynność tego rynku) względem ceny akcji tej firmy¹⁵.

Strategia zarządzania instrumentami pochodnymi (managed futures) polega na handlu kontraktami terminowymi. Jej zaletą jest możliwość generowania dodatnich stóp zwrotu w przypadku spadku ceny aktywów na rynkach finansowych, pod warunkiem wcześniejszego przewidzenia kierunku zmian trendu¹⁶.

¹³ Por. Raisepartner, *Global macro strategies*, November 2008, http://www.raisepartner.com/downloads/research/Global_Macro_Strategies.pdf (26.02.2013).

¹⁴ Por. J. Duarte, F.A. Longstaff, F. Yu, *Risk and return in fixed income arbitrage: nickles in front of a steamroller?*, 6.03.2005, <http://escholarship.org/uc/item/6zx6m7fp#page-1> (26.01.2013).

¹⁵ *Hedge Fund Strategy – Convertible Arbitrage*, <http://www.barclayhedge.com/research/educational-articles/hedge-fund-strategy-definition/hedge-fund-strategy-convertible-arbitrage.html> (27.01.2013).

¹⁶ *Fundusze managed futures*, <http://www.inwestycjewfundusze.pl/fundusze-managed-futures/> (27.01.013).

2. Wyniki funduszy arbitrażowych

Jak wspomniano wcześniej, rzekome, bardzo wysokie stopy zwrotu były również jednym z czynników, które przyciągały uwagę wielu inwestorów. Badania nie potwierdzają jednak tej „ponadprzeciętnej” zdolności funduszy. B. Liang dowiódł, że w okresie od początku do połowy lat 90. XX w., fundusze hedgingowe zarabiały średnio 14,2% rocznie, podczas gdy średnia roczna stopa zwrotu S&P 500 była na poziomie 18,8%¹⁷. Podobne sytuacje zdarzają się często¹⁸.

Należy również pamiętać, że rynek funduszy hedgingowych jest sektorem bardzo słabo regulowanym, dlatego też fundusze publikują swoje zwroty z inwestycji dobrowolnie. Często bywa tak, że kiedy fundusz nie osiąga pożądanego wyniku (stopy zwrotu gorsze od wyznaczonych stóp odniesienia), wtedy nie publikuje ich lub też jest zamykany. Fakty te nie są uwzględniane w bazach danych, które są podstawą do obliczania średnich stóp zwrotu tego sektora. Owe średnie stopy zwrotu powstają więc na podstawie tylko tych funduszy, które osiągnęły zadowalające wyniki. Stwarza to tzw. efekt przetrwania (*survivorship bias*). Niektóre badania poruszały ten problem i wykazały, że powoduje on zawyżenie stopy zwrotu od 2 do 3,42 pkt proc.¹⁹

Kolejną kwestią wartą poruszenia jest wpływ wielkości funduszy hedgingowych na ich wyniki. Łatwiej jest osiągnąć lepsze wyniki inwestycyjne zarządzając funduszami z mniejszymi aktywami, ponieważ swobodnie mogą one kupować lub sprzedawać mniej płynne aktywa bez większego oddziaływania na ich cenę.

Następnym istotnym zagadnieniem podczas omawiania wyników funduszy hedgingowych jest geograficzna lokalizacja ich inwestycji oraz ich siedziby. M. Teo²⁰ wykazał, że na wyniki inwestycyjne tej grupy inwestorów instytucjonalnych silnie oddziałuje fizyczna obecność w miejscu ich faktycznej działalności. Stwierdził on, że fundusze inwestujące w „swoim regionie” uzyskują przeciętnie o 3,72 pkt proc. wyższe stopy zwrotu niż fundusze działające na rynkach zagranicznych. Czynnikiem za to odpowiedzialnym jest, według niego, przewaga informacyjna – posiadanie

¹⁷ B. Liang, *Hedge Funds Performance: 1990–1999*, „Financial Analysts Journal”, vol. 57, no. 1, January-February 2001, s. 17.

¹⁸ Np. por. *Hedge funds offered weak returns in 2010*, 31 December 2010, <http://www.reuters.com/article/2010/12/31/us-hedgefunds-yearend-idUSTRE6BU1W720101231> (28.01.2013).

¹⁹ W. Fung, D.A. Hsieh, *The Information Content of Performance Track Records: Investment Style and Survivorship Bias in the Historical Returns of Commodity Trading Advisors*, 1997, s. 14, <https://faculty.fuqua.duke.edu/~dah7/jpm1997.pdf> (28.01.2013).

²⁰ M. Teo, *The Geography of Hedge Funds*, „The Review of Financial Studies” 2009, vol. 22, no. 9, s. 3558–3559.

wiedzy o „swoim własnym regionie”. Sprawdza się to szczególnie w przypadku wschodzących i stosunkowo mało płynnych rynków. Najlepsze podsumowanie rynku funduszy hedgingowych zaproponował S. Lack, były bankier JP Morgan, mówiąc: „Podczas gdy rynek funduszy hedgingowych wygenerował bajeczny majątek, a także stworzył wiele fortun, zrobił to głównie dla siebie”²¹.

3. Aktywa funduszy hedgingowych

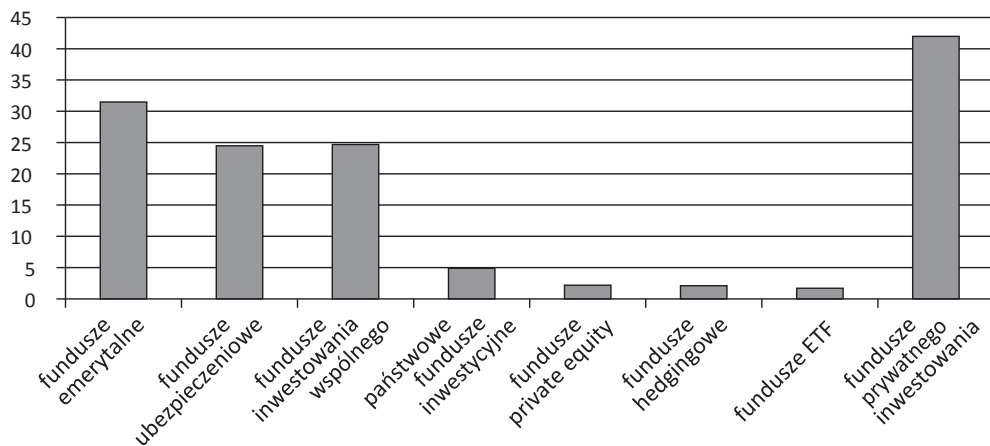
Aby odpowiedzieć na pierwsze pytanie, gdzie analizujemy wpływ funduszy hedgingowych na stabilność sektora finansowego, musimy spojrzeć na dwie rzeczy – wartość aktywów tych firm oraz ich dźwignię finansową. Im większa wartość tych czynników, tym większy jest ich wpływ (a także możliwe zagrożenie) dla omawianych rynków.

Po pierwsze, rynek funduszy hedgingowych ma stosunkowo małe aktywa, jeśli porównamy je z wartością aktywów innych firm z sektora finansowego (zob. wykres 3). Firmy z aktywami szacowanymi na 2,13 bln USD²² nie mogą odgrywać decydującej roli w destabilizacji rynków finansowych. Wspomniana wartość jest dziesięciokrotnie mniejsza niż wartość aktywów funduszy wzajemnych, funduszy ubezpieczeniowych, a także piętnaście razy mniejsza niż wartość funduszy emerytalnych.

Kolejną kwestią jest koncentracja rynku funduszy hedgingowych. W przypadku gdy jest kilka funduszy z wyjątkowo dużymi aktywami, ich bankructwo mogłoby wytworzyć znaczne ryzyko systemowe. Jeśli jednak spojrzymy na 20 największych na świecie funduszy hedgingowych (tabela 1), raczej trudno stwierdzić, że nawet Bridgewater Associates, z aktywami pod zarządem na poziomie 77,6 mld USD, jest instytucją, którą można nazwać „zbyt dużą, by upaść”. Jeśli porównamy to z aktywami Deutsche Banku równymi 2,81 bln USD, oczywiste jest, że fundusz ten jest ponad trzydziestokrotnie mniejszy od funduszu wspomnianego banku. Nie może więc stanowić poważnego zagrożenia dla stabilności sektora finansowego.

²¹ G.S. Fisher, *Chasing the Mirage of Hedge Fund Returns*, „Forbes”, 23.01.2012, <http://www.forbes.com/sites/greggfisher/2012/01/23/chasing-the-mirage-of-hedge-fund-returns/> (28.01.2013).

²² *Hedge fund assets reach record levels in Q1*, 19 April 2012, <http://www.reuters.com/article/2012/04/19/hedgefunds-flows-idUSL2E8FJ3PM20120419> (28.01.2013).



Wykres 3. Aktywa pod zarządem (w bln USD, koniec 2011 r.)

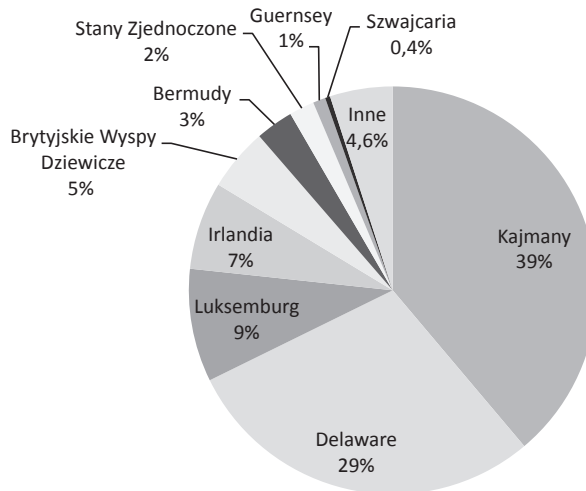
Źródło: TheCityUK, „Fund Management”, November 2012, s. 1.

Tabela 1. 20 największych na świecie funduszy hedgingowych (stan na 31 października 2011 r.)

Ranking	Fundusz hedgingowy	Aktywa pod zarządem (w mld USD)
1	Bridgewater Associates	77,6
2	Man Group	64,5
3	JP Morgan Asset Management	46,6
4	Brevan Howard Asset Management	32,6
5	Och-Ziff Capital Management Group	28,5
6	Paulson & Co.	28,0
7	BlackRock Advisors	27,7
8	Winton Capital Management	27,0
9	Highbridge Capital Management	26,1
10	BlueCrest Capital Management	25,0
11	Baupost Group	23,0
11	Cerberus Capital Management	23,0
11	D.E. Shaw & Co.	23,0
14	Angelo Gordon & Co.	22,0
15	AQR Capital Management	20,5
16	Farallon Capital Management	20,0
17	Goldman Sachs Asset Management	19,5
18	Elliott Management	19,0
19	King Street Capital Management	18,5
20	Canyon Partners	18,1

Źródło: „Bloomberg Markets Magazine”, 10 January 2012, <http://www.bloomberg.com/news/2012-01-10/chase-coleman-channels-ancestor-stuyvesant-with-45-robertson-like-return.html> (1.02.2013).

Uzupełnieniem analizy rynku funduszy hedgingowych jest również geograficzna struktura kraju, w którym mają siedzibę. Najwięcej tych firm jest zarejestrowanych w krajach uchodzących za raje podatkowe (Kajmany, Bermudy, Brytyjskie Wyspy Dziewicze). W praktyce oznacza to, że operują one w regionach, gdzie niezwykle trudno jest o transparentność dokonywanych transakcji i odpowiednie regulacje dotyczące sprawozdawczości finansowej.



Wykres 4. Geograficzna struktura siedzib funduszy hedgingowych (rok 2012)

Źródło: Structuring Offshore Hedge Funds, Hedge Fund Fundamentals, 2012, http://www.hedgefundfundamentals.com/wp-content/uploads/2012/12/HFF_Structuring_Offshore_HedgeFunds_11-2012.pdf (5.11.2013).

Przeciwnicy opinii o braku systemowego znaczenia funduszy hedgingowych mogą zasugerować, że 15 lat temu upadek słynnego funduszu Long Term Capital Management (LTCM) stworzył zagrożenie dla stabilności sektora finansowego. Należy pamiętać, że LTCM miał aktywa pod zarządem równe 125 mld USD, a także dźwignię na poziomie 25 do 1²³. W tamtych czasach fundusz ten stanowił faktycznie zagrożenie dla stabilności finansowej, nie tylko ze względu na znaczne aktywa, ale także z powodu bardzo wysokiej dźwigni finansowej. Ówczesne 125 mld USD stanowiły 1,4% amerykańskiego PKB z 1998 r. Jeśli porównamy aktywa największego obecnie funduszu hedgingowego – Bridgewater Associates, z PKB USA z 2011 r., uzyskamy jedynie 0,5%, co stanowi 1/3 podobnego stosunku dla LTCM. Co więcej, dzisiejsze fundusze hedgingowe mają znacznie mniejszą dźwignię (por. pkt 4

²³ F.R. Edwards, *Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management*, „The Journal of Economic Perspectives”, vol. 13, no. 2, Spring 1999, s. 198.

opracowania), co dodatkowo minimalizuje stwarzane przez nich ryzyko dla stabilności finansowej.

4. Dźwignia funduszy hedgingowych

Kolejnym ważnym zagadnieniem w debacie na temat wpływu funduszy hedgingowych na stabilność finansową, jest ich dźwignia. Stanowi ona kluczowy element zarządzania ryzykiem, co w konsekwencji wpływa na ich aktywność na rynku. Niestety, z powodu praktycznego braku regulacji funduszy hedgingowych, dane na temat ich stopnia lewarowania są znikome. Opierając się na dostępnych materiałach można stwierdzić, że fundusze hedgingowe mają jedne z najmniejszych poziomów dźwigni w sektorze finansowym. A. Ang i inni potwierdzają te szacunki wskazując, że w okresie od grudnia 2004 r. do grudnia 2009 r. fundusze hedgingowe miały dźwignię na poziomie 2,²⁴. Wyniki te są zgodne z rezultatami uzyskanymi przez ekonomistów JP Morgan, którzy obliczyli, że rynek funduszy hedgingowych na początku 2008 r. miał dźwignię na poziomie 3,0, a na początku 2009 r. – 1,5²⁵. Najnowsze badania wskazują, że firmy te w latach 2010 i 2011 miały dźwignię na poziomie odpowiednio 1,27 i 1,10²⁶.

Opierając się na wskazanych danych, można dojść do dwóch wniosków. Po pierwsze, dźwignia na rynku funduszy hedgingowych jest jedną z najniższych w całym sektorze finansowym. Biorąc również pod uwagę wartość ich aktywów, jest mało prawdopodobne, że „swoimi siłami” fundusze hedgingowe są w stanie w sposób istotny zagrozić stabilności finansowej.

Po drugie, mówi się, że podczas ostatniego kryzysu finansowego fundusze hedgingowe były zmuszone wyprzedawać aktywa, by zmniejszyć swoją dźwignię finansową. To po części „przyczyniło się do powstania pionowej spirali na rynkach aktywów”²⁷. Choć to prawda, nie można zapomnieć, że proces delewarowania, w przypadku

²⁴ A. Ang, S. Gorovyy, G.B. van Inwegen, *Hedge Fund Leverage*, „NBER Working Papers”, no. 16 801, February 2011, s. 28.

²⁵ JP Morgan, *Insights: Hedge Fund Industry Observations Series*, 2009, s. 5, <http://www.jpmorganinstitutional.com/cm/Satellite?blobcol=urldata&blobheader=application%2Fpdf&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=1321487761903&ssbinary=true> (1.03.2013).

²⁶ Hedge Fund Research, *Hedge fund industry leverage declines as total capital reaches record level*, 11 May 2011, s. 1, http://www.hedgefundresearch.com/pdf/pr_20110517.pdf (1.03.2013). Bank komercyjny, który jest zarządzany zgodnie z rekomendacjami Bazylei II, musi utrzymywać swój stosunek kapitałowy (relacja kapitału do ryzyka – aktywa ważone) na poziomie minimalnym równym 8%. Oznacza to, że jeśli obliczymy dźwignię tego banku (relację aktywów do kapitału), otrzymamy 12,5. Jest to wartość znacznie większa niż wartość podobnego stosunku na rynku funduszy hedgingowych.

²⁷ P. Swagel, *The Financial Crisis: An Inside View*, „Brookings Papers on Economic Activity”, vol. 2009, Spring 2009, s. 7.

tych funduszy, był raczej umiarkowany, ponieważ fundusze te nie miały wysokiej dźwigni, nie wspominając już relatywnie małych aktywów. To przede wszystkim banki były tymi instytucjami, które musiały zdecydowanie bardziej obniżyć swoje dźwignie finansowe, a także były odpowiedzialne za intensyfikację strony podażowej rynku (wyprzedaż aktywów).

5. Kryzys finansowy

Drugie pytanie dotyczy roli funduszy hedgingowych, jaką odegrały w kryzysie finansowym w 2008 r. Nawet ich krytycy przyznają, że nie były one kluczowym czynnikiem doprowadzającym do kryzysu, który i tak by wybuchł, nawet gdyby fundusze te nie zaangażowałyby się na rynku CDO-sów²⁸. Fundusze hedgingowe „nie zajmowały się tworzeniem pochodnych instrumentów kredytowych, nie „opakowały” ich, ani nie dystrybuowały na rynku”²⁹. Z drugiej jednak strony Międzynarodowy Fundusz Walutowy sugeruje, że kupowały one CDO-sy w olbrzymich ilościach³⁰. To stymulowało dalszy rozwój rynku hipotecznych instrumentów pochodnych i zwiększyło skalę kryzysu.

Niemniej jednak są jeszcze cztery kwestie, które należy dodać do tych rozważań. Przede wszystkim, popyt tych funduszy nie mógł być kluczowym czynnikiem, który zadecydował o globalnej skali handlu CDO-sami. Wystarczy spojrzeć na wartość ich aktywów i porównać je do innych pośredników finansowych, by wiedzieć, że ich rola nie mogła być znacząca (zob. wykres 2). Po drugie, nie wszystkie fundusze hedgingowe inwestowały w CDO-sy. Firmy te mają różne strategie i działają na różnych rynkach, co oznacza, że nie wszystkie z nich były aktywne na rynku pochodnych instrumentów kredytowych. To dodatkowo minimalizuje ich „winę”. Po trzecie, niektóre z tych funduszy mogły traktować inwestycję w CDO-sy jako element dywersyfikacji ich portfela. Na koniec, popyt funduszy hedgingowych na instrumenty mógł być stymulowany przez ich klientów, którzy chcieli mieć ekspozycję na rynek hipoteczny poprzez te fundusze. A więc wina za ich aktywność na tym rynku nie mogła w pełni spocząć na nich.

²⁸ Ph. Lysandrou, *The primacy of hedge funds in the subprime crisis*, „The Journal of Post Keynesian Economics”, vol. 34, no. 2, Winter 2011–2012, s. 225.

²⁹ Ph. Lysandrou, *The real role of hedge funds in the crisis*, „Financial Times”, 1 April 2012, <http://www.ft.com/cms/s/0/e83f9c52-6910-11e1-9931-00144feabdc0.html#axzz2LYS55n2C> (2.02.2013).

³⁰ International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report: Market developments and issues*, April 2007, s. 10.

Warto także podkreślić, że liczba funduszy hedgingowych pozostała w miarę stabilna (zob. wykres 1), pomimo faktu, że rynek ten, w przeciwieństwie do sektora bankowego, nie miał bezpośredniego dostępu do państwowych planów wykupu. Oczywiście skorzystały one na zwiększonej płynności, ale nie zaoferowano im żadnych gwarancji państwowych, które w sposób znaczny pomogły uspokoić sytuację w sektorze bankowym. Było tak częściowo ze względu na to, że żaden z funduszy hedgingowych nie był postrzegany jako zagrożenie dla stabilności systemu finansowego³¹.

Wnioski

Celem Autorów analizy było udzielenie odpowiedzi na dwa pytania. Pierwsze z nich dotyczyło zdolności funduszy hedgingowych do negatywnego wpływania na stabilność finansową. Biorąc pod uwagę stosunkowo małą wartość ich aktywów oraz umiarkowany poziom dźwigni finansowej należy stwierdzić, że na chwilę obecną, fundusze hedgingowe nie mogą być postrzegane jako poważne źródło ryzyka dla stabilności finansowej. Nawet największe fundusze są raczej relatywnie małych rozmiarów, jeśli porówna się je z innymi instytucjami finansowymi. Nie można również zapominać, że to właśnie sektor funduszy hedgingowych znacznie przyczynił się do zwiększonej płynności na rynkach finansowych w krajach rozwijających się. Co więcej, fundusze te często zapewniają kapitał dla spółek w opałach jako „inwestorzy ostatniej szansy”, pomagając im tym samym w uniknięciu bankructwa. Niemniej jednak zakładając bardzo szybkie tempo rozwoju rynku funduszy hedgingowych w przyszłości, może on stać się elementem osłabiającym stabilność finansową.

Po drugie, czy fundusze hedgingowe przyczyniły się do wybuchu kryzysu finansowego w 2008 r.? Jak już wspomniano, fundusze hedgingowe raczej nie odegrały wtedy znacznej roli. Co prawda kupowały „toksyczne”, oparte na hipotece papiery wartościowe, ale należy pamiętać, że fundusze te miały stosunkowo małe aktywa pod zarządem. Co więcej, nie wszystkie zainwestowały w CDO-sy. Wobec powyższych faktów, nie można powiedzieć, że fundusze hedgingowe były tym czynnikiem, który spowodował kryzys.

³¹ Wykazano, że rynek funduszy hedgingowych może być postrzegany raczej jako solidny w przypadku różnych scenariuszy rynkowych – por. M. Carlson, J. Steinman, *Market Conditions and Hedge Fund Survival*, „Finance and Economics Discussion Series”, Federal Reserve Board, Washington D.C. 2008, no. 2008-28, s. 17. Dane zaprezentowane na wykresie 1 w pierwszej części opracowania potwierdzają to stwierdzenie. Liczba funduszy hedgingowych w okresie 2007–2011 jest stabilna.

Należy jednak rozważyć, czy nie należałoby objąć większymi regulacjami branży instytucji finansowych, którą cechuje duża dynamika wzrostu, brak transparentności w prowadzonej polityce inwestycyjnej oraz praktyczny brak nadzoru nad tymi instytucjami. Pytanie brzmi: czy może to być skutecznie przeprowadzone, w przypadku jednostek często działających na skalę globalną, mających swoje siedziby w kilku krajach, w których praktycznie nie ma żadnej kontroli finansowej (w rajach podatkowych), gdzie władze państwowe są niechętne w udzielaniu jakichkolwiek informacji na temat funduszy, które u siebie „goszczą”. Zakładając nawet dostępność danych, regulacje te powinny być przygotowane (lub przynajmniej konsultowane) przez doświadczonych specjalistów z rynku funduszy hedgingowych. Mało prawdopodobne jest jednak to, że dużo osób będzie zainteresowanych regulowaniem rynku, na którym zarabiają sporo pieniędzy, częściowo właśnie z powodu braku takich regulacji.

Bibliografia

- Ang A., Gorovyy S., Inwegen van G.B., *Hedge Fund Leverage*, „NBER Working Papers”, no. 16 801, February 2011.
- Carlson M., Steinman J., *Market Conditions and Hedge Fund Survival*, „Finance and Economics Discussion Series”, Federal Reserve Board, Washington D.C. 2008, no. 2008-28.
- Edwards F.R., *Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management*, „The Journal of Economic Perspectives”, vol. 13, no. 2, Spring 1999.
- Liang B., *Hedge Funds Performance: 1990–1999*, „Financial Analysts Journal”, vol. 57, no. 1, January-February 2001.
- Lysandrou Ph., *The primacy of hedge funds in the subprime crisis*, „The Journal of Post Keynesian Economics”, vol. 34, no. 2, Winter 2011–2012.
- Prasad E.S., Rogoff K., Wei S.-J., Kose M.A., *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, „IMF Occasional Paper” 2003, no. 220.
- Swagel P., *The Financial Crisis: An Inside View*, „Brookings Papers on Economic Activity”, vol. 2009, Spring 2009.
- Teo M., *The Geography of Hedge Funds*, „The Review of Financial Studies” 2009, vol. 22, no. 9.
- TheCityUK, *Fund Management*, November 2012.

Netografia

- Bloomberg Markets Magazine*, 10 January 2012, <http://www.bloomberg.com/news/2012-01-10/chase-coleman-channels-ancestor-stuyvesant-with-45-robertson-like-return.html> (1.02.2013).
- Duarte J., Longstaff F.A., Yu F., *Risk and return in fixed income arbitrage: nickles in front of a steamroller?*, 6.03.2005, <http://escholarship.org/uc/item/6zx6m7fp#page-1> (26.01.2013).
- Fisher G.S., *Chasing the Mirage of Hedge Fund Returns*, „Forbes”, 23.01.2012, <http://www.forbes.com/sites/greggfisher/2012/01/23/chasing-the-mirage-of-hedge-fund-returns/> (28.01.2013).
- Fung W., Hsieh D.A., *The Information Content of Performance Track Records: Investment Style and Survivorship Bias in the Historical Returns of Commodity Trading Advisors*, 1997, <https://faculty.fuqua.duke.edu/~dah7/jpm1997.pdf> (28.01.2013).
- Gross D., *The Greatest Trade Ever*, „Newsweek”, 9 November 2009, <http://www.thedailybeast.com/newsweek/2009/11/09/the-greatest-trade-ever.html> (22.01.2013).
- Hedge fund assets reach record levels in Q1*, 19 April 2012, <http://www.reuters.com/article/2012/04/19/hedgefunds-flows-idUSL2E8FJ3PM20120419> (28.01.2013).
- Hedge Fund Research, *Hedge fund industry leverage declines as total capital reaches record level*, 11 May 2011, http://www.hedgefundresearch.com/pdf/pr_20110517.pdf (1.02.2013).
- Hedge funds offered weak returns in 2010*, 31 December 2010, <http://www.reuters.com/article/2010/12/31/us-hedgefunds-yearend-idUSTRE6BU1W720101231> (27.01.2013).
- Hedge Fund Strategy – Convertible Arbitrage*, <http://www.barclayhedge.com/research/educational-articles/hedge-fund-strategy-definition/hedge-fund-strategy-convertible-arbitrage.html> (27.01.2013).
- JP Morgan, *Insights: Hedge Fund Industry Observations Series*, 2009, <http://www.jpmorganinstitutional.com/cm/Satellite?blobcol=urldata&blobheader=application%2Fpdf&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=1321487761903&ssbinary=true> (1.02.2013).
- Lysandrou Ph., *The real role of hedge funds in the crisis*, „Financial Times”, 1 April 2012, <http://www.ft.com/cms/s/0/e83f9c52-6910-11e1-9931-00144feabdc0.html#axzz2LYS55n2C> (2.02.2013).
- Neuger J.G., *Cameron Demands Risk UK Becoming Hedge Fund Island for Merkel*, 3 February 2013, <http://www.bloomberg.com/news/2013-02-03/cameron-demands-risk-u-k-becoming-hedge-fund-island-for-merkel.html> (22.01.2013).
- Raisepartner, *Global macro strategies*, November 2008, http://www.raisepartner.com/downloads/research/Global_Macro_Strategies.pdf (26.01.2013).

- Roubini N., *Credit Derivatives, Hedge Funds, and Leverage Ratios of 50: The Credit House of Cards*, 20 January 2007, <http://www.economonitor.com/nouriel/2007/01/20/credit-derivatives-hedge-funds-and-leverage-ratios-of-50-the-credit-house-of-cards/> (22.01.2013).
- Sławiński A., *Hedge Funds*, 2011, http://www.rynkifinansowe.pl/rf_2011_04.pdf (25.01.2013).
- Sławiński A., *Rola inwestorów instytucjonalnych, banków oraz funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego*, referat na konferencję pt. „Współczesne problemy finansów międzynarodowych”, Kolegium Gospodarki Światowej, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 17 listopada 2006, http://www.nbp.pl/en/publikacje/lectures/slawnski_112006.pdf (1.02.2013).
- Structuring Offshore Hedge Funds, *Hedge Fund Fundamentals*, 2012, http://www.hedgefundfundamentals.com/wp-content/uploads/2012/12/HFF_Structuring_Offshore_HedgeFunds_11-2012.pdf (5.11.2013).
- Tett G., *Time to stop addition to momentum trading*, „Financial Times”, 20 December 2012, <http://www.ft.com/cms/s/0/c6bb0de2-4ac3-11e2-9650-00144feab49a.html#axzz2LYS55n2C> (22.01.2013).

Część II

RESTRUKTURYZACJA

Wrogie przejęcie impulsem do procesu restrukturyzacji

Wstęp

Wrogie przejęcie (*hostile takeover*) to proces mający na celu przejęcie kontroli nad spółką, wbrew woli organów spółki przejmowanej – głównie zarządu spółki². Znaczna część autorów definiując to pojęcie, wskazuje na brak akceptacji dla transakcji nie tylko zarządu i/lub rady nadzorczej, ale także innych podmiotów zaangażowanych kapitałowo lub osobowo w działalność spółki³. Ważnym aspektem wrogiego przejęcia jest opozycja zarządu i podjęcie skutecznych czynności praw-

¹ Dr Joanna Korpus, Instytut Rynków i Konkurencji, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

² T. Jenkinson, C. Mayer, *Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym. Obrona, atak i rynek kontroli nad przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 6; P. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 146–147; E. Paulson, C. Huber, *The technology M&A guidebook*, John Wiley, New York 2001, s. 47; D.L. Scott, *Wall Street Words*, Houghton Mifflin Company, Boston-New York 2003, s. 394; P. Wróbel, *Wrogie przejęcia. Studium przypadków na polskim rynku przejęć*, Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2004, s. 2; M. Lewandowski, *Nabycia przyjazne i wrogie*, w: *Fuzje i przejęcia*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 2009, s. 95; K. Oplustil, *Obrona przed wrogim przejęciem publicznej spółki akcyjnej w prawie europejskim i polskim – uwagi de lege lata i de lege ferenda*, cz. I, „Prawo Spółek” 2006, nr 5, s. 10–19; R. Sasiak, *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*, Wydawnictwo Zakamycze, Kraków 2000, s. 27.

³ S. Bhagat, A. Shlaifer, R.W. Vishny, G. Jarrell, L. Summers, *Hostile takeovers in the 1980s: The return to corporate specialization*, Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics, 1990, s. 12; J. Franks, C. Mayer, *Hostile takeover and correction of managerial failure*, „Journal of Financial Economics”, vol. 40, no. 1, January 1996, s. 165; A. Szumański, *Regulacja prawna holdingu w polskim i europejskim prawie spółek*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1996, nr 8, s. 5; C. Podsiadlik, *Wrogie przejęcie spółki*, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2003, s. 39–40; A. Szymańczyk, *Przyczyny przejęć kapitałowych i prawne sposoby ich zapobiegania*, eFinanse finansowy kwartalnik internetowy, s. 1–2, www.e-finanse.com (21.03.2013); D. Wajda, *Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 147; W. Sawicz, *Wokół problematyki definicji tzw. „wrogiego przejęcia” spółki akcyjnej*, PWSZ IPiA Studia Lubuskie, Tom VII, Sulechów 2011, s. 147–148, <http://www.bibliotekacyfrowa.pl/Content/38444> (21.03.2013).

nych lub faktycznych w celu utrudnienia bądź zapobieżenia przejęcia kontroli nad spółką na którymkolwiek etapie transakcji⁴.

Konotacje językowe terminu wrogie przejęcie dla dużej części społeczeństwa są jednoznacznie negatywne i oznaczają transakcję realizowaną przez podmiot nieprzychylnie nastawiony do podmiotu będącego celem akwizycji, który charakteryzuje się złymi zamiarami. Dla wielu członków zarządu, akcjonariuszy, urzędników, polityków, działaczy samorządowych wyrażenie wrogie przejęcie kontroli kojarzy się z utratą wpływów, startami materialnymi i niematerialnymi, zagrożeniem utraty pracy, obniżeniem wpływów z podatków, zagrożeniem interesu publicznego itp. W skrajnej postaci może być traktowane jako przejaw tzw. dzikiego kapitalizmu⁵.

Z punktu widzenia potencjalnych inwestorów wrogie przejęcie może być postrzegane w sposób odmienny, jako atrakcyjna forma zdobywania wpływów w spółce, efektywne narzędzie do realizacji planów inwestycyjnych i zwiększania wartości aktywów. Wbrew powszechnej opinii wrogie przejęcie nie musi być także sprzeczne z interesem przejmowanej spółki, zwłaszcza wtedy, gdy charakteryzuje się ona niską efektywnością zarządzania. Przejęcie kontroli nad taką spółką, wymiana zarządu i restrukturyzacja może prowadzić do wzrostu jej wartości.

1. Inspiracja przeprowadzonych badań i ich zakres

Z badań przeprowadzonych przez J. Franksa, C. Mayera⁶ wynika, że jedną z konsekwencji zmiany kontroli nad spółką jest radykalna restrukturyzacja firm po udanym przejęciu. Z danych przedstawionych w tabeli 1 wynika, że ponad połowa firm przejętych w wyniku wrogiej oferty zmniejszyła stan swoich aktywów o ponad 10% w ciągu dwóch lat od chwili przejęcia kontroli, a ponad 60% przeszło gruntowną restrukturyzację. Co więcej, w przypadku prób wrogich przejęć, które

⁴ M. Halperin, S.J. Bell, *Research guide to corporate acquisitions, mergers and other restructuring*, Westport, 1992, s. 198; S. Thosar, *Tenders offers and target management responses: Managerial entrenchment versus stockholders interest revisited*, „The Financial Review” 1996, vol. 1, no. 31, s. 90; B. Coyle, *Mergers and acquisitions*, Glenlake Publishing Company, New York 2000, s. 94; J.W. Weston, S.C. Weaver, *Mergers and acquisitions*, McGraw-Hill, New York 2001, s. 114; D.L. Scott, *Wall Street...*, op.cit., s. 394; J. Hartford, *Takeover bids and target director incentives: The impact of a bid on directors health and board seats*, „Journal of Financial Economics” 2003, no. 69, s. 59; E. Banks, *Corporate governance: Financial responsibility, controls and ethics*, Palgrave MacMillan, 2004, s. 62; C. Podsiadlik, *Wrogie...*, op.cit., s. 39–40; D. Wajda, *Obowiązek lojalności...*, op.cit., s. 147; A. Szymańczyk, *Przyczyny przejęć...*, op.cit., s. 1–2; W. Sawicz, *Wokół problematyki...*, op.cit., s. 147–148.

⁵ W. Sawicz, *Wokół problematyki...*, op.cit., s. 122–124.

⁶ Badania dotyczyły przejęć, które zostały zrealizowane w latach 1985–1986, czyli w okresie apogeum wrogich transakcji na rynku brytyjskim.

zakończyły się niepowodzeniem, czyli odparciem ataku najeźdźcy, prawie 90% firm-celów przeprowadziło gruntowną restrukturyzację⁷.

Tabela 1. Zmniejszenie stanu aktywów oraz restrukturyzacja w okresie dwóch lat od momentu wrogiej oferty (w %)

Wyszczególnienie	Wrogie przejęcia zakończone sukcesem	Nieudane wrogie przejęcia
Odsetek firm, które istotnie zmniejszyły stan aktywów	53	32
Odsetek firm, które przeprowadziły gruntowną restrukturyzację	63	87

^a Ponad 10% aktywów w ciągu dwóch lat od wrogiego przejęcia.

Źródło: J. Franks, C. Mayer, *Hostile takeovers and the correction of managerial failure*, „Journal of Financial Economics”, vol. 40, no. 1, January 1996, s. 168–169; T. Jenkinson, C. Mayer, *Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym. Obrona, atak i rynek kontroli nad przedsiębiorstwami*, Wydawnictwo Liber, Warszawa 1998, s. 12.

Na tle zaprezentowanych wyników badań rodzi się kilka pytań: Czy podobne prawidłowości można zaobserwować na polskim rynku kontroli? Czy wrogie przejęcia lub ich próby, które miały miejsce na polskim rynku kontroli również przyczyniły się do przeprowadzenia gruntownych procesów restrukturyzacyjnych? Jaki był zakres tych procesów? Czy przeprowadzone procesy restrukturyzacji przyczyniły się do poprawy wyników finansowych firm i wzrostu ich wartości rynkowej?

Aby sformułować odpowiedzi na tak postawione pytania, w pierwszej kolejności dokonano identyfikacji i analizy wrogich przejęć, które miały miejsce na polskim rynku kontroli. W latach 1996–2012 na polskim rynku kontroli doszło do 15 prób wrogich przejęć, z których 4 zakończyły się przejęciem kontroli nad spółką. Po zapoznaniu się z uwarunkowaniami i przebiegiem poszczególnych transakcji wyłoniono „typowe” wrogie przejęcia, czyli przejęcie Paged SA przez Yawal SA, W.Kruka SA przez Wistulę&Wólczankę SA, Sfinksa SA przez AmRest Holdings SE, Lubelskiego Węgla Bogdanka SA przez New World Resources PLc, Sygnity SA przez Asseco Poland SA oraz Zakładów Azotowych w Tarnowie-Mościcach SA przez rosyjską Grupę Acron za pośrednictwem Norica Holding (pominięto transakcje, które były realizowane pomiędzy dwiema firmami kontrolowanymi przez Skarb Państwa lub w ramach transakcji prywatyzacyjnych oraz transakcję poprzedzającą aktywne działania głównego akcjonariusza spółki zmierzające do pozyskania inwestora strategicznego) i poddano je analizie z punktu widzenia procesów restrukturyzacyjnych, ich zakresu oraz wpływu na wyniki finansowe i wartość rynkową.

⁷ J. Franks, C. Mayer, *Hostile takeovers and the correction of managerial failure*, „Journal of Financial Economics”, vol. 40, no. 1, January 1996, s. 168–169; T. Jenkinson, C. Mayer, *Wrogie przejęcia...*, op.cit., s. 12.

2. Wyniki przeprowadzonych badań

W pierwszej kolejności analizie poddano działalność podmiotów, w stosunku do których podmiot realizujący wrogą transakcję przejął kontrolę nad spółką, czyli spółki Paged SA i spółki W.Kruk SA.

Paged SA jest spółką giełdową działającą w branży drzewnej od ponad 70 lat, która w okresie poprzedzającym transakcję stopniowo odnotowywała spadek zysków z działalności operacyjnej oraz pogorszenie rentowności. Wynikało to m.in. z utraty dotychczasowych dostawców oraz spadku popytu, co zmusiło firmę do podjęcia działań restrukturyzacyjnych. W okresie trzech lat poprzedzających transakcję pomimo wzrostu przychodów ze sprzedaży systematycznie pogarszała się rentowność aktywów i kapitałów własnych spółki. Rentowność sprzedaży w 1998 r. znacząco się pogorszyła. Spółka była także niedowartościowana, wskaźniki P/BV w analizowanym okresie kształtowały się na poziomie poniżej 1. Na atrakcyjność spółki wpływały jej aktywa, do których należały atrakcyjne nieruchomości na Mazurach i w Warszawie.

Spółka Yawal decydując się na przejęcie firmy Paged SA oprócz niskiej efektywności, znacznego niedoszacowania spółki oraz możliwości pozyskania wartościowych aktywów wskazywała także na motywy związane z dywersyfikacją własnej działalności, możliwością uzyskania synergii kosztowych i komplementarności umiejętności posiadanych przez obie spółki.

Czynnikiem ułatwiającym dokonanie wrogiego przejęcia Pagedu był rozproszony akcjonariat (43,82%) i brak obecności akcjonariusza większościowego (Grupa Inwestycyjna Paged SA będąca spółką pracowniczą posiadała jedynie nieco ponad 20% głosów na WZA). Taka struktura akcjonariatu pozwoliła spółce Yawal na zrealizowanie wrogiego przejęcia poprzez skuteczne wezwanie do sprzedaży akcji i zmianę składu zarządu oraz późniejsze zakupy pakietowe i na otwartym rynku⁸.

Wrogie przejęcie zrealizowane w 2000 r. dało początek restrukturyzacji spółki i Grupy Kapitałowej Paged. Restrukturyzację spółki rozpoczęto przeniesieniem tradycyjnie prowadzonej działalności handlowej do spółki zależnej i znaczną redukcją zatrudnienia. Zadaniem spółki Paged SA miało być wyłącznie zarządzanie spółkami zależnymi należącymi do Grupy Kapitałowej Paged oraz działalnością inwestycyjną. Ponadto w latach 2000–2003 spółka wycofała się ze wszystkich przedsięwzięć w branży tartacznej i ze względu na konieczność bardzo dużego zaangażowania

⁸ M. Szymański, B. Nogalski, *Obrona przed wrogim przejęciem*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 209.

kapitałowego i znaczne ryzyko, zaniechała współpracy handlowej z podmiotami działającymi w przemyśle celulozowo-papierniczym. Pod koniec 2004 r. nastąpiło przekazanie handlu zagranicznego bezpośrednio do spółek produkcyjnych z Grupy, co pozwoliło na zwiększenie konkurencyjności cenowej oferowanych towarów, ze względu na wyeliminowanie dodatkowej marży pośrednika⁹.

Podczas prowadzonych procesów restrukturyzacji spółka Paged SA zbyła większość posiadanych mniejszościowych pakietów udziałów i akcji spółek, które nie stanowiły bezpośredniego obszaru zainteresowania spółki. Na skutek przeprowadzonych procesów restrukturyzacyjnych zmieniono kształt struktury organizacyjnej Grupy Kapitałowej Paged SA, która aktualnie koncentruje się na trzech segmentach: meblowym, sklejkowym i handlowym.

Zrealizowane procesy restrukturyzacyjne Grupy Kapitałowej Paged SA doprowadziły do uproszczenia jej struktury i utworzenia, na podstawie istniejących spółek parterowych segmentu meblowego, jednego podmiotu prowadzącego działalność w zakresie produkcji mebli i ich sprzedaży. Połączenie spółek przyczyniło się do powstania jednego, silnego wielozakładowego podmiotu gospodarczego, którego skala działalności pozwoliła na wypracowanie efektów synergii oraz uzyskanie dodatkowych korzyści w różnych dziedzinach. Przeprowadzone procesy inkorporacji przyczyniły się do wzmocnienia pozycji rynkowej spółek, zwiększenia rozpoznawalności, a tym samym wzrostu wartości marki Paged jako producenta mebli oraz obniżenia kosztów działalności¹⁰.

Skuteczność procesów restrukturyzacyjnych podjętych bezpośrednio po wrogiem przejęciu oceniono z czteroletniej perspektywy czasu na podstawie wyników finansowych i wartości rynkowej Grupy Kapitałowej Paged SA. W tabeli 2 zaprezentowano wybrane wyniki i wskaźniki finansowe Grupy za okres 2000–2004.

W pierwszym roku po przejęciu kontroli nastąpiło zdecydowane pogorszenie kondycji finansowej spółki: o ponad 30% zmniejszyły się przychody spółki, spółka odnotowała straty z działalności operacyjnej i w konsekwencji zamknęła rok 2001 stratą na poziomie 34,5 mln zł. Zmniejszyła się wartość księgową podmiotu, rentowność kapitału własnego i aktywów ogółem utrzymywała się na ujemnym poziomie, pogłębiło się też niedowartościowanie spółki.

⁹ <http://www.paged.pl/pl/historia> (21.03.2013).

¹⁰ Ibidem.

Tabela 2. Wybrane wskaźniki finansowe Grupy Kapitałowej Paged SA w latach 2000–2004

Wybrane wyniki i wskaźniki finansowe	2000	2001	2002	2003	2004
Przychody netto ze sprzedaży (tys. zł)	435 653	302 111	264 495	277 525	299 058
Zysk (strata) z działalności operacyjnej (tys. zł)	7 243	-15 032	4 163	32 980	25 123
Zysk (strata) brutto (tys. zł)	-2 697	-36 522	-8 966	17 993	28 843
Zysk (strata) netto (tys. zł)	-6 437	-34 508	-16 342	11 834	21 526
EBITDA (tys. zł)	22 777	2 867	17 033	44 829	39 394
Aktywa (tys. zł)	280 222	255 316	232 063	206 884	225 036
Kapitał własny (tys. zł)	108 169	88 273	75 824	88 414	121 508
Zysk na akcję (zł)	-0,638	-3,418	-1,619	1,172	2,132
Wartość księgową na akcję (zł)	10,715	8,744	7,511	8,758	12,036
Rentowność kapitału własnego (ROE) (%)	-5,95	-39,09	-21,55	13,38	17,72
Rentowność aktywów (ROA) (%)	-2,30	-13,52	-7,04	5,72	9,57
P/E	-6,67	-0,49	-0,65	5,77	8,95
P/BV	0,40	0,19	0,14	0,77	1,59

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://www.bankier.pl/inwestowanie/profile/wynikifinansowe/PAGED-skonsolidowany-raport-roczny.html> (21.03.2013); <http://www.bankier.pl/inwestowanie/spolki/PAGED/skonsolidowane-wskazniki-roczne.html> (21.03.2013).

Pogarszające się początkowo wyniki finansowe podmiotu były konsekwencją ponoszonych kosztów procesów restrukturyzacyjnych, ale także nabycia od spółki Yawal i powiązanej z nią spółki Final SA komercyjnych weksli na łączną kwotę ponad 10 mln zł, za które Paged zapłacił gotówką pozyskaną z dwóch kredytów. Zdaniem wiceprezesa zarządu Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych zrzeszającego drobnych akcjonariuszy Paged, było to jawne działanie na szkodę spółki. Restrukturyzacja spółki polegała też na wyprzedawaniu jej kolejnych składników majątku i zależnych od niej podmiotów. W kilku przypadkach (Paged spółka z o.o. i Paged Papier Market) spółki zależne były sprzedawane podmiotem powiązanim ze spółką Yawal za cenę niższą niż ich wartość bilansowa¹¹ lub wycena rynkowa (kamienica w Warszawie). Celem wymienionych działań miało być podwyższenie wartości Yawalu kosztem wartości spółki Paged, przed planowaną fuzją obu podmiotów¹².

W 2002 r. przychody spółki ponownie zmniejszyły się w stosunku do roku poprzedniego, jednak spółka odnotowała zysk z działalności operacyjnej i kolejny rok obrachunkowy zamknęła stratą o ponad 50% niższą niż w 2001 r. W dwóch kolejnych latach, tj. 2003 i 2004 wyniki spółki znacząco się poprawiły. Przychody

¹¹ A. Stec, T. Prusak, *Spółka prywatna, Lasy Państwowe, sprawa niejasna*, „Gazeta Wyborcza”, nr 59, 11.03.2002.

¹² M. Nowicki, *Podejrzenie niska cena sprzedaży siedziby Pagedu*, „Parkiet”, 31.01.2002.

spółki wzrosły, spółka odnotowała zysk, poprawiły się wskaźniki rentowności, zysku na akcję i wskaźniki rynkowe.

Analizując zmiany kursów akcji od dnia 19 kwietnia 2000 r., w którym Yawal powołał połowę składu rady nadzorczej, w tym przewodniczącego, a następnie zmienił zarząd, do końca 2004 r., wartość giełdowa spółki zwiększyła się o 148%. W analogicznym okresie indeks WIG wzrósł o 35,5%. Notowania akcji spółki i jej wyniki za lata 2000–2004 wskazują na skuteczność podjętych działań restrukturyzacyjnych, które przyczyniły się do ustabilizowania działalności spółki, poprawy efektywności i wzrostu wartości rynkowej. Restrukturyzacja podmiotu była kontynuowana także w kolejnych latach działalności Grupy.

Kolejnym podmiotem, którego działalność została poddana analizie była spółka **W.Kruk SA**, najstarsza działająca w Polsce firma z branży jubilerskiej, zarządzana przez rodzinę Kruków. Bezpośrednio przed przejęciem w połowie 2008 r. posiadała blisko 50 salonów jubilerskich i 27 butików odzieżowych¹³, pozycjonując się tym samym w sektorze dóbr luksusowych. Sytuacja finansowa firmy W.Kruk w latach poprzedzających przejęcie była korzystna: w latach 2005–2007 wzrastały przychody ze sprzedaży, zwiększał się poziom zysku operacyjnego oraz zysku netto, poprawiały się wskaźniki rentowności, wysoki był także poziom wskaźników rynkowych: P/E i P/BV. Takie wyniki były pochodną konsekwentnie realizowanej strategii rozwoju. Po przejęciu kontroli nad spółką nowy zarząd Wistuli&Wólczanki podjął decyzję o połączeniu spółki poprzez inkorporację, czyli przeniesienie całego majątku spółki przejmowanej na spółkę przejmującą.

Analizie poddano także działalność spółek: Sfinks Polska SA, Lubelski Węgiel Bogdanka SA, Sygnity SA oraz Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach SA, które podjęły skuteczną obronę przed wrogim przejęciem.

Spółka **Sfinks SA**, będąca właścicielem sieci restauracji Sphinx i Chłopskie Jadło, została założona w 1995 r. przez Tomasza Morawskiego. W 2006 r. zadebiutowała na GPW w Warszawie i osiągała stabilne przychody z działalności operacyjnej. W 2007 r. rozpoczęła realizację strategii ekspansji międzynarodowej, a w 2008 r. przejęła sieć restauracji Wook, dywersyfikując tym samym swoją ofertę.

Realizacja strategii rozwoju poprzez rozbudowę sieci restauracji w kraju i zagranicą spowodowała pogorszenie wyników finansowych Grupy. W 2007 r. Sfinks odnotował niewielką stratę netto, a wskaźniki rentowności kapitałów własnych i rentowności aktywów ogółem osiągnęły wartości ujemne. W 2008 r. wyniki znacznie się pogorszyły: odnotowano stratę netto na poziomie ponad 70 mln zł oraz ujemne kapitały własne. Pogarszająca się sytuacja finansowa znalazła odzwierciedlenie

¹³ P. Mazurkiewicz, *Udane przejęcie grupy W.Kruk*, „Rzeczpospolita”, 29.05.2008.

w wycenie rynkowej: kurs akcji obniżył się o ponad 75% w ciągu roku (od czerwca 2007 r. do czerwca 2008 r.).

Podjmując próbę przejęcia AmRest informował, że inwestycja ma charakter strategiczny, a przejęcie jednego z największych konkurentów ma na celu zwiększenie udziału zarówno w polskim rynku, jaki i w regionie. Nabywając Sfinksa AmRest pozyskiwał nie tylko rozwiniętą sieć restauracji o dobrej lokalizacji, ale także popularną markę. W wyniku transakcji spodziewał się efektów skali oraz synergii, głównie kosztowych. Zamierzał wykorzystać swoje doświadczenie w ekspansji zagranicznej i zarządzaniu spółkami z branży gastronomicznej poprawiając efektywność i sprawność zarządzania, co wskazuje na dyscyplinujący charakter przejęcia.

Ostatecznie w wyniku długiej batalii obronnej zakończonej pozyskaniem przyjaznego inwestora, w marcu 2009 r. AmRest wycofał się z inwestycji sprzedając wszystkie swoje akcje. Walka o przejęcie Sfinksa przyczyniła się jednak do drastycznego pogorszenia wyników finansowych spółki. W lutym 2009 r. zarząd Sfinksa, powołany kilka miesięcy wcześniej bez podjęcia działań restrukturyzacyjnych, wystąpił z wnioskiem o ogłoszenie upadłości likwidacyjnej spółki dominującej. W wyniku podjętych działań spółka pozyskała inwestora strategicznego, a pozyskane środki finansowe pozwoliły na spłatę najważniejszych zobowiązań, umorzenie postępowania upadłościowego i kontynuację działalności. Jednak konsekwencje postępowania upadłościowego spółka dominująca i Grupa Kapitałowa Sfinks ponosiła przez cały rok 2009. Miały one swój wymiar w obszarze finansowym, organizacyjnym i operacyjnym, przyczyniły się do utraty kilkunastu restauracji, obniżenia rentowności sieci i obniżenia jakości usług. Wpłynęły też negatywnie na wizerunek firmy¹⁴.

Powołany w czerwcu 2009 r. nowy zarząd przyjął plan naprawczy i przystąpił do jego realizacji regulując współpracę z wynajmującymi lokale, stabilizując sytuację w sieci, przeprowadzając audyt wewnętrzny restauracji i wprowadzając nowe procedury operacyjne, mające na celu ujednoczenie oferty restauracji. Sukcesem zakończył się projekt publicznej oferty akcji, w wyniku którego spółka pozyskała ponad 59 mln zł na spłatę zadłużenia i zapewnienia bieżącej działalności operacyjnej. Wprowadzono też nowe zasady współpracy z franczyzobiorcami¹⁵.

W konsekwencji postępowania upadłościowego, kosztów gruntownych procesów restrukturyzacyjnych i ujemnej dynamiki w sektorze gastronomicznym w 2009 r. Grupa Kapitałowa odnotowała pogorszenie wyników finansowych (tabela 3). O 23% zmniejszyły się przychody ze sprzedaży w stosunku do roku poprzedniego, jednak

¹⁴ Sfinks SA, Skonsolidowane sprawozdanie finansowe za rok obrotowy 2009 wraz z opinią biegłego rewidenta i raportem z badania, List do akcjonariuszy, s. 20.

¹⁵ Ibidem, s. 20.

ze względu na znaczne ograniczenie kosztów, strata z działalności operacyjnej zmniejszyła się o prawie 32%, a Grupa Kapitałowa zamknęła rok 2009 stratą na poziomie 65,7 mln zł. W kolejnych latach przychody ze sprzedaży kształtowały się na poziomie niższym niż w 2009 r., jednak konsekwentnie realizowane procesy restrukturyzacji przyczyniły się do zmniejszania straty z działalności operacyjnej i systematycznie zmniejszającej się straty netto (od 2009 r. strata zmniejszyła się o 78,81%). Plan naprawczy Grupy jest kontynuowany w 2013 r., a jego celem jest doprowadzenie do rentowności wszystkich restauracji.

Tabela 3. Wybrane wyniki i wskaźniki finansowe Grupy Kapitałowej Sfinks SA w latach 2008–2012

Wybrane wyniki i wskaźniki finansowe	2008	2009	2010	2011	2012
Przychody netto ze sprzedaży (tys. zł)	213 879	173 490	161 563	171 703	170 875
Zysk (strata) z działalności operacyjnej (tys. zł)	-59 937	-40 991	-27 998	-9 942	-2 570
Zysk (strata) brutto (tys. zł)	-72 407	-60 824	-36 894	-17 295	-8 958
Zysk (strata) netto (tys. zł)	-70 545	-65 762	-39 887	-19 034	-13 933
EBITDA (tys. zł)	-43 361	-24 060	-15 794	916	7 840
Aktywa (tys. zł)	126 932	89 578	77 053	79 808	66 660
Kapitał własny (tys. zł)	-15 895	-81 959	-63 868	-43 111	-56 949
Zysk na akcję (zł)	-7,601	-7,086	-2,679	-0,861	-0,630
Wartość księgowa na akcję (zł)	-1,713	-8,831	-4,289	-1,950	-2,576
Rentowność kapitału własnego (ROE) (%)	x	x	x	x	x
Rentowność aktywów (ROA) (%)	-50,78	-73,41	-51,77	-23,85	-20,90
P/E	-1,56	-1,51	-2,34	-1,91	-3,51
P/BV	x	x	x	x	x

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://www.bankier.pl/inwestowanie/profile/wynikifinansowe/SFINKS-skonsolidowany-raport-roczny.html> (21.03.2013); <http://www.bankier.pl/inwestowanie/spolki/SFINKS/skonsolidowane-wskazniki-roczne.html> (21.03.2013).

Słabe wyniki spółki znalazły odzwierciedlenie w notowaniach giełdowych. Od końca marca 2009 r. do końca grudnia 2012 r. kurs akcji uległ obniżeniu o 90%, przy wzroście indeksu WIG o 94%.

Lubelski Węgiel Bogdanka SA jest jednym z głównych producentów węgla kamiennego w Polsce. Na GPW w Warszawie zadebiutował w 2009 r. Dwa lata przed próbą wrogiego przejęcia Bogdanka osiągała dobre wyniki finansowe: wzrastały przychody ze sprzedaży spółki i zyski z działalności operacyjnej. Rok 2009 spółka zamknęła zyskiem na poziomie 191 mln zł, który wzrósł w stosunku do roku poprzedniego o 20%, a w porównaniu z 2007 r. o ponad 50%. W latach 2008 i 2010 w porównaniu z innymi publicznymi spółkami węglowymi Bogdanka charaktery-

zowała się niższą rentownością kapitałów własnych, aktywów i zaangażowanego kapitału oraz stosunkowo niską wartością wskaźnika P/BV.

Dokonując wezwania do sprzedaży akcji LW Bogdanka, prezes NWR wskazywał na długoterminowe korzyści i możliwości rozwoju dla obu spółek oraz ich pracowników. Zakładał, że Bogdanka pozostanie polską spółką z własną radą nadzorczą, zarządem i siedzibą w Lublinie. Oczekiwał efektów synergii wynikających z lepszego wykorzystania aktywów i zasobów oraz transferu wiedzy w zakresie technologii i *know-how*. Wezwanie NWR, głównie ze względu na niską cenę oraz naruszenie interesu wielu interesariuszy spółki, nie wzbudziło zainteresowania inwestorów.

Wrogie przejęcie dla Bogdanki nie stało się impulsem do przeprowadzenia procesów restrukturyzacyjnych, a wprost przeciwnie, postawa akcjonariuszy potwierdziła ich zaufanie i wiarę w przyszłość Grupy w istniejącej strukturze właścicielskiej oraz stała się wyrazem poparcia dla realizowanej strategii rozwoju, której celem jest wzrost wartości Grupy Kapitałowej LW Bogdanka.

Sygnity SA jest drugą co do wielkości spółką branży informatycznej, produkującą oprogramowanie i zajmującą się tworzeniem zaawansowanych systemów informatycznych dla firm oraz świadczeniem usług IT. Swoją działalność koncentruje w sześciu sektorach gospodarki: bankowo-finansowym, przemysłowym, telekomunikacyjnym, użyteczności publicznej, opieki zdrowotnej i administracji publicznej.

W lutym 2012 r. Asseco Poland SA, największa polska firma IT, ogłosiła wezwanie do sprzedaży 100% akcji Sygnity. Głównym motywem wrogiego przejęcia było wzmocnienie potencjału spółek oraz zwiększenie możliwości konkurencji w sektorze bankowym, energetyki, przedsiębiorstw oraz administracji publicznej, głównie na rynku krajowym, ale również europejskim. Prezes Asseco Poland Adam Góral oczekiwał korzyści wynikających z integracji kompetencji informatycznych i produkcyjnych spółek w obszarach: produktów i usług, rozwiązań informatycznych, transferu specjalistycznej wiedzy oraz doświadczenia.

Istotnym czynnikiem mającym wpływ na podjęcie decyzji o ogłoszeniu wezwania była prezentacja wyników finansowych Sygnity za rok 2011, które po 5 latach uległy poprawie. W 2011 r. przychody spółki wzrosły o 8% w porównaniu z rokiem poprzednim, zysk netto ukształtował się na poziomie 8 mln zł (we wcześniejszych latach spółka generowała straty), poprawiła się rentowność, jednak spółka charakteryzowała się wciąż niskim poziomem wskaźnika P/BV, który wynosił 1,07. Poprawa wyników spółki wynikała z prowadzonej od trzech lat intensywnej restrukturyzacji kosztów i zasobów, a także pracy nad poprawą marżowości realizowanych projektów. Inwestorzy mogli więc postrzegać spółkę Sygnity jako swego rodzaju okazję inwestycyjną.

W trakcie 21 miesięcy do września 2012 r., Grupa osiągnęła przychody w wysokości 870 mln zł, a EBITDA wyniosła 25 mln zł. Grupa zanotowała w tym okresie stratę operacyjną na poziomie 1,2 mln zł i stratę netto w wysokości 11,4 mln zł. Na taką sytuację miały wpływ zarówno czynniki wewnętrzne (koszty związane z inicjatywami, które miały przynieść dodatkowe zyski: ekspansja na rynki międzynarodowe oraz rozwiązania dla sektora średnich i małych przedsiębiorstw), jak i zewnętrzne, w tym trwające ponad cztery miesiące wezwanie do sprzedaży akcji ogłoszone przez Asseco Poland, które zakończyło się dopiero na początku lipca. Wezwanie istotnie spowolniło niektóre procesy i decyzje biznesowe klientów. Pomimo faktu, że ostatecznie przejście nie nastąpiło, miało ono w naturalny sposób istotny wpływ na działalność operacyjną, a w efekcie na wyniki finansowe spółki¹⁶.

W lipcu 2012 r. nastąpiła zmiana na stanowisku prezesa zarządu spółki¹⁷, a nowy prezes rozpoczął pracę nad strategią rozwoju Sygnity na lata 2013–2015, którą zaprezentował w grudniu 2012 r. Jej celem ma być „zniwelowanie wpływu negatywnych czynników na wyniki finansowe, co w efekcie zdecydowanie zwiększy efektywność operacyjną i rentowność. Celem prezesa jest osiągnięcie przez Sygnity poziomów rentowności zbliżonych do innych czołowych europejskich spółek z branży IT”¹⁸.

Wydaje się, że wyniki I kwartału roku obrotowego 2012/2013 zaprezentowane przez spółkę są argumentem przemawiającym za tym, że wdrożona strategia i prowadzone działania Zarządu zaczynają przynosić wymierne, policzalne efekty, a przedstawione cele finansowe na rok 2013 i kolejne dwa lata zostaną osiągnięte. Jak wskazuje prezes zarządu, „na wyniki I kwartału roku obrotowego 2012/2013 nie wpłynęły zdarzenia jednorazowe, a osiągnięte pozytywne rezultaty są efektem czystej działalności biznesowej oraz bardzo wyraźnej poprawy marżowości wynikającej m.in. z właściwego budżetowania i nadzoru nad wykonaniem i rentownością poszczególnych kontraktów oraz konsekwentnie prowadzonej kontroli kosztów ogólnych”¹⁹. Potwierdzeniem dla prawidłowości wdrażanej strategii są notowania giełdowe akcji spółki, które od dnia jej ogłoszenia do dnia dzisiejszego²⁰ wzrosły o 7%, przy wzroście indeksu sektorowego WIG-INFO o 2,6% i spadku indeksu WIG o 0,03%.

¹⁶ Sprawozdanie zarządu z działalności jednostki za okres 21 miesięcy zakończony 30 września 2012 r., s. 7, <http://www.sygnity.pl/dla-inwestorow#raportyokresowe> (21.03.2013).

¹⁷ 10 lipca 2012 r. Norbert Biedrzycki złożył rezygnację z funkcji Prezesa Zarządu. Tego samego dnia Rada Nadzorcza oddelegowała do czasowego pełnienia obowiązków Prezesa Zarządu Janusza R. Guy, a 12 września 2012 r. powołała go na stanowisko Prezesa Zarządu.

¹⁸ Informacja o przyjęciu strategii Sygnity SA na lata 2013–2015, <http://www.sygnity.pl/dla-mediow/aktualnosci/informacja-o-przyjeciu-strategii-sygnity-s-a-na-lata-2013-2015/6796> (21.03.2013).

¹⁹ Rozszerzone śródroczne skonsolidowane sprawozdanie finansowe według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej za okres 3 miesięcy zakończony 31 grudnia 2012 roku, s. 9, <http://www.sygnity.pl/dla-inwestorow#raportyokresowe> (21.03.2013).

²⁰ 12 kwietnia 2013 r.

Grupa Azoty to największy w Polsce i jeden z największych w Europie koncern chemiczny, który stał się celem wrogiego przejęcia w maju 2012 r. Wezwanie do sprzedaży akcji **Zakładów Azotowych w Tarnowie-Mościcach** ogłosiła rosyjska Grupa Acron za pośrednictwem Norica Holding S.A.r.l.

Grupa Acron to międzynarodowy producent nawozów mineralnych i innych produktów chemicznych, notowana na London Stock Exchange i MICEX-RTS w Moskwie, o kapitalizacji ok. 2 mld USD. Jak napisano w wezwaniu wraz z przejęciem Azotów Tarnów, Grupa Acron zamierzała dążyć do osiągnięcia synergii w zakresie dostępu do baz surowcowych, infrastruktury, logistyki i rynków zbytu. Planowała rozwijać współpracę w sektorze kaprolaktamu oraz wypracować synergie na rynku chińskim i zapewnić Azotom Tarnów dalszy rozwój, poprzez dostęp do kapitału inwestycyjnego i nowych rynków zbytu²¹.

Zakłady Azotowe postrzegane były jako potencjalnie istotny składnik aktywów produkcyjnych grupy Acron na terenie Unii Europejskiej, posiadający znaczny potencjał rozwojowy. W trzech latach bezpośrednio poprzedzających próbę wrogiego przejęcia dynamicznie rosły przychody spółki i zwiększały się jej zyski (w 2009 r. spółka wygenerowała stratę na poziomie ponad 4,2 mln zł, a w 2011 r. jej zysk wyniósł ponad 461,5 mln zł). Poprawa kondycji finansowej spółki wpłynęła na poprawę wskaźnika rynkowego P/E, jednak spółka wciąż pozostawała niedowartościowana (P/BV wynosił 0,82). Podobnie jak w przypadku Sygnity spółka mogła być postrzegana przez inwestorów jako okazja inwestycyjna.

Zarząd spółki Azoty Tarnów negatywnie ocenił wezwanie do sprzedaży akcji wskazując, że uzyskanie przez grupę Acron kontroli nad spółką może negatywnie wpłynąć na realizację starannie opracowanej strategii, dotychczas konsekwentnie i skutecznie wdrażanej. Realizowana strategia konsolidacji polskiego przemysłu chemicznego (przejęcie kontroli nad Zakładami Azotowymi Kędzierzyn SA i Zakładami Chemicznymi Police SA oraz ich integracja w ramach grupy) miała na celu budowanie pozycji jednego z trzech największych producentów nawozów na rynku europejskim. Zarząd wskazywał też, że planuje kolejne alianse, fuzje i akwizycje w Polsce i poza granicami kraju oraz inwestycje w bazę produkcyjną na terenie Polski. Także wszystkie związki zawodowe działające w Azotach Tarnów negatywnie oceniły wezwanie do sprzedaży akcji formułując jednocześnie oczekiwanie pod adresem Skarbu Państwa, głównego akcjonariusza spółki, że nie odpowie on na wezwanie²².

²¹ Grupa Acron wezwała do sprzedaży 41.550.037 akcji ZA Tarnów po 36 zł za akcję, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Grupa-Acron-wezwala-do-sprzedazy-41-550-037-akcji-ZA-Tarnow-po-36-zl-za-akcje-2545935.html> (21.03.2013).

²² W najbliższym czasie może zostać ogłoszone kontrwezwanie na Azoty Tarnów, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/W-najblizszym-czasie-moze-zostac-ogloszone-kontrwezwanie-na-Azoty-Tarnow-MSP-2568222.html> (21.03.2013).

Odpowiedzią na wrogie przejęcie stała się koncepcja konsolidacji branży chemicznej ogłoszona przez Ministra Skarbu Państwa, polegająca na połączeniu Zakładów Azotowych w Puławach, Tarnowie, Policach i Kędzierzynie, prowadząca do stworzenia silnego podmiotu, która miała zapobiec wrogiemu przejęciu na agresywnym rynku kapitałowym²³.

W listopadzie 2012 r. Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach i Zakłady Azotowe w Puławach podpisały umowę o konsolidacji, która aktualnie jest realizowana. Jej celem jest „maksymalizacja synergii kosztowych, budowa kompletnego elastycznego portfela produktowego w obszarze nawozów, osiągnięcie wzrostu efektu skali oraz usprawnienie działania grupy w zakresie zdolności produkcyjnych w obszarze amoniaku i kwasu azotowego, optymalizacji logistyki oraz zapewnienie grupie trwałej poprawy pozycji konkurencyjnej i warunków stabilnego rozwoju na globalnym rynku nawozowo-chemicznym”²⁴. Strategia konsolidacji sektora chemicznego spotkała się z poparciem Komisji Europejskiej, która w połowie stycznia 2013 r. wydała bezwarunkową zgodę wobec zgłoszonej koncentracji w postaci przejęcia przez spółkę Azoty Tarnów kontroli nad spółką Zakłady Azotowe Puławy SA.

Ocena finansowa dokonanej konsolidacji wymaga kilkuletniej perspektywy, jednak na dzień dzisiejszy, biorąc pod uwagę zmianę wartości rynkowej łączących się podmiotów, wydaje się, że przyjęty kierunek rozwoju jest właściwy. Od połowy lipca, kiedy ogłoszono plany konsolidacyjne, wartość rynkowa akcji Zakładów Azotowych w Tarnowie-Mościcach wzrosła o ponad 49%, a Zakładów Azotowych w Puławach o ponad 24% (w tym samym okresie WIG wzrósł o 13%, a indeks sektorowy WIG-CHEMIA o 23%), natomiast od dnia podpisania umowy konsolidacyjnej wartość rynkowa zwiększyła się odpowiednio prawie o 21% i 0,38% (w tym samym okresie WIG wzrósł o 3,8%, a indeks sektorowy WIG-CHEMIA o prawie 18%).

Wnioski

Z przeprowadzonych badań wynika, że wrogie przejęcia lub ich próby przyczyniły się do podjęcia przez spółki procesów restrukturyzacyjnych. Taką prawidłowość zaobserwowano w przypadku 4 spośród 6 analizowanych podmiotów. Przeprowadzone restrukturyzacje zazwyczaj miały charakter naprawczy (Paged SA,

²³ Związki zawodowe Tarnowa, Puław i Polic poparły konsolidację branży chemicznej, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Zwiazki-zawodowe-Tarnowa-Pulaw-i-Polic-poparly-konsolidacje-branzy-chemicznej-2596903.html> (21.03.2013).

²⁴ Azoty Tarnów i Puławy podpisały umowę, <http://www.parkiet.com/artykul/1291609.html> (21.03.2013).

Sfinks SA i Sygnity SA), ale także rozwojowy (Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach). W przypadku spółek Paged SA i Sfinks SA doszło także do istotnego zmniejszenia aktywów spółek. Warto zwrócić uwagę, że w przypadku podmiotów, w których przeprowadzono restrukturyzację naprawczą została ona poprzedzona zmianą zarządu. Taka prawidłowość dotyczy zarówno podmiotu, w którym doszło do zmiany zarządu po przejęciu kontroli przez spółkę nabywającą (Paged SA), jak i w przypadku spółek, które obroniły się przed wrogim przejęciem (Sfinks SA, Sygnity SA). W tabeli 4 dokonano zestawienia informacji o zakresie przeprowadzonych procesów restrukturyzacyjnych i istotnej zmianie wartości aktywów.

Tabela 4. Zakres procesów restrukturyzacyjnych w spółkach będących celem wrogich przejęć

Spółka	Obszary procesów restrukturyzacyjnych	Istotne zmniejszenie wartości aktywów
Paged SA	<ul style="list-style-type: none"> • zmiana zarządu 	2 lata – 17%
	<ul style="list-style-type: none"> • wycofanie się z przedsięwzięć w branży tartacznej • zaniechanie współpracy handlowej z podmiotami działającymi w przemyśle celulozowo-papierniczym • redukcja zatrudnienia • uproszczenie struktury organizacyjnej i konsolidacja podmiotów w sektorze meblowym 	3 lata – 27%
Sfinks SA	<ul style="list-style-type: none"> • zmiana zarządu 	2 lata – 40%
	<ul style="list-style-type: none"> • likwidacja nierentownych lokalizacji • restrukturyzacja finansowa i operacyjna • standaryzacja jakości usług • nowy model współpracy z franczyzobiorcami 	4 lata – 48%
Sygnity SA	<ul style="list-style-type: none"> • zmiana zarządu 	–
	<ul style="list-style-type: none"> • restrukturyzacja kosztów • restrukturyzacja zatrudnienia • poprawa marżowości projektów 	–
Azoty Tarnów	konsolidacja w sektorze chemicznym mająca na celu: <ul style="list-style-type: none"> • maksymalizację synergii kosztowych • budowę kompletnego elastycznego portfela produktowego w obszarze nawozów • wzrost efektu skali • usprawnienie działania grupy w zakresie zdolności produkcyjnych w obszarze amoniaku i kwasu azotowego • optymalizację logistyki • zapewnienie grupie trwałej poprawy pozycji konkurencyjnej i warunków stabilnego rozwoju na globalnym rynku nawozowo-chemicznym 	–

Źródło: opracowanie własne.

Procesy restrukturyzacji, które przeprowadzono w badanych spółkach przyczyniły się do wzrostu efektywności zarządzania, poprawy wyników finansowych oraz w większości podmiotów także do wzrostu wartości rynkowej (wyjątek stanowi spółka Sfinks SA, która wciąż pozostaje nierentowna). Reasumując można

zatem sformułować konstatację, że również na polskim rynku kontroli wrogie przejęcia stały się impulsem do przeprowadzenia procesów restrukturyzacyjnych, naprawczych lub rozwojowych, w zależności od kondycji finansowej jaką posiadała dana spółka w momencie wrogiego przejęcia. Wyniki przeprowadzonych badań stanowią potwierdzenie dla dyscyplinującej natury wrogich przejęć (*disciplinary takeovers*).

Bibliografia

- Banks E., *Corporate governance: Financial responsibility, controls and ethics*, Palgrave MacMillan, 2004.
- Bhagat S., Shlaifer A., Vishny R.W., Jarrell G., Summers L., *Hostile takeovers in the 1980s: The return to corporate specialization*, Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics, 1990.
- Coyle B., *Mergers and acquisitions*, Glenlake Publishing Company, New York 2000.
- Franks J., Mayer C., *Hostile takeovers and the correction of managerial failure*, „Journal of Financial Economics”, vol. 40, no. 1, January 1996.
- Halperin M., Bell S.J., *Research guide to corporate acquisitions, mergers and other restructuring*, Westport 1992.
- Hartford J., *Takeover bids and target director incentives: The impact of a bid on directors health and board seats*, „Journal of Financial Economics” 2003, no. 69.
- Jenkinson T., Mayer C., *Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym. Obrona, atak i rynek kontroli nad przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa 1998.
- Lewandowski M., *Nabycia przyjazne i wrogie*, w: *Fuzje i przejęcia*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 2009.
- Mazurkiewicz P., *Udane przejęcie grupy W.Kruk*, „Rzeczpospolita”, 29.05.2008.
- Nowicki M., *Podejrzenie niską ceną sprzedaży siedziby Pagedu*, „Parkiet”, 31.01.2002.
- Oplustil K., *Obrona przed wrogim przejęciem publicznej spółki akcyjnej w prawie europejskim i polskim – uwagi de lege lata i de lege ferenda*, cz. I, „Prawo Spółek” 2006, nr 5.
- Paulson E., Huber C., *The technology M&A guidebook*, John Wiley, New York 2001.
- Podsiadlik C., *Wrogie przejęcie spółki*, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2003.
- Sasiak R., *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*, Wydawnictwo Zakamycze, Kraków 2000.
- Scott D.L., *Wall Street Words*, Houghton Mifflin Company, Boston–New York 2003.
- Sfinks SA, Skonsolidowane sprawozdanie finansowe za rok obrotowy 2009 wraz z opinią biegłego rewidenta i raportem z badania, List do akcjonariuszy.

- Stec A., Prusak T., *Spółka prywatna, Lasy Państwowe, sprawa niejasna*, „Gazeta Wyborcza”, nr 59, 11.03.2002.
- Szczepankowski P., *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Szymański A., *Regulacja prawna holdingu w polskim i europejskim prawie spółek*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1996, nr 8.
- Szymański M., Nogalski B., *Obrona przed wrogim przejęciem*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Thosar S., *Tenders offers and target management responses: Managerial entrenchment versus stockholders interest revisited*, „The Financial Review” 1996, vol. 1, no. 31.
- Wajda D., *Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Weston J.W., Weaver S.C., *Mergers and acquisitions*, McGraw-Hill, New York 2001.
- Wróbel P., *Wrogie przejęcia. Studium przypadków na polskim rynku przejęć*, Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2004.

Netografia

- Grupa Acron wezwwała do sprzedaży 41.550.037 akcji ZA Tarnów po 36 zł za akcję, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Grupa-Acron-wezwala-do-sprzedazy-41-550-037-akcji-ZA-Tarnow-po-36-zl-za-akcje-2545935.html> (21.03.2013).
- <http://www.bankier.pl/inwestowanie/profile/wynikifinansowe/PAGED-skonsolidowany-raport-roczny.html> (21.03.2013).
- <http://www.bankier.pl/inwestowanie/profile/wynikifinansowe/SFINKS-skonsolidowany-raport-roczny.html> (21.03.2013).
- <http://www.bankier.pl/inwestowanie/spolki/SFINKS/skonsolidowane-wskazniki-roczne.html> (21.03.2013).
- <http://www.bankier.pl/inwestowanie/spolki/PAGED/skonsolidowane-wskazniki-roczne.html> (21.03.2013).
- <http://www.paged.pl/pl/historia> (21.03.2013).
- Informacja o przyjęciu strategii Sygnity SA na lata 2013–2015, <http://www.sygnity.pl/dla-mediow/aktualnosci/informacja-o-przyjeciu-strategii-sygnity-s-a-na-lata-2013-2015/6796> (21.03.2013).
- Rozszerzone śródroczne skonsolidowane sprawozdanie finansowe według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej za okres 3 miesięcy zakończony 31 grudnia 2012 roku, <http://www.sygnity.pl/dla-inwestorow#raportyokresowe> (21.03.2013).
- Sawicz W., *Wokół problematyki definicji tzw. „wrogiego przejęcia” spółki akcyjnej*, PWSZ IPiA Studia Lubuskie, Tom VII, Sulechów 2011, <http://www.bibliotekacyfrowa.pl/Content/38444> (21.03.2013).

Sprawozdanie zarządu z działalności jednostki za okres 21 miesięcy zakończony 30 września 2012 roku, <http://www.sygnyty.pl/dla-inwestorow#raportyokresowe> (21.03.2013).

Szymańczyk A., *Przyczyny przejęć kapitałowych i prawne sposoby ich zapobiegania*, eFinanse finansowy kwartalnik internetowy, www.e-finanse.com (21.03.2013).

W najbliższym czasie może zostać ogłoszone kontrzewzwanie na Azoty Tarnów, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/W-najblizszym-czasie-moze-zostac-ogloszone-kontrzewzwanie-na-Azoty-Tarnow-MSP-2568222.html> (21.03.2013).

Związki zawodowe Tarnowa, Puław i Polic poparły konsolidację branży chemicznej, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Zwiazki-zawodowe-Tarnowa-Pulaw-i-Polic-poparly-konsolidacje-branzy-chemicznej-2596903.html> (21.03.2013).

*Hanna Sokół*¹

Warunki i skuteczność programów restrukturyzacyjnych przedsiębiorstw na przykładzie BIOTON S.A.

Wstęp

Dylemat wyboru metody „uzdrowiania” przedsiębiorstwa – prawnej, ekonomiczno-finansowej, organizacyjnej i technicznej często powoduje wydłużenie procesu decyzyjnego, co skutkuje pogorszeniem sytuacji płynnościowej przedsiębiorstwa. Takie podejście powoduje narastanie ryzyka i niepewności w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa, rosnącą konkurencję i pogorszenie pozycji rynkowej. Niejednokrotnie szybkość podejmowania decyzji warunkuje powodzenie procesu naprawy. Jednocześnie przyjmuje się założenie, że po podjęciu decyzji o rozpoczęciu procedury upadłościowej, umożliwi ona przygotowanie przedsiębiorstwa do rozpoznania zagrożenia bankrutem i opracowania działań naprawczych. Tymczasem samo przygotowanie programu restrukturyzacji (pomijając kwestię prawidłowości przyjętych założeń) nie daje gwarancji powodzenia naprawy sytuacji przedsiębiorstwa. Wdrożenie i realizacja programu jest skomplikowanym ciągiem zdarzeń, które wymagają konsekwencji, reakcji na zmiany sytuacji w przedsiębiorstwie i jego otoczeniu.

1. Kryzys w przedsiębiorstwie, zagrożenie upadłością

Za kryzys w przedsiębiorstwie uważa się sytuację, w której następuje spiętrzenie niekorzystnych zjawisk stanowiących zagrożenie dla możliwości realizacji podstawowych celów przedsiębiorstwa. Zjawiska te w niekorzystny sposób wpływają na wyniki przedsiębiorstwa co skutkuje stanem, w którym przedsiębiorstwo w ramach

¹ Dr Hanna Sokół, Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

własnych środków nie jest w stanie realizować założonych celów. Jednocześnie zostają ograniczone możliwości (środki i metody) do likwidacji tych zagrożeń. Przedsiębiorstwo nie ma zdolności do realizacji swoich celów wykorzystując własne środki. Dalsze funkcjonowanie przedsiębiorstwa wymaga pomocy i zaangażowania środków zewnętrznych. Dostęp do środków zewnętrznych wraz z pogarszaniem się kondycji finansowej staje się coraz bardziej ograniczony. Brak przewidywania i reakcji na permanentne zmiany otoczenia i warunków funkcjonowania przedsiębiorstwa, brak dostosowywania metod i środków do tych zmian, brak racjonalnych i planowych reakcji powoduje, że przedsiębiorstwo znajduje się w sytuacji kryzysowej. Kryzys zaś oznacza sytuację, w której konieczne jest działanie pod presją czasu.

Kryzys nie jest wydarzeniem jednostkowym, lecz procesem postępującym w czasie. Kryzys przedsiębiorstwa nie pojawia się nagle, chociaż może być gwałtowny, lecz rozwija się stopniowo. Sygnały o powstaniu sytuacji kryzysowej są wynikiem skumulowania wielu czynników oraz symptomów pogarszającej się sytuacji ekonomicznej przez dłuższy okres w przedsiębiorstwie i jego otoczeniu. Objawy sytuacji kryzysowej nie mają charakteru pojedynczych zdarzeń. Stanowią ciąg zdarzeń, który w przedsiębiorstwie należy dostrzec i prawidłowo zinterpretować. Po zidentyfikowaniu symptomów kryzysowych konieczne jest przygotowanie i zastosowanie środków zaradczych.

Jedną z przyczyn braku reakcji na pierwsze oznaki sytuacji pogarszania stanu przedsiębiorstwa (m.in. wyników ekonomicznych i finansowych, spadku konkurencyjności, ograniczenia wykorzystywania potencjału) może być rutyna zarządzających, którzy nie dostrzegają lub nie doceniają siły i trwałości pojawiających się zagrożeń. Byt przedsiębiorstwa zostaje zagrożony, o ile nie zostanie przygotowany i wdrożony plan naprawczy.

Plan naprawczy jest swoistą metodą zarządzania kryzysem. Jego celem jest przezwyciężenie kryzysu lub ograniczenie jego kosztów. Przygotowanie programu restrukturyzacji (programu naprawczego) jest możliwe po identyfikacji przyczyn stanu przedsiębiorstwa.

Istotnym czynnikiem w początkowej fazie kryzysu jest pasywność zarządu, który przyjmuje postawę biernego wyczekiwania nie doceniając zagrożenia lub licząc na jego wygaśnięcie. Brak decyzji i reakcji zarządu, bądź też błędnie podejmowane działania mogą prowadzić do powstania kryzysu ukrytego lub kryzysu ostrego. W przypadku przedsiębiorstw sytuacja kryzysowa wiąże się z systematycznym pogarszaniem się wyników ekonomiczno-finansowych, narastającym spadkiem udziału w rynku oraz ograniczeniem dalszego rozwoju. Najważniejszym symptomem sytuacji kryzysowej jest zagrożenie utratą wypłacalności. Jeżeli przedsiębiorstwo nie zdoła przezwyciężyć kryzysu zagraża mu bankructwo.

Sytuacje kryzysowe w przedsiębiorstwie często są rezultatem błędnych decyzji zarządu lub innych władz przedsiębiorstwa zarówno w odniesieniu do decyzji operacyjnych, jak i strategicznych, braku reakcji na zmiany warunków produkcji, zmiany rynkowe, negatywne efekty ekonomiczne i finansowe. Zarząd przedsiębiorstwa często nie przyznaje się do popełnionych błędów i nie wprowadza niezbędnych zmian, a przyczyn kryzysu szuka poza własnym przedsiębiorstwem.

Brak reakcji zarządzających na pojawiające się symptomy sytuacji kryzysowej powoduje zaistnienie kryzysu. Kryzys w przedsiębiorstwie narasta do momentu, w którym zagrożone staje się istnienie przedsiębiorstwa. W trakcie tego procesu zmniejszają się znacznie możliwości działania przedsiębiorstwa. Następuje spadek zamówień, a tym samym obrotów. Spada rentowność sprzedaży, niejednokrotnie przekraczając próg rentowności. W dłuższym okresie następuje zmniejszenie wpływów przedsiębiorstwa, wzrasta generowana strata; ograniczenie lub brak wpływów skutkują brakiem środków na finansowanie działalności bieżącej i brakiem środków na finansowanie potencjalnych kontraktów. Rośnie rola kredytów kupieckich, pogarsza się jakość współpracy z bankiem ze względu na problemy ze spłatą i obsługą kredytów. Narastają problemy płynnościowe prowadzące do ograniczenia inwestycji, wzrostu zadłużenia, aż do utraty płynności. Narastające zobowiązania finansowe, w tym wzrost kosztów odsetkowych, powodują istotny wzrost napięcia w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa we wszystkich jego obszarach. Problemy płynnościowe skutkują problemami z pozyskaniem kapitału. Wymusza to reakcję zarządu ze względu na zagrożenie niewypłacalności przedsiębiorstwa. Istnieje poważne ryzyko, że jeżeli wierzyciele, w tym kredytodawcy i dostawcy, utracą do przedsiębiorstwa zaufanie, kryzys może zakończyć się upadłością przedsiębiorstwa.

Uważa się, że w procesie kryzysu przedsiębiorstwa można wyodrębnić następujące etapy (W. Weitzel i E. Johnson²):

- zaślepienia,
- beczynności,
- błędy w działaniu,
- kryzys,
- rozkład.

J. Argenti³ określa fazy pogarszania się sytuacji finansowej przedsiębiorstwa w następujący sposób:

² Por. A. Zelek, *Upadłość przedsiębiorstwa jako skutek kryzysu finansowego*, „Przegląd Organizacji” 2000, nr 7–8.

³ J. Argenti, „Predicting Corporate Failure” 1986, no. 2, za L. Bednarski, *Symptomy i ocena zagrożeń sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, „Pieniądze i Więź” 1999, nr 1(2), s. 46.

- stopniowo następuje utrwalanie niedomogów działalności,
- niedomogi prowadzą do popełniania błędów i pogłębiania nieprawidłowości,
- ujawniają się istotne zakłócenia w działalności, szczególnie w zakresie wypłacalności przedsiębiorstwa,
- następuje upadłość, a w konsekwencji likwidacja przedsiębiorstwa.

W przypadku gdy zarządy w ramach własnych działań podejmują próby uzdrowienia przedsiębiorstwa dość częstym zjawiskiem jest wykorzystywanie kreatywnej księgowości. Bagatelizując sygnały ostrzegawcze, zarządy zmieniają statystyczny, finansowy obraz stanu przedsiębiorstwa. Celem tego działania jest formalne polepszenie sytuacji przedsiębiorstwa i oddalenie konieczności podjęcia decyzji o dalszym istnieniu przedsiębiorstwa.

Do typowych działań księgowych należą np.:

- przeszacowywanie wartości środków trwałych,
- tworzenie lub rozwiązywanie rezerw celowych,
- zawyżanie rzeczywistej sprzedaży,
- zmniejszenie zakupów przed końcem roku,
- sposób ewidencji kosztów i produkcji w toku,
- wykorzystanie finansowania pozabilansowego.

Uzyskanie „polepszonych statystycznie” obrazu przedsiębiorstwa oddala podjęcie przez zarząd decyzji o jego przyszłości do momentu pojawienia się dramatycznego obniżenia wypłacalności. Utrudnia to podjęcie decyzji o sposobie ratowania przedsiębiorstwa.

Przedsiębiorstwo teoretycznie ma wiele możliwości wyboru ścieżki ratunkowej. Należą do nich m.in.:

- przygotowanie postępowania naprawczego,
- rokowania z bankami,
- rokowania z innymi wierzycielami,
- wstrzymanie wypłat,
- dalsze nadmierne zadłużanie,
- wniosek o upadłość,
- wstrzymanie działalności.

Praktycznie wybór ścieżki jest ograniczony ze względu na realną sytuację finansową, np. utratę wypłacalności, możliwości porozumienia z głównymi wierzycielami, brak środków na bieżące funkcjonowanie przedsiębiorstwa, brak możliwości współpracy z dostawcami.

Wybór metody „uzdrowiania” ma aspekt prawny i ekonomiczny; regulacje prawne wynikają z ustawy Prawo upadłościowe i naprawcze⁴. Wybór dopuszczalnej (ze względu na stan przedsiębiorstwa) metody postępowania wiąże się z diagnozą sytuacji przedsiębiorstwa, identyfikacją najważniejszych problemów przedsiębiorstwa, oceny możliwości zaakceptowania proponowanego rozwiązania prawnego przez wierzycieli. Ostatecznym rozwiązaniem jest podjęcie decyzji o upadłości przedsiębiorstwa.

Postępowanie upadłościowe zgodnie z ustawą prowadzi się w trybie upadłości likwidacyjnej lub upadłości układowej, w sposób zapewniający, aby roszczenia wierzycieli mogły być zaspokojone w jak najwyższym stopniu, a jeśli racjonalne względy na to pozwolą – dotychczasowe przedsiębiorstwo dłużnika zostało zachowane.

Upadłość likwidacyjna ma na celu zbycie upadłego przedsiębiorstwa i zaspokojenie wierzycieli z uzyskanych ze sprzedaży środków. Decyzję o upadłości likwidacyjnej podejmuje sąd w przypadku gdy brak jest podstaw do zawarcia układu lub na układ nie wyraża zgody większość uprawnionych do głosowania wierzycieli, mających łącznie co najmniej 2/3 ogólnej sumy wierzytelności uprawniających do głosowania.

Upadłość układowa ma na celu restrukturyzację upadłego przedsiębiorstwa i zaspokojenie wierzycieli zgodnie z przyjętymi w programie założeniami. Układ zostaje przyjęty, jeżeli nastąpi porozumienie stron (przedsiębiorstwa – dłużnika, wierzycieli), a sąd zaakceptuje proponowany program naprawczy. Formalnie układ zostanie przyjęty, jeżeli wypowie się za nim większość uprawnionych do głosowania wierzycieli, mających łącznie co najmniej 2/3 ogólnej sumy wierzytelności uprawniających do głosowania. Warunkiem upadłości układowej jest uprawdopodobnienie przed sądem i wierzycielami, że poprzez układ wierzyciele zostaną zaspokojeni w stopniu większym niż gdyby zostali zaspokojeni poprzez realizację upadłości likwidacyjnej obejmującej majątek dłużnika. Dlatego też, ustawa⁵ przewiduje, że propozycje układowe powinny określać sposób restrukturyzacji zobowiązań upadłego przedsiębiorstwa.

Propozycje restrukturyzacji zobowiązań mogą obejmować:

- odroczenie wykonania zobowiązań,
- rozłożenie spłaty długów na raty,
- zmniejszenie sumy długów,
- konwersję wierzytelności na udziały lub akcje,
- zmianę, zamianę lub uchylenie prawa zabezpieczającego określoną wierzytelność.

⁴ Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze (DzU 2003, nr 60, poz. 535 z późn. zm.).

⁵ Ibidem.

2. Warunki przygotowania programu restrukturyzacji

Regulacje prawne dotyczące działalności gospodarczej przewidują możliwość wystąpienia trudnej sytuacji w przedsiębiorstwie, a po ich zidentyfikowaniu i podjęciu decyzji o zamiarze dokonania zmian, określają procedurę postępowania i środki niezbędne do przeprowadzenia restrukturyzacji.

Restrukturyzacja jest złożonym procesem przemian w przedsiębiorstwie. Celem przemian jest bieżąca i długookresowa zmiana struktury aktywów i pasywów. Restrukturyzacja jest metodą na odzyskanie utraconej pozycji rynkowej, poprawę konkurencyjności, a przede wszystkim odbudowanie kondycji ekonomiczno-finansowej. Program restrukturyzacji najczęściej jest zestawem radykalnych działań zmierzających do przebudowy przedsiębiorstwa w wyniku narastających, krytycznych sygnałów o jego pogarszającej się kondycji. Zestaw tych działań obejmuje przedsięwzięcia o charakterze organizacyjnym, finansowym, produkcyjnym i prawnym⁶.

„Restrukturyzacja to proces systemowych zmian majątkowych, organizacyjnych, ekonomicznych, finansowych i technicznych dostosowanych do efektywnej realizacji celów przedsiębiorstwa”⁷. Restrukturyzacja przedsiębiorstwa jest równoważna z transformacją przedsiębiorstwa we wszystkich jego obszarach, tj. rekonstrukcją struktury lub przebudową systemową. Restrukturyzacja przedsiębiorstwa obejmuje zmianę struktury produkcyjnej w tym asortymentu, techniczno-technologicznej, majątkowej, organizacyjnej, zatrudnienia, dostaw, rynku zbytu oraz struktury własnościowej.

Każde przedsiębiorstwo powinno przygotować indywidualną ścieżkę.

3. Restrukturyzacja naprawcza

Restrukturyzacja przedsiębiorstwa dotyczy przekształceń w wielu obszarach działalności przedsiębiorstwa. Obejmuje przekształcenia prawno-ekonomiczne, zmiany techniczno-technologiczne, asortymentowe. Podstawowym zadaniem restrukturyzacji jest przywrócenie korzystnych relacji ekonomiczno-finansowych i przywrócenie wypłacalności przedsiębiorstwa.

⁶ C. Suszyński, *Restrukturyzacja, konsolidacja, globalizacja przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2003.

⁷ K. Wanielista, I. Miłkowska, *Słownik menedżera*, Fraktal, Wrocław 1998, s. 215.

Restrukturyzacja przedsiębiorstwa dotyczy zmian w obszarze operacyjnym i finansowym.

Restrukturyzacja operacyjna obejmuje zmiany z zakresie organizacji, zarządzania i sposobów wykorzystania zasobów rzeczowych i ludzkich. Celem restrukturyzacji operacyjnej jest:

- zwiększenie sprzedaży,
- zmiany asortymentu produkcji w celu zwiększenia efektywności,
- ograniczenie kosztów, w tym poziomu zatrudnienia,
- outsourcing wybranych obszarów przedsiębiorstwa,
- intensyfikacja marketingu,
- zwiększenie konkurencyjności wyrobów, poprawa pozycji rynkowej,
- zwiększenie wydajności majątku rzeczowego i dostosowanie zasobów majątku do bieżących potrzeb (likwidacja majątku nieproduktywnego),
- racjonalizacja zasobów ludzkich (oraz redukcja zatrudnienia do poziomu i struktury do skali i potrzeb przedsiębiorstwa),
- przekwalifikowanie pracowników,
- zmiany organizacji i struktury przedsiębiorstwa,
- zmiany zasad funkcjonowania i rozliczania jednostek organizacyjnych, w tym zmiana zasad działania i rozliczania jednostek organizacyjnych np. poprzez centra zysków i kosztów oraz wzmocnienie roli budżetowania wewnątrz przedsiębiorstwa,
- usprawnianie procesu zarządzania,
- weryfikacja zasad współpracy z właścicielami.

Restrukturyzacja finansowa obejmuje zmiany z zakresie źródeł finansowania w celu odzyskania płynności finansowej przedsiębiorstwa, przywrócenie wypłacalności. Celem restrukturyzacji finansowej jest:

- zwiększenie wpływów, w tym poprzez zmianę polityki marż i cen,
- rezygnacja z nieefektywnych kontraktów,
- ograniczanie wydatków, w tym poprzez niższe koszty zakupu surowców i usług obcych, redukcję wynagrodzeń (stabilizacja lub obniżenie poziomu płac),
- redukcja kosztów stałych,
- racjonalizacja zatrudnienia,
- dążenie do zawarcia ugody z wierzycielami, w tym negocjacje z bankami i innymi wierzycielami w sprawie zmiany zasad spłaty zobowiązań oraz poszukiwanie nowych źródeł finansowania,
- zmiana struktury pasywów przedsiębiorstwa np. poprzez zmianę wierzitelności na akcje/udziały,
- poprawa zarządzania KON (zapasy, należności, zobowiązania),

- zmiana sposobu zagospodarowania majątku np. sprzedaż, dzierżawa, inne zagospodarowanie, pozbywanie się zbędnego majątku produkcyjnego i nieprodukcyjnego.

Podstawowym celem restrukturyzacji jest utrzymanie przynajmniej minimalnego poziomu płynności finansowej przedsiębiorstwa, umożliwiającego jego przetrwanie.

Działania restrukturyzacji naprawczej skierowane są przede wszystkim na zatrzymanie negatywnych zjawisk i tendencji oraz utrzymanie dotychczasowej produkcji. Obejmuje wybrane obszary działalności przedsiębiorstwa, w których istnieje konieczność wprowadzenia niezwłocznie zmian, pozwalających na ustabilizowanie pogarszającej się sytuacji.

Celem restrukturyzacji jest zapewnienie ciągłości działalności przedsiębiorstwa w zróżnicowanych i zmieniających się warunkach rynkowych. Osiągnięcie optymalnych efektów przeprowadzanych zmian jest możliwe jedynie pod warunkiem rzetelnej i właściwej oceny sytuacji przedsiębiorstwa na każdym etapie restrukturyzacji oraz dobór odpowiednich instrumentów pozwalających na poprawę kondycji przedsiębiorstwa.

W postępowaniu upadłościowym przedsiębiorstwo – dłużnik zobowiązany jest do opracowania programu restrukturyzacji. Zastosowanie upadłości układowej umożliwia zaspokojenie wierzycieli (przez spłatę zobowiązań) i daje szansę przedsiębiorstwu na „odrodzenie”.

Celem restrukturyzacji jest stworzenie przesłanek poprawy podstawowych wskaźników ekonomiczno-finansowych, przede wszystkim poprawa efektywności i płynności, do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Istotne jest dostosowanie działalności przedsiębiorstwa do zmian, jakie zachodzą w otoczeniu, do wymogów rynku i sytuacji makroekonomicznej.

Przygotowanie programu restrukturyzacji powinno być poprzedzone:

- identyfikacją źródeł kryzysu przedsiębiorstwa,
- oceną czy przedsiębiorstwo jest w stanie przetrwać okres przygotowywania programu restrukturyzacji,
- analizą ekonomiczno-finansową,
- analizą możliwości redukcji zadłużenia,
- analizą rynku, na którym działa przedsiębiorstwo.

Program restrukturyzacji powinien zawierać szczegółowe propozycje działań, które umożliwią wyjście z kryzysu, identyfikować potencjalne ryzyko i określać skutki wdrożenia tych działań oraz harmonogram ich realizacji.

4. Skuteczność programów naprawczych na przykładzie BIOTON S.A.

BIOTON rozwinął swoją działalność poprzez budowę grupy kapitałowej, która produkuje i sprzedaje insulinę, antybiotyki i inne produkty farmaceutyczne. Produkcja odbywała się w Polsce, we Włoszech, na Ukrainie, w Izraelu, Indiach, Chinach i na Rosji.

Specyfika działalności w sektorze biofarmaceutycznym wiąże się z licznymi rodzajami ryzyka. Do podstawowych należą:

- ryzyko związane z odmową lub opóźnieniami w rejestracji leków,
- ryzyko związane z wystąpieniem efektów ubocznych, interakcji z innymi lekami lub braków jakościowych produktów,
- ryzyko związane z pracami rozwojowymi w segmencie leków biotechnologicznych,
- ryzyko związane z rozwiązaniem licencji na produkcję rekombinowanej insuliny ludzkiej,
- ryzyko związane ze strategią akwizycji i ekspansji na rynki zagraniczne,
- ryzyko związane z zasadami refundacji leków,
- ryzyko kursu walutowego.

W 2007 r. spółka w ramach swojej strategii określiła następujące cele:

- utrzymanie drugiej pozycji na polskim rynku insuliny,
- zdobycie znaczącej pozycji na światowym rynku insuliny,
- rozwój oferty produktów biotechnologicznych,
- rozwój oferty produktów (leków) nieopartych na biotechnologii (antybiotyki, doustne leki przeciwcukrzycowe i inne),
- wprowadzenie nowych produktów, takich jak doustne leki przeciwcukrzycowe, generyczne leki przeciwcholesterolowe, leki stosowane przy nadciśnieniu tętniczym.

Realizacja strategii została oparta na:

- rozbudowie bazy wytwórczej i poszerzania portfela produkcyjnego,
- akwizycji kolejnych spółek z sektora biotechnologicznego i farmaceutycznego.

Powiązania kapitałowe BIOTON S.A. miały na celu realizację strategii przyjętej na lata 2007–2008, polegającej na ekspansji działania spółki poza granicami Polski, poprzez zwiększenie sprzedaży w Azji, w tym głównie w Chinach, pozyskanie dostępu do rynków europejskich, USA i Afryki. Celem było stworzenie własnej bazy produkcyjnej (fabryk) poza Polską, rejestracja produktów na tych rynkach, stworzenie bazy marketingu, promocji i sprzedaży. Duże znaczenie dla realizacji tych celów

miało finansowanie przez BIOTON prac rozwojowych dotyczących produktów leczniczych zarówno własnych, jak i w spółkach zależnych i stowarzyszonych.

W 2008 r. zmiana sytuacji na rynkach finansowych, ogólnoświatowy kryzys oraz opóźnienia związane z ekspansją na wybranych rynkach przyczyniły się do pogorszenia kondycji spółki i spowodowały zmianę strategii spółki. Władze spółki dokonały korekty strategii, w kierunku restrukturyzacji poprzez:

- ograniczenie kosztów działalności,
- zwiększenie sprzedaży (poprzez współpracę z kluczowymi firmami farmaceutycznymi, z niewielkim, dodatkowym zaangażowaniem kapitałowym),
- poprawę rentowości poszczególnych obszarów biznesowych,
- poprawę płynności i zmniejszenie kosztów finansowych (poprzez zmiany w sposobie finansowania, w tym dążenie do samofinansowania poszczególnych spółek grupy kapitałowej).

Podjęto decyzję o koncentracji na kluczowych dla spółki produktach i optymalizacji wykorzystania zasobów produkcyjnych i ludzkich, jednocześnie ograniczając ryzyko biznesowe. W drugiej połowie 2008 r. spółka miała problemy z terminowym regulowaniem zobowiązań. Jednocześnie nie była w stanie pokryć zwiększonego zapotrzebowania na kapitał obrotowy i nakłady inwestycyjne podmiotu dominującego i spółek zależnych finansowaniem zewnętrznym.

W 2009 r. sytuacja ekonomiczno-finansowa uległa dalszemu pogorszeniu i spółka miała problemy z terminowym regulowaniem zobowiązań handlowych; terminowo regulowane były zobowiązania podatkowe. Wzrost zapotrzebowania na środki finansowe wynikał m.in. z realizacji inwestycji i finansowania projektów rozwojowych prowadzonych w spółkach zależnych BIOTON S.A. Na skutek zapaści finansowej, negatywnej oceny prowadzonych działań restrukturyzacyjnych i niespełniania wymagań kredytodawców w czasie spowolnienia gospodarczego, została zobligowana przez banki do pilnej spłaty kredytów bankowych. Drastycznie ograniczyły się przy tym możliwości pozyskania przez spółkę finansowania niezbędnego dla kontynuacji realizowanych projektów rozwojowych, które wkraczały w decydującą fazę i projektów inwestycyjnych. Jedną z przyczyn był globalny kryzys finansowy, co wpłynęło na zwiększenie restrykcyjności polityki kredytowej banków, w tym podniesienie przez banki oceny ryzyka realizowanych projektów w dziedzinie biotechnologii, ale w znacznym stopniu pogarszanie się wyników spółki związane było z rozbudowanymi powiązaniem kapitałowymi i brakiem efektów restrukturyzacji kosztowej.

Dla pozyskania dodatkowego finansowania spółki BIOTON S.A. i dalszego wsparcia finansowego spółek z Grupy, w 2009 r. przeprowadzono emisję akcji pozyskując dodatkowy kapitał o łącznej kwocie 277 mln zł. Dodatkowym źródłem

finansowania była sprzedaż krótkoterminowych aktywów finansowych oraz akcji spółki BIOTON WOSTOK.

W 2009 r. spółka skoncentrowała proces restrukturyzacji w ramach strategii reorganizacji na:

- koncentracji na kluczowych produktach, przede wszystkim na rekombinowanej insulinie ludzkiej,
- poszukiwaniu nowych rynków zbytu (w tym Chin),
- obniżaniu kosztów operacyjnych,
- redukcji zadłużenia, renegotjowaniu warunków finansowania zewnętrznego,
- przyspieszeniu komercjalizacji posiadanych aktywów,
- zwiększeniu stabilności struktury finansowania, ograniczeniu ryzyka finansowego,
- skupieniu aktywności badawczo-rozwojowej na produktach o najwyższym potencjale rynkowym (hormon wzrostu o przedłużonym uwalnianiu),
- działaniach w obszarze rejestracji produktów biotechnologicznych na kluczowych rynkach światowych w celu ich późniejszej komercjalizacji we współpracy z wiodącymi koncernami farmaceutycznymi działającymi na światowym rynku.

W 2009 r. spółka wydatkowała na koszty restrukturyzacji 13,3 mln zł.

Efektom działalności BIOTON w 2009 r. była zapasć ekonomiczno-finansowa zarówno na działalności podstawowej, jak i operacyjnej. Wskaźniki predykcji bankructwa wskazywały na załamanie.

Dla ratowania spółki w 2010 r. BIOTON S.A. rozpoczął sprzedaż aktywów związanych z działalnością antybiotykową (Hefei-SciGen-BIOTON Biopharmaceutical Company Ltd) oraz praw licencyjnych związanych z nabywaniem, przepakowywaniem, promocją, dystrybucją i sprzedażą insuliny w Chinach. Podjęto także działania związane z aktywizacją sprzedaży i obniżką kosztów własnych oraz w spółkach zależnych i stowarzyszonych grupy.

W roku 2011 kontynuowano działania restrukturyzacyjne, które koncentrowały się na obszarach:

- przyspieszenia efektów komercjalizacji głównego produktu spółki – rekombinowanej insuliny ludzkiej,
- skupienia aktywności badawczo-rozwojowej na produktach o najwyższym potencjale rynkowym (hormon wzrostu o przedłużonym uwalnianiu),
- ograniczania kosztów operacyjnych,
- zmniejszenia zapotrzebowania na finansowanie zewnętrzne,
- dostosowania posiadanej infrastruktury do realizacji strategii na wybranych rynkach,

- badaniach i rozwoju nowych produktów biotechnologicznych,
- działaniach w obszarze rejestracji produktów biotechnologicznych na kluczowych rynkach światowych w celu ich późniejszej komercjalizacji we współpracy z wiodącymi koncernami farmaceutycznymi,
- znaczącej redukcji zadłużenia,
- zwiększenia stabilności struktury finansowania Grupy.

Korzystne wyniki finansowe osiągnięte w 2010 r., w szczególności na tle zapaści roku poprzedniego, spowodowały, że w 2011 r. spółka podjęła decyzję o zakończeniu działań restrukturyzacyjnych rozpoczętych w 2009 r., a wynikających ze zmiany strategii, licząc na dalszą poprawę kondycji spółki. Zmiany dotyczyły w szczególności obszaru sprzedaży na rynkach zagranicznych głównego produktu spółki – rekombinowanej insuliny ludzkiej. Zakładano, że realizacja strategii rozwoju pozwoli na osiągnięcie zadowalających wyników finansowych nie tylko w 2011 r., ale również w latach przyszłych. Przyjęto założenie, że rok 2011 jest ostatnim rokiem porządkowania spółek grupy i wdrażania nowej strategii. Założenie to spowodowało, że w spółce ponownie wzrosły koszty funkcjonowania. Koszty własne sprzedaży zwiększyły się o 13%, koszty sprzedaży i koszty ogólne zarządu o 7%. Jednocześnie działalność produkcyjna, dystrybucyjna i rozwojowa powodowała wzrost zapotrzebowania na finansowanie, którego spółka nie mogła pokryć z własnych źródeł.

W roku 2011 nastąpił wzrost zadłużenia z tytułu kredytów, pożyczek i instrumentów dłużnych (o 73,7 mln zł), w tym z tytułu kredytów i pożyczek (51,7 mln zł) mimo kontynuacji rozpoczętego wcześniej zbywania aktywów spółki. W 2011 r. kontynuowano sprzedaż spółki Hefei-SciGen-BIOTON Biopharmaceutical Company Ltd, przeznaczono do sprzedaży spółkę SciGen Israel Ltd posiadającą licencję do produkcji i sprzedaży szczepionki na wirusowe zapalenie wątroby typu B.

Sytuacja ekonomiczno-finansowa spółki w ciągu ostatnich lat była bardzo niestabilna i zróżnicowana. Jednocześnie spółka w związku ze zwiększonym zapotrzebowaniem na środki finansowe spółek grupy zwiększała kapitał akcyjny w wyniku kolejnych emisji akcji. Dodatkowym źródłem finansowania BIOTON była bardzo wysoka 4-krotna emisja papierów dłużnych.

Fluktuacja poziomu aktywów trwałych w największym stopniu wynikała z działań na aktywach finansowych spółki. Zapotrzebowanie na kapitał wiązało się m.in. z zakupem podmiotów, które miały wspomagać międzynarodową ekspansję grupy. W roku 2007 spółka dokonała ogromnej ekspansji w pogłębianiu powiązań kapitałowych na całym świecie i kontynuowała pozyskiwanie nowych podmiotów w 2008 r. W latach 2007–2011 spółka dokonała nabycia i zbycia udziałów w spółkach.

Zapotrzebowanie na zewnętrzne finansowanie zwiększało się wraz z pogarszaniem się wyników finansowych spółki; ale banki nie tylko ograniczyły dostęp do nowych kredytów, ale przede wszystkim w związku z negatywną oceną wyników finansowych, postawiły wymagalność wobec już zaciągniętych zobowiązań.

Dramatycznie złe wyniki osiągnięte w 2008 r. spowodowały, że dla poprawy sytuacji spółki, w tym eliminacji podmiotów obciążających wyniki BIOTON oraz konieczności spłaty kredytów bankowych, zostały podjęte decyzje o konieczności zbycia części aktywów, co następowało sukcesywnie w latach 2009 i 2010. Finansowe porządkowanie aktywów przyniosło dodatni efekt netto praktycznie od 2009 r.

Tabela 1. Obrót aktywami finansowymi posiadanymi przez BIOTON (tys. zł)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011
Nabycie	224 557	69 273	20 303	37 577	600
Sprzedaż	10 882	2 531	32 862	110 904	–
Netto obrót	213 675	66 742	–12 559	–73 327	600

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań BIOTON S.A.

Jednocześnie znaczące środki finansowe, w formie pożyczek długoterminowych i krótkoterminowych, obciążały bilans spółki i pogarszały wyniki finansowe BIOTON szczególnie w latach 2007–2008. Dramatycznie złe wyniki finansowe osiągnięte w 2009 r. spowodowały konieczność rezygnacji z długoterminowego finansowania podmiotów grupy i ograniczenia finansowania krótkoterminowego.

Tabela 2. Pożyczki dla podmiotów BIOTON (tys. zł)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011
Długoterminowe					
– do jednostek powiązanych	98 585	95 062	–	–	–
Krótkoterminowe					
– do jednostek powiązanych	–	21 589	–	–	–
– do pozostałych	–	219	14 319	25 422	12 050

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań BIOTON S.A.

W ciągu badanych lat poprawie uległy zasady finansowania podmiotów BIOTON, co bardzo obciążało spółkę i zwiększało zapotrzebowanie na kapitał. O ile w 2007 r. należności od jednostek wynosiły 89 mln zł, to w 2011 r. już tylko 13 mln zł.

Pozyskiwane środki finansowe przeznaczone były poza finansowaniem podmiotów grupy na inwestycje w środki trwałe, wartości niematerialne i finansowanie prac badawczo-rozwojowych.

Syntetyczny obraz spółki wynikający z bilansu ukazywał przede wszystkim ogromną niestabilność, zarówno po stronie aktywów, jak i pasywów. Poziom kapitału własnego zmieniał się w kolejnych latach, co w znaczącym stopniu wiązało się z powiązaniem kapitałowymi, ale przede wszystkim z korektami poziomu zysków zatrzymanych i wyceny udziałów mniejszościowych. Spowodowało to zmniejszenie poziomu kapitału własnego w 2009 r.

Wskaźnik pokrycia majątku trwałego kapitałem własnym był zróżnicowany w poszczególnych latach, lecz w całym okresie kształtował się na bezpiecznym poziomie.

Wskaźnik struktury majątku w całym okresie kształtował się na bardzo wysokim poziomie, był niestabilny i wskazywał na wielkie znaczenie udziału aktywów finansowych w majątku trwałym spółki. Udział długu w finansowaniu spółki zmniejszał się.

Tabela 3. Wskaźniki finansowania majątku trwałego

Strategia finansowania majątku trwałego	2007	2008	2009	2010	2011
Wskaźnik pokrycia majątku trwałego kapitałem własnym	0,80	0,73	0,93	1,02	0,85
Wskaźnik struktury majątku	2,80	4,55	2,54	2,62	4,15
Wskaźnik struktury kapitału	0,69	0,67	0,50	0,35	0,46

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań BIOTON S.A.

Wskaźnik struktury kapitału obniżał się od 2007 r., co w dużym stopniu było wynikiem wzrostu kapitału własnego (w tym okresie zobowiązania ogółem wzrosły o 35%). W latach 2007–2009 poziom wskaźnika struktury kapitału odzwierciedlał korzystną strukturę kapitału i wykorzystywanie przez spółkę mechanizmu dźwigni finansowej. Od 2010 r. spółka radykalnie ograniczyła finansowanie zobowiązań kapitałem własnym.

Relacja aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych wskazuje na duże problemy spółki z zarządzaniem kapitałem obrotowym.

Z rachunku wyników wynika, że jednym z podstawowych problemów spółki był spadek zysku na sprzedaży. W roku 2008 spółka zanotowała spadek zysku netto na sprzedaży o 97% do poziomu 1,3 mln zł, w 2009 r. spółka poniosła stratę w wysokości 96 mln zł (w 2009 r. koszty ogólnego zarządu wzrosły o 60%, a koszty przestojów wynosiły 11 mln zł). W kolejnym roku spółka wygenerowała zysk na sprzedaży na poziomie 59 mln zł, lecz w 2011 r. strata wynosiła 56 mln zł.

Pozostała działalność operacyjna i finansowa spowodowała, że począwszy od 2007 r. spółka systematycznie pogarszała wynik finansowy netto. W 2008 r. zysk netto zmniejszył się 8-krotnie w stosunku do roku poprzedniego, w kolejnym roku zmniejszył się 3-krotnie. W 2009 r. w stosunku do roku 2007 koszty ogółem spółki wzrosły blisko 3-krotnie.

Tabela 4. Wybrane pozycje rachunku zysków i strat BIOTON S.A. za lata 2007–2011 (tys. zł)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011
Przychody ze sprzedaży	270 942	293 517	286 228	378 097	288 984
Zysk brutto na sprzedaży	148 008	129 147	98 368	212 214	102 586
Zysk netto na sprzedaży	37 821	1 292	-96 336	59 044	-56 254
Zysk z działalności operacyjnej	100 238	-71 487	-579 278	90 064	-51 059
Przychody finansowe	8 062	22 617	51 194	19 705	27 405
Koszty finansowe	92 171	190 740	61 775	9 931	27 149
Zysk brutto	14 901	-268 004	-605 806	99 838	-50 803
Zysk netto	26 486	-223 033	-618 593	110 726	-83 936

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań BIOTON S.A.

Sprzedaż aktywów finansowych w 2010 r. pozwoliła na wygenerowanie zysku na poziomie 111 mln zł, lecz w 2011 r. znowu zrealizowano stratę na poziomie 84 mln zł.

Tabela 5. Wybrane pozycje rachunku przepływów pieniężnych BIOTON S.A. za lata 2007–2011 (tys. zł)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	-581	37 745	79 516	27 170	-22 200
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-320 519	-289 398	-130 528	57 981	-97 065
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	301 423	266 290	203 976	-82 181	84 978
Środki pieniężne na koniec roku obrotowego	47 082	61 719	55 651	58 621	24 334

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań BIOTON S.A.

Przepływy środków pieniężnych w kolejnych latach wskazują, że we wszystkich obszarach działalności spółki sytuacja była dramatyczna, a poziom środków pieniężnych na koniec 2011 r. był o połowę niższy niż w 2007 r.

Poziom rentowności kształtowany był przez poziom i strukturę kosztów ogółem (w tym znaczący udział kosztów ogólnych zarządu). Wskaźniki rentowności BIOTON w całym prezentowanym okresie kształtowały się na niesatysfakcjonującym poziomie. Od 2008 r. spółka wykazywała ogromne straty na sprzedaży. Ujemny

poziom wskaźników rentowności aktywów i rentowność kapitału własnego wskazują na głęboką zapaść spółki.

Tabela 6. Wskaźniki rentowności BIOTON S.A. za lata 2007–2011 (%)

Wskaźniki rentowności	2007	2008	2009	2010	2011
Wskaźnik rentowności sprzedaży netto	9,78	-75,99	-216,12	29,29	-29,05
Wskaźnik rentowności sprzedaży brutto	5,50	-91,31	-211,65	26,41	-17,58
Wskaźnik rentowności sprzedaży netto oparty na kosztach	7,67	-39,07	-64,99	32,39	-21,93
Wskaźnik rentowności sprzedaży brutto oparty na kosztach	4,32	-46,95	-63,65	29,21	-13,28
Wskaźnik rentowności aktywów (ROA)	1,77	-10,81	-39,28	6,99	-4,15
Wskaźnik rentowności aktywów trwałych	2,40	-13,19	-54,74	9,66	-5,15
Wskaźnik rentowności aktywów obrotowych	6,70	-60,06	-139,05	25,27	-21,33
Wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE)	2,99	-18,11	-58,87	9,46	-6,06

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań BIOTON S.A.

Wskaźnik płynności gotówki jest wskaźnikiem najlepiej odzwierciedlającym zdolność firmy do terminowego regulowania zobowiązań. Jego poziom w 2008 r. wskazywał na dramatycznie trudną sytuację spółki i zagrożenie w zdolności do bezzwłocznych płatności. Wynika to z nadmiernie dynamicznego rozwoju spółki i ponoszeniu zbyt wysokich nakładów inwestycyjnych i marketingowych oraz braku skuteczności w redukcji kosztów w ramach realizowanej strategii.

Tabela 7. Wskaźniki płynności finansowej BIOTON S.A. za lata 2007–2011

Wskaźniki płynności finansowej	2007	2008	2009	2010	2011
Wskaźnik bieżący	0,99	0,62	1,03	1,96	1,08
Wskaźnik szybki	0,69	0,45	0,47	1,30	0,67
Wskaźnik gotówki	0,17	0,18	0,16	0,38	0,11
Kapitał obrotowy netto	-3 427	-223 319	12 938	214 443	28 161
Wskaźnik poziomu kapitału obrotowego I (%)	26,57	28,83	27,42	14,12	18,04
Wskaźnik poziomu kapitału obrotowego II (%)	100,87	160,14	97,09	51,07	92,84

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań BIOTON S.A.

Wskaźniki płynności bieżącej i szybkiej z wyjątkiem 2010 r. kształtowały się poniżej poziomu optymalnego (w 2008 r. poziom wskazywał na duże prawdopodobieństwo utraty płynności).

W całym okresie spółka była silnie uzależniona od finansowania zewnętrznego. Wyniki finansowe BIOTON w 2009 r. przyczyniły się do ograniczenia zaufania

do spółki i spowodowały radykalne zmniejszenie możliwości długoterminowego finansowania spółki na rynku kapitałowym.

Tabela 8. Kredyty, pożyczki i instrumenty dłużne (tys. zł)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011
Kredyty długoterminowe, pożyczki i instrumenty dłużne	163 868	163 897	20 478	113 519	126 056
Kredyty krótkoterminowe, pożyczki i instrumenty dłużne	186 022	220 626	191 645	51 082	124 763

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań BIOTON S.A.

Wskaźniki zadłużenia mają istotne znaczenie dla wierzycieli spółki i określają ryzyko dalszego finansowania spółki. Wskaźnik ogólnego poziomu zadłużenia kształtował się na akceptowalnym poziomie. Spółka ze względu na generowane straty wykazywała ujemny poziom wskaźników pokrycia obsługi i spłaty kapitału. Były to kolejne sygnały o dramatycznie pogarszającej się sytuacji spółki. Wykorzystanie finansowania zewnętrznego, przy ujemnej stopie zwrotu z kapitału nie dawało spółce możliwości wykorzystania efektu dźwigni finansowej.

Tabela 9. Wskaźniki stanu zadłużenia

Wskaźniki stanu zadłużenia	2007	2008	2009	2010	2011
Wskaźnik ogólnego poziomu zadłużenia	0,41	0,40	0,33	0,26	0,32
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	0,24	0,19	0,09	0,16	0,20
Wskaźnik pokrycia odsetek	5,77	-8,09	-24,35	12,78	-7,76
Wskaźnik pokrycia odsetek i kapitału	0,01	-0,09	-0,21	0,02	-0,02
Wskaźnik dźwigni finansowej	0,69	-8,73	-21,12	1,85	-2,42

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań BIOTON S.A.

Cykl należności w całym okresie kształtował się na wysokim poziomie ponad 100 dni i sukcesywnie obniżał się od 2007 r. z 218 dni do 136 dni w 2010 r., by znacząco wzrosnąć w 2011 r. do 229 dni, co mogło wynikać ze znaczącego wzrostu sprzedaży w 2010 r.

Tabela 10. Wskaźniki sprawności zarządzania majątkiem obrotowym

Wskaźniki sprawności zarządzania majątkiem obrotowym	2007	2008	2009	2010	2011
Wskaźnik obrotu należności (w razach)	1,7	1,9	2,5	2,7	1,6
Wskaźnik obrotu należnościami (w dniach)	218	194	148	136	229
Wskaźnik obrotu zapasami (w razach)	2,9	3,0	3,6	3,0	3,6
Wskaźnik obrotu zapasami (w dniach)	127	120	101	120	102

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań BIOTON S.A.

Poziom zapasów był relatywnie stabilny. Cykl zapasów był wysoki i podlegał wahanom w całym analizowanym okresie. W latach 2007–2008 wynosił 127–120 dni, obniżył się w 2009 r. do 101 dni, ponownie wzrósł do 120 dni w 2010 r., by osiągnąć poziom 102 dni w 2011 r.

Tabela 11. Wskaźniki efektywności zarządzania zasobami

Wskaźniki efektywności zarządzania zasobami	2007	2008	2009	2010	2011
Cykl rozliczeniowy zobowiązań (w razach)	6,0	3,9	3,5	5,3	4,3
Cykl rozliczeniowy zobowiązań (w dniach)	60	93	104	69	85

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań BIOTON S.A.

Cykl zobowiązań podlegał dość dużym wahanom w czasie i zwiększył się z 60 dni w 2007 r. do 104 dni w 2009 r. Po wdrożeniu restrukturyzacji spadł do 69 dni, by ponownie zwiększyć się do 85 dni w 2011 r.

BIOTON nie jest przypadkiem spółki, która upadła. Natomiast w okresie ostatnich lat „ocierała” się o upadłość i w żaden sposób nie wykorzystwała informacji płynących ze wskaźników ostrzegających przed bankructwem. Na podstawie przeprowadzonej analizy można wnioskować, że wybrane modele predykcji bankructwa wykazywały pogarszającą się kondycję ekonomiczno-finansową spółki i rosnące zagrożenie bankructwem.

Podstawą budowy grupy kapitałowej BIOTON była wizja stworzenia silnego międzynarodowego koncernu farmaceutycznego. Założono zbudowanie do 2012 r. silnej międzynarodowej pozycji, opartej na sprzedaży insuliny, rozwoju produktów biotechnologicznych i tworzeniu aliansów strategicznych.

Realizacja strategii rozwoju określonej w 2007 r. przyniosła w okresie 2 lat niekorzystne wyniki finansowe grożące utratą płynności i bankructwem. W wyniku osiągniętych rezultatów strategia została zweryfikowana w 2009 r. Podjęto wtedy decyzję o kolejnej, długookresowej restrukturyzacji spółki opartej na potencjale zbudowanym w Polsce i posiadanych aktywach zagranicznych.

Budowana strategia, ze względu na silną pozycję głównego akcjonariusza nie została gruntownie przedyskutowana i zaakceptowana przez pozostałych akcjonariuszy. Funkcjonowanie BIOTON charakteryzował brak nadzoru nad spółką.

W całym okresie główny inwestor lekcewał interesy akcjonariuszy mniejszościowych, a spółka nie przestrzegała wszystkich Zasad Dobrych Praktyk w Spółkach Publicznych.

Główny właściciel, jednocześnie przewodniczący Rady Nadzorczej, wraz z zarządzającymi spółką zbudowali w 2007 r. strategię ekspansji spółki na rynki międzyna-

rodowe poprzez budowę za granicą fabryk, przejmowanie podmiotów zagranicznych sektora farmaceutycznego, rozbudowę międzynarodowej sieci dystrybucji.

Przy realizacji wizji popełniono liczne błędy wynikające m.in. z przeszacowania możliwości finansowych grupy i niedoceniaenia ryzyka związanego z prowadzeniem działalności w sektorze biotechnologicznym w wielu krajach o zróżnicowanych warunkach formalnoprawnych. Nie doceniono ryzyka wydłużenia czasu badań i rejestracji produktów oraz niedoszacowania nakładów finansowych.

Przejęcia zagranicznych spółek branżowych i zdobywanie nowych rynków wiązało się z zaangażowaniem dużych środków finansowych. Realizacja zakupu w krótkim czasie skutkowałą przeinwestowaniem. Zdobywano nowe rynki produkcji i zbytu, lecz nie prowadzono analizy kosztów tych transakcji.

Przez długie okresy utrzymywano podmioty o bardzo niskiej rentowności, a decyzje o ich sprzedaży podejmowano za późno, w momencie krytycznego zagrożenia utraty płynności.

Poszukiwano nowych rynków zbytu z ogromnym potencjałem popytu, lecz wprowadzanie podmiotów odbywało się bez rozpoznania warunków funkcjonowania na tych rynkach. W szczególności nie doceniono czasu i kosztów związanych z rejestracją leków za granicą. Zła organizacja zarządzania rejestracją nowych produktów powodowała ogromne opóźnienia we wprowadzaniu leków na rynki zbytu.

Poważnym problemem było nieuwzględnienie skutków zmian zasad refinansowania leków przez NFZ w Polsce, co na długi okres znacznie zmniejszyło przychody BIOTON.

Błędem było rozwijanie mocy produkcyjnych bez podpisania umów dystrybucyjnych, co na długi czas uniemożliwiło sprzedaż produktów, a generowało bardzo wysokie koszty.

Komercjalizacja kolejnych produktów biotechnologicznych zdywersyfikowała strukturę sprzedaży, ale jednocześnie wiązała ogromne środki finansowe w Polsce i za granicą, a także nie zapewniała rentowności.

Prace badawczo-rozwojowe prowadzone były w trzech krajach, w nowoczesnych laboratoriach zatrudniających liczną kadrę naukowców. Brak było koordynacji prac badawczo-rozwojowych w poszczególnych spółkach grupy. Szeroki zakres prac badawczych generował wysokie zapotrzebowanie na nakłady inwestycyjne i środki na ich sfinansowanie. Spowodowało to konieczność zaniechania prac nad niektórymi lekami. Nie doceniono ryzyka i przeszacowano skalę i czas, w którym oczekiwano efektów w postaci nowych produktów.

W momencie gdy wyniki finansowe spółki były bardzo słabe, podjęto próbę reorientacji strategii, lecz w praktyce nie udało się jej wdrożenia. Zabrakło

konsekwencji w działaniach związanych z obniżaniem kosztów spółki, reorganizacją metod marketingu i sprzedaży, redukcją zadłużenia i uwolnieniem kapitału.

Niekorzystne wyniki finansowe spółki i rosnące zapotrzebowanie na środki finansowe skutkowały koniecznością podniesienia kapitału i sprzedaży zbędnych aktywów finansowych. Sytuacja finansowa na rynku kapitałowym i negatywne oceny kondycji BIOTON oraz utrata wiary w szybką poprawę, skutkowały problemami w uzyskaniu korzystnych cen emisji akcji czy zbycia aktywów.

W ciągu całego okresu badawczego nie udało się przeprowadzenie „oczyszczenia” finansów spółek grupy. Spółka miała poważne problemy z zarządzaniem rozbudowanej struktury spółki. Podejmowane próby restrukturyzacji zarządzania w grupie BIOTON nie przynosiły efektów, a najistotniejszym skutkiem był brak panowania nad efektywnością zarządzanych struktur. Wysokie finansowanie spółek grupy realizowano bez skutecznego monitoringu wydatkowania środków.

Poważnym problemem były nieprawidłowości w sposobie aktualizacji wyceny majątku. Przeszacowanie wartości spółek i niektórych licencji znacząco obniżyło wyniki finansowe.

Istotnym problemem związanym z zarządzaniem spółką był niedostateczny monitoring kosztowy. Nawet po przyjęciu programu restrukturyzacji kosztów, nie udało się dokonanie głębszych cięć. Na krótki okres zweryfikowano i obniżono zatrudnienie. Istotnym problemem były i są bardzo wysokie koszty ogólnego zarządu.

Na działaniach BIOTON zaważyła nieudana wizja budowy międzynarodowego giganta farmaceutycznego.

Podstawowym skutkiem przyjętej strategii, weryfikowanej w kolejnych programach restrukturyzacji, było zbudowanie międzynarodowego podmiotu zarówno w dziedzinie produkcji, zbytu, jak i prac nauko-badawczych. BIOTON nie stał się gigantem farmaceutycznym, a ponadto utracił zdolność do efektywnego funkcjonowania, z uwagi m.in. na następujące aspekty:

- nie udało się osiągnięcie korzystniejszej pozycji rynkowej,
- wdrażanie wizji odbywało się bez analizy możliwości i nakładów, co skutkowało bardzo niesatysfakcjonującymi wynikami finansowymi,
- brak skutków w restrukturyzacji kosztów pogłębiał zapaść spółki,
- nie osiągnięto poprawy efektywności,
- brak nadzoru nad jednostkami zależnymi i stowarzyszonymi spowodował duże straty finansowe i ograniczył zakres działania spółki,
- kolejnym zarządom zabrakło determinacji w realnej ocenie celowości i szans na wdrażanie koncepcji głównego właściciela,

- zbyt późne reakcje na nieoczekiwane sytuacje i zdarzenia skutkowały opóźnieniami w niezbędnych reakcjach; nie osiągnięto poprawy zdolności zarządzania i organizacji spółki,
- najistotniejszym skutkiem restrukturyzacji jest brak wiarygodnej wizji BIOTON i utrata wiarygodności finansowej.

Uznaje się, że miernikami oceny efektywności systemów i postępowań upadłościowych jest wskaźnik odzyskania wierzytelności, poziom kosztów upadłości, czas trwania postępowania upadłościowego. To podejście ma charakter ilościowy. Są to bardzo istotne mierniki, chociaż ocena skutków, w tym efektywności procesów upadłościowych, powinna mieć znacznie szerszy zakres⁸.

W przypadku BIOTON nie doszło do upadłości. Dotychczasowi wierzycieli na czas odzyskiwali wierzytelności. Poniesiono jednak ogromne koszty restrukturyzacji nie osiągając trwałego pozytywnego efektu. Wyniki pierwszych miesięcy 2012 r. potwierdzają głęboką zapaść spółki.

Najważniejszym skutkiem jest jednak pogrzebanie marzeń o budowie silnego międzynarodowego koncernu farmaceutycznego i utrata wiarygodności u akcjonariuszy, którą będzie bardzo trudno odbudować.

Wnioski

Kryzys przedsiębiorstwa jest wynikiem nieplanowanych zdarzeń zakłócających lub zagrażających normalnemu jego funkcjonowaniu. W czasach niepewności, ryzyka i niepełnej informacji kryzys staje się immanentną cechą współczesnych przedsiębiorstw. Podstawowym zadaniem zarządu przedsiębiorstwa staje się takie prowadzenie przedsiębiorstwa, aby unikać sytuacji doprowadzających do powstania kryzysu. Warunkiem efektywnego zarządzania jest zdolność do przeciwstawienia się zarządu wobec nieracjonalnych wizji właścicieli.

Jednym z podstawowych elementów strategii przedsiębiorstwa powinna stać się budowa sprawnego i elastycznego systemu kontroli i monitoringu w podmiocie wiodącym oraz spółkach zależnych i stowarzyszonych.

Ważnym czynnikiem w usprawnianiu działalności przedsiębiorstwa powinna być budowa i wykorzystywanie systemu wczesnego ostrzegania, który z jednej strony będzie informować o nadchodzących problemach, z drugiej zaś pozwoli na przygotowanie działań (narzędzi i środków) im przeciwdziałających.

⁸ B. Prusak, *Ekonomiczna analiza upadłości przedsiębiorstw. Ujęcie międzynarodowe*, CeDeWu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2011.

Naprawa przedsiębiorstwa powinna mieć charakter stałej i gruntownej restrukturyzacji. Podstawą restrukturyzacji powinna stać się radykalna zmiana systemu zarządzania w przedsiębiorstwie.

W wielu przypadkach problemem przedsiębiorstw jest budowa struktury finansowania. Jednym z istotnych aspektów procesu restrukturyzacji jest możliwość wynegocjowania z bankami sanacyjnego finansowania kredytowego, co nie dotyczy tylko podmiotów w upadłości naprawczej, ale także tych, które charakteryzuje zła kondycja ekonomiczno-finansowa.

Bibliografia

- Bednarski L., *Symptomy i ocena zagrożeń sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, „Pieniądze i Więź” 1999, nr 1(2).
- Mączyńska E., *Ocena ryzyka upadłości przedsiębiorstwa*, w: *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw. Wybrane aspekty*, red. A. Fierla, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
- Mączyńska E., Zawadzki M., *Dyskryminacyjne modele predykcji bankructwa przedsiębiorstw*, „Ekonomista” 2006, nr 2.
- Prawo upadłościowe i naprawcze (DzU 2003, nr 60, poz. 535 z późn. zm.).
- Prusak B., *Ekonomiczna analiza upadłości przedsiębiorstw. Ujęcie międzynarodowe*, CeDeWu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2011.
- Suszyński C., *Restrukturyzacja, konsolidacja, globalizacja przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2003.
- Wanielista K., Miłkowska I., *Słownik menedżera*, Fraktal, Wrocław 1998.
- Zelek A., *Upadłość przedsiębiorstwa jako skutek kryzysu finansowego*, „Przegląd Organizacji” 2000, nr 7–8.

Sprawozdania i raporty BIOTON S.A.

- Sprawozdanie finansowe za rok 2008 wraz z opinią biegłego rewidenta i raportem z badania.
- Sprawozdanie finansowe za rok 2009 wraz z opinią biegłego rewidenta i raportem z badania.
- Sprawozdanie finansowe za rok 2010 wraz z opinią biegłego rewidenta i raportem z badania.
- Sprawozdanie finansowe za rok 2011 wraz z opinią biegłego rewidenta i raportem z badania.
- Sprawozdanie Zarządu BIOTON S.A. z działalności Grupy Kapitałowej BIOTON S.A. w okresie od 1.01.2008 r. do 31.12.2008 r.

Sprawozdanie Zarządu BIOTON S.A. z działalności Grupy Kapitałowej BIOTON S.A. w okresie od 1.01.2009 r. do 31.12.2009 r.

Sprawozdanie Zarządu BIOTON S.A. z działalności Grupy Kapitałowej BIOTON S.A. w okresie od 1.01.2010 r. do 31.12.2010 r.

Sprawozdanie Zarządu BIOTON S.A. z działalności Grupy Kapitałowej BIOTON S.A. w okresie od 1.01.2011 r. do 31.12.2011 r.

Skonsolidowane sprawozdanie finansowe na dzień 31 grudnia 2008 roku i za okres od 1 stycznia 2008 roku do 31 grudnia 2008 roku sporządzone według standardów sprawozdawczości finansowej przyjętych przez Unię Europejską.

Skonsolidowane sprawozdanie finansowe na dzień 31 grudnia 2009 roku i za okres od 1 stycznia 2009 roku do 31 grudnia 2009 roku sporządzone według standardów sprawozdawczości finansowej przyjętych przez Unię Europejską.

Skonsolidowane sprawozdanie finansowe na dzień 31 grudnia 2010 roku i za okres od 1 stycznia 2010 roku do 31 grudnia 2010 roku sporządzone według standardów sprawozdawczości finansowej przyjętych przez Unię Europejską.

Skonsolidowane sprawozdanie finansowe na dzień 31 grudnia 2011 roku i za okres od 1 stycznia 2011 roku do 31 grudnia 2011 roku sporządzone według standardów sprawozdawczości finansowej przyjętych przez Unię Europejską.

Katarzyna Kreczmańska-Gigol¹

Faktoring restrukturyzacyjny – istota i zastosowanie

Wstęp

Kryzysy w działalności przedsiębiorstw są zjawiskiem normalnym, tak jak kryzysy w gospodarce. Jednak kryzys może być zagrożeniem dla trwania przedsiębiorstwa. Jeśli kryzys, jakiego przedsiębiorstwo doświadcza, wejdzie w fazę kryzysu płynności lub kolejną – kryzysu palącego możliwego jeszcze do opanowania, aby nie dopuścić do bankructwa konieczne jest podjęcie zdecydowanych działań. Jeśli pogorszeniu uległa sytuacja finansowa przedsiębiorstwa, w konsekwencji czego, przedsiębiorstwo postrzegane jest przez swoich kontrahentów jako niewiarygodne lub niewypłacalne, to jego kłopoty pogłębiają się przez występowanie kosztów trudności finansowych jeszcze na długo przed bankructwem. Usługą, która może pomóc przedsiębiorstwu w poprawie jego płynności i wiarygodności jest faktoring. Rodzajem faktoringu szczególnie dedykowanym przedsiębiorstwom znajdującym się w sytuacji kryzysowej jest faktoring restrukturyzacyjny.

1. Sytuacja kryzysowa w przedsiębiorstwie i koszty trudności finansowych

Sytuacja finansowa jest syntetyczną kategorią ekonomiki przedsiębiorstw określającą stan zjawisk finansowych w przedsiębiorstwie oraz tendencję ich zmian, która nie da się wyrazić za pomocą jednego syntetycznego wskaźnika i wymaga przywołania całego zestawu wskaźników². Wyraża ona mierzone w pieniądzu zasoby,

¹ Dr Katarzyna Kreczmańska-Gigol, Instytut Finansów, Kolegium Zarządzania i Finansów, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

² Cz. Skowronek, B. Piechowicz, *Analiza i kształtowanie sytuacji finansowej polskiego sektora przedsiębiorstw*, Collegium Mazovia Innowacyjna Szkoła Wyższa w Siedlcach, Siedlce 2012, s. 10.

strumienie pieniężne oraz wzajemne ich relacje jako odzwierciedlenie działalności gospodarczej odbywającej się w sferze realnej. Całokształt zdarzeń gospodarczych jest więc ujmowany w wyrażeniu pieniężnym. Czynniki, które mają wpływ na sytuację finansową przedsiębiorstwa, można podzielić na dwie podstawowe grupy – czynniki zewnętrzne i czynniki wewnętrzne.

Pod wpływem obu grup czynników przedsiębiorstwo może znaleźć się w sytuacji kryzysowej, a sytuacja kryzysowa może doprowadzić do kryzysu organizacji. Słownik wyrazów obcych definiuje kryzys jako moment rozstrzygający, punkt zwrotny, okres przełomu, a kryzys ekonomiczny jako załamanie się procesu wzrostu gospodarczego, poważne naruszenie stanu równowagi gospodarczej i regres w rozwoju ekonomicznym kraju³. W działalności przedsiębiorstwa można wyróżnić: kryzys strategii, kryzys przychodów i kryzys płynności⁴. Jednocześnie można wyróżnić kilka faz kryzysu: kryzys ukryty, wczesny etap kryzysu, kryzys produkcji i zbytu, kryzys wyników, kryzys płynności, kryzys pałący możliwy do opanowania (pałące zagrożenie), bankructwo (kryzys pałący niemożliwy do opanowania)⁵.

Ryzyko operacyjne wynika bezpośrednio ze struktury aktywów, czyli zasobów, jakimi przedsiębiorstwo dysponuje. Ryzyko finansowe, jakie ponosi przedsiębiorstwo, jest związane z kształtowaniem struktury kapitału i jest nierozdzielnie związane z problemem substytucji ryzyka i dochodów⁶. Struktura kapitału to proporcja między kapitałami własnymi i kapitałami obcymi. W roku 1967 N. Baxter opublikował teorię kosztów bankructwa⁷. Jej podstawą było założenie, że wraz ze wzrostem zadłużenia przedsiębiorstwa wzrasta ryzyko pojawienia się trudności finansowych, ponieważ wraz z zadłużeniem rośnie prawdopodobieństwo utraty stabilności gospodarczej i uzależnienia od koniunktury gospodarczej. Bankructwo jest pojęciem ekonomicznym i oznacza utratę zdolności do obsługi zadłużenia lub spłaty zobowiązań przez dany podmiot⁸. Bankrutem jest przedsiębiorstwo, które utraciło zdolność do spłaty swojego zadłużenia. Upadłość jest natomiast pojęciem prawnym i oznacza stwierdzenie przez sąd, że dany podmiot utracił zdolność do obsługi zadłużenia lub spłaty zobowiązań.

³ Słownik wyrazów obcych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996, s. 617.

⁴ M. Ertl, *Aktives Cashflow-Management. Aktives Cashflow-Management. Liquiditätssicherung durch wertorientierte Unternehmensführung und effiziente Innenfinanzierung*, Vahlen, München 2004, s. 3.

⁵ Ibidem.

⁶ A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 38.

⁷ N. Baxter, *Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital*, „Journal of Finance”, no. 22, September 1967, s. 395–403.

⁸ A. Damodaran, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wyd. II, Helion, Gliwice 2007, s. 841.

Koszty bankructwa można podzielić na dwie podstawowe grupy: koszty bezpośrednie bankructwa (koszty prawne i opłaty administracyjne związane z samym procesem upadłościowym) oraz koszty pośrednie (koszty utraconych możliwości, utrata zdolności finansowej do prowadzenia dalszej działalności, wzrastający koszt zadłużenia, utrata klientów i przychodów, pogorszenie warunków współpracy z dostawcami, trudności w dostępie do źródeł finansowania)⁹. Bezpośrednie koszty bankructwa szacowane są na kilka procent wartości aktywów bankrutujących przedsiębiorstw¹⁰. Koszty pośrednie są znacznie wyższe i zależą od specyfiki prowadzonej działalności. Altman w artykule z 1984 r. szacuje ich wysokość na ponad 20% wartości przedsiębiorstwa¹¹. Warto zauważyć, że koszty pośrednie trudności finansowych mogą występować na długo przed bankructwem. Koszty trudności finansowych mogą ponosić też przedsiębiorstwa, które ostatecznie nie bankrutują, ale przez pewien czas działają w warunkach podwyższonego ryzyka bankructwa.

Bankructwa same w sobie nie są zjawiskiem negatywnym, a we współczesnej gospodarce można uznać, że są zjawiskiem normalnym i mają funkcję oczyszczającą¹². Nieuchronne są bankructwa przedsiębiorstw, które nieefektywnie wykorzystują swoje zasoby, a ich oferta nie jest dopasowana do oczekiwań klientów, zbyt ryzykownie dobierają źródła finansowania swojej działalności, nie potrafią przeprowadzić zmian naprawczych. Bankructwo jest sposobem na eliminację z rynku podmiotów słabych. Jednak ze zjawiskiem bankructwa związane są również negatywne skutki ekonomiczne i społeczne dla całej gospodarki, ponieważ bankrutujące przedsiębiorstwa działają w powiązaniu z innymi podmiotami. Najczęściej skutki bankructwa dotyczą nie tylko podmiotu upadającego, ale powodują problemy finansowe wierzycieli bankruta. Kontrahenci, którzy nie mogą odzyskać swoich należności od bankrutujących dłużników sami mogą zbankrutować. W ten sposób z rynku mogą zostać wyeliminowani wierzyciele bankruta, którzy w innych okolicznościach nie byłoby na to narażeni.

⁹ M. Jerzemowska, K. Campbell, *Nadzór korporacyjny a zagrożenie przedsiębiorstwa bankructwem*, w: *Bankructwa przedsiębiorstw. Wybrane aspekty instytucjonalne*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008, s. 191–203.

¹⁰ J.W. Warner podaje, że ich wysokość wynosi ok. 5% wartości bankrutujących przedsiębiorstw (J.B. Warner, *Bankruptcy Costs: Some Evidence*, „The Journal of Finance”, vol. 32, no. 2, May 1977, s. 337–347), a J. Grzywacz szacuje ich wysokość na 3% wartości przedsiębiorstwa (J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008, s. 120).

¹¹ E.I. Altman, *A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question*, „Journal of Finance” 1984, nr 9, s. 1067–1089.

¹² M. Rybak, *Etyka biznesu a upadłość przedsiębiorstw w Polsce*, w: *Bankructwa przedsiębiorstw. Wybrane aspekty instytucjonalne*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008, s. 141–151.

Koszty trudności finansowych będą pogłębiały problemy finansowe podmiotu, które już takie problemy posiada. Jeśli przedsiębiorstwo ma trudności finansowe związane z niewłaściwym funkcjonowaniem sfery finansowej swojej działalności, a nie sfery realnej, to zdrowe podstawy biznesu mogą pomóc w jego uratowaniu. Konieczne jest jednak sięgnięcie po takie narzędzia, które ograniczą wysokość kosztów trudności finansowych. W najgorszej sytuacji przedsiębiorstwo znajduje się wówczas, gdy na jego niekorzyść działają zarówno czynniki wewnętrzne, jak i zewnętrzne, a taka sytuacja może mieć miejsce w okresie dekonstrukcji na rynku, kryzysu finansowego lub kryzysu gospodarczego.

2. Istota faktoringu i jego dostępność w okresie kryzysu

Factoring jest usługą złożoną, niejednorodną. W klasycznej wersji składa się na niego wykup przez wyspecjalizowaną instytucję faktoringową wielu krótkoterminowych wierzytelności przysługujących przedsiębiorstwu z tytułu prowadzonej działalności gospodarczej oraz świadczenie przez tę instytucję wielu usług związanych i niezwiązanych z przelewaniem wierzytelnościami¹³. Należy zaznaczyć, że umowa faktoringu jest umową długoterminową. Współpraca nie dotyczy jednorazowego wykupu wierzytelności, lecz ma charakter długoterminowy.

Podmioty transakcji faktoringowej to: faktorant, czyli przedsiębiorca, któremu przysługują wierzytelności z tytułu udzielanego kredytu handlowego w stosunku do nabywców towarów lub usług; faktor, czyli wyspecjalizowana instytucja faktoringowa, która skupuje wierzytelności od przedsiębiorców i świadczy na ich rzecz usługi (może nim być bank lub firma faktoringowa) oraz dłużnicy faktoringowi, którzy są kontrahentami faktoranta i korzystają u niego z kredytu handlowego. Ponieważ współpraca dotyczy wykupu wielu wierzytelności w długim czasie, to dłużników też jest wielu. Faktorzy rzadko zgadzają się, żeby było ich mniej niż trzech, a w praktyce może ich być kilku, kilkunastu, kilkudziesięciu lub kilkuset. O liczbie dłużników decyduje faktorant, a akceptacji ich dokonuje faktor. Jednak wybór jest zdeterminowany przez charakter prowadzonej przez faktoranta działalności gospodarczej. Im szerszy jest krąg kontrahentów faktoranta, tym prawdopodobnie większa będzie liczba dłużników.

¹³ D.D. Moonen, *Factoring als alternative Finanzierungsform für den Mittelstand*, GRIN Verlag für Akademische Texte, Krefeld 2007, s. 8–9.

Faktoring może pełnić cztery funkcje. Trzy z nich to funkcje podstawowe: funkcja finansowa, polegająca na refinansowaniu wierzytelności faktoranta przed terminem ich płatności; funkcja administracyjna, polegająca na zarządzaniu przez faktora wierzytelnościami, które są przedmiotem przelewu; funkcja zabezpieczająca, polegająca na przejmowaniu przez faktora ryzyka wypłacalności dłużników faktoringowych – nazywana jest też funkcją *del credere*¹⁴.

Występowanie funkcji finansowej decyduje o tym, że faktoring można traktować jako alternatywę dla kredytu bankowego. Kredyt bankowy pełni jedynie funkcję finansową. Różnica między kredytem bankowym i faktoringiem w przypadku funkcji finansowej – jeśli pominiemy występowanie pozostałych funkcji, które pełni faktoring, a których nie pełni kredyt bankowy – polega na tym, że w przypadku kredytu bank stawia do dyspozycji kredytobiorcy określoną kwotę środków pieniężnych, która podlega zwrotowi w umówionym terminie, natomiast w przypadku faktoringu faktor kupuje wierzytelności od faktoranta, płaci za przelane na niego wierzytelności i wchodzi w prawa wierzyciela. Na skutek zawartej umowy faktoringowej faktor staje się nowym wierzycielem, a faktorant pozbywa się wierzytelności i otrzymuje za nie zapłatę. Faktorant nie będzie zwracał faktorowi otrzymanych pieniędzy, chyba że zaistnieją nadzwyczajne okoliczności. Te nadzwyczajne okoliczności to np. sytuacja, gdy faktorant nieprawidłowo wywiązał się z kontraktu wobec dłużnika faktoringowego, dostarczył towar złej jakości albo towar inny niż zamówiony. Faktor na skutek zawarcia umowy faktoringowej wchodzi w prawa dotychczasowego wierzyciela, ale nie przejmuje na siebie obowiązków z tytułu rękojmi i gwarancji. Z tytułu rękojmi i gwarancji dalej odpowiada faktorant. Wobec faktora faktorant odpowiada za istnienie wierzytelności. Jeśli przestaje ona istnieć, to faktor ma prawo domagać się zwrotu pieniędzy od faktoranta. Drugim odstępstwem od reguły, że faktorant nie zwraca otrzymanych od faktora pieniędzy, jest transakcja faktoringu niepełnego, czyli taka gdzie faktorant ponosi ryzyko wypłacalności dłużnika, a dłużnik nie wywiąże się ze zobowiązania. Faktor ma wówczas prawo domagać się od faktoranta zapłaty za przelaną wierzytelność. Odpowiedzialność faktoranta w transakcjach faktoringu niepełnego jest taka jak odpowiedzialność poręczyciela.

Faktorant po przelaniu wierzytelności na faktora usuwa wierzytelność ze swoich ksiąg, jeśli nie ma przesłanek przemawiających za tym, żeby mimo przelewu wierzytelność pozostała w księgach rachunkowych faktoranta. Takimi przesłankami są dodatkowe zapisy w umowie, które pozostawiają faktorantowi wszystkie korzyści

¹⁴ W. Schwarz, *Factoring*, Deutscher Sparkassenverlag, Stuttgart 1996, s. 21–26.

związane z wierzytelnością i całe ryzyko z nią związane, a oprócz tego pozostawiają mu po przelewie kontrolę nad wierzytelnością¹⁵.

W transakcjach faktoringowych faktorant traci prawo do wierzytelności, a w transakcjach faktoringu niepełnego pozostaje na nim część ryzyka związanego z wierzytelnością. W takim przypadku decyduje to, czy zachował kontrolę nad wierzytelnością. Jeśli zachował, to wierzytelność pozostaje w jego księgach. Jeśli nie, to wierzytelność znika z jego ksiąg i jest ewidencjonowana w księgach rachunkowych faktora. Ponieważ transakcje faktoringu, w których faktor zgadzałby się na pozostawienie kontroli nad wierzytelnością dotychczasowemu wierzycielowi, czyli faktorantowi, są niezwykle rzadkie, to równie rzadko w transakcjach faktoringu wierzytelności są dalej ewidencjonowane w księgach rachunkowych faktoranta. Można więc uznać, że bez względu na to, czy mamy do czynienia z faktoringiem pełnym czy niepełnym, to typowe jest usuwanie wierzytelności z ksiąg rachunkowych faktoranta, czyli zamiana wierzytelności na środki pieniężne. Transakcje faktoringowe w przedsiębiorstwie, które z niego korzysta, są ewidencjonowane po stronie aktywnej bilansu. Powodują wzrost środków pieniężnych i nie powodują wzrostu zadłużenia.

Oprócz najbardziej popularnej transakcji faktoringowej opartej na cesji wierzytelności istniejących, o której była mowa, przedmiotem faktoringu mogą być także wierzytelności przyszłe i usługi związane bądź niezwiązane z przelewaniem wierzytelnościami. Mamy wówczas do czynienia z faktoringiem zamówieniowym. Inny rodzaj transakcji faktoringowej – to faktoring zobowiązaniowy, czyli faktoring odwrotny, którego przedmiotem są zobowiązania przedsiębiorstwa wobec dostawców spłacane przez instytucję faktoringową i usługi związane lub niezwiązane ze spłacanymi zobowiązaniami. Faktoring zamówieniowy i faktoring zobowiązaniowy mają dużo mniejsze znaczenie niż faktoring wierzytelnościowy.

Jednym z efektów kryzysu finansowego i gospodarczego na świecie oraz w Polsce są kłopoty przedsiębiorstw z pozyskiwaniem kredytów bankowych. Kłopoty te w 2009 r. potwierdzały badania przeprowadzane cyklicznie przez Narodowy Bank Polski wśród przewodniczących komitetów kredytowych największych banków komercyjnych w Polsce¹⁶. Wpływ kryzysu na pozyskiwanie kredytów bankowych przez przedsiębiorstwa oraz ich skłonność do korzystania z faktoringu na skutek kryzysu autorka zbadała na podstawie wyników przeprowadzonych przez nią badań ankietowych. Od czerwca do października 2009 r. ankietę rozesłała wśród

¹⁵ W. Molenda, *Rachunkowość instrumentów finansowych*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2004, s. 96–101.

¹⁶ *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2009*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009.

90 przedsiębiorstw (pierwsze badania ankietowe)¹⁷ oraz przeanalizowała wyniki ankiety przeprowadzonej pod jej kierunkiem w 2010 r. na grupie 53 przedsiębiorstw (drugie badania ankietowe)¹⁸.

Przedsiębiorstwa objęte pierwszym badaniem ankietowym były różnej wielkości: 60% stanowiły przedsiębiorstwa mikro i małe, 18% przedsiębiorstwa średnie, 22% przedsiębiorstwa duże. Jako kryterium podziału przedsiębiorstw przyjęto liczbę zatrudnionych. Wśród badanych przedsiębiorstw przeważały przedsiębiorstwa z branży budowlano-montażowej (28%), produkcji przemysłowej (17%) i usług (17%) oraz FMCG (12%). Pozostałe przedsiębiorstwa reprezentowały branżę poligraficzną, media, spedycję i logistykę oraz finanse.

W ankiecie zadano przedsiębiorstwom pytanie dotyczące dostępności, w ich odczuciu, kredytów bankowych w okresie kryzysu. Prawie 18% badanych nie odpowiedziało na to pytanie. W odczuciu 2,2% badanych dostępność kredytów bankowych zwiększyła się. Dla pozostałych prawie 27% dostępność nie uległa zmianie. Warto zauważyć, że dla ponad połowy badanych przedsiębiorstw (53,3%) dostępność uległa pogorszeniu. Najbardziej odczuły zmniejszenie dostępności kredytów bankowych małe przedsiębiorstwa (59,3%), a najmniej duże (40%). Jedynie wśród średniej wielkości przedsiębiorstw znalazły się takie, który odczuły poprawę dostępności kredytów bankowych (12,5% średnich przedsiębiorstw, co stanowiło 2,2% całej próby badawczej), chociaż także dla połowy przedsiębiorstw z tej grupy dostępność kredytów zmniejszyła się.

Ponieważ ponad połowa badanych przedsiębiorstw odczuła zmniejszenie dostępności kredytów bankowych, to spytano przedsiębiorstwa o plany skorzystania z usług alternatywnych do kredytu bankowego. Pytanie miało pokazać, czy badane przedsiębiorstwa zamierzają skorzystać w najbliższym czasie z usług finansowych, z których dotychczas nie korzystały, co wskazałoby na tendencję do sięgania po substytuty mniej dostępnych kredytów bankowych. Najwięcej spośród badanych stwierdziło, że nie zamierza skorzystać w najbliższym czasie z usług, z których dotychczas nie korzystało, ale grupa ta stanowiła mniej niż połowę badanych. Najczęściej przedsiębiorstwa wskazywały na zamiar skorzystania z faktoringu (12,73%), pożyczek od właścicieli (10,91%) i leasingu (9,09%). Na uwagę zasługuje fakt, że przedsiębiorstwa, które nie korzystały z faktoringu, a pod wpływem zmniejszenia dostępności

¹⁷ Badania ankietowe przeprowadzone zostały z środków na naukę w 2009 r. w ramach badań własnych prowadzonych w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie (K. Kreczmańska-Gigol, *Dostępność źródeł finansowania i ich wpływ na strukturę kapitału w przedsiębiorstwie*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2009, raport z badań, maszynopis powielony).

¹⁸ *Usługi bankowe wykorzystywane w zarządzaniu płynnością finansową przedsiębiorstwa*, badania ankietowe przeprowadzone przez M. Obremskiego pod kierunkiem K. Kreczmańskiej-Gigol, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2010 (badania niepublikowane).

kredytów bankowych zamierzały z niego skorzystać, to były przedsiębiorstwa małe. Interesujące jest to, że wśród małych przedsiębiorstw, które najbardziej odczuły zmniejszenie dostępności kredytów bankowych, było najwięcej przedsiębiorstw planujących skorzystanie z nowych usług finansowych. Wśród usług preferowanych przez nie na pierwszym miejscu znalazł się faktoring (29,2%).

W roku 2010 przeprowadzono drugie badanie ankietowe, które dotyczyło kredytu bankowego i faktoringu. Badanie przeprowadzone zostało na grupie 53 przedsiębiorstw, wśród których 12 korzystało z faktoringu, a 41 nie korzystało. Badaniem objęto 53 przedsiębiorstwa różnej wielkości (17,0% przedsiębiorstw małych, 28,3% średnich, 54,7% dużych)¹⁹.

Badane przedsiębiorstwa pytano o liczbę zatrudnionych, co pozwoliło na podział przedsiębiorstw na małe (zatrudnienie od 10 do 49 osób), średnie (zatrudnienie od 50 do 249 osób) i duże (zatrudnienie 250 i więcej osób). Badane przedsiębiorstwa zatrudniały od 10 do 30 tys. osób. Średnia liczba zatrudnionych w przedsiębiorstwach, które nie korzystały z faktoringu wynosiła 1790 osób (min. 10 osób, maks. 30 tys. osób), a korzystających z faktoringu – 1162 osoby (min. 15 osób, maks. 4 tys. osób).

Przed kryzysem z usług faktoringowych korzystało 10 badanych przedsiębiorstw, a pod wpływem kryzysu z faktoringu zaczęły korzystać dodatkowo 2 spośród badanych przedsiębiorstw. Ciekawe było to, że oba przedsiębiorstwa napotkały trudności z odnowieniem kredytu obrotowego, z którego do tej pory korzystały w bankach. Oba przedsiębiorstwa były przedsiębiorstwami dużymi.

Tabela 1. Wpływ kryzysu na koszty i limit faktoringu oraz kredytu obrotowego

Rodzaj produktu	Przedsiębiorstwa korzystających (liczba)			Przedsiębiorstwa, u których wzrosły koszty		Przedsiębiorstwa, którym obniżono limit	
	przed kryzysem	po kryzysie	różnica	liczba	% korzystających	liczba	% korzystających
Faktoring	10	12	+ 2	10	100	0	0
Kredyt obrotowy	46	50	+ 4	40	87	16	35

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych drugich badań ankietowych.

Wśród wszystkich przedsiębiorstw korzystających z faktoringu przed kryzysem pod wpływem kryzysu wzrosły koszty faktoringu, ale w żadnym z nich nie został obniżony limit faktoringu. Wśród badanych przedsiębiorstw korzystających z kredytu obrotowego koszty wzrosły wśród 87% korzystających (40 przedsiębiorstw), a limit został obniżony wśród 35% korzystających (16 przedsiębiorstw). Wpływ

¹⁹ Za kryterium podziału przyjęto liczbę zatrudnionych w przedsiębiorstwach osób.

kryzysu na koszty i limity faktoringu oraz kredytu obrotowego obrazuje tabela 1. Faktoring okazał się usługą, która powoduje wzrost bezpieczeństwa finansowego, ponieważ kryzys finansowy nie miał wpływu na zmniejszanie limitu faktoringowego, co skutkowało mogłoby problemami z pokrywaniem zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto, czego nie gwarantował kredyt bankowy. Pod wpływem kryzysu w przypadku ponad 1/3 badanych przedsiębiorstw limit kredytu został obniżony, co mogło prowadzić do problemów z pokrywaniem zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto i problemów z płynnością finansową.

3. Faktoring restrukturyzacyjny jako forma faktoringu szczególnie przydatna w sytuacji kryzysowej

Faktoring restrukturyzacyjny jest to rodzaj faktoringu polegający na współpracy przedsiębiorstwa, które ma problemy finansowe, z faktorem w ramach restrukturyzacji przedsiębiorstwa. Jest to forma złożona faktoringu. Przedmiotem faktoringu restrukturyzacyjnego są: cesja wierzytelności istniejących, cesja wierzytelności przyszłych, subrogacja, w ramach której faktor spłaca zobowiązania faktoranta wobec dostawców i wchodzi w prawa zaspokojonego wierzyciela, oraz wiele usług związanych z przelewanymi wierzytelnościami, usług związanych z spłacanymi zobowiązaniami oraz rozbudowane usługi dodatkowe, które nie są związane ani z przelewanymi wierzytelnościami ani spłacanymi zobowiązaniami.

Zadania faktora w ramach faktoringu restrukturyzacyjnego można podzielić na dwie grupy:

- zadania zbieżne z faktoringiem zobowiązaniowym:
 - negocjowanie warunków umów z dostawcami,
 - gwarantowanie zapłaty dostawcom faktoranta,
 - finansowanie bieżących zobowiązań faktoranta,
 - zarządzanie bieżącymi i przeterminowanymi zobowiązaniami;
- zadania zbieżne z faktoringiem wierzytelności istniejących i przyszłych:
 - refinansowanie bieżących należności faktoranta,
 - zarządzanie bieżącymi i przeterminowanymi należnościami faktoranta, w tym windykacją,
 - finansowanie realizacji kontraktów, czyli finansowanie zamówień.

W procesie restrukturyzacji faktoranta, faktor jest uczestnikiem restrukturyzacji (pracownik faktora przejmuje obowiązki związane z zarządzaniem finansami faktoranta), nadzoruje proces restrukturyzacji przedsiębiorstwa i jest dla wierzycieli faktoranta gwarantem zapłaty.

Nie każde przedsiębiorstwo może skorzystać z faktoringu restrukturyzacyjnego. Warunki, jakie musi spełnić faktorant w transakcji faktoringu restrukturyzacyjnego powinny być następujące:

- faktorant korzystał wcześniej z faktoringu wierzytelnościowego lub zobowiązaniowego i jest znany faktorowi,
- kłopoty faktoranta związane są z finansami przedsiębiorstwa a nie z innymi sferami (faktorant jest przedsiębiorstwem, które ma zdrowy biznes podstawowy i istnieje duże prawdopodobieństwo, że restrukturyzacja finansowa będzie skuteczna),
- faktorant zgadza się na to, że faktor na czas restrukturyzacji staje się współdziałowcem faktoranta lub zabezpieczeniem faktoringu jest zastaw na udziałach w przedsiębiorstwie,
- faktorant zgadza się na to, że faktor będzie zarządzał lub współzarządzał finansami przedsiębiorstwa w trakcie restrukturyzacji.

Cena faktoringu restrukturyzacyjnego jest wyższa niż cena innych rodzajów faktoringu (faktoringu wierzytelnościowego i faktoringu zobowiązaniowego). Wysokie ryzyko faktora powoduje, że marża za ryzyko jest wyższa, co wpływa na podwyższony koszt pozyskiwanych od faktora środków pieniężnych. Jednak cena nie jest w tego rodzaju transakcji najważniejsza, ponieważ faktoring restrukturyzacyjny daje przedsiębiorstwu szansę na przetrwanie mimo problemów finansowych, jakie ma to przedsiębiorstwo.

Okres obowiązywania umowy faktoringu restrukturyzacyjnego ustalany jest indywidualnie, ale zwykle nie jest krótszy niż 2–3 lata. Po okresie obowiązywania umowy:

- umowa może zostać przedłużona, jeśli istnieje taka potrzeba,
- faktor może skorzystać z zabezpieczenia i przejąć przedsiębiorstwo, jeśli restrukturyzacja nie powiedzie się, a przedsiębiorstwo będzie miało zobowiązania wobec faktora,
- współpraca może się zakończyć, jeśli restrukturyzacja zakończyła się pomyślnie,
- jeśli restrukturyzacja się powiodła, to faktoring restrukturyzacyjny może być zastąpiony umową faktoringu wierzytelnościowego lub zobowiązaniowego.

4. Najważniejsze efekty faktoringu

W okresie kryzysu wiele przedsiębiorstw ma problemy finansowe, które przejawiają się m.in. w utrudnionym dostępie do obcych źródeł finansowania. Jeśli

przedsiębiorstwo ma problemy finansowe, to finansowanie go przez wierzycieli wiąże się dla nich ze zwiększonym ryzykiem. Przedsiębiorstwo o ujemnym lub niskim dodatnim poziomie kapitału obrotowego netto, jeśli kapitał ten nie wystarcza na pokrywanie zapotrzebowania na niego, ma niski rating i trudno jest mu pozyskiwać finansowanie bankowe. Banki są zobligowane do ochrony gromadzonych w nich depozytów i muszą działać szczególnie ostrożnie. Dla przedsiębiorstw o obniżonym ratingu mających problemy z pozyskiwaniem źródeł finansowania zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto rozwiązaniem będzie obniżenie tego zapotrzebowania.

Spadek zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto jest związany z decyzjami dotyczącymi działalności operacyjnej. Są to decyzje o charakterze krótkoterminowym. Zapotrzebowanie można zmniejszyć skracając cykl rotacji należności lub cykl rotacji zapasów, albo wydłużając cykl regulowania zobowiązań przedsiębiorstwa wobec dostawców. Faktoring może zostać zastosowany w celu skracania cyklu rotacji należności (faktoring wierzycielski) lub wydłużania cyklu regulowania zobowiązań handlowych (faktoring zobowiązaniowy). Faktoring restrukturyzacyjny łączy w sobie usługi faktoringu wierzycielskiego i zobowiązaniowego obok rozbudowanych usług dodatkowych, niezwiązanych z finansowanymi wierzycielnościami i zobowiązaniami. Efektem jego stosowania będzie:

- skrócenie cyklu rotacji należności, ponieważ faktor płaci faktorantowi za przelane wierzycielności przed terminem ich płatności,
- poprawa skuteczności zarządzania należnościami handlowymi jako efekt profesjonalnych działań instytucji finansowej, jaką jest faktor (zmniejszenie ryzyka współpracy z niewiarygodnymi i niewypłacalnymi dłużnikami, zdyscyplinowanie dłużników, skuteczny monitoring należności i zwiększenie szybkości podejmowanych działań),
- poprawa skuteczności działań windykacyjnych jako efekt korzystania z pomocy służb windykacyjnych i prawników faktora,
- wydłużenie okresów płatności zobowiązań jako efekt negocjacji faktora z dostawcami i gwarancji udzielanych przez niego dostawcom,
- wydłużanie cyklu rotacji zobowiązań handlowych na skutek wydłużania okresów płatności zobowiązań wobec faktora wchodzącego w prawa zaspokojonego wierzyciela na mocy subrogacji,
- poprawa ratingu jako efekt skuteczności zarządzania zobowiązaniami przez faktora.

Wnioski

Przedsiębiorstwa rozwijają się nieregularnie. W ich rozwoju okresy prosperity przeplatają się z okresami kryzysu. Kryzys organizacji może przybierać różne formy, a w zależności od fazy kryzysu przedsiębiorstwo musi stosować różne działania, aby wyjść z kryzysu. W najgorszej sytuacji znajdują się te przedsiębiorstwa, które znajdują się w sytuacji kryzysowej, a tymczasem gospodarka, w której działają również jest w kryzysie. Narażone są wtedy na negatywne działanie czynników wewnętrznych i zewnętrznych wpływających na ich sytuację finansową. Kryzysom towarzyszy zwykle zaostrenie warunków udzielania kredytów przez banki. Banki reagują w ten sposób na wzrost ryzyka, ponieważ są zobligowane do ochrony powierzanych im depozytów. Efekty kryzysu gospodarczego dla przedsiębiorstw to zwykle: utrudniony dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania działalności gospodarczej, wzrost kosztów finansowania, spadek popytu, wyższe ryzyko upadłości kontrahentów, zatory płatnicze.

Usługą szczególnie przydatną w okresie kryzysu jest faktoring. Jest on łatwiej dostępny niż kredyt bankowy, a przedsiębiorstwo, które z niego korzysta jest w mniejszym stopniu narażone na zmniejszenie limitu niż ma to miejsce w przypadku kredytu bankowego. Faktoring zmniejsza zapotrzebowania na kapitał, poprawia płynność finansową, a ponadto jego atutem jest to, że zwykle nie zwiększa zadłużenia przedsiębiorstwa. Szczególne znaczenie w okresie kryzysu gospodarczego, jak i w okresie dobrej koniunktury w odniesieniu do przedsiębiorstw znajdujących się w sytuacji kryzysowej, może mieć faktoring restrukturyzacyjny. Jego zastosowanie prowadzi do obniżenia kosztów trudności finansowych i pomaga przetrwać przedsiębiorstwom, którym grozi bankructwo.

Bibliografia

- Altman E.I., *A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question*, „Journal of Finance” 1984, nr 9.
- Baxter N., *Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital*, „Journal of Finance”, no. 22, September 1967.
- Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wyd. II, Helion, Gliwice 2007.
- Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.

- Ertl M., *Aktives Cashflow-Management. Aktives Cashflow-Management. Liquiditätssicherung durch wertorientierte Unternehmensführung und effiziente Innenfinanzierung*, Vahlen, München 2004.
- Grzywacz J., *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.
- Jerzemska M., Campbell K., *Nadzór korporacyjny a zagrożenie przedsiębiorstwa bankructwem*, w: *Bankructwa przedsiębiorstw. Wybrane aspekty instytucjonalne*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.
- Kreczmańska-Gigol K., *Dostępność źródeł finansowania i ich wpływ na strukturę kapitału w przedsiębiorstwie*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2009, raport z badań, maszynopis powielony.
- Molenda W., *Rachunkowość instrumentów finansowych*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2004.
- Moonen D.D., *Factoring als alternative Finanzierungsform für den Mittelstand*, GRIN Verlag für Akademische Texte, Krefeld 2007.
- Rybak M., *Etyka biznesu a upadłość przedsiębiorstw w Polsce*, w: *Bankructwa przedsiębiorstw. Wybrane aspekty instytucjonalne*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.
- Schwarz W., *Factoring*, Deutscher Sparkassenverlag, Stuttgart 1996.
- Skowronek Cz., Piechowicz B., *Analiza i kształtowanie sytuacji finansowej polskiego sektora przedsiębiorstw*, Collegium Mazovia Innowacyjna Szkoła Wyższa w Siedlcach, Siedlce 2012.
- Słownik wyrazów obcych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996.
- Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2009*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009.
- Usługi bankowe wykorzystywane w zarządzaniu płynnością finansową przedsiębiorstwa*, badania ankietowe przeprowadzone przez M. Obremskiego pod kierunkiem K. Kreczmańskiej-Gigol, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2010 (badania niepublikowane).
- Warner J.B., *Bankruptcy Costs: Some Evidence*, „The Journal of Finance”, vol. 32, no. 2, May 1977.

Restrukturyzacja naprawcza szansą utrzymania na rynku przedsiębiorstw zagrożonych upadłością

Wstęp

Istotnym zagadnieniem w zarządzaniu przedsiębiorstwem w warunkach zagrożenia wystąpienia kryzysu finansowego jest ustalenie, czy istnieje potrzeba opracowania planu naprawczego. Wymaga to przeprowadzenia analizy finansowej przedsiębiorstwa. Jeżeli wynika z niej, że stan finansowy przedsiębiorstwa nie osiągnął poziomu krytycznego (np. występowanie na dużą skalę zobowiązań przeterminowanych) należy przystąpić do opracowania planu naprawczego. Musi on zawierać propozycje restrukturyzacji zobowiązań, majątku oraz zatrudnienia. Poszczególne części planu powinny być ze sobą ściśle powiązane i tworzyć logiczną całość.

Celem opracowania jest przedstawienie, na podstawie literatury oraz analizy studium przypadku, restrukturyzacji naprawczej, jej założeń oraz istotę. Analiza oraz ocena restrukturyzacji naprawczej zostanie dokonana na podstawie dostępnej literatury oraz analizy studium przypadku.

1. Restrukturyzacja przedsiębiorstwa – pojęcie i zakres

W polskiej i zagranicznej literaturze restrukturyzacja jest różnie definiowana, najczęściej jednak odnoszona jest do zmian zachodzących w przedsiębiorstwie.

D. Thierry przez restrukturyzację rozumie „wszystkie zmiany funkcjonowania i organizacji pracy wprowadzające poważną ewolucję strategii przedsiębiorstwa,

¹ Mgr Wioletta Niebieszczańska, doktorantka, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach.

ale o ile restrukturyzacja pociąga za sobą modyfikacje w zakresie zapotrzebowania na nowe kwalifikacje, personel, o tyle nie generuje ona każdorazowo nadwyżki poziomu zatrudnienia, ponieważ niektóre przedsiębiorstwa mają możliwość dokonania przesunięć personelu wewnątrz zakładu i w ten sposób faworyzować wewnętrzną elastyczność².

Według C. Suszyńskiego restrukturyzacja to złożony proces istotnych, często fundamentalnych zmian w przedsiębiorstwie, którego celem jest bieżące (operacyjne) i długofalowe (strategiczne) kształtowanie atrybutów jego podmiotowości pod kątem zmian w otoczeniu i wewnętrznych potrzeb samego przedsiębiorstwa.

Z. Sapijaska uważa, że restrukturyzacja to radykalna zmiana w co najmniej jednym z spośród trzech wymiarów organizacji, tzn. zakresie działania, strukturze kapitałowej lub organizacji wewnętrznej firmy. Celem tej zmiany jest przywrócenie przedsiębiorstwu równowagi wewnętrznej i/lub równowagi z otoczeniem³.

I. Duplik stwierdza: „Restrukturyzacja określana jest najczęściej jako systemowa przebudowa, modernizacja i unowocześnienie czy też dostosowanie do współczesnego poziomu techniki i rozwoju myśli organizatorsko-menedżerskiej struktury przedsiębiorstwa, firmy, czy instytucji. W warunkach polskich jednak restrukturyzacja kojarzy się z prywatyzacją i zmianami makroekonomicznymi⁴”.

Według A. Nalepki „Restrukturyzacja przedsiębiorstwa oznacza przemyślaną reorientację celów (misji) przedsiębiorstwa stosownie do zaszłych lub mających zajść w przyszłości zmian w otoczeniu i przystosowanie do tego techniki, organizacji, ekonomiki i kadr⁵”.

Natomiast B. Pełka uważa, że „Restrukturyzacja przedsiębiorstwa to zmiany systemowe w przedsiębiorstwie odniesione do techniki, technologii, form organizacji produkcji, systemu zarządzania, ekonomiki i rynku oraz statusu organizacyjno-prawnego tego przedsiębiorstwa⁶”.

A. Stabryła pisze, że „Restrukturyzacja stanowi postępowanie diagnostyczno-projektowe, mające na celu usprawnienie systemu zarządzania i systemu eksplo-

² H. Brandenburg, *Projekty restrukturyzacyjne, Planowanie i realizacja*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2010, s. 25, za D. Thierry, *Restructurations et Reconversions. Concepts et methodes*. Editions l'Harmattan, 1995, s. 11.

³ W. Niebieszczańska, *Rola restrukturyzacji przedsiębiorstwa i jej narzędzi w procesie eliminacji kryzysu finansowego w przedsiębiorstwie*, „Finanse i Rachunkowość, Zeszyty Naukowe”, red. D. Korenik, WSZiF, Wrocław 2011, s. 140.

⁴ I. Durlik, *Restrukturyzacja procesów gospodarczych, Reengineering. Teoria i praktyka*, Placet, Warszawa 1998, s. 45.

⁵ A. Nalepka, *Zarys problematyki restrukturyzacji przedsiębiorstw*, Antykwa, Kraków 1998, s. 21.

⁶ B. Pełka, *Restrukturyzacja przedsiębiorstwa przemysłowego*, Instytut Organizacji i Zarządzania w Przemśle „Orgmasz”, Warszawa 1994, s. 7.

atacyjnego przedsiębiorstwa, przy czym zmiany odnoszą się przede wszystkim do przekształcania formy organizacyjnej, systemów decyzyjnych zarządzania i zasobów ludzkich”⁷.

Według L. Dorozika restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstwa obejmuje kompleks działań wiodących do ratowania, utrzymania i ulepszania działalności. Jest ona na ogół wymuszana kryzysem finansowym przedsiębiorstwa. Trudno jest określić precyzyjnie sytuację, kiedy przedsiębiorstwo wymaga przeprowadzenia gruntownej restrukturyzacji, ale można powiedzieć, że pojęciem „restrukturyzacja” można się posługiwać w odniesieniu do firm, których wyniki finansowe wskazują, że jeżeli nie zostaną podjęte szybkie działania naprawcze, to w najbliższym czasie przedsiębiorstwo upadnie, bądź kiedy przedsiębiorstwo chce zwiększyć swoją konkurencyjność na rynku. W zależności od przyczyn wywołujących potrzebę przeprowadzenia restrukturyzacji wyróżnia się restrukturyzację naprawczą i rozwojową. W tabeli 1 podano przykłady działań w ramach restrukturyzacji naprawczej oraz rozwojowej.

Tabela 1. Działania w ramach restrukturyzacji rozwojowej i naprawczej

Restrukturyzacja naprawcza		Restrukturyzacja rozwojowa
w ramach istniejącego potencjału	odchudzanie przedsiębiorstwa	rozwijanie przedsiębiorstwa
<ul style="list-style-type: none"> • usprawnianie zarządzania • lepsza organizacja pracy • obniżka kosztów • motywacja • doskonalenie kadr • wzrost jakości wyrobów 	<ul style="list-style-type: none"> • likwidacja nieefektywnych ogniw • sprzedaż części mienia • zagospodarowanie mienia z udziałem osób trzecich • wyłączenie obiektów z produkcji • zwolnienia kadrowe • ograniczenia asortymentowe 	<ul style="list-style-type: none"> • otwieranie nowych biznesów • odnowa asortymentowa produkcji • nowe kontrakty handlowe • postęp techniczny • postęp organizacyjny • inne działania o charakterze rozwojowym

Źródło: W. Niebieszczańska, *Restrukturyzacja przedsiębiorstwa szansą w ograniczeniu negatywnych skutków kryzysu finansowego w przedsiębiorstwie*, Materiały Krakowskiej Konferencji Młodych Uczonych, AGH w Krakowie, Kraków 2011, s. 982, za: C. Suszyński, *Restrukturyzacja przedsiębiorstwa. Proces zarządzania zmianami*, PWE, Warszawa 1999, s. 132.

Procesy restrukturyzacji mogą mieć charakter przedmiotowy lub podmiotowy⁸. Przez restrukturyzację przedmiotową należy rozumieć wprowadzanie w przedsiębiorstwie zmian związanych z poprawą funkcjonowania jego sfery techniczno-technologicznej. Dotyczy ona zmian w takich obszarach jak: majątkowym, zatrudnienia, finansowym, technicznym, technologicznym, produktowym⁹.

⁷ A. Stabryła, *Zarządzanie rozwojem firmy*, Księgarnia Akademicka, Kraków 1995, s. 16.

⁸ B. Pelka, *Restrukturyzacja przedsiębiorstwa...*, op.cit., s. 7.

⁹ M. Garstka, *Restrukturyzacja przedsiębiorstwa podział przez wydzielenie*, CeDeWu, Warszawa 2006, s. 19.

Natomiast restrukturyzacja o charakterze podmiotowym ma na celu zmiany systemowe wprowadzane w obszarze prawno-organizacyjnym oraz finansowo-ekonomicznym. Dotyczy ona zmian: własnościowych, prawno-organizacyjnych, systemu zarządzania, systemów decyzyjnych czy kulturowych.

Ze względu na stopień trudności czasu potrzebnego do przeprowadzenia zmian oraz ich skutków można wyróżnić:

- restrukturyzację płytką – doraźna pomoc, nie prowadzi do stabilizacji w dłuższym czasie, przeprowadza się ją poprzez np. pozbywanie się zbędnego majątku, podział przedsiębiorstwa czy redukcję zatrudnienia;
- restrukturyzację głęboką – niezbędna do przetrwania na rynku, wymaga dłuższego czasu, dodatkowego nakładu inwestycyjnego, najczęściej dotyczy przekształceń własnościowych.

W literaturze przedmiotu często podkreślana jest istotność elementów metod wychodzenia z kryzysu w tym restrukturyzacji jak:

- wiedza oraz determinacja kierownictwa przedsiębiorstwa we wprowadzaniu zmian,
- jasne wypracowanie celów planowania budżetu i personelu,
- systematyczna ocena finansowego przedsiębiorstwa,
- monitoring zmian,
- wprowadzenie planowania i analiz strategicznych.

Ważnym elementem powodzenia zastosowanych działań restrukturyzacyjnych jest odpowiednio wczesna reakcja na symptomy kryzysu finansowego w przedsiębiorstwie. Odpowiednio wczesny etap przeprowadzenia restrukturyzacji naprawczej może pozwolić na poprawę kondycji firmy i uniknięcie perturbacji związanych z sytuacją kryzysową¹⁰, czy wręcz może uchronić przedsiębiorstwo przed upadłością.

2. Restrukturyzacja naprawcza ratunkiem dla przedsiębiorstwa znajdującego się w kryzysie finansowym

Trudno zdefiniować jednoznacznie sytuację, w której przedsiębiorstwo wymagałoby przeprowadzenia gruntownej restrukturyzacji. Najczęściej odnosi się do przedsiębiorstw, których wyniki finansowe wskazują, że jeżeli nie zostaną szybko

¹⁰ S. Slatter, D. Lovett, *Restrukturyzacja firmy. Zarządzanie przedsiębiorstwem w sytuacjach kryzysowych*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 1–2.

powzięte odpowiednie kroki, to w niedługim czasie przedsiębiorstwu może grozić upadłość. Należy zauważyć, że restrukturyzacja naprawcza może odnosić się również do firm, które nie są bezpośrednio dotknięte kryzysem finansowym, ale mogą wykazywać cechy czy objawy upadku na długo zanim zacznie się jakikolwiek kryzys. Przedsiębiorstwa te charakteryzują się stagnacją, nie wykorzystują w pełni swoich zasobów lub są nieefektywnie zarządzane. Co prawda wiele przedsiębiorstw w krótkim czasie dobrze funkcjonuje, ale w dłuższej perspektywie, jeżeli nie podejmie żadnych działań naprawczych, dojdzie do sytuacji kryzysowej.

Ratowanie zagrożonego przedsiębiorstwa uzależnione jest od przygotowania odpowiedniego planu restrukturyzacji naprawczej oraz efektywnego wprowadzenia go w życie¹¹. Aby plan restrukturyzacji był solidny, należy poprawnie zidentyfikować przyczyny wystąpienia kryzysu oraz przeprowadzić analizę sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa, a następnie określić plan działania oraz dostosować odpowiednie narzędzia restrukturyzacji naprawczej. Plan restrukturyzacji powinien być na tyle dokładny, aby objąć swym działaniem wszystkie istotne aspekty niekorzystnej sytuacji, w której znalazło się przedsiębiorstwo¹². Według S. Slettera oraz D. Lovetta powodzenie przeprowadzonego procesu restrukturyzacji wiąże się z przeprowadzeniem działań związanych z określonymi czynnikami, takimi jak:

- 1) stabilizacja kryzysu,
- 2) przywództwo,
- 3) wsparcie grup interesu,
- 4) skupienie się na kwestiach strategicznych,
- 5) zmiany organizacyjne,
- 6) usprawnienie kluczowych procesów,
- 7) restrukturyzacja finansowa.

Standardowe strategie restrukturyzacyjne, związane z wymienionymi czynnikami, przedstawiono w tabeli 2. W każdym z obszarów planu naprawczego należy zaplanować działania zmierzające do rozwiązania najważniejszych problemów dotyczących tych obszarów. Przedstawione w tabeli 2 sposoby działań są uznane za powszechne i dlatego określane są mianem standardowymi.

¹¹ S. Slatter, D. Lovett, *Restrukturyzacja firmy, Zarządzanie przedsiębiorstwem w sytuacjach kryzysowych*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 65.

¹² Ibidem, s. 66.

Tabela 2. Standardowe strategie restrukturyzacyjne

Siedem najważniejszych standardów	Standardowe strategie restrukturyzacyjne
Stabilizacja kryzysu	opanowanie sytuacji zarządzanie gotówką redukcja aktywów finansowanie krótkoterminowe pierwsze działania obniżające koszty
Przywództwo	zmiana dyrektora generalnego zmiany innych dyrektorów
Wsparcie grup interesu	komunikacja
Skupienie się na kwestiach strategicznych	redefinicja podstawowej działalności firmy dezinwestycje i redukcja aktywów reorientacja w zakresie rynków poszczególnych produktów downsizing – zmniejszenie skali działalności outsourcing – korzystanie z zewnętrznych podwykonawców inwestycje
Zmiany organizacyjne	zmiany strukturalne zmiana najważniejszych pracowników poprawa komunikacji zwiększenie zaangażowania i możliwości personelu nowe warunki zatrudnienia
Reorganizacja kluczowych procesów	poprawa sprzedaży i marketingu redukcja kosztów poprawa jakości poprawa szybkości reagowania poprawa systemów informacyjnych i kontrolnych
Restrukturyzacja finansowa	nowe źródła finansowania redukcja aktywów

Źródło: S. Slatter, D. Lovett, *Restrukturyzacja...*, op.cit., s. 67.

Tabela 3. Wybrane narzędzia i działania w ramach restrukturyzacji naprawczej

Obszary restrukturyzacji	Działania restrukturyzacji
Finanse	renegocjacje z wierzycielami (np. bankami, dostawcami) konwersja wierzytelności na udziały lub akcje konwersja zobowiązań na inne zobowiązania konsolidacja zobowiązań powstanie, zamian, zmiana lub uchylenie prawa zabezpieczające wierzytelności rozłożenie spłaty długu na raty odroczenie wykonania zobowiązań obniżenie i ponowne podwyższenie kapitału własnego dekapitalizacja wspierana długiem emisja akcji nakierowanych redukcja kosztów stałych negocjacje z odbiorcami windykacja należności odchudzanie zapasów

Obszary restrukturyzacji	Działania restrukturyzacji
Majątek i technologia	dywestycje podział przedsiębiorstwa (<i>split up, split off</i>) wydzielenie przedsiębiorstwa (np. <i>spin-off, spin-out, sell-off</i>) wzrost poprzez przejęcie
Organizacja i zasoby ludzkie	wsparcie grup interesu zmiana na stanowiskach kierowniczych wyszczuplenie struktur organizacyjne ograniczenie procesów pomocniczych wdrażanie controllingu wzmacnianie niektórych służb (np. finansowych, marketingowych) racjonalizacja zatrudnienia (redukcja pracowników) ograniczanie płac programy dobrowolnych odejść działania w zakresie usprawniania organizacji pracy

Źródło: W. Niebieszczańska, *Rola restrukturyzacji przedsiębiorstwa i jej narzędzi w procesie eliminacji kryzysu finansowego w przedsiębiorstwie*, „Finanse i Rachunkowość. Zeszyty Naukowe”, red. D. Korenik, WSZiF, Wrocław 2011, s. 153.

Można powiedzieć, że obecnie zarządzający mają do dyspozycji wiele narzędzi stosowanych do zwalczania kryzysu w przedsiębiorstwie. Ta różnorodność narzędzi powoduje, że powstaje ryzyko nieodpowiedniego dopasowania narzędzi do procesu restrukturyzacji naprawczej, wynikających choćby ze złej diagnozy przyczyn wystąpienia kryzysu finansowego, jak i braku interdyscyplinarnej wiedzy zarządzających czy zatrudnianych specjalistów.

W tabeli 3 przedstawiono wybrane narzędzia i działania w ramach restrukturyzacji naprawczej.

Aby proces restrukturyzacji zakończył się sukcesem, jak każde działanie w przedsiębiorstwie, powinien być zaplanowany, zorganizowany, wdrożony i kontrolowany.

Wstępnym etapem procesu restrukturyzacyjnego jest szczegółowa diagnoza umożliwiająca określenie sytuacji zagrożonego przedsiębiorstwa i podjęcia decyzji, czy warto wprowadzać proces restrukturyzacji naprawczej czy nie lepiej jest ogłosić upadłość lub zlikwidować. W momencie kiedy zostanie podjęta decyzja o restrukturyzacji naprawczej przedsiębiorstwa należy rozpocząć następujące działania wdrożeniowe¹³:

- 1) opanowanie kryzysu – zarządzanie w warunkach kryzysu – przejęcie kontroli nad upadającym przedsiębiorstwem,
- 2) powołanie zespołu restrukturyzacyjnego – przyjęcie dyrektora wykonawczego, odpowiedzialnego za prowadzenie restrukturyzacji oraz wybranie osób do zespołu pomagających w realizacji celu.

¹³ S. Slatter, D. Lovett, *Restrukturyzacja firmy...*, op.cit., s. 78.

- 3) zarządzanie kontaktami z grupami interesu – odbudowanie zaufania grup interesu,
- 4) opracowanie planu restrukturyzacji – przygotowanie szczegółowego planu ratunkowego uwzględniającego aspekty strategiczne, operacyjne oraz organizacyjne,
- 5) wdrożenie planu restrukturyzacji – wdrożenie elementów programu naprawczego,
- 6) przygotowanie i wynegocjowanie planu finansowania firmy – restrukturyzacja struktury kapitału i zapewnienie funduszy koniecznych do przeprowadzenia restrukturyzacji,
- 7) zarządzanie projektem restrukturyzacyjnym – całościowe zarządzanie procesem restrukturyzacji.

Ostatnim ważnym etapem przeprowadzenia restrukturyzacji naprawczej jest kontrola i ocena jej efektów. Najbardziej oczekiwanym efektem jest osiągnięcie równowagi działalności przedsiębiorstwa, ale niejednokrotnie może zakończyć się ogłoszeniem upadłości czy likwidacją.

3. Studium przypadku firmy – Polski Koncern Mięсны DUDA SA¹⁴

Charakterystyka spółki

Polski Koncern Mięсны Duda (w opracowaniu stosuje się skrót PKM) to firma założona przez rodzinę Duda w 1990 r. PKM Duda SA jest liderem Grupy PKM Duda działającej w szeroko rozumianym sektorze rolno-spożywczym w branży mięsnej. Grupa Kapitałowa PKM Duda jest pionowo zintegrowanym holdingiem z branży mięsnej. Działalność Grupy w 2009 r. skoncentrowana była na trzech głównych obszarach: rolnym, produkcyjnym oraz handlowo-usługowym. Przedmiotem działalności firmy jest ubój, rozbiór i dystrybucja mięsa (wołowiny, wieprzowiny, dziczyzny), hodowla trzody, uprawa zbóż oraz innych produktów roślinnych, a także produkcja wędlin. Produkty firmy w wielu asortymentach trafiają do odbiorców na terenie całego kraju i do kilkunastu krajów europejskich oraz azjatyckich. Sferę

¹⁴ Studium przypadku zaczerpnięte jest z tekstu stanowiącego wybrane fragmenty artykułu opublikowanego przez K. Boratyńską pt. *Restrukturyzacja jako narzędzie realizacji planu naprawczego Polskiego Koncernu Mięsnego DUDA SA*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, red. S. Wrzosek; *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki*, „Finanse Przedsiębiorstw”, nr 172, Wrocław 2011, s. 15–24, www.kne.sggw.pl (10.02.2013).

produkcyjno-handlową spółki uzupełnia działalność usługowa w zakresie zamrażania, składowania i transportu produktów spożywczych, wymagających specjalistycznego sprzętu chłodniczego. Zakład znajduje się w Grąbkowie (woj. wielkopolskie). Roczne moce ubojowe przedsiębiorstwa wynoszą 1 mln sztuk trzody chlewnej.

W 2002 r. firma zadebiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, aby pozyskać kapitał na inwestycje, które pozwoliłyby na szybki rozwój spółki. Kapitał ten zainwestowano głównie w rozwój technologiczny i akwizycje spółek. Grupa stała się jednym z trzech największych podmiotów branży mięsnej na polskim rynku, z zatrudnieniem wynoszącym blisko 2400 pracowników.

Przyczyny kryzysu finansowego

Rok 2009 był najtrudniejszym okresem w historii funkcjonowania Grupy Kapitałowej Polskiego Koncernu Mięsnego Duda na rynku giełdowym. Okres ten charakteryzował się bardzo dynamicznymi zmianami. Należy wskazać czynniki mające znaczący wpływ na działalność spółki:

- sytuacja na rynku walutowym oraz kształtowanie się cen i podaży żywca wieprzowego;
- spadek pogłowia trzody chlewnej, co przyczyniło się do spadku produkcji mięsa;
- spółka poniosła straty na transakcjach walutowych (opcje walutowe FX Forward) – strata wynosiła 29 mln zł, a w późniejszym okresie powiększyła się do 88 mln zł;
- po gwałtownym osłabieniu się kursu akcji PKM Duda SA poszczególne banki zaczęły żądać spłaty zobowiązań, co groziło spółce utratą płynności finansowej i ogłoszeniem upadłości;
- jednym z czynników wpływających na ograniczenie poziomu dostaw surowca była informacja o złożeniu w dniu 23 marca 2009 r. przez Kredyt Bank SA w Sądzie Rejonowym w Lesznie, V Wydział Gospodarczy wniosku o ogłoszenie upadłości likwidacyjnej PKM Duda. Postanowieniem Sądu z 6.04.2009 r. odroczono rozpoznanie sprawy z wniosku Kredyt Bank SA o ogłoszenie upadłości Polskiego Koncernu Mięsnego Duda SA do czasu zakończenia postępowania naprawczego. Jednakże podanie powyższej informacji do publicznej wiadomości mogło spowodować zakłócenia w bieżącym funkcjonowaniu spółki, PKM Duda SA otrzymał od Kredyt Bank SA z siedzibą w Warszawie zawiadomienie o zamknięciu 17 transakcji, w tym transakcji opcji, FX Forward oraz FX Spot. Fizyczna kwota zamknięcia wskazana przez Kredyt Bank SA w zawiadomieniu wynosiła 27,566 mln zł. Data płatności kwoty zamknięcia przypadała na dzień

18 marca 2009 r. PKM Duda SA zakwestionował prawidłowość zamknięcia transakcji oraz wartość kwoty rozliczenia wskazanej przez Kredyt Bank SA;

- 26 marca 2009 r. PKM Duda SA otrzymała oświadczenia Kredyt Bank Spółki Akcyjnej z siedzibą w Warszawie o wypowiedzeniu spółce 8 umów kredytowych o łącznej wartości 51,360 mln zł, z czego kwota 31,530 mln zł stanowiła wierzytelność banku, która nie została zabezpieczona rzeczowo i na podstawie art. 498 ust. 1 pkt 1 Ustawy z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze (DzU 2003, nr 60, poz. 535 z późn. zm.), spłata tej wierzytelności uległa zawieszeniu na czas trwania postępowania naprawczego. Spółka prowadziła rozmowy z bankiem dotyczące uzgodnienia warunków spłaty zobowiązań wynikających ze wskazanych umów kredytowych.

Plan restrukturyzacji finansowej i operacyjnej spółki PKM Duda SA

W 2009 r. spółka z sukcesem przeprowadziła jako pierwsza w Polsce spółka notowana na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie postępowanie naprawcze, które zakończyło się zawartym w dniu 24.07.2009 r. układem z wierzycielami kredytującymi (bankami), który to układ został następnie zatwierdzony przez Sąd Rejonowy w Lesznie, V Wydział Gospodarczy postanowieniem z dnia 15.09.2009 r., uprawomocnionym z dniem 23.09.2009 r. Zakładał on, że długi spółki zostaną zamienione na kredyty długoterminowe lub na akcje spółki, które będą należeć do poszczególnych wierzycieli.

W obszarze restrukturyzacji finansowej na mocy układu dokonano restrukturyzacji zobowiązań finansowych spółki wobec następujących wierzycieli:

- Bank PeKaO SA, PKO Bank Polski SA, Kredyt Bank SA, Bank Zachodni WBK SA, BRE BANK SA oraz ING Bank Śląski SA z tytułu umów kredytów niezabezpieczonych oraz wymagalnych zobowiązań wynikających z udzielonych poręczeń spółce Polska Wołowina Sp. z o.o. w upadłości;
- Kredyt Bank SA, ING Bank Śląski SA, Bank Handlowy w Warszawie SA oraz PKO Bank Polski SA z tytułu transakcji terminowych oraz pozostałych „drobnych” wierzycieli.

Restrukturyzacji podlegały zobowiązania o łącznej wartości 301,2 mln zł, z czego 211,9 mln zł stanowiły zobowiązania wobec banków z tytułu umów kredytowych i poręczeń; 88 mln zł stanowiły zobowiązania wobec banków z tytułu transakcji terminowych; 1,3 mln zł stanowiły pozostałe wierzytelności.

Główne założenia układu:

- 1) Restrukturyzacja zadłużenia spółki z tytułu umów kredytowych i poręczeń:
 - udzielenie przez banki zabezpieczonego konsolidacyjnego kredytu konsorcjalnego na kwotę 102,9 mln zł, który będzie spłacany w latach 2010–2015 (95% wartości kapitału kredytu zostanie spłacone zgodnie z uzgodnionym harmonogramem w latach 2012–2015);
 - udzielenie przez Bank PeKaO SA niezabezpieczonego kredytu podporządkowanego na kwotę 29,1 mln zł, który będzie spłacany w 8 równych kwartalnych ratach w latach 2016–2017;
 - konwersja zadłużenia z tytułu kredytów bankowych w kwocie 69,7 mln zł na 63 323 284 akcje spółki, przy cenie emisyjnej 1,1 zł; w konwersji zadłużenia na akcje spółki biorą udział wszystkie banki z wyłączeniem Banku PeKaO SA;
 - spłata zaległych odsetek od kredytów naliczonych do dnia wejścia układu w życie będzie dokonana nie później niż 31 stycznia 2010 r., z jednoczesnym obniżeniem naliczonych odsetek karnych do poziomu odsetek umownych.
- 2) Restrukturyzacja zadłużenia spółki z tytułu transakcji terminowych w kwocie 85,5 mln zł, które zostało skonwertowane na 65 799 306 akcji spółki, przy cenie emisyjnej 1,3 zł. Jednocześnie umorzone zostało 100% kwoty odsetek naliczonych od zobowiązań z tytułu transakcji terminowych.
- 3) Spłata pozostałych wierzytelności objętych układem w trzech równych miesięcznych ratach, z których pierwsza była płatna po zatwierdzeniu Układu. Ponadto pomiędzy spółką, członkami jej Zarządu oraz innymi znaczącymi akcjonariuszami, jako gwarantami wykonania układu, w dniu 24 lipca 2009 r. doszło do zawarcia wielu umów z bankami, w tym warunków restrukturyzacji oraz przedwstępnej umowy o konsolidacyjny kredyt konsorcjalny.
- 4) Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie dokonało również zmian w statucie spółki i powołało Radę Nadzorczą, w skład której weszli przedstawiciele banków. Nowo wybrana Rada Nadzorcza poszerzyła skład Zarządu o osobę z doświadczeniem w realizacji procesów restrukturyzacyjnych. W listopadzie 2009 r. Rada Nadzorcza przyjęła opracowany przez Zarząd, program restrukturyzacji operacyjnej spółki.

W IV kwartale 2009 r. Zarząd PKM Duda SA przystąpił do realizacji zobowiązań wynikających z zawartego w dniu 24 lipca 2009 r. porozumienia z wierzycielami finalizującego zakończone sukcesem postępowanie naprawcze.

W następstwie tych działań rozpoczęto wdrażanie programu restrukturyzacji finansowej i operacyjnej oraz finalizowano wiele przyjętych wcześniej zobowiązań formalnoprawnych finalizujących założenia restrukturyzacji finansowej.

Główne przedsięwzięcia określone w programie restrukturyzacji operacyjnej, dotyczyły m.in.:

- budowy docelowej organizacji zakupowej w celu obniżenia kosztów zakupów w skali całej Grupy,
- optymalizacji zarządzania kapitałem obrotowym w celu poprawy efektywności gospodarowania zapasami,
- optymalizacji kosztów zatrudnienia,
- poprawy rentowności produkcji,
- optymalizacji kosztów transportu, restrukturyzacji majątku, jak i obniżenia kosztów związanych z jego utrzymaniem.

Efekty działań naprawczych

Zarząd planował, że w latach 2010–2014 dzięki programowi restrukturyzacji nastąpi poprawa efektywności, a Grupa uzyska oszczędności na poziomie 80 mln zł (wynik skumulowany). Największe efekty przewiduje się osiągnąć, w szczególności, w wyniku „budowy docelowej organizacji zakupowej – centralne zakupy” w wysokości ok. 27 mln zł, zapewnienia spójności modelu i polityki zarządzania dystrybucją w wysokości ok. 31 mln zł oraz w wyniku optymalizacji kosztów zatrudnienia w wysokości ok. 14 mln zł.

W dniu 23 grudnia 2009 r. spółka zawarła z konsorcjum banków, w skład którego wchodzi: Kredyt Bank SA, Bank Polska Kasa Opieki SA, Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA, ING Bank Śląski SA, Bank Zachodni WBK SA, BRE Bank SA oraz Bank Handlowy, umowę o konsolidacyjny kredyt konsorcjalny, której przedmiotem jest udzielenie spółce przez banki kredytodawcy kredytów na łączną kwotę 102,908 mln zł, przeznaczonych na spłatę zobowiązań wobec banków kredytodawców z tytułu kredytów i poręczeń podlegających restrukturyzacji zgodnie z prawomocnym planem naprawczym.

W dniu 30 grudnia 2009 r., zgodnie z postanowieniami „warunków restrukturyzacji” oraz umów kredytowych zawartych z bankami w dniu 23 grudnia 2009 r., spółka dokonała spłaty części kwoty głównej wierzytelności z tytułu poręczenia udzielonego przez PKM Duda Bankowi Polska Kasa Opieki SA za zobowiązania spółki Polska Wołowina SA. Wszystkie działania były realizowane w myśl wykonania postanowień podpisanych w dniu 24 lipca 2009 r. umów z bankami. W efekcie

podjętych działań, a w szczególności w wyniku konwersji na akcje spółki, w istotny sposób zmniejszyło się zadłużenie spółki.

W IV kwartale 2009 r. PKM Duda SA wypełniła zobowiązania związane z zakończeniem postępowania naprawczego. Należy zwrócić uwagę, że niezależnie od toczących się zdarzeń związanych z finalizacją postępowania naprawczego Grupa Kapitałowa PKM Duda w IV kwartale 2009 r. prowadziła, w sposób niezagrożony działalność operacyjną.

Wnioski

Restrukturyzacja przedsiębiorstw stanowi zbiór wyspecjalizowanych działań mających na celu poprawę efektywności funkcjonowania firm w gospodarce rynkowej – w szczególności w czasach dekonstrukcji. Restrukturyzacja jest najsukcesowniej i powszechnie stosowaną metodą pozwalającą na dokonanie znaczących zmian we wszystkich obszarach funkcjonowania przedsiębiorstwa. Zarządzający przedsiębiorstwem powinni posiadać interdyscyplinarną wiedzę na temat restrukturyzacji naprawczej oraz jej narzędzi. Znajomość otoczenia, w jakim funkcjonuje przedsiębiorstwo, mocnych i słabych stron firmy oraz wczesna i trafna identyfikacja kryzysu dają większą szansę na przeprowadzenie skutecznej restrukturyzacji naprawczej przedsiębiorstwa, prowadząc do likwidacji kryzysu¹⁵ i zagrożenia upadłością.

Bibliografia

- Brandenburg H., *Projekty restrukturyzacyjne. Planowanie i realizacja*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2010, za: D. Thierry, *Restructurations et Reconversions. Concepts et methodes*, Editions l'Harmattan, 1995.
- Durlik I., *Restrukturyzacja procesów gospodarczych, praktyka*, Placet, Warszawa 1998.
- Garstka M., *Restrukturyzacja przedsiębiorstwa podział przez wydzielenie*, CeDeWu, Warszawa 2006.
- Nalepka A., *Zarys problematyki restrukturyzacji przedsiębiorstw*, Antykwa, Kraków 1998.

¹⁵ W. Niebieszczańska, materiały pokonferencyjne, Materiały Młodych Uczonych, AGH, 2011.

- Niebieszczańska W., *Rola restrukturyzacji przedsiębiorstwa i jej narzędzi w procesie eliminacji kryzysu finansowego w przedsiębiorstwie*, „Finanse i Rachunkowość. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, red. S. Wrzosek, *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki*, „Finanse Przedsiębiorstw”, nr 172, Wrocław 2011.
- Niebieszczańska W., *Restrukturyzacja przedsiębiorstwa szansą w ograniczaniu negatywnych skutków kryzysu finansowego w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo AGH, Kraków 2011.
- Pełka B., *Restrukturyzacja przedsiębiorstwa przemysłowego*, Instytut Organizacji i Zarządzania w Przemśle „Orgmasz”, Warszawa 1994.
- Slatter S., Lovett D., *Restrukturyzacja firmy. Zarządzanie przedsiębiorstwem w sytuacjach kryzysowych*, WIG-Press, Warszawa 2001.
- Stabryła A., *Zarządzanie rozwojem firmy*, Księgarnia Akademicka, Kraków 1995.

Netografia

- Boratyńska K., *Restrukturyzacja jako narzędzie realizacji planu naprawczego Polskiego Koncernu Mięsnego DUDA SA*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, red. S. Wrzosek, *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki*, „Finanse Przedsiębiorstw”, nr 172, Wrocław 2011, www.kne.sggw.pl (10.02.2013).

Rewitalizacja miejskich obszarów zdegradowanych jako szansa na restrukturyzację bazy ekonomicznej miasta – wnioski dla przedsiębiorstw o zasięgu lokalnym i syndyków

Wstęp

Obecne definicje rewitalizacji w krajach UE odpowiadają szerokiemu rozumieniu tego pojęcia. W większości krajów europejskich rewitalizacja określana jest jako proces przestrzennych, społecznych i ekonomicznych zmian w tkance miejskiej, prowadzących do wyprowadzenia obszarów zdegradowanych (kryzysowych) z degradacji i zainicjowania ich rozwoju. Już w 1998 r. A. Adair wraz z zespołem sformułował definicję, którą powszechnie stosowano w Wielkiej Brytanii. W myśl tej definicji, rewitalizacja to „proces odwrócenia zjawisk gospodarczej, społecznej i fizycznej degradacji w naszych miastach, które osiągnęły taki stan, że siły rynkowe nie są w stanie samoczynnie im się przeciwstawić”².

Korzenie rewitalizacji miast tkwią jednak w latach 50. i 60. XX w., kiedy obecnie stosowane pojęcie nie istniało. Ówczesnie używane – „odnowa miasta” – obejmowało przede wszystkim środki techniczne: remonty i modernizacje, mające na celu poprawę jakości budynków i przedłużenie ich użytkowania oraz wyburzenia mające na celu funkcjonalne przekształcenie terenu. Stąd definicje z tego okresu³ akcentują

¹ Dr Aleksandra Jadach-Sepiolo, Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

² A. Adair i in., *Accessing Private Finance: The availability and effectiveness of private finance in urban regeneration*, RICS Research, London 1998.

³ Do tego momentu koncepcja rewitalizacji w krajach europejskich i w USA jest w pewnym stopniu zbliżona. Definicja podana przez A. Weinera i H. Hoyta określa odnowę miasta jako „program inwestycyjny przeznaczony do rehabilitacji obszaru poprzez podniesienie standardu znajdujących się na nim budynków, konserwację budynków wartych zachowania oraz wyburzenie budynków, które stały się

przede wszystkim techniczne aspekty odnowy (sanacji), odnosząc się do rehabilitacji miasta (*urban rehabilitation*)⁴. Na początku lat 90., kiedy rewitalizacja miast została wprowadzona do polskiej terminologii, była także pojmowana w ten wąski, techniczny sposób, mimo że w Europie dokonywało się już przewartościowanie pojęcia.

Próbowano uporządkować pojęcia związane z odnową miast, a podpatrując zagraniczne, kompleksowe ujęcia rewitalizacji, dość szybko stwierdzono, że dotychczasowe czysto rewaloryzacyjne polskie podejście do problemów odnowy miast zbyt zawężałoby to pojęcie. Definicja rewitalizacji miast obecnie funkcjonująca w polskim porządku prawnym została wprowadzona rozporządzeniem ministra rozwoju regionalnego⁵. Jest ona odzwierciedleniem europejskiego paradygmatu i stwierdza, że rewitalizacja zdegradowanych obszarów miejskich to „kompleksowy, skoordynowany, wieloletni proces przemian przestrzennych, technicznych, społecznych i ekonomicznych, prowadzony na obszarze zdegradowanym, inicjowany przez jednostkę samorządu terytorialnego w celu wyprowadzenia tego obszaru ze stanu kryzysowego, w szczególności przez nadanie mu nowej jakości funkcjonalnej i stworzenie warunków do jego rozwoju, w oparciu o charakterystyczne uwarunkowania endogeniczne”⁶.

Działania rewitalizacyjne, poza ogólnymi wspólnymi ramami wyznaczonymi przez przyjęty i opisany paradygmat, są w dużej mierze działaniami lokalnymi. W każdym mieście natężenie i kumulacja problemów na obszarze kryzysowym mają odmienny charakter. W literaturze przedmiotu dominuje pogląd, że skutecznym sposobem rozwiązania „złego problemu” jest grupowe działanie innowacyjne.

bezużyteczne” (A. Weiner, H. Hoyt, *Principle of Real Estate*, Roland Press, Washington 1966, w: M. Zięba, *Evaluation of Urban Regeneration Programmes. German Experience*, praca doktorska powstała na Wydziale Ekonomii i Stosunków Międzynarodowych, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2007, s. 72). W latach późniejszych rozumienie odnowy miast w Europie i w USA coraz bardziej oddalało się od siebie, w związku z coraz silniejszymi społecznymi akcentami koncepcji europejskimi oraz podkreśleniem roli ochrony zabytków. W USA natomiast odnowa miast w dalszym ciągu rozumiana jest przede wszystkim w kategoriach wyburzeń i następującej po nich odnowy funkcjonalnej zdegradowanych terenów, bądź jako rehabilitacja poszczególnych budynków (fragmentaryczna odnowa miast, odnowa małymi kroczkami – *piecemeal urban renewal*) (A. Polko, *Miejski rynek mieszkaniowy i efekty sąsiedztwa*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach”, Katowice 2005, s. 90).

⁴ P. Roberts, *The Evolution, Definition and Purpose of Urban Regeneration*, w: *Urban Regeneration: A Handbook*, red. P. Roberts, H. Sykes, Sage, London 2000, s. 15.

⁵ Rozporządzenie ministra rozwoju regionalnego z dnia 9 czerwca 2010 r. w sprawie udzielania pomocy na rewitalizację w ramach regionalnych programów operacyjnych (DzU 2010, nr 117, poz. 787).

⁶ *Ibidem*, § 2 pkt 6.

Typowe struktury mające umożliwić władzom miast przeciwdziałanie skutkom lub wystąpieniu tzw. „złych problemów” to sieci współpracy⁷. „Władze publiczne relatywnie szybko dostrzegły konieczność integrowania atutów rozproszonych jednostek oraz – podobnie jak przedsiębiorstwa w walce konkurencyjnej – coraz częściej zaczęły wykorzystywać nie tylko własne kompetencje, lecz też kompetencje sektora prywatnego i non-profit. Sieć to nie tylko nowa ilość (większa liczba interakcji), lecz także nowa jakość w zarządzaniu. Powinna być rozumiana jako strategia zorientowana na identyfikowanie i kształtowanie innowacyjnych układów współpracy”⁸.

Ze względu na stagnację ekonomiczną na obszarach zdegradowanych, kluczowymi interesariuszami rewitalizacji stają się tam właściciele nieruchomości oraz przedsiębiorcy i inwestorzy.

Projekty rewitalizacyjne poprzez zmiany w środowisku lokalizacyjnym przedsiębiorstw stają się jednym z narzędzi stymulowania lokalnej gospodarki na obszarach zdegradowanych. U progu nowej perspektywy finansowej (2014–2020) należy przeanalizować wpływ dotychczasowych działań rewitalizacyjnych na tych obszarach na zdolności przedsiębiorstw do funkcjonowania w warunkach rynkowych. Analizą objęto dwa środowiska lokalizacyjne, będące najczęstszymi obszarami poddawanych rewitalizacji w polskich miastach:

- 1) tereny śródmiejskie, które analizowane są z perspektywy przedsiębiorstw lokalnych o profilu usługowo-handlowym prowadzących działalność na tych terenach;
- 2) tereny poprzemysłowe, które stają się potencjalnym obszarem inwestycji i tym samym wzmocnieniem bazy ekonomicznej miasta.

W opracowaniu przedstawiono analizę możliwości współpracy między władzami miasta a dwoma typami interesariuszy na obszarach zdegradowanych: przedsiębiorstwami o znaczeniu lokalnym, oraz z syndykami masy upadłościowej na zdegradowanych terenach poprzemysłowych.

⁷ Por. T. Marszał, *Innovative city – development conception and determinants*, w: *Urban regions as engines of development*, red. T. Marszał, Polish Academy of Sciences, Committee for Spatial Economy and Regional Planning, Warszawa 2011, s. 13.

⁸ A. Chrisidu-Budnik, *Administracja publiczna w strukturze sieciowej*, Uniwersytet Wrocławski, Wrocław 2011, s. 73, boc_ksiega_08_chrisidu.pdf (20.04.2012).

1. Rewitalizacja obszarów zdegradowanych jako narzędzie restrukturyzacji bazy ekonomicznej miast

Przedsiębiorstwa działające na obszarach zdegradowanych, poddawanych rewitalizacji, powinny przede wszystkim uzyskać, dzięki działaniom rewitalizacyjnym, zdolność do funkcjonowania na zasadach rynkowych. Obszary rewitalizowane mają stać się miejscami, w których następuje dostosowanie przestrzeni do współczesnych funkcji, m.in. poprzez wprowadzanie nowoczesnych funkcji handlowych, usługowych, przemysłów zaawansowanych technologii i przemysłów kreatywnych. W ewolucję tę wpisują się również sformułowane w 2006 r. przez IPF postulaty kształtowania polityki rewitalizacji poprzez⁹:

- podnoszenie wartości nieruchomości na rewitalizowanym terenie,
- stwarzanie warunków do powstawania społeczności lokalnych i ich zrównoważonego rozwoju,
- przyciąganie i włączanie do działań rewitalizacyjnych prywatnych inwestorów.

W maju 2007 r. podpisano „Kartę lipską na temat zrównoważonych miast europejskich”, syntetyzującą dotychczasowe ustalenia ministrów krajów członkowskich UE w zakresie polityki miejskiej z lat 2000–2005¹⁰.

Znaczenie rewitalizacji miast zostało zaakcentowane w „Karcie lipskiej” przez zwrócenie szczególnej uwagi na najuboższe dzielnice w kontekście miasta jako całości. Strategiczne cele, których realizacja ma zapewnić zintegrowany rozwój miast, sformułowano w postaci czterech głównych kierunków polityki rewitalizacyjnej, których realizacja jest zadaniem UE na najbliższe lata¹¹:

- 1) podnoszenie jakości środowiska fizycznego,
- 2) wzmocnienie gospodarki lokalnej i lokalnej polityki rynku pracy,
- 3) aktywna polityka edukacji i szkoleń dla dzieci i młodzieży,
- 4) promowanie sprawnego i korzystnego cenowo transportu miejskiego.

Istotne miejsce zajmuje wśród nich wzmocnienie gospodarki lokalnej i lokalnej polityki rynku pracy. Badania prowadzone w czasie hiszpańskiej prezyden-

⁹ *Institutional Investment in Regeneration: Necessary conditions for Effective Funding*, Investment Property Forum, 2006, http://www.rpp.ulster.ac.uk/reports/institutional_investment_in_regeneration.pdf (6.04.2012).

¹⁰ Lille Action Programme 2000, Rotterdam Acquis 2004, Bristol Accord 2005.

¹¹ Karta lipska na rzecz zrównoważonego rozwoju miast europejskich przyjęta z okazji nieformalnego spotkania ministrów w sprawie rozwoju miast i spójności terytorialnej w Lipsku, w dniach 24–25 maja 2007 r.

cji w Radzie Europy¹² wykazały, że choć prywatni przedsiębiorcy niezbyt często aktywnie włączają się w działania rewitalizacyjne, to często korzystają z ich efektów. Aż 38% respondentów, ankietowanych urzędników miejskich, deklaruowało ułatwienie przedsiębiorcom działającym na obszarach rewitalizacji, korzystanie z możliwości, jakie stwarzają programy rewitalizacji bądź powiązane z nimi instrumenty.

Ewolucja europejskiego paradygmatu rewitalizacji postępuje w dalszym ciągu. Warto w tym miejscu odwołać się do wniosków przedstawionych w analizie I.V. da Cunha i C. Selada dotyczącej roli środowisk kreatywnych w rewitalizacji miast i stopniowej zmiany w paradygmacie rewitalizacji od społeczno-technicznej interwencji do pobudzania integracji działań społeczności i władzy publicznej wokół¹³:

- kształtowania i wzmacniania unikatowego charakteru rewitalizowanego obszaru,
- znaczenia obszaru jako nośnika funkcji miejskich,
- pobudzania przemysłów kreatywnych i przyciągania innowacyjnych działań naukowo-technologicznych (instytucje otoczenia biznesu).

W ocenie Komitetu Regionów, rewitalizacja miast europejskich obecnie jest drogą do osiągnięcia zrównoważonego rozwoju, poprawy jakości infrastruktury (ze szczególnym naciskiem na jej nowoczesność), wysokiego poziomu aktywności ekonomicznej oraz czystego i zdrowego środowiska miejskiego¹⁴. Komitet wyraził nadzieję, że zdegradowane obszary miast nie zostaną opuszczone, ale będą traktowane jako źródło bogactwa, które w chwili obecnej nie jest wykorzystywane, a używane w sposób produktywny przyczyni się do rozwoju miasta jako całości. Restrukturyzacyjna rola projektów rewitalizacyjnych była kilkakrotnie akcentowana w dokumencie. Komitet Regionów zwrócił uwagę na dużo gorsze możliwości adaptacyjne obszarów śródmiejskich do warunków dyktowanych przez warunki ekonomii globalnej w stosunku do obrzeży miasta. Jednocześnie podniósł znaczenie programów stymulowania innowacyjnych aktywności gospodarczych poprzez odpowiednie zachęty, zapewnienie dostępu do wysokiej jakości infrastruktury oraz wykwalifikowanych pracowników¹⁵.

¹² *Integrated Urban Regeneration in Europe. Summary Report*, red. A.A. Mora, F.R. Pena, Universidad de Valladolid, *In response to the request of the Directorate General of Land and Urban Policies of the Spanish Ministry of Housing*, http://www.fomento.gob.es/NR/rdonlyres/E300DFCA-BDEE-4CEC-B655-AE69BC8E4432/95965/URBAN_REGENE_ENGLISH.pdf, s. 26 (12.09.2011).

¹³ I.V. da Cunha, C. Selada, *Creative urban regeneration: the case of innovation hubs*, „International Journal of Innovation and Regional Development” 2009, vol. 1, no. 4, s. 373.

¹⁴ *Opinion of the Committee of the Regions on The role of urban regeneration in the future of urban development in Europe*, Committee of the Regions, 85th plenary session 9–10 June 2010, CdR 98/2010 fin, pkt 10.

¹⁵ *Ibidem*, pkt 19–20.

Szczegółowe informacje dotyczące strategicznej, restrukturyzacyjnej roli rewitalizacji miast ministrowie zawarli w załączonym do Deklaracji „Dokumentie referencyjnym z Toledo w sprawie zintegrowanej rewitalizacji obszarów miejskich i jej strategicznego potencjału w zakresie inteligentniejszego i bardziej zrównoważonego rozwoju obszarów miejskich sprzyjającego włączeniu społecznemu w Europie”. Rekomendowano w nim, aby programy rewitalizacji były „ukierunkowane na bardziej konkurencyjną gospodarkę, w ramach której postępy gospodarcze są rozdzielone od zużycia zasobów, stymulując gospodarkę opartą na wiedzy, kreatywności, doskonaleniu i innowacji, wzmacniając rozwój endogeniczny i dywersyfikację lokalnych systemów produkcji jednocześnie odpowiednio organizując rynek pracy poprzez kształcenie i ciągłe szkolenie pracowników”¹⁶. Jednocześnie podkreślono, że główne działania podejmowane w czasie rewitalizacji (modernizacja budynków i infrastruktury) są pracochłonne i ich podejmowanie sprzyja tworzeniu nowych miejsc pracy, co powinno być wykorzystywane zwłaszcza w kontekście kryzysu finansowego i jego wpływu na załamanie sektora budowlanego w części krajów UE.

2. Programy rewitalizacji w Polsce – wpływ na działanie sektora MŚP

W Polsce przedsięwzięcia rewitalizacji miast prowadzone były sporadycznie od lat 90. XX w. Na szeroką skalę rozpoczęły się od 2004 r., a więc od wejścia Polski do UE i rozpoczęcia Zintegrowanego Programu Operacyjnego Rozwoju Regionalnego¹⁷. Za jeden z celów rewitalizacji uznawano „pobudzenie aktywności środowisk lokalnych i stymulowanie współpracy na rzecz rozwoju społeczno-gospodarczego oraz przeciwdziałanie zjawisku wykluczenia społecznego w zagrożonych patologiami społecznymi obszarach miast poprzez szybszy wzrost gospodarczy i wzrost

¹⁶ Ibidem, s. 12.

¹⁷ Zintegrowany Program Operacyjny Rozwoju Regionalnego (ZPORR) był jednym z sześciu programów operacyjnych służących realizacji Narodowego Planu Rozwoju (NPR). Koordynowany był na poziomie krajowym, realizowany w poszczególnych województwach od 2004 r. do końca I połowy 2009 r. Działania rewitalizacyjne w ZPORR zakwalifikowane zostały do trzeciej osi priorytetowej (Rozwój lokalny), odpowiadającej realizacji celów strategicznych zawartych w Narodowej Strategii Rozwoju Regionalnego (NSRR): „Restrukturyzacja bazy ekonomicznej regionów i tworzenie warunków jej dywersyfikacji oraz rozwój zasobów ludzkich” i „Wsparcie obszarów wymagających aktywizacji i zagrożonych marginalizacją” (*Zintegrowany Program Operacyjny Rozwoju Regionalnego na lata 2004–2006*, Załącznik do Rozporządzenia Ministra Gospodarki i Pracy z dnia 1 lipca 2004 r., s. 442, DzU 2004, nr 160, poz. 1745). Oś 3 obejmowała m.in. działanie 3.3. Zdegradowane obszary miejskie, przemysłowe i powojaskowe, a w tym poddziałanie 3.3.1. Rewitalizacja obszarów miejskich oraz 3.3.2. Rewitalizacja obszarów przemysłowych i powojaskowych.

zatrudnienia”¹⁸. W związku z tym pod nazwą rewitalizacji prowadzono działania nie tylko o charakterze przestrzennym, ale także społeczno-ekonomicznym. Miały one jednak marginalny charakter w strukturze projektów rewitalizacyjnych realizowanych przez polskie miasta. W ramach ZPORR zrealizowano 178 projektów, spośród których jedynie 20 dotyczyło różnego rodzaju remontów i modernizacji istniejących budynków na cele edukacyjne, kulturalne, turystyczne i społeczno-gospodarcze¹⁹. Tylko niewiele z nich miało realny komponent gospodarczy – niestety przeważnie sformułowany jedynie na papierze w celu zwiększenia szansy na pozyskanie środków na twarde, infrastrukturalne inwestycje. Prowadzone w latach 2007–2013 kolejne projekty rewitalizacyjne, współfinansowane już z regionalnych programów operacyjnych (RPO), również tylko w niewielkim stopniu dotyczyły kwestii gospodarczych. Szansą na zmianę jest wprowadzenie, oprócz klasycznych już dotacji, zwrotnych instrumentów finansowych (Inicjatywa JESSICA)²⁰. Jednak po niespełna 3 latach funkcjonowania i niewielu projektach w skali kraju jest to jeszcze perspektywa dość odległa.

Projekty rewitalizacyjne zrealizowane w ZPORR były pierwszymi ocenianymi w jednolity sposób m.in. w sferze gospodarczej przy zastosowaniu wystandaryzowanych wskaźników, m.in. powierzchnia usługowa w zrewitalizowanych dzielnicach i miastach (zakładany wzrost o 50 tys. m²), powierzchnia usługowa na zrewitalizowanych terenach przemysłowych i powojkowych (zakładany wzrost o 15 tys. m²), liczba przedsiębiorstw zlokalizowanych na terenie objętym wsparciem, liczba miejsc pracy utworzonych na terenie zrewitalizowanym (zakładana wartość 10 tys.)²¹.

W Polsce dominują projekty rewitalizacyjne finansowane ze środków dotacyjnych – głównie unijnych. Projekty te mają na celu zmianę przestrzeni miast zarówno w kategoriach estetycznych, jak i środowiska lokalizacji oraz prowadzenia działalności gospodarczej. We wskaźnikach brakuje uwzględnienia oddziaływania projektów rewitalizacyjnych na środowisko lokalizacyjne przedsiębiorstw. Warto

¹⁸ Uzupełnienie ZPORR, za: W. Siemiński, T. Topczewska, *Rewitalizacja miast w Polsce przy wsparciu funduszami UE w latach 2004–2008*, Difin, Warszawa 2009, s. 65.

¹⁹ Czwarta grupa pod względem liczebności po projektach z modernizacji/remoncie kompleksów zabudowań lub pojedynczych budynków oraz projektach „kompleksowych”, tj. dotyczących fragmentu miasta (W. Siemiński, T. Topczewska, *Rewitalizacja miast...*, op.cit., s. 19).

²⁰ Inicjatywa JESSICA polega na przekazaniu części środków z Regionalnego Programu Operacyjnego Funduszowi Powierniczemu, a następnie do wybranego w odrębnej procedurze Funduszowi Rozwoju Obszarów Miejskich (FROM). FROM odpowiada natomiast za zarządzanie środkami funduszu i inwestowanie ich bezpośrednio w projekty miejskie, poprzez zwrotne instrumenty finansowe, w tej perspektywie finansowej – preferencyjne pożyczki.

²¹ Ibidem, s. 66.

więc na podstawie innych danych przesledzić, jak oceniany jest wpływ realizowanych przez miasta projektów na warunki prowadzenia działalności.

Prowadzone w celach ewaluacyjnych badania ankietowe po zakończeniu ZPORR z pozoru świadczą o tym, że ankietowani urzędnicy²² (sic!) oceniają co najmniej pozytywnie oddziaływanie projektów na sferę gospodarczą (81,5%). W ich opinii zwiększa się atrakcyjność rewitalizowanych miejsc dla turystów i mieszkańców. Powstają też miejsca pracy. Należy jednak pamiętać, że jest to praca w sektorze publicznym, dodatkowo obciążająca budżety miast i tak obciążone przecież utrzymaniem obiektów kulturalnych czy społecznych, wyremontowanych ze środków dotacyjnych. Finansowanie dotacyjne na ogół wykluczało działalność komercyjną, więc odnowione budynki rzadko są siedzibą przedsiębiorstw²³. Najczęściej więc przedsiębiorstwa funkcjonujące w bezpośrednim sąsiedztwie odczuwają przede wszystkim negatywne skutki prowadzonych działań rewitalizacyjnych (przede wszystkim przeciągających się prac budowlanych), nie zawsze mając świadomość potencjalnych korzyści.

Dobrej egzemplifikacji tego zjawiska może dostarczyć analiza projektu przebudowy ulicy Tumskiej w Płocku²⁴. W czasie prowadzenia prac remontowo-modernizacyjnych w latach 2005–2007 ulica prawie na całej jej długości była zamknięta dla klientów. Przechodnie mogli poruszać się wąskimi ścieżkami wyznaczonymi po obu stronach ulicy. Na podstawie analizy odpowiedzi na pytanie o ocenę ogólnej sytuacji przedsiębiorstwa po 2007 r., można stwierdzić, że większość podmiotów nie jest zadowolona. Prawie połowa (48,9%) respondentów, którzy odpowiadali na to pytanie, określa ją jako gorszą lub zdecydowanie gorszą w porównaniu z sytuacją sprzed 2007 r.²⁵ Ponadto 42,9% przedsiębiorstw nie odczuło wpływu projektu modernizacji i odnowy nawierzchni ulicy Tumskiej, a niewielki wpływ – 22,4%. Wobec znaczenia, jakie przypisuje się coraz częściej przedsiębiorcom jako sile napędowej restrukturyzacji bazy ekonomicznej miasta, należy podkreślić, że działaniom rewitalizacyjnym prowadzonym przez władze miast

²² Respondentami badania byli beneficjenci projektów unijnych, a więc w większości pracownicy urzędów miast, realizujących projekty rewitalizacyjnych (*Ocena wpływu polityki spójności na rozwój miast polskich*, EUROREG, Warszawa 2010, s. 63).

²³ Zidentyfikowano łącznie 70 przedsiębiorstw we wszystkich budynkach objętych badaniem podanych działaniom rewitalizacyjnym w latach 2004–2008.

²⁴ Opracowano na podstawie badań statutowych realizowanych w 2011 r. przez Katedrę Inwestycji i Nieruchomości SGH (I. Dobek, *Projekt rewitalizacji ul. Tumskiej w Płocku, założenia i rezultaty*, w: *Rewitalizacja miast a przedsiębiorczość*, red. M. Bryx, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012).

²⁵ Pytanie to zadane było w kontekście realizowanego projektu modernizacji i odnowy nawierzchni ulicy Tumskiej, dlatego zadane było tylko przedsiębiorstwom, które znajdowały się na badanym obszarze przed 2008 r.

powinna towarzyszyć odpowiednia promocja lub choćby kampania informacyjna dotycząca rewitalizacji ulicy.

Zdaniem respondentów jednym z głównych czynników pogorszenia się sytuacji w tym obszarze było otwarcie dwóch galerii handlowych znajdujących się w niewielkiej odległości od ulicy Tumskiej. Przedsiębiorcy nie widzą realnych korzyści z prowadzonych działań rewitalizacyjnych, skoro nie są one spójne z polityką władz miasta wobec galerii handlowych, a zatem nie są zainteresowani stymulacją czy wsparciem podobnych działań w przyszłości.

Podobne wnioski płyną z jedyne do tej pory badania tego typu, dotyczącego ewaluacji działań rewitalizacyjnych na Dolnym Śląsku, przeprowadzonego na poziomie regionalnym w odniesieniu do obecnej perspektywy finansowej (2007–2013). „W wyniku działań rewitalizacyjnych podejmowanych w centrum miasta zaobserwowano wycofywanie się drobnej przedsiębiorczości. W jednym przypadku mogło to być spowodowane bardzo długim okresem prowadzenia prac budowlanych i tym samym brakiem dostępu do danego punktu handlowego. W kolejnym jednak jest to ewidentnie związane z wprowadzeniem strefy płatnego parkowania i wzrostem czynszów w kamienicach”²⁶.

Wskazywano natomiast, że obszary rewitalizowane zyskują zainteresowanie inwestorów, turystów i mieszkańców. Pojawiają się nowe punkty gastronomiczne, hotele itp. Z tymi zmianami wiąże się poważny, choć niezamierzony efekt uboczny programów rewitalizacji, tj. wypieranie lokalnych przedsiębiorców przez przedsiębiorstwa silne kapitałowo (sieci sklepów np. odzieżowych, usługi wyższego rzędu: banki, agencje ubezpieczeniowe). Miasta opracowując LPR, dążyły najczęściej do spełnienia formalnego wymogu w drodze po środki UE, nie przewidując negatywnych skutków prowadzonych działań. W Polsce dość rzadko zwraca się uwagę na problem niezamierzonych skutków rewitalizacji dla lokalnych przedsiębiorców, których konkurencyjność w stosunku do sieciowych organizacji powinni mieć na względzie władze miasta.

²⁶ Raport ewaluacyjny. Ocena oraz wyznaczenie pożądanych kierunków działań rewitalizacyjnych realizowanych w ramach Priorytetu IX RPO WD „Odnowa zdegradowanych obszarów miejskich na terenie Dolnego Śląska” (Miasta), Urząd Marszałkowski Województwa Dolnośląskiego, Wrocław 2013, s. 18.

3. Tereny poprzemysłowe – balast albo potencjał

Tereny poprzemysłowe ze względu na znaczną powierzchnię²⁷ i infrastrukturę techniczną stanowią potencjalnie atrakcyjną lokalizację dla nowych inwestycji. Tymczasem w wielu przypadkach potencjał ten nie zostaje wykorzystany, a zabudowania po upadłych dużych przedsiębiorstwach niszczeją. Przykładem może być teren po Niedomickich Zakładach Celulozy, zatrudniających w czasach świetności ponad 2 tys. pracowników. Niszczeje, chociaż zlokalizowało tu swoją działalność, kilkanaście prywatnych firm²⁸. Skala ich działalności jest mikroskopijna w porównaniu z rozległym terenem dawnych zakładów. To sytuacja typowa, najczęściej syndyk masy upadłościowej sprzedaje lub dzierżawi najbardziej atrakcyjne nieruchomości, pozostałe – zwłaszcza te wymagające dużych nakładów inwestycyjnych – pozostają na długie lata niezagospodarowane. Przykłady można mnożyć, podobnie było m.in. w podwarszawskim Błoniu, gdzie syndyk masy upadłościowej podzielił tereny po Zakładach Mechaniczno-Precyzyjnych „Mera Błonie” pomiędzy wielu drobnych inwestorów. Efektem takich działań jest rozdrobnienie własnościowe terenów poprzemysłowych, nieuregulowany stan prawny części działek, które nie zostały sprzedane w przeciągającym się postępowaniu upadłościowym i w konsekwencji brak możliwości zlokalizowania na takich terenach dużych inwestycji.

Godnym polecenia rozwiązaniem dla władz, które planują wykorzystać teren poprzemysłowy do przekształceń w strukturze bazy ekonomicznej miasta, jest współpraca z syndykiem masy upadłościowej. Jest to wskazówka tyleż istotna, co przy obecnym instrumentarium prawnym, praktycznie nieskuteczna. Nie ma żadnych instrumentów planistycznych bądź prawnych skłaniających syndyków do współpracy z władzami miast. Skoro nie ma, jedyną szansą mogą być zachęty ekonomiczne i perspektywa znalezienia lepszego nabywcy na teren większy i lepiej przygotowany pod nową działalność gospodarczą.

W nieporównanie lepszej sytuacji są gminy, które mogły bezpośrednio przejąć i sprzedawać majątek po upadłych zakładach przemysłowych. W ten sposób swoją szansę na rozwój wykorzystaly Niepołomice²⁹, przejmując i sprzedając dużym inwestorom zagranicznym tereny po zakładach Kombet, Budostal II, zakładach

²⁷ Szacunkowo ok. 65 tys. ha na koniec 2006 r. (M. Huculak, *Rewitalizacja terenów poprzemysłowych*, w: *Przestrzenne aspekty rewitalizacji. Śródmieścia, blokowiska, tereny poprzemysłowe, pokolejowe i powojkowe*, red. W. Jarczewski, Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2009, s. 145).

²⁸ http://niedomice.cba.pl/index.php?strona=nzc_04 (14.03.2013).

²⁹ *Niepołomice 1990–2010. Sukces polityki proinwestycyjnej. Wnioski dla władz lokalnych*, red. W. Jarczewski, M. Huculak, Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2011, s. 61.

drobiowych itp. Nie zawsze jest to jednak możliwe. W literaturze przedmiotu i rekomendacjach już od pewnego czasu pojawiają się wskazówki do tworzenia tzw. regionalnych operatorów rewitalizacji terenów poprzemysłowych³⁰, jednak i to rozwiązanie nie wydaje się możliwe w krótkim okresie. Tymczasem problem narasta. Jak wynika z cytowanej już ewaluacji działań rewitalizacyjnych na Dolnym Śląsku, brak możliwości ożywienia terenów poprzemysłowych to rezultat „nieuregulowanego statusu własnościowego oraz często spotykanej kwestii opieki syndyka masy upadłościowej nad częścią terenu poprzemysłowego”³¹.

Pomocą w systemowym rozwiązaniu kształtowania współpracy syndyków dużych zakładów przemysłowych z władzami miasta, może być natomiast wykorzystanie instrumentów zwrotnych jako narzędzi współfinansowania projektów rewitalizacyjnych ze środków publicznych. Trafnych argumentów za utrzymaniem integralności terenu poprzemysłowego dostarcza współfinansowany ze środków Inicjatywy JESSICA Stary Browar w Kościerzynie. Jest to inwestycja obejmująca restaurację słodowni browaru i dobudowanie nowego skrzydła z powierzchnią handlowo-usługową. Przekształceniu zabudowań przemysłowych na cele komercyjne towarzyszą – wymagane przy wsparciu w ramach inicjatywy JESSICA – elementy społeczno-kulturalne, m.in. odtworzenie dawnej aparatury warzelniczej, ekspozycja części znalezisk archeologicznych dokumentujących kulturę browarniczą na tym terenie. Tylko zwarty i jednorodny własnościowo teren mógł być w ten sposób wykorzystany, a lokalizacja dużej inwestycji na terenie poprzemysłowym daje dużo większe korzyści społeczne i ekonomiczne niż wiele mikrodziałalności gospodarczych. Władze miast powinny inicjować działania wobec terenów poprzemysłowych, nawet nie będąc ich właścicielami, poprzez czytelną politykę przestrzenną odzwierciedloną w planach zagospodarowania przestrzennego, a także wskazówki dotyczące potrzeb społecznych, kulturalnych i gospodarczych, które mogłyby być zaspokojone przy wykorzystaniu potencjału terenów poprzemysłowych.

Wnioski

W opracowaniu przedstawiono dwa specyficzne środowiska lokalizacji działalności gospodarczej, będące przedmiotem działań rewitalizacyjnych w polskich

³⁰ Byłaby to wzorem niemieckich, francuskich i brytyjskich rozwiązań spółka, agencja lub instytucja publiczna, która działając w skali wojewódzkiej skupowałaby, scalała, oczyszczała i zbroiła grunty, a następnie poszukiwała inwestorów (B. Domański, *Rewitalizacja terenów poprzemysłowych – specyfika wyzwań i instrumentów*, w: *Przestrzenne aspekty rewitalizacji...*, op.cit., s. 135).

³¹ *Niepołomice 1990–2010...*, op.cit.; *Raport ewaluacyjny...*, op.cit., s. 19.

miastach: śródmieścia oraz tereny przemysłowe. W odniesieniu do obszarów śródmiejskich analizowano wpływ realizowanych projektów na sytuację przedsiębiorstw lokalnych o profilu handlowo-usługowym. Tereny przemysłowe przedstawiono jako szansę na pozyskanie dużego inwestora, który zagwarantuje miastu znaczne wpływy z podatków, a mieszkańcom miejsca pracy. Warunkiem koniecznym znalezienia inwestora jest uregulowany stan prawny tych terenów oraz czytelna polityka przestrzenna miasta wobec nich.

Władze miasta, rozpoczynając proces rewitalizacji obszarów śródmiejskich, podejmują się w pierwszej kolejności modernizacji infrastruktury technicznej. Zdaniem przedsiębiorców, takie inwestycje powodują utrudnienia w dostępie klientów, a więc raczej przeszkadzają niż pomagają. Przedsiębiorstwa zlokalizowane na rewitalizowanym obszarze wciąż postrzegają swoją działalność krótkoterminowo, a więc ich krótkoterminowy interes powinien zostać zabezpieczony. Należy dążyć do stworzenia wspólnego systemu realizacji projektu, aby zminimalizować utrudnienia, które powstają w trakcie przeprowadzania kolejnych jego etapów. Ponadto urząd miasta powinien dbać o odpowiednio wczesne przekazanie przedsiębiorcom informacji o harmonogramie prac budowlanych.

Na skutek prowadzonego przez dłuższy czas remontu część mniejszych firm nie wytrzymuje wydłużającego się okresu prowadzenia prac remontowych, utrudnionego dostępu do klientów oraz podwyżki czynszów po realizacji projektu. Chcąc utrzymać działalność w dotychczasowej lokalizacji wielu mniejszych przedsiębiorców musi zaciągać kredyt. Gdy jednocześnie powstaje w mieście atrakcyjna galeria handlowa, kupujący z wysokim prawdopodobieństwem przeniosą się do niej, przedsiębiorcy zbankrutują, a ich miejsce zajmą banki i towarzystwa ubezpieczeniowe. Atrakcyjne wizualnie przestrzenie miejskie stopniowo obumierają, ponieważ po godzinie siedemnastej życie zamiera tam wraz z końcem dnia pracy. Polityka miasta w zakresie wspierania właścicieli lokali na obszarze rewitalizowanym musi być spójna z polityką proinwestycyjną (szczególnie w odniesieniu do nowo powstających galerii handlowych). Brak wizji, obejmującej współistnienie pasażerów handlowych przy reprezentacyjnych deptakach miejskich (gastronomia, prestiżowe usługi, w tym banki) oraz galerii handlowych, jest jednym z istotniejszych problemów odnawianych centrów miast w Polsce.

Analiza wykorzystania terenów przemysłowych do poprawy sytuacji ekonomicznej miasta pozwala na wysnucie podobnej rekomendacji, jak w przypadku działań na obszarach śródmiejskich. Rewitalizacja terenów przemysłowych wymaga przede wszystkim wymiany informacji między władzami lokalnymi i właścicielami lub syndykami co do planowanych działań restrukturyzacyjnych. Niestety wobec braku prawnych mechanizmów wzmacniających współpracę syndyków

z władzami miasta, rolą władz miasta jest nie tylko kształtowanie czytelnej polityki przestrzennej, ale również współpraca dotycząca wspólnego pozyskania inwestora lub informowanie o potencjalnych dostępnych źródłach finansowania. Doświadczenia miast, które przeformułowały swoją strukturę gospodarczą za pomocą specjalnych stref ekonomicznych, pokazują, że tereny przemysłowe są ukrytym bogactwem. Tymczasem do rzadkości należy współpraca władz miasta z syndykami masy upadłościowej dużych zakładów przemysłowych. Bariery istnieją niestety po obu stronach, instrumentarium prawne żadne, a tracą oczywiście mieszkańcy i budżet miasta. Mieszkańcy, ponieważ duży inwestor jest w stanie zapewnić większą stabilizację ekonomiczną – więcej miejsc pracy niż mikro- i małe przedsiębiorstwa. Budżet miast, ze względu na przedłużający się brak wpływów z podatków.

Ze względu na niezbyt optymistyczne prognozy co do możliwości prawnego uregulowania zasad współpracy władz miast z syndykami masy upadłościowej na terenach przemysłowych, należy postulować dążenie do podniesienia świadomości obu stron w zakresie możliwych korzyści wynikających z współdziałania. Niezbędne wydają się pogłębione porównawcze studia dotyczące poziomu wiedzy syndyków masy upadłościowej i urzędników na temat prowadzenia nowoczesnej polityki inwestycyjnej, partnerstwa publiczno-prywatnego i zarządzania wartością terenów przemysłowych oraz stosowne do wyników tych badań szkolenia w tym zakresie.

Bibliografia

- Adair A. i in., *Accessing Private Finance: The availability and effectiveness of private finance in urban regeneration*, RICS Research, London 1998.
- Cunha da I.V., Selada C., *Creative urban regeneration: the case of innovation hubs*, „International Journal of Innovation and Regional Development” 2009, vol. 1, no. 4.
- Dobek I., *Projekt rewitalizacji ul. Tumskiej w Płocku, założenia i rezultaty*, w: *Rewitalizacja miast a przedsiębiorczość*, red. M. Bryx, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.
- Domański B., *Rewitalizacja terenów przemysłowych – specyfika wyzwań i instrumentów*, w: *Przestrzenne aspekty rewitalizacji. Śródmieścia, blokowiska, tereny przemysłowe, pokolejowe i powojkowe*, red. W. Jarczewski, Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2009.
- Huculak M., *Rewitalizacja terenów przemysłowych*, w: *Przestrzenne aspekty rewitalizacji. Śródmieścia, blokowiska, tereny przemysłowe, pokolejowe i powojkowe*, red. W. Jarczewski, Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2009.

- Karta lipska na rzecz zrównoważonego rozwoju miast europejskich przyjęta z okazji nieformalnego spotkania ministrów w sprawie rozwoju miast i spójności terytorialnej w Lipsku, 24–25 maja 2007 r.
- Marszał T., *Innovative city – development conception and determinants*, w: *Urban regions as engines of development*, red. T. Marszał, Polish Academy of Sciences, Committee for Spatial Economy and Regional Planning, Warszawa 2011.
- Niepołomice 1990–2010. Sukces polityki proinwestycyjnej. Wnioski dla władz lokalnych*, red. W. Jarczewski, M. Huculak, Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2011.
- Ocena wpływu polityki spójności na rozwój miast polskich*, EUROREG, Warszawa 2010.
- Opinion of the Committee of the Regions on The role of urban regeneration in the future of urban development in Europe*, Committee of the Regions, 85th plenary session 9–10 June 2010, CdR 98/2010 fin.
- Polko A., *Miejski rynek mieszkaniowy i efekty sąsiedztwa*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego w Katowicach”, Katowice 2005.
- Raport ewaluacyjny. Ocena oraz wyznaczenie pożądanych kierunków działań rewitalizacyjnych realizowanych w ramach Priorytetu IX RPO WD „Odnowa zdegradowanych obszarów miejskich na terenie Dolnego Śląska” (Miasta)*, Urząd Marszałkowski Województwa Dolnośląskiego, Wrocław 2013.
- Roberts P., *The Evolution, Definition and Purpose of Urban Regeneration*, w: *Urban Regeneration: A Handbook*, red. P. Roberts, H. Sykes, Sage, London 2000.
- Rozporządzenie ministra rozwoju regionalnego z dnia 9 czerwca 2010 r. w sprawie udzielenia pomocy na rewitalizację w ramach regionalnych programów operacyjnych (DzU nr 117, poz. 787).
- Siemiński W., Topczewska T., *Rewitalizacja miast w Polsce przy wsparciu funduszami UE w latach 2004–2008*, Difin, Warszawa 2009.
- Weiner A., Hoyt H., *Principle of Real Estate*, Roland Press, Washington 1966, za: M. Zięba, *Evaluation of Urban Regeneration Programmes. German Experience*, praca doktorska powstała na Wydziale Ekonomii i Stosunków Międzynarodowych, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2007.
- Zintegrowany Program Operacyjny Rozwoju Regionalnego na lata 2004–2006*, Załącznik do Rozporządzenia Ministra Gospodarki i Pracy z dnia 1 lipca 2004 r. (DzU nr 160, poz. 1745).

Netografia

- Chrisidu-Budnik A., *Administracja publiczna w strukturze sieciowej*, Uniwersytet Wrocławski, Wrocław 2011, s. 73, boc_ksiega_08_chrisidu.pdf (20.04.2012).
- http://niedomice.cba.pl/index.php?strona=nzc_04 (14.03.2013).
- Institutional Investment in Regeneration: Necessary conditions for Effective Funding*, Investment Property Forum, 2006, http://www.rpp.ulster.ac.uk/reports/institutional_investment_in_regeneration.pdf (6.04.2012).

Integrated Urban Regeneration in Europe. Summary Report, red. A.A. Mora, F.R. Pena, Universidad de Valladolid, *In response to the request of the Directorate General of Land and Urban Policies of the Spanish Ministry of Housing*, http://www.fomento.gob.es/NR/rdonlyres/E300DFCA-BDEE-4CEC-B655-AE69BC8E4432/95965/URBAN_REGENE_ENGLISH.pdf (12.09.2011).

Część III
LIKWIDACJA

Wiesław Musiał¹

Tomasz Wojewodzik²

Wykorzystanie dywestycji w procesie likwidacji gospodarstwa rolniczego³

Wstęp

Polskie rolnictwo użytkuje ok. 14,8 mln ha użytków rolnych, jednocześnie w działalność rolniczą zaangażowanych jest ponad 4 mln osób, z których blisko 2,3 mln to osoby pracujące wyłącznie bądź głównie w rolnictwie⁴. Pod względem skali zaangażowania zasobów ziemi i pracy w działalność rolniczą, Polska należy do czołówki krajów europejskich, niemniej jednak efektywność ich wykorzystania w dalszym ciągu jest znacznie niższa niż w krajach Europy Zachodniej. Udział polskiego rolnictwa w wytwarzanym PKB kształtuje się na poziomie 3,6% podczas gdy zatrudnienie w rolnictwie sięga blisko 16,7% ogółu pracujących w gospodarce narodowej. Powrót Polski do gospodarki rynkowej oraz jej integracja ze strukturami Unii Europejskiej w istotny sposób wpłynęły na procesy zachodzące w gospodarstwach rolniczych, sprzyjając dywersyfikacji przemian i procesów modernizacji części gospodarstw. Spowodowały także znaczne przyspieszenie procesów o charakterze recesywnym, w tym odchodzenia rolników od działalności rolniczej. Obserwowanym zmianom będącym w dużym stopniu następstwem rozwoju gospodarczego kraju powszechnie towarzyszy zjawisko dywestycji (dezinwestycji).

Celem opracowania jest próba identyfikacji i oceny dwóch różnych modeli likwidacji gospodarstwa rolnego: modelu ewolucyjnego i modelu szybkiej dywestycji

¹ Prof. dr hab. inż. Wiesław Musiał, Instytut Rozwoju Wsi i Rolnictwa, Polska Akademia Nauk w Warszawie.

² Dr inż. Tomasz Wojewodzik, Wydział Rolniczo-Ekonomiczny, Uniwersytet Rolniczy im. H. Kołłątaja w Krakowie.

³ Praca zrealizowana w ramach projektu pt. „Dywestycje w gospodarstwach rolniczych – istota, zakres, skutki” nr: 3913/B/H03/2011/40 finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki.

⁴ *Raport z wyników. Powszechny spis rolny 2010*, GUS, Warszawa 2011, www.stat.gov.pl (29.11.2011).

paliatywnej. Bazę dla rozważań teoretycznych stanowiły studia literatury, dane zebrane poprzez powszechne spisy rolne przeprowadzone w latach 2002 i 2010 oraz informacje uzyskane w wyniku badań terenowych z zastosowaniem metod obserwacji uczestniczącej i wywiadów z kwestionariuszem prowadzonych wśród właścicieli gospodarstw rolniczych w regionie FADN 800 (Małopolska i Pogórze) w latach 2006–2012.

1. Problemy dezagrarnizacji wsi polskiej

Pomimo następującej w ostatnich latach koncentracji ziemi rolniczej, w dalszym ciągu dominują w Polsce gospodarstwa⁵ o relatywnie małej powierzchni. Udział gospodarstw o powierzchni poniżej 5 ha w dalszym ciągu stanowi blisko 70%, podczas gdy zaledwie co dwudzieste gospodarstwo (tj. ok. 5,5%) dysponuje powierzchnią większą niż 20 ha. Średnia powierzchnia ziemi rolniczej, będącej w dyspozycji gospodarstw prowadzących działalność rolniczą, wzrosła w latach 2002–2010 do blisko 8 ha użytków rolnych. Jednocześnie w tym okresie liczba gospodarstw rolnych w Polsce zmniejszyła się o 22,4%. Ponadto spośród blisko 2,3 mln gospodarstw istniejących w 2010 r. 17,0% nie prowadziło działalności rolniczej, a kolejne 37,1% gospodarstw prowadziło wyłącznie produkcję roślinną. W konsekwencji zmian obserwowanych w rolnictwie i poza nim powierzchnia użytków rolnych zmniejszyła się o blisko 1,4 mln ha tj. o 8,3%⁶.

Liczba gospodarstw rolniczych prowadzących chów zwierząt zmniejszyła się w latach 2002–2010 o 408 tys. (tj. o 28,1%). Z chowu bydła zrezygnowało 43,8% gospodarstw utrzymujących tę grupę zwierząt w 2002 r., natomiast z chowu krów mlecznych zrezygnowało 48,1%. Przyczyn takiego stanu rzeczy należy głównie upatrywać w objęciu polskich producentów instrumentami WPR, w tym kwotowaniem produkcji (od 2004 r.) oraz koniecznością sprostania wysokim wymogom jakościowym w zakresie produkcji mleka. Znaczna część gospodarstw utrzymujących stada o wielkości kilku sztuk krów mlecznych z przyczyn ekonomicznych nie była w stanie podjąć inwestycji dostosowujących warunki utrzymania zwierząt do wzrastających standardów sanitarnych i wymogów *cross compliance*. Jednocześnie nastąpiła koncentracja produkcji mleka w większych gospodarstwach, co utrwaliło proces wzrostu wydajności mlecznej krów (wzrost średniej wydajności w okre-

⁵ Gospodarstwo rolne – oznacza grunty rolne wraz z gruntami leśnymi, budynkami lub ich częściami, urządzeniami i inwentarzem, jeżeli stanowią lub mogą stanowić zorganizowaną całość gospodarczą oraz prawami związanymi z prowadzeniem gospodarstwa rolnego (*Raport z wyników. Powszechny spis rolny 2010*, op.cit., s. 11). Kategoria ta obejmuje również podmioty o powierzchni poniżej 1 ha użytków rolnych.

⁶ *Raport z wyników. Powszechny spis rolny 2010*, op.cit. (29.11.2011).

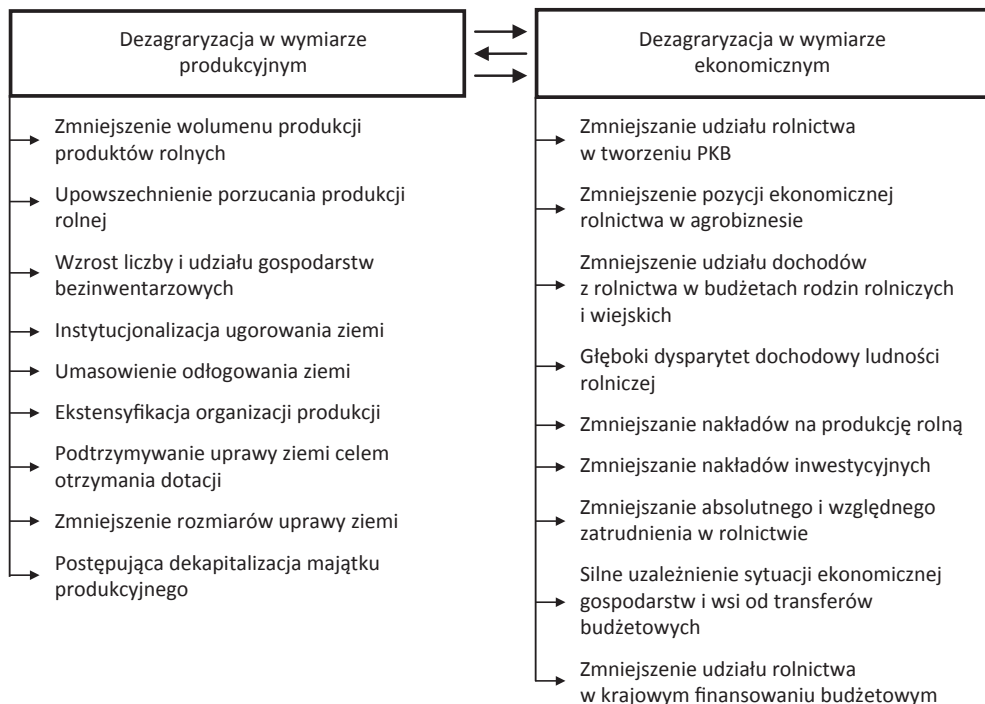
sie 2002–2010 do 4800 kg mleka rocznie od jednej krowy). Wobec utrudnień w kontynuacji produkcji mleka i jednoczesnym wroście opłacalności produkcji żywca wołowego nastąpił wzrost pogłowia krów mamek, co pozwoliło utrzymać pogłowie bydła w Polsce na poziomie 5,8 mln szt.⁷

Proces koncentracji produkcji obserwowany był również w przypadku produkcji trzody chlewnej, gdzie pomimo zmniejszenia liczby gospodarstw utrzymujących tę grupę zwierząt o 47,8% w przeciągu ośmiu lat, pogłowie zmniejszyło się tylko o 18,0%, co spowodowało wzrost średniej wielkości stada do 38,4 szt. Główną przyczyną rezygnacji gospodarstw z produkcji trzody chlewnej należy upatrywać w dużych wahaniami opłacalności produkcji. Proces odchodzenia od produkcji wyraźnie widoczny był również w przypadku pozostałych gatunków zwierząt, liczba gospodarstw utrzymujących konie zmniejszyła się o 49,9%, a utrzymujących owce zmniejszyła się o 28,6%. Również w tym przypadku spadek pogłowia zwierząt następował wolniej niż spadek liczby stad, co wskazują na występujące równoległe z procesami dywestyacji produkcyjnych procesy zmian strukturalnych, w tym koncentracji produkcji.

Przedstawione dane liczbowe są syntetyczną ilustracją nasilającego się procesu dezagraryzacji lub nawet atrofii wsi rolniczych. Ma ona różny oblicza i różnorodny charakter oceniany z punktu widzenia sfery, której dotyczy. W procesie tym można obecnie rozróżnić dezagraryzację wsi w wymiarze produkcyjnym, ekonomicznym, społeczno-kulturowym, ale także i ekologicznym. Dezagraryzacja oznacza redukcję, a nawet zanikanie rolnictwa i produkcji rolnej na wsi („odrolnienie”). Podczas gdy wieś jest niejako naturalnym przestrzenią, przyrodniczo, gospodarczo i kulturowo miejscem lokalizacji produkcji rolnej. Dezagraryzacja ma często charakter jeszcze szerszy i stanowi proces wielu zmian ilościowych i jakościowych w gospodarstwach, produkcji rolnej, rodzinach rolniczych i społeczności wiejskiej. Upadek pojedynczego gospodarstwa może być traktowany w procesie wieloaspektowej dezagraryzacji jako efektywne skumulowanie kilku procesów o charakterze recesywnym. Dezagraryzacja w wymiarze produkcyjnym, która w ostatnim okresie wydaje się mieć tendencje wzrostowe polega na procesie porzucania przez rolników produkcji rolnej, w tym w pierwszej kolejności produkcji zwierzęcej. Narasta odłogowanie, a także ugorowanie ziemi rolniczej w tym także dobrej jakości. Zjawisku temu towarzyszą postępujące procesy ekstensyfikacji produkcji rolnej, w tym zarówno ekstensyfikacji organizacyjnej, jak i nakładczej. Upowszechnieniu uległo zjawisko podtrzymywania uprawy, czy też konserwacji agrotechnicznej ziemi celem pobierania

⁷ *Zwierzęta gospodarskie i wybrane elementy metod produkcji zwierzęcej. Powszechny spis rolny 2010*, GUS, Warszawa 2011, www.stat.gov.pl (6.04.2012).

płatności obszarowych (płatności bezpośrednich). Dezagraryzacja w sferze ekonomicznej skutkuje zmniejszaniem się udziału rolnictwa w PKB i jego przychodach oraz obrotach agrobiznesu. Następuje szybkie zmniejszanie się dochodów mających swe źródło w produkcji rolniczej w ogólnych dochodach gospodarstw domowych oraz dochodów z rolnictwa w ekonomii wsi. Pogłębia się dysparytet dochodowy gospodarstw małych i średnich obszarowo, które nie mogą podoląć konkurencji oraz źle znoszą konfrontacje z otwartym rynkiem i jego głęboką instytucjonalizację⁸. Następuje zmniejszenie się absolutnego i względnego zatrudnienia w rolnictwie. Problemem gospodarstw i rolnictwa rozważanego jako całość jest jego silne uzależnienie od transferów budżetowych, które faktycznie podtrzymują istnienie dużej części gospodarstw małych. Przedstawiane procesy i zasłóści ulegają nasileniu w sytuacji lepszej koniunktury gospodarczej, gdyż suma korzyści osiągniętych wówczas z produkcji rolnej prowadzonej na niewielką skalę jest niższa aniżeli dochody pozyskiwane z alternatywnych, pozarolniczych miejsc pracy.



Rysunek 1. Symptomy dezagraryzacji w wymiarze produkcyjnym i ekonomicznym

Źródło: opracowanie własne.

⁸ Więcej na ten temat w opracowaniach: W. Musiał, *Dezagraryzacja polskiej wsi – problemy ekonomiczne, ekologiczne i społeczne*, „Wieś i Rolnictwo” 2007, nr 3(136), s. 29–44; J. Zegar, *Dezagraryzacja wsi: istota i siły sprawcze*, 2008, <http://www.cbr.edu.pl/konf2008/referaty/Zegar.pdf> (15.03.2013).

2. Istota dywestyacji w gospodarstwach rolnych

Zarówno w teorii, jak i w praktyce ekonomii mocno osadzona jest potrzeba ciągłego rozwoju, w tym rozwoju przedsiębiorstwa, czemu mają służyć m.in. inwestycje, reprodukcja rozszerzona majątku i innowacje. Ograniczone zasoby w gospodarce nieustannie tworzą jednak bariery, których pokonanie często wymaga podjęcia działań o charakterze destrukcyjnym. Destrukcja niezbędna jest wówczas, aby uwolnić zasoby niezagospodarowane lub wykorzystywane mniej efektywnie i zaangażować je w nowe bardziej dochodowe przedsięwzięcia. W wyniku procesu wieloaspektowej konkurencji powstają i znikają przedsiębiorstwa zarówno małe, jak i duże, a często całe branże. Podmiotami, które znacznie wolniej i w mniejszym zakresie pozwalają się „porwać wichrom twórczej destrukcji” są niewątpliwie rodzinne gospodarstwa rolne, w których przemiany, w sytuacji stabilizacji politycznej, przyjmują charakter ewolucyjny. Długość funkcjonowania tj. „życia” znacznej części gospodarstw rolnych w Polsce można już obecnie mierzyć dziesiątkami, a nawet setkami lat. Autarkiczny charakter gospodarstw rolniczych z jednej strony spowalniał ich rozwój (utrudniając postęp organizacyjny i napływ innowacji), a z drugiej – zwiększał ich trwałość, ograniczając negatywny wpływ zawirowań w środowisku zewnętrznym. Szerokie otwarcie się zwłaszcza gospodarstw domowych rolników na procesy rynkowe i następujące wraz z nimi zmiany mentalne spowodowały, że również w tej grupie podmiotów nastąpiło – szczególnie w ostatnich dwóch dekadach – przyspieszenie procesu przemian, w tym zaniechania działalności rolniczej.

Znaczna część właścicieli drobnych gospodarstw rolniczych przyjęła „trwanie” za główny cel swego funkcjonowania w sferze ekonomii, tj. przetrwanie trudnego i ich zdaniem przejściowego okresu transformacji bez dokonywania większych zmian. Często było to wynikiem braku wiedzy i/lub świadomości, że do przetrwania na otwartych rynkach rolnych potrzebne jest aktywne dostosowywanie się do turbulentnego otoczenia. Przyjęta przez nich strategia często stała się przyczyną postępującej utraty zdolności produkcyjnych przez podmioty ją realizujące. Bierne podtrzymywanie stanu środków produkcji, a zwłaszcza mało mobilnej ze swej natury ziemi, utrudnia rozwój podmiotom próbującym poprawić swoją pozycję konkurencyjną. Przedłużający się okres oczekiwania na tzw. lepsze czasy doprowadził znaczną część gospodarstw do nieuchronnego upadku. Wybór strategii „na przeczekanie” wiąże się nierozzerwalnie z opisanym w literaturze zjawiskiem tzw. „blokady kulturowej”. F. Foster i S. Kaplan definiują ją jako „niezdolność do dokonania zmian w kulturze organizacyjnej przedsiębiorstwa nawet wobec wyraźnych zagrożeń ze

strony rynku”⁹. Dzieje się tak, ponieważ gospodarstwa – a zwłaszcza ziemia poza wartością materialną, którą można zdyskontować – posiadają również szeroki wachlarz wartości emocjonalnych, symbolicznych i kulturowych¹⁰. W pułapkę taką wpadły liczne drobne gospodarstwa, które dysponując małym kapitałem i wiedzą niewystarczającą do wdrożenia działań dostosowawczych przyjęły strategię przeczekania. Zaniedbania w zakresie koniecznej restrukturyzacji w bardzo wielu przypadkach są już dziś nie do nadrobienia, co prowadzi je do nieuchronnego zaniechania produkcji, głównie ze względu na limitujące skok produkcji ograniczone zasoby ziemi, dekapitalizację majątku produkcyjnego i brak następców. Jednocześnie względy pozaekonomiczne oraz słabość lokalnych rynków blokują podjęcie decyzji o dywestycjach, które pozwoliłyby na ocalenie pozostałych jeszcze zasobów kapitałowych i uwolnienie niewykorzystywanych zasobów ziemi. Dlatego też często ocenia się, że w przypadku małych gospodarstw rolniczych dojrzeła potrzeba przełomu, przeprowadzenia zwrotu strategicznego, czy „tąpnięcia”, które przyspieszy przemianę i „pchnie” część gospodarstw do rozwoju, wyzwalając w nich nową energię, albo też przez radykalne decyzje doprowadzi do uwolnienia zasobów niezbędnych do rozwoju innych podmiotów¹¹. Obecna polityka rolna, polityka fiskalna (zwłaszcza system podatkowy), także WPR i polityka społeczna (m.in. konstrukcja systemu ubezpieczeń społecznych) petryfikują w znacznej części strukturę agrarną ograniczając działanie „wichrów twórczej destrukcji”. Poprawa wydolności produkcyjnej, produktywności i sytuacji ekonomicznej polskiego rolnictwa wymaga znaczącej realokacji zasobów, w szczególności zasobów ziemi do gospodarstw potencjalnie rozwojowych. Transfer ten następuje bardzo często dopiero po upadku ekonomicznym gospodarstw słabszych, co niesie wiele negatywnych konsekwencji, m.in. opóźnia proces transformacji i zwiększa straty indywidualne w środkach trwałych likwidujących się podmiotów (rysunek 2). Jako znacznie bardziej efektywne i niezbędne do rozwoju podmiotom silniejszym, jak i całej gospodarce jawi się uwalnianie z gospodarstw ich zasobów przy wykorzystaniu opcji dywestycji.

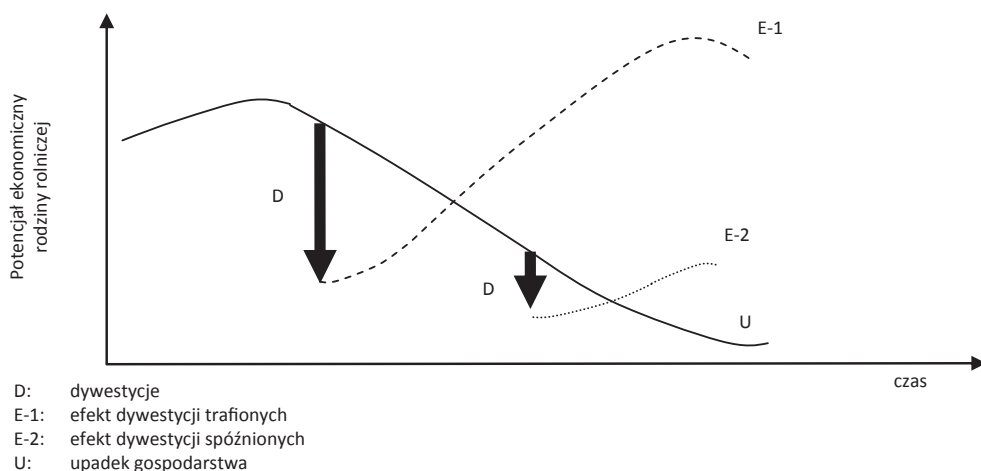
W warunkach przedsiębiorstwa za dywestycje można uznać wszelkie działania planowe, polegające na ograniczeniu skali i zakresu prowadzonej działalności lub ograniczeniu wykorzystywanych zasobów o ile prowadzą do poprawy wyników ekonomicznych firmy (lub sytuacji finansowej jej dotychczasowych właścicieli). Specyfika gospodarstwa rolniczego wymaga jednak branżowego doprecyzowania

⁹ F. Foster, S. Kaplan, *Twórcza destrukcja*, Wydawnictwo Galaktyka, Łódź 2003, s. 29.

¹⁰ W. Musiał, *Rozważania nad upadłością gospodarstw rodzinnych w Polsce*, „Wież i Rolnictwo” 2009, nr 1 (142), s. 50.

¹¹ Więcej patrz: T. Wojewodziec, *Gospodarstwa rolnicze na progu epoki nieciągłości*, „Roczniki Naukowe SERIA” 2013, t. XV, z. 1 (w przygotowaniu do druku).

tej definicji stąd „przez dywestyacje w gospodarstwie rolniczym należy rozumieć zamierzone i świadome ograniczanie produkcji rolniczej i/lub zaangażowania zasobów gospodarstwa domowego rolnika i jego rodziny w działalność produkcyjną prowadzącą do uwolnienia zasobów ziemi, pracy i kapitału (lub wybranych czynników produkcji), które mogą zostać poprzez rynek przeniesione do innych podmiotów i wykorzystane w innej działalności rolniczej lub pozarolniczej”¹².



Rysunek 2. Potencjał ekonomiczny rodziny rolniczej wycofującej się z produkcji rolnej

Źródło: opracowanie własne.

Dywestycje postrzegane są na ogół jako przejaw regresu, porażki lub upadku przedsiębiorstwa, podczas gdy bardzo często stanowią niezbędny warunek, aby je uratować lub przynajmniej odzyskać część zaangażowanych zasobów (kapitałów). Procesy dywestycyjne można podzielić na dywestycje paliatywne i antycypacyjne (wyprzedzające). Dywestycje paliatywne towarzyszą wycofywaniu się podmiotu gospodarczego z prowadzonej działalności w obliczu pogłębiających się w nim problemów produkcyjnych, ekonomicznych i finansowych. Dywestycje antycypacyjne znajdują natomiast zastosowanie w restrukturyzacji podmiotów stanowiąc wstępny etap realokacji zasobów, wówczas gdy poprzedzają lub występują równolegle z inwestycjami. Bardzo często środki finansowe uzyskane w wyniku dywestyacji polegającej na sprzedaży części aktywów służą finansowaniu inwestycji. Mamy do czynienia z tzw. paradoksem dywestycji: „dzięki wycofaniu się (rezygnacji) uzdrawia

¹² T. Wojewodziec, *Dywestycje w gospodarstwach rolnych – istota, definicje, podział*, „Więś i Rolnictwo” 2010, nr 2 (147), s. 98–99.

się i oczyszcza część lub całe przedsiębiorstwo; uwalniając zaangażowany kapitał tworzy się warunki do dalszego rozwoju firmy¹³.

Wieloletnia obserwacja procesów ograniczania działalności rolniczej oraz upadku ekonomicznego gospodarstw rolniczych Małopolski i Pogórza pozwalają na podjęcie próby wyodrębnienia i oceny różnych dróg czy *quasi* modeli likwidacji podmiotów rolniczych. Prowadzone obserwacje, wywiady oraz badania terenowe wśród właścicieli relatywnie małych obszarowo gospodarstw tego regionu wyraźnie wskazują na istotne różnice w tym zakresie pomiędzy gospodarstwami z terenów wysoko zurbanizowanych, głównie zachodniej Małopolski i Śląska, a charakteryzującymi się trudniejszym dostępem do rynku pracy, głównie wschodnimi i północnowschodnimi częściami regionu. To właśnie dostępność pracy pozarolniczej determinuje głównie tempo i zakres procesów odchodzenia od działalności rolniczej. Alternatywa wyboru pozarolniczego zatrudnienia wpływa również negatywnie na skłonność rolników do inwestowania, a pozytywnie na skłonność do zmniejszenia zasobów posiadanej ziemi, a w efekcie do aktywizacji procesów likwidacji gospodarstwa.

Przeprowadzone badania wskazały, że do likwidacji gospodarstwa według modelu szybkiej dywestycji paliatywnej polegającej na sprzedaży, przejściu przez podmiot silniejszy, lub długookresowej dzierżawie, bardziej skłonni są rolnicy posiadający w danym czasie inne, stałe źródło utrzymania poza rolnictwem. Są to także na ogół osoby dysponujące gospodarstwami o niewielkim areale, wysokim stopniu dekapitalizacji majątku produkcyjnego. Typową ich cechą jest brak realnego następcy tj. osoby chcącej i potrafiącej kontynuować działalność rolniczą. Ten schemat zachowań ma miejsce również w innych przypadkach tj.:

- zmiana miejsca zamieszkania przez całą rodzinę,
- konieczność szybkiej spłaty zobowiązań,
- wyłączenie rolnika np. na potrzeby budowy infrastruktury publicznej,
- zapotrzebowanie na środki finansowe dla celów inwestycyjnych (inwestycje bytowe lub w zakresie pozarolniczej działalności gospodarczej),
- poważna choroba członków rodziny.

Jako dywestycji nie można traktować przekazania gospodarstwa następcy (spadkobiercy), gdyż sam ten fakt nie powoduje zmian w zasobach i funkcjonowaniu gospodarstwa. Może być co najwyżej warunkiem wstępnym do dokonania dywestycji przez nowego właściciela.

¹³ G. Osbert-Pociecha, *Dywestycje w przedsiębiorstwie*, „Prace Naukowe AE we Wrocławiu” 1998, nr 794, s. 15.

Model ewolucyjny likwidacji gospodarstwa rolniczego częściej występuje w przypadku właścicieli napotykaających trudności na rynku pracy pozarolniczej, próbujących godzić pracę w rolnictwie z pracą poza rolnictwem (w kraju lub za granicą). Dotyczy to także osób starszych nieposiadających realnego następcy. Należy jednak pamiętać, że ograniczenie produkcji i kapitału można uznać za dywestycje tylko wtedy, gdy są one wynikiem świadomych działań mających na celu uwolnienie zasobów. Ograniczenie potencjału produkcyjnego gospodarstwa będące następstwem patologii (np. alkoholizmu), niekorzystnych zjawisk przyrodniczych (np. powodzi, pomoru zwierząt), powtarzających się błędów w zarządzaniu (błędna agrotechnika, złe żywienie zwierząt, brak reprodukcji majątku) należy uznać za przejawy upadku ekonomicznego gospodarstwa a nie dywestycje.

W ewolucyjnym modelu likwidacji gospodarstwa rolnego występuje wiele faz pośrednich¹⁴. Są to m.in. zmniejszenie intensywności produkcji, zmniejszenie intensywności organizacji, wyłączenie z działalności części zasobów (dywestycje zasobowe – niepełne), zaniechanie działalności (dywestycje produkcyjne), sprzedaż zasobów (dywestycje zasobowe – pełne). Proces ten trwa zwykle wiele lat.

Planowe rozłożenie w czasie (spowolnienie) procesu likwidacji gospodarstwa rolniczego może przynieść wiele korzyści dla rolnika i jego rodziny. Do najwyższej cenionych przez rolników należą:

- możliwość korzystania z preferencyjnego systemu ubezpieczeń społecznych (KRUS),
- bezpłatne ubezpieczenie zdrowotne dla rolników posiadających małe gospodarstwo rolne (do 6 ha),
- ustawowe zwolnienie budynków gospodarczych z podatku od nieruchomości,
- pojawienie się atrakcyjniejszej możliwości sprzedaży części majątku produkcyjnego,
- zabezpieczenie swojego bytu ekonomicznego w sytuacji utraty dochodów pozarolniczych.

Wynikają one m.in. z korzystniejszego od innych działów gospodarki usytuowania rolnictwa w systemie ekonomicznym i prawnym. Stąd właściciele nawet drobnych gospodarstw, a często także tzw. „papierowi rolnicy” (właściciele ziemi rolniczej o powierzchni powyżej 1 ha nieprowadzący działalności rolniczej) korzystają z preferencji, które tworzone były w swym zamyśle dla producentów rolnych, a nie osób pozorujących działalność rolniczą.

¹⁴ T. Wojewodzik, *Zjawiska schyłkowe w gospodarstwach osób fizycznych i prawnych na obszarze Karpat Polskich*, w: *Sytuacja ekonomiczna gospodarstw z terenów górskich i pogórskich*, Seria Program Wieloletni 2005–2009, nr 185, IERiGŻ-PIB, Warszawa 2010, s. 60, 63, 66, 71.

Ewolucyjne odchodzenie od rolnictwa daje możliwość zużycia technicznych środków produkcji nieznajdujących nabywcy. Powolna likwidacja gospodarstwa pozwala na stopniowe osvajanie się z koniecznością odejścia od rolnictwa oraz ze zmianą modelu życia i pracy. Daje jednocześnie właścicielom ziemi poczucie bezpieczeństwa wynikające z przeświadczenia o możliwości powrotu do działalności rolniczej, w przypadku niepowodzenia w zakresie utrwalenia swojego zatrudnienia poza rolnictwem. W przypadku wydzierżawienia ziemi, były rolnik (właściciel) uzyskuje możliwość otrzymania czynszu dzierżawnego (w naturze lub pieniądzu), który może stanowić wzmocnienie finansowe budżetu gospodarstwa domowego. Będąc właścicielem ziemi i budynków (zagrody), może skorzystać z kilku instrumentów wsparcia w ramach pomocy skierowanej na wieś i rolnictwo tj. II filaru WPR (Wspólnej Polityki Rolnej UE). Może m.in. zbudować budynek gospodarczy w systemie wsparcia ze środków publicznych, zakupić ciągnik, podjąć działalność agroturystyczną lub inną działalność pozarolniczą związaną z potrzebami mieszkańców wsi, czy subregionu. Może także starać się o dopłaty obszarowe do posiadanej ziemi rolniczej.

W przypadku drugiego skrajnego modelu likwidacji gospodarstwa rolnego, czyli szybkiej dywestycji paliatywnej, czynnikiem istotnie wpływającym na efektywność jest faza cyklu życia w jakim znajduje się gospodarstwo, a stąd stan zasobów środków produkcji oraz lokalny popyt na uwalniane, zbędne już w gospodarstwie zasoby. Do zalet takiego radykalnego posunięcia, jakim jest wyprzedaz zasobów produkcyjnych, należy zaliczyć m.in.:

- możliwość pozyskania w krótkim czasie kapitału na potrzeby bytowe lub inwestycyjne,
- uwolnienie zasobów pracy i zwiększenie ich mobilności,
- możliwość szybkiej zmiany modelu życia rodziny,
- obrona (ochrona) przed utratą wartości majątku (dekapitalizacją),
- uwolnienie z produkcji rolnej budynków gospodarczych i zmiana ich przeznaczenia.

Porzucenie produkcji i szybka likwidacja gospodarstw, zwłaszcza prowadzącego produkcję zwierzęcą, daje możliwość szybkiego uporządkowania otoczenia budynku mieszkalnego i poprawę estetyki zagrody. Wprowadza jednocześnie gwałtowne zmiany w stylu życia rolnika i jego rodziny. Jednorazowe „przecięcie” więzi emocjonalnych z ziemią użytkowaną przez przodków i rozpoczęcie „nowego życia”, niesie także za sobą wiele niekorzystnych następstw w sferze ekonomicznej, społecznej i kulturowej. Powodują one, że ten model likwidacji gospodarstwa nie jest powszechny, stosowany jest na ogół w sytuacjach przełomowych dotyczących rodziny lub w szczególnych sytuacjach gospodarczych.

Wnioski

Procesy okresowego ograniczania produkcji czy likwidacji gospodarstw są naturalne w warunkach gospodarki rynkowej. Jednak nasilenie zjawiska trwałego odchodzenia gospodarstw rolniczych od działalności rolniczej należy uznać za istotny przejaw nowej sytuacji ekonomicznej gospodarstw i zmian strukturalnych w rolnictwie. W warunkach rozdrobnionego rolnictwa polskiego istotne jest, aby procesy ograniczania działalności rolniczej i likwidacji gospodarstw nie zostały zdominowane poprzez bezalternatywne i wymuszane upadki ekonomiczne, ale przyjmowały formę dywestycji – będących działaniami planowymi, celowymi i prowadzącymi do poprawy warunków życia mieszkańców wsi zarówno tych uwalniających zasoby ziemi, jak i tych, którym ta ziemia jest niezbędna do dalszego rozwoju. Przesłanką do dokonania dywestycji paliatywnych są na ogół gwałtowne zmiany w sytuacji rodzinnej właściciela ziemi (np. śmierć, pogorszenie stanu zdrowia), zmiany warunków gospodarowania (np. wyłączenie pod budowę autostrady, narastające trudności finansowe itp.). W przypadku gospodarstw, w których brak jest realnego następcy obserwowany jest najczęściej ewolucyjny model likwidacji gospodarstwa. Niesie on dla rolnika wiele istotnych korzyści wynikających z sektorowej polityki gospodarczej (polityki rolnej) i polityki socjalnej. Daje możliwość kontynuacji produkcji na potrzeby własne oraz czas na stopniową zmianę modelu życia. Może jednak doprowadzić do dekapitalizacji majątku produkcyjnego i zaniżenia jego wartości rynkowej (wzrost kosztów likwidacji).

Bibliografia

- Foster F., Kaplan S., *Twórcza destrukcja*, Wydawnictwo Galaktyka, Łódź 2003.
- Musiał W., *Dezagraryzacja polskiej wsi – problemy ekonomiczne, ekologiczne i społeczne*, „Wieś i Rolnictwo” 2007, nr 3(136).
- Musiał W., *Rozważania nad upadłością gospodarstw rodzinnych w Polsce*, „Wieś i Rolnictwo” 2009, nr 1(142).
- Osbert-Pociecha G., *Dywestycje w przedsiębiorstwie*, „Prace Naukowe AE we Wrocławiu” 1998, nr 794.
- Wojewodzik T., *Dywestycje w gospodarstwach rolnych – istota, definicje, podział*, „Wieś i Rolnictwo” 2010, nr 2 (147).

Wojewodzie T., *Zjawiska schyłkowe w gospodarstwach osób fizycznych i prawnych na obszarze Karpat Polskich*, w: *Sytuacja ekonomiczna gospodarstw z terenów górskich i pogórskich*, Seria Program Wieloletni 2005–2009, nr 185, IERiGŻ-PIB, Warszawa 2010.

Netografia

Raport z wyników. Powszechny spis rolny 2010, GUS, Warszawa 2011, www.stat.gov.pl (6.08.2011).

Zegar J., *Dezagrarnizacja wsi: istota i siły sprawcze*, Konferencja Festiwal Nauki z dnia 11.09.2008, <http://www.cbr.edu.pl/konf2008/referaty/Zegar.pdf> (15.03.2013).

Zwierzęta gospodarskie i wybrane elementy metod produkcji zwierzęcej. Powszechny spis rolny 2010, GUS, Warszawa 2011, www.stat.gov.pl (6.04.2012).

Likwidacja spółki osobowej – wybrane problemy podatkowe²

Rozwiązanie spółki osobowej najczęściej polega na ustaniu stosunku spółki (wygaśnięciu *affectio societatis*) wobec zniknięcia wspólnego celu gospodarczego oraz woli współdziałania wspólników w kierunku osiągnięcia tego celu³. Przyczyną rozwiązania spółki mogą być także szeroko rozumiane procesy restrukturyzacyjne prowadzące do zmiany formy prawnej prowadzonej działalności⁴.

Likwidacja spółki osobowej oznacza pewien proces obejmujący wiele czynności prawnych i faktycznych zmierzających do zakończenia jej działalności. Pojęcie „likwidacja” w szerokim znaczeniu oznacza wszelkie czynności, które występują w spółce po zajściu zdarzeń będących podstawą rozwiązania spółki (uchwała wspólników o rozwiązaniu, spółki, orzeczenie sądu, zajście przyczyn określonych w umowie) a jej wykreśleniem z rejestru, skutkującym utratą bytu prawnego⁵. W przypadku spółek osobowych, z wyjątkiem spółki komandytowo-akcyjnej, w sytuacji zaistnienia zdarzeń skutkujących rozwiązaniem spółki wskazanych w art. 58 pkt 1–2 ksh⁶ (w zw. z art. 89 i 103 ksh), etapem poprzedzającym wykreślenie spółki z rejestru będzie przeprowadzenie postępowania likwidacyjnego lub zakończenie działalności spółki w inny sposób uzgodniony przez wspólników⁷. W spółkach kapitałowych i spółce komandytowo-akcyjnej przeprowadzenie postępowania likwidacyjnego

¹ Dr Agnieszka Sobiech, Studium Prawa, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu.

² Opracowanie powstało w ramach realizacji projektu pt. „Opodatkowanie spółek osobowych” sfinansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2011/01/D/HS5/02294.

³ A. Szumański w: *Prawo spółek osobowych*, red. A. Szajkowski, *System prawa prywatnego*, t. 16, C.H. Beck, Warszawa 2008, s. 962.

⁴ R.A. Nawrot, *Restrukturyzacja przedsiębiorstw. Aspekty podatkowe*, Difin, Warszawa 2011, s. 17.

⁵ A. Witosz, *Rozwiązanie i likwidacja spółki kapitałowej*, LexisNexis, Warszawa 2011, s. 112–113.

⁶ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (DzU nr 94, poz. 1037 z późn. zm.).

⁷ M. Trzebiatowski, *Inny niż likwidacja sposób zakończenia działalności spółki osobowej – co, jak i kiedy*, „Prawo Spółek” 2011, nr 3, s. 6–15.

jest obligatoryjne. Celem likwidacji jest zaspokojenie lub zabezpieczenie interesów wierzycieli i podział pozostałej części majątku między wspólników.

Likwidacja spółki handlowej jest zdarzeniem, które będzie miało swoje skutki również w sferze prawa podatkowego. Konsekwencje podatkowe likwidacji będą dotyczyć przede wszystkim zasad opodatkowania majątku przekazanego wspólnikom i „sukcesji” zobowiązań podatkowych spółki. W opracowaniu przedstawione zostaną ogólne zasady opodatkowania związane z przekazaniem wspólnikom składników majątku likwidowanej spółki osobowej, problem opodatkowania majątku pochodzącego z likwidacji spółki komandytowo-akcyjnej wspólnikowi będącemu akcjonariuszem a także zasady amortyzacji środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych uzyskanych przez wspólnika spółki osobowej w związku z likwidacją. Wspólnikiem spółki osobowej może być osoba fizyczna lub prawna. Skutki podatkowe związane z likwidacją spółki osobowej należy ustalić odpowiednio na podstawie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych⁸ (dalej u.p.d.o.f.) oraz ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych⁹ (dalej u.p.d.o.p.).

Ustawy podatkowe nie wprowadzają pojęcia likwidacji. Należy przypisać jej treść określoną na gruncie kodeksu spółek handlowych. Na uwagę zasługuje fakt, że zakończenie działalności i bytu spółki osobowej może nastąpić w inny sposób niż przez likwidację (art. 67 § 1 ksh w zw. z art. 89 i 103 ksh). Uzgodnienie innego sposobu działalności spółki może być przewidziane w umowie spółki lub decyzja w tym zakresie może zostać podjęta uchwałą wspólników. W przypadku gdy wspólnicy spółki jawnej, komandytowej czy partnerskiej postanowią o „innym sposobie zakończenia działalności spółki” na mocy art. 67 § 1 ksh należałoby ustalić konsekwencje podatkowe odpowiadające likwidacji, chyba że ustawy podatkowe wiążą odmienne skutki prawne z poszczególnymi sposobami zakończenia działalności. „Innym sposobem zakończenia działalności” jest np. przejęcie przedsiębiorstwa spółki przez jednego lub kilku wspólników z obowiązkiem spłaty pozostałych, zbycie przedsiębiorstwa spółki osobie trzeciej, czy wniesienie przedsiębiorstwa jako aportu do innej spółki¹⁰.

Przejęcie przez wspólnika majątku likwidowanej spółki w wielu przypadkach będzie czynnością neutralną podatkowo. W myśl zasady wyrażonej w art. 8 ust. 1 u.p.d.o.f. – przychody z udziału w spółce niebędącej osobą prawną, ze wspólnej włą-

⁸ Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (tekst jedn. DzU 2012, poz. 361 z późn. zm).

⁹ Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (DzU 2011, nr 74, poz. 397 z późn. zm.).

¹⁰ *Meritum Prawo Spółek*, red. A. Kidyba, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2013, s. 613; G. Kozieł, *Zakończenie działalności spółki handlowej w sposób uzgodniony przez wspólników*, „Prawo Spółek” 2011, nr 7–8, s. 14.

sności, wspólnego przedsięwzięcia, wspólnego posiadania lub wspólnego użytkowania rzeczy lub praw majątkowych u każdego podatnika określa się proporcjonalnie do jego prawa w udziale w zysku (udziału) oraz, z zastrzeżeniem ust. 1a, łączy się z pozostałymi przychodami ze źródeł, których dochód podlega opodatkowaniu według skali podatkowej. W przypadku braku przeciwnego dowodu przyjmuje się, że prawa do udziału w zysku (udziału) są równe. Zgodnie z treścią art. 8 ust. 1 u.p.d.o.f. dochody z udziału w spółce osobowej opodatkowuje się osobno u każdej osoby w odpowiednim stosunku do jej udziałów. Udział wspólnika w zysku odpowiada wartości majątku wspólnego po odliczeniu wartości wkładów wszystkich wspólników, przy uwzględnieniu proporcji, w jakiej wspólnik uczestniczył w zyskach spółki. Przepis art. 14 ust. 1 u.p.d.o.f. stanowi, że za przychód z działalności gospodarczej uważa się kwoty należne, choćby nie zostały faktycznie otrzymane, po wyłączeniu wartości zwróconych towarów, udzielonych bonifikat i skont. U podatników dokonujących sprzedaży towarów i usług opodatkowanych podatkiem od towarów i usług za przychód z tej sprzedaży uważa się przychód pomniejszony o należny podatek od towarów i usług. Co do zasady należą do nich wszystkie przychody osiągnięte w związku z prowadzoną działalnością gospodarczą, z wyjątkiem przychodów wymienionych w art. 14 ust. 3 u.p.d.o.f.

Od 1 stycznia 2011 r. w wyniku nowelizacji ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych¹¹ obowiązują przepisy kompleksowo regulujące zagadnienia związane z opodatkowaniem wspólników spółek osobowych. Intencją ustawodawcy było wprowadzenie szczegółowej regulacji obejmującej skutki podatkowe wszelkich aspektów związanych z funkcjonowaniem spółki osobowej, w tym ich zakładania, likwidacji lub wystąpienia wspólnika ze spółki. Zgodnie z uzasadnieniem rządowym, likwidacja spółki osobowej winna być neutralna w podatku dochodowym dla jej wspólników, bowiem w ramach wypłaty likwidacyjnej otrzymują oni albo wniesiony do spółki wkład, albo niewypłacone zyski z działalności operacyjnej, które w związku z konstrukcją opodatkowania tych zysków zostały już opodatkowane w przeszłości. W stanie prawnym obowiązującym do 31 grudnia 2010 r. brakowało przepisów wprost określających skutki likwidacji spółki osobowej¹². W orzecznictwie stawiano tezę, że otrzymane w takiej sytuacji środki nie stanowią dla wspólnika przychodu, gdyż zostały już one na podstawie art. 8 u.p.d.o.f. opo-

¹¹ Wprowadzone ustawą z dnia 25 listopada 2010 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz ustawy o zryczałtowanym podatku dochodowym od niektórych przychodów osiąganych przez osoby fizyczne (DzU 2010, nr 226, poz. 1478).

¹² *Spółka osobowa prawa handlowego. Aspekty prawno-podatkowe, optymalizacja podatkowa*, red. M. Jamróży, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012, s. 210.

datkowane u wspólników¹³. W związku z powyższym, ustawodawca zdecydował się na konkretne regulacje dotyczące owych kwestii¹⁴. Z dniem 1 stycznia 2011 r. wprowadzono zmiany polegające na wskazaniu, że przychód po stronie wspólnika likwidowanej spółki osobowej powstaje w przypadku zbycia otrzymanych składników majątkowych. Zrezygnowano z 10% zryczałtowanego podatku dochodowego od dochodu z remanentu likwidacyjnego. Zgodnie z nowym brzmieniem art. 24 ust. 3a u.p.d.o.f. co do likwidacji spółki osobowej, obowiązkiem podatnika bezpośrednio związanym z likwidacją działalności gospodarczej jest sporządzenie wykazu składników majątku na dzień likwidacji. Obowiązek sporządzenia wspomnianego wykazu ma na celu umożliwienie organom podatkowym późniejszą weryfikację, czy doszło do zbycia składników majątku otrzymanych z tytułu likwidacji działalności gospodarczej, likwidacji spółki osobowej, czy też wystąpienia wspólnika z takiej spółki oraz weryfikację dopełnienia przez podatników konkretnych obowiązków z tym związanych. Wykaz ten należy sporządzić niezależnie od tego, czy po likwidacji spółki albo wystąpieniu wspólnika prowadzona jest nadal działalność gospodarcza w takiej samej formie lub innej. Wykaz powinien zawierać co najmniej następujące dane: liczbę porządkową, określenie (nazwę) składnika majątku, datę nabycia składnika majątku, kwotę wydatków poniesionych na nabycie składnika majątku oraz kwotę wydatków poniesionych na nabycie składnika majątku zaliczoną do kosztów uzyskania przychodów, wartość początkową, metodę amortyzacji, sumę odpisów amortyzacyjnych oraz wysokość wypłaconych środków pieniężnych należnych wspólnikom z tytułu udziału w spółce niebędącej osobą prawną na dzień wystąpienia lub likwidacji. Treść art. 86 u.o.p.¹⁵ wskazuje, że podmiot dokonujący likwidacji powinien zawiadomić pisemnie właściwy organ podatkowy, nie później niż w ostatnim dniu istnienia spółki, o miejscu przechowywania ksiąg podatkowych oraz dokumentów związanych z ich prowadzeniem.

Do określenia skutków podatkowych związanych z otrzymaniem składników majątku w związku z likwidacją spółki osobowej, stosuje się art. 14 ust. 2 pkt 17 lit. b) i art. 14 ust. 3 pkt 12 lit. b) u.p.d.o.f. Zgodnie z tymi przepisami do przychodów z działalności gospodarczej nie zalicza się przychodów z odpłatnego zbycia składników majątku otrzymanych w związku z likwidacją spółki niebędącej osobą prawną, jeżeli od pierwszego dnia miesiąca następującego po miesiącu, w którym

¹³ Wyrok NSA z dnia 25 listopada 2010 r., sygn. II FSK 1369/09, wyrok NSA z dnia 22 lipca 2010 r., sygn. II FSK 543/09.

¹⁴ M. Chudzik, *Podatek od towarów i usług. Komentarz do niektórych zmian wprowadzonych ustawą z dnia 29 października 2010 r. o zmianie ustawy o podatku od towarów i usług oraz ustawą z dnia 18 marca 2011 r. o zmianie ustawy o podatku od towarów i usług oraz ustawy – Prawo o miarach*, LEX/el. 2011.

¹⁵ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Ordynacja podatkowa (DzU 1997, nr 137, poz. 926).

nastąpiła likwidacja lub wystąpienie wspólnika, do dnia ich odpłatnego zbycia upłynęło sześć lat i odpłatne zbycie nie następuje w wykonaniu działalności gospodarczej. Jeżeli natomiast odpłatne zbycie składników następuje przed upływem wspomnianych 6 lat, to dochodem z odpłatnego zbycia składników jest różnica między przychodem z odpłatnego zbycia a wydatkami na nabycie lub wytworzenie zbywanych składników, niezaliczonych do kosztów uzyskania przychodów. Zatem, również w związku z otrzymaniem składników majątku spółki osobowej w postaci np. udziałów w spółce kapitałowej (z uwagi na jej likwidację), na moment likwidacji nie powstaje przychód podatkowy – ewentualny przychód może powstać w momencie odpłatnego zbycia tych udziałów¹⁶.

W omówionych przypadkach za koszty uzyskania przychodu należy uznać wydatki na nabycie albo wytworzenie przedmiotu wkładu przez spółkę lub przez wspólnika, które nie zostały wcześniej zaliczone do kosztów uzyskania przychodu w jakiegokolwiek formie¹⁷. Zaliczenie wydatków poniesionych na nabycie lub wytworzenie składników majątku do kosztów uzyskania przychodów może odbywać się na dwa sposoby: bezpośrednio (poprzez uwzględnienie ich jako kosztów uzyskania przychodów) oraz pośrednio (poprzez uwzględnienie odpisów amortyzacyjnych jako kosztów uzyskania przychodów). „W przypadku gdy zbywanym składnikiem majątku jest środek trwały nabyty przez osobę prowadzącą jednoosobową działalność gospodarczą, od którego osoba taka dokonywała odpisów amortyzacyjnych, zaliczanych przez nią do kosztów uzyskania przychodów, wydatki na jego wytworzenie należy więc pomniejszyć o wartość tych odpisów amortyzacyjnych”¹⁸.

W art. 24 ust. 3b u.p.d.o.f. określono sposób ustalania dochodu ze zbycia składników majątku na dzień likwidacji działalności gospodarczej. Przepis ten stanowi, że dochodem jest różnica między przychodem z odpłatnego zbycia a wydatkami na nabycie zbywanych składników, niezaliczonych do kosztów uzyskania przychodów w jakiegokolwiek formie. W praktyce wskazuje się, że „w odróżnieniu od ustalenia na podstawie ust. 3d komentowanego przepisu dochodu z tytułu zbycia składników majątku otrzymanych przez wspólnika spółki niebędącej osobą prawną z tytułu wystąpienia z takiej spółki lub z tytułu jej likwidacji, w przypadku ustalania dochodu z odpłatnego zbycia składników majątku pozostałych na dzień likwidacji jednoosobowej działalności gospodarczej przychód z tego tytułu nie ulega

¹⁶ Interpretacja indywidualna Dyrektora Izby Skarbowej w Katowicach z dnia 13 lipca 2011 r., sygn. IBPBI/1/415-400/11/AB.

¹⁷ J. Marciniuk, *Podatek dochodowy od osób fizycznych. Komentarz*, C.H. Beck, Warszawa 2012, s. 155.

¹⁸ A. Bartosiewicz, *Jak opodatkować sprzedaż majątku po likwidacji firmy*, „Rzeczpospolita”, 3.01.2011, dodatek „Podatki i Rachunkowość”, s. 3.

pomniejszeniu o wydatki na wytworzenie takich składników¹⁹. Osoba fizyczna będąca współnikiem spółki osobowej nie osiąga przychodu z tytułu otrzymania składników majątkowych tej spółki w toku likwidacji²⁰.

Należy podkreślić, że obowiązek podatkowy nie powstanie także wówczas, gdy dojdzie do nieodpłatnego zbycia składników majątku otrzymanych w związku z likwidacją spółki osobowej. Jeśli podatnik dokona np. ich darowizny, wówczas podatku dochodowego nie zapłaci. „Odwołanie się w art. 14 ust. 7 u.p.d.o.f. do odpowiedniego stosowania w takim przypadku regulacji art. 19 ustawy wskazuje, że przychód ten powstanie wyłącznie na skutek odpłatnego zbycia, gdyż przepis ten ma zastosowanie wyłącznie do zbycia odpłatnego²¹. Wolne od podatku dochodowego w tym przypadku są przychody z tytułu przeniesienia własności składników majątku będących przedmiotem wkładu niepieniężnego (aportu) wnoszonych do spółki niebędącej osobą prawną, w tym wnoszonych do takiej spółki składników majątku otrzymanych przez podatnika w następstwie likwidacji spółki niebędącej osobą prawną bądź wystąpienia z takiej spółki. Sytuacja taka ma miejsce, gdy środki niepieniężne otrzymane w wyniku likwidacji spółki cywilnej dwaj wspólnicy zamierzają wnieść w formie aportu do prowadzonej przez nich innej spółki cywilnej. Tym samym nie dojdzie do odpłatnego zbycia tych środków. W tym przypadku nie nastąpi bowiem przeniesienie prawa własności²².

Na podstawie art. 14 ust. 3 pkt 10 u.p.d.o.f., do przychodów nie zalicza się środków pieniężnych otrzymanych przez współnika spółki niebędącej osobą prawną z tytułu likwidacji takiej spółki. Rozwiązanie przyjęte przez ustawodawcę w omawianym przepisie służy wyeliminowaniu podwójnego opodatkowania zysków osiągniętych przez spółkę niebędącą osobą prawną – środki pieniężne wypłacone wspólnikom z tytułu likwidacji spółki osobowej, jako uzyskane przez spółkę w okresie jej funkcjonowania, były bowiem uwzględniane na potrzeby rozliczeń podatkowych jej wspólników będących podatnikami podatków dochodowych²³. Zasada jednokrotności opodatkowania spółek osobowych w podatku dochodowym od osób fizycznych i traktowania dochodów spółek bezpośrednio jako dochodów wspólników (w proporcji odpowiadającej posiadanym udziałom), powoduje brak

¹⁹ M. Chudzik, *Podatek od towarów i usług. Komentarz do niektórych zmian wprowadzonych ustawą z dnia 29 października 2010 r. o zmianie ustawy o podatku od towarów i usług oraz ustawą z dnia 18 marca 2011 r. o zmianie ustawy o podatku od towarów i usług oraz ustawy – Prawo o miarach*, LEX/el. 2011.

²⁰ Interpretacja podatkowa Dyrektora Izby Skarbowej w Warszawie z 5 stycznia 2012 r. IPPB1/415-967/11-2/EC.

²¹ Ibidem.

²² Interpretacja indywidualna Dyrektora Izby Skarbowej w Katowicach z dnia 27 czerwca 2011 r., sygn. IBPBI/1/415-328/11/AB.

²³ Interpretacja indywidualna Dyrektora Izby Skarbowej w Bydgoszczy z dnia 4 lipca 2011 r., sygn. ITPB3/415-6b/11/MT.

obowiązku podatkowego podczas wnoszenia wkładów do spółek osobowych. Skutkuje także brakiem powstania obowiązku podatkowego w trakcie wycofywania wkładów i podziału zysków, na skutek likwidacji całej spółki²⁴. „Zasada ta, co prawda nie jest w sposób wyraźny wyrażona w żadnym z przepisów ustawy, niemniej jednak zestawienie istniejących uregulowań, dotyczących sposobu konstruowania podstawy opodatkowania podatkiem dochodowym uzasadnia przyjęcie takiego założenia”²⁵.

Pewne wątpliwości interpretacyjne może budzić fakt, że w treści przepisów ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych nie wskazano *expressis verbis*, iż otrzymane w toku likwidacji składniki majątkowe nie stanowią przychodu dla wspólnika takiej spółki. Przepisy w sposób jasny określają jedynie sytuację dotyczącą wypłaty środków pieniężnych. W odniesieniu do innych składników majątkowych przepisy wskazują, że nie jest przychodem podatnika wynagrodzenie otrzymane z tytułu zbycia składników majątkowych otrzymanych w toku likwidacji spółki osobowej. Ponadto przepisy dotyczące opodatkowania wspólników z tytułu likwidacji spółki osobowej zostały zawarte wyłącznie w przepisach regulujących opodatkowanie z działalności gospodarczej. Taka konstrukcja przepisów może powodować wątpliwość podatników co do kwalifikacji skutków podatkowych, związanych z otrzymaniem w toku likwidacji innych wartości niż środki pieniężne. W przypadku gdy wspólnikiem likwidowanej spółki osobowej jest osoba prawna, nie stanowią jej przychodu środki pieniężne otrzymane w związku z likwidacją spółki osobowej (art. 12 ust. 4 pkt 3a u.p.d.o.p.). Również wartość innych składników majątku uzyskanych z tytułu likwidacji spółki osobowej nie zalicza się do przychodów wspólnika będącego osobą prawną (art. 12 ust. 4 pkt 3b). Jest jednak przychodem, w przypadku zbycia tych składników, wartość wyrażona w cenie. Podobnie zatem, jak ma to miejsce w przypadku osób fizycznych, uzyskanie składników majątku likwidowanej spółki osobowej nie spowoduje konieczności rozpoznania przychodu, o ile były wspólnik (osoba prawna) nie dokona zbycia tych składników. Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych nie przewiduje ograniczenia w czasie tego wyłączenia, tak jak ma to miejsce w ustawie o podatku dochodowym od osób fizycznych.

Poważne problemy z kwalifikacją skutków prawnych związanych z przekazaniem majątku likwidowanej spółki wspólnikowi występują w odniesieniu do akcjonariusza spółki komandytowo-akcyjnej. Jak już ustalono, środki pieniężne

²⁴ Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Gdańsku z dnia 19 lutego 2009 r., sygn. I SA/Gd 785/08.

²⁵ Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Krakowie z dnia 14 września 2011 r., sygn. I SA/Kr 840/11.

oraz aktywa otrzymane przez wspólnika spółki niebędącej osobą prawną z tytułu likwidacji takiej spółki są co do zasady wolne od podatku dochodowego²⁶. Akcjonariusz spółki komandytowo-akcyjnej jest wspólnikiem spółki osobowej, jednakże jego nietypowa pozycja (zblizona do akcjonariusza spółki akcyjnej) powoduje, że nie podlega opodatkowaniu podatkiem dochodowym, tak jak pozostali wspólnicy spółek osobowych, czyli w chwili osiągnięcia przychodów przez spółkę osobową. Akcjonariusz zgodnie z poglądem zaprezentowanym w uchwale Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 16 stycznia 2012 r. „nie ma obowiązku wpłacania comiesięcznych zaliczek na podatek dochodowy. Przychód akcjonariusza spółki komandytowo-akcyjnej podlega bowiem opodatkowaniu w dniu otrzymania dywidendy wypłaconej akcjonariuszom na podstawie uchwały walnego zgromadzenia o podziale zysku”²⁷.

Organy podatkowe wskazują, że przy ustalaniu skutków podatkowych ograniczenie się wyłącznie do wykładni językowej nie jest wystarczające. W interpretacjach indywidualnych prawa podatkowego wyrażany jest pogląd, że wprowadzone zasady opodatkowania majątku przekazanego wspólnikom w wyniku likwidacji spółki osobowej mają na celu sprecyzowanie sposobu opodatkowania wspólników w przypadku zakończenia działalności spółki niebędącej osobą prawną. Rozwiązanie przyjęte przez ustawodawcę w omawianym przepisie służy wyeliminowaniu podwójnego opodatkowania zysków osiągniętych przez spółkę niebędącą osobą prawną – środki pieniężne wypłacane wspólnikom z tytułu likwidacji spółki osobowej, jako uzyskane przez spółkę w okresie jej funkcjonowania, były bowiem uwzględniane na potrzeby rozliczeń podatkowych jej wspólników będących podatnikami podatków dochodowych. Podstawowym celem norm wynikających z przepisu art. 14 ust. 3 pkt 10 ustawy jest uniknięcie podwójnego opodatkowania środków pieniężnych otrzymywanych przez wspólnika spółki osobowej w związku z jej likwidacją, będących skutkiem operacji gospodarczych w wyniku, których wspólnik wykazał już – stosownie do treści art. 8 ustawy – przychody i koszty uzyskania tych przychodów, niezależnie od faktu dokonania wypłaty na rzecz tego wspólnika osiągniętej przez spółkę osobową nadwyżki uzyskanych przychodów nad poniesionymi kosztami. W uchwale z dnia 16 stycznia 2012 r. NSA wskazał odmienne zasady opodatkowania niebędącego komplementariuszem akcjonariusza spółki komandytowo-akcyjnej. Takie podejście oznacza, że w następstwie zmian w zasadach opodatkowania niebędących komplementariuszami akcjonariuszy SKA

²⁶ Interpretacja indywidualna. Dyrektora Izby Skarbowej w Warszawie z dnia 8 stycznia 2013 r., sygn. IPPB1/415-1511/12-2/EC.

²⁷ Uchwała NSA, sygn. II FPS 1/11. Stanowisko NSA potwierdzone zostało również w interpretacji ogólnej Ministra Finansów z dnia 11 maja 2012, sygn. DD5/033/1/12/KSM/DD-125.

powstała niespójność w przepisach o podatku dochodowym od osób fizycznych, prowadząca do możliwości nieopodatkowania (ani w momencie powstania dochodu w SKA, ani w momencie otrzymania środków z likwidacji SKA) dochodów akcjonariusza SKA w przypadku zatrzymania zysku w spółce i jego dystrybucji na rzecz akcjonariusza dopiero w momencie likwidacji takiej spółki²⁸. Wobec takiego podejścia organy podatkowe wyrażają stanowisko, że interpretacja art. 14 ust. 3 pkt 10 u.p.d.o.f. powinna być dokonywana z uwzględnieniem wykładni celowościowej tych przepisów, tj. ich *ratio legis*. Taki pogląd prowadzi do wniosku, że wyłączenie środków pieniężnych z kategorii przychodów podatkowych akcjonariusza spółki komandytowo-akcyjnej sprzeciwiałoby się bowiem zasadniczemu celowi przepisów ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych dotyczących opodatkowania przekazania majątku z likwidacji spółki osobowej, a także ogólnej zasadzie opodatkowania wszelkich dochodów uzyskanych przez osoby fizyczne, wynikającej z art. 9 ust. 1 u.p.d.o.f.²⁹ Istnieje w związku z tym ryzyko, że pomimo wyłączenia z kategorii przychodów wartości majątku uzyskanego w toku likwidacji spółki osobowej organy podatkowe uznają, iż wyłączenie to nie obejmuje akcjonariuszy spółek komandytowo-akcyjnych. Trudno nie dostrzec pewnej logiki w rozumowaniu prezentowanym przez organy podatkowe, jednak w takim przypadku należałoby dokonać zmiany obowiązujących przepisów, gdyż wykładnia celowościowa prawa podatkowego w sposób niekorzystny dla podatnika powinna budzić wątpliwości³⁰. Podatnicy nie muszą znać celu wprowadzania konkretnych regulacji, a tym bardziej nie powinni odpowiadać za to, że twórcy ustawy nie rozważyli jej skutków w odniesieniu do akcjonariuszy spółek komandytowo-akcyjnych.

W wyniku otrzymania przez osobę fizyczną zgodnie z art. 22g pkt 14c u.p.d.o.f., w związku z likwidacją spółki niebędącej osobą prawną lub wystąpieniem wspólnika z takiej spółki, środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych ustala się wysokość wartości początkowej tych aktywów, określoną w ewidencji (wykazie) podmiotu, który uległ likwidacji, a zatem kontynuowana jest wycena oraz metoda amortyzacji. Odpowiednie reguły obowiązują również wspólników likwidowanej spółki osobowej będących osobami prawnymi na mocy art. 16h ust. 3 c u.p.d.o.p. Inne zasady zostały przyjęte w odniesieniu do spółek kapitałowych. W przypadku likwidacji spółki kapitałowej, jeśli wspólnikiem otrzymującym majątek likwidowanej spółki jest osoba fizyczna, obowiązuje zasada kontynuacji amortyzacji (art. 22g ust. 14b u.p.d.o.f.), natomiast nie ma przepisów regulujących zasady amortyzacji

²⁸ Interpretacja indywidualna Dyrektora Izby Skarbowej w Warszawie z dnia 1 marca 2013 r., sygn. IPPB1/415-1593/12-2/MT.

²⁹ Ibidem.

³⁰ B. Brzeziński, *Wykładnia prawa podatkowego*, ODDK, Gdańsk 2013, s. 114–129.

w sytuacji przekazania środków trwałych lub wartości niematerialnych i prawnych wspólnikowi będącemu osobą prawną. Można więc uznać, że obecnie nie obowiązuje w przypadku przekazania składników majątku likwidowanej spółki kapitałowej innej spółce kapitałowej obowiązek kontynuacji amortyzacji. Taki stan prawny obowiązywał w odniesieniu do spółek osobowych do 1 stycznia 2011 r. Na gruncie obowiązującej wówczas regulacji, której treść jest zbliżona do obecnie obowiązujących przepisów ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, NSA w wyroku z dnia 31 lipca 2012 r. uznał, iż „likwidacji spółki (...) nie można utożsamiać ze zmianą jej formy prawnej”³¹. W uzasadnieniu orzeczenia wskazano, że likwidacji nie można uznać za przekształcenie ani połączenie podmiotów. W rezultacie nie znajdują zastosowania zasady amortyzacji wskazane w art. 16g ust. 9 u.p.d.o.p. W związku z tym, podatnik otrzymujący aktywa w wyniku likwidacji spółki będącej osobą prawną może ujawnić je w swojej ewidencji, według wartości rynkowej. Jeśli aktywa te od momentu nabycia przez likwidowaną spółkę znacznie zwiększyły swoją wartość, ich amortyzacja po likwidacji może przyczynić się do powstania istotnie większych kosztów uzyskania przychodu. Może być wykorzystana jako metoda optymalizacji podatkowej. Tak odmienne traktowanie wspólników spółek kapitałowych, uzależnione od statusu prawnego, budzić może zastrzeżenia wobec zasad równego traktowania podatników znajdujących się w takiej samej sytuacji faktycznej. W sytuacji gdy wspólnikiem jest osoba fizyczna konieczne będzie kontynuowanie amortyzacji, tzn. składniki majątku będą ujęte w takiej samej wartości, jaką posiadały w ewidencji likwidowanej spółki, dokonane dotychczas odpisy powinny być uwzględnione a metoda amortyzacji kontynuowana. Wspólnik spółki kapitałowej będący osobą prawną, czyli w praktyce inną spółką kapitałową, może przeszacować wartość otrzymanych w wyniku likwidacji aktywów.

Rozwiązanie i likwidacja spółki osobowej prowadzą do wykreślenia spółki z rejestru i utraty jej bytu prawnego. Kodeks spółek handlowych nie przewiduje wprost następstwa prawnego wspólników wskutek rozwiązania spółki. Odpowiedzialność byłych wspólników za zobowiązania spółki wobec jej wierzycieli wywodzi się z art. 83 ksh (w zw. z art. 89 i 103 ksh), zgodnie z którym jeżeli majątek spółki nie wystarcza na spłatę udziałów i długów, niedobór dzieli się między wspólników stosownie do postanowień umowy, a w ich braku – w stosunku w jakim uczestniczą w stracie. Nie będzie to odpowiedzialność solidarna za cały niedobór³². W przypadku likwidacji spółki komandytowo-akcyjnej odpowiednio stosuje się przepisy dotyczące likwidacji spółki akcyjnej, które nie przewidują następstwa prawnego wspólników

³¹ Sygn. II FSK 2607/10.

³² G. Koziół, *Zakończenie działalności spółki handlowej...*, op.cit.

lub akcjonariuszy w tych spółkach, ani też odpowiedzialności za niedobór powstały w majątku spółki po zaspokojeniu lub zabezpieczeniu wierzycieli.

Wspólnicy spółek osobowych nie są również następcami prawnymi tych spółek na gruncie prawa podatkowego. Nie wstępują więc w prawa i obowiązki likwidowanej spółki. Ustanie bytu prawnego spółki nie zwalnia ich jednak z odpowiedzialności za zobowiązania podatkowe tych spółek. Na podstawie art. 115 § 2 u.o.p., były wspólnik odpowiada za zaległości podatkowe powstałe w czasie, gdy był on wspólnikiem. Odpowiedzialność ta będzie obejmowała zarówno byłych wspólników istniejących spółek (których członkostwo w spółce ustało np. wskutek zbycia ogółu praw i obowiązków, czy wystąpienia ze spółki), jak i wspólników zlikwidowanych spółek. Odpowiedzialnością będą objęci wspólnicy spółki cywilnej, jawnej, partnerskiej oraz komplementariusze spółki komandytowej i komandytowo-akcyjnej. Aby pociągnąć wspólnika do odpowiedzialności podatkowej za zobowiązania spółki muszą zostać spełnione następujące warunki: organ podatkowy musi wykazać istnienie zaległości podatkowych spółki; organ musi ustalić krąg podmiotów odpowiedzialnych tj. byłych wspólników spółki osobowej; należy wydać i doręczyć decyzje o odpowiedzialności podatkowej osób trzecich; można wszcząć egzekucję na podstawie decyzji wówczas, gdy egzekucja z majątku podatnika okazała się w całości lub w części bezskuteczna (art. 108 § 4 u.o.p.)³³.

Wnioski

W wyniku zmian w ustawie o podatku dochodowym od osób fizycznych obowiązujących od 1 stycznia 2011 r. otrzymanie przez podatnika środków pieniężnych w związku z likwidacją spółki osobowej lub innych składników majątku nie stanowi zasadniczo przychodu podatkowego wspólnika. Czynności te będą neutralne podatkowo. Wobec braku rozwiązań szczególnych, dotyczących opodatkowania akcjonariusza spółki komandytowo-akcyjnej na gruncie obowiązującego stanu prawnego, pojawiają się wątpliwości dotyczące możliwości uznania za źródło przychodu podatkowego z tytułu działalności gospodarczej majątku otrzymanego w związku z likwidacją spółki komandytowo-akcyjnej. Należy jednak zauważyć, że pomimo wyraźnego wyłączenia przychodów uzyskanych z tytułu likwidacji spółek osobowych (w tym spółki komandytowo-akcyjnej) ze źródła opodatkowania, część organów podatkowych prezentuje stanowisko, że zastosowanie tego

³³ A. Sobiech, *Odpowiedzialność wspólników spółek osobowych za zobowiązania podatkowe*, w: *Zastosowanie instytucji prawa prywatnego w prawie podatkowym*, red. B. Gnella, Difin, Warszawa 2012.

wylączenia jest sprzeczne z założeniami ustawodawcy. Należy postulować *de lege ferenda* zmianę, określającą w sposób jednoznaczny zasady opodatkowania zysków osiągniętych przez akcjonariusza spółki komandytowo-akcyjnej oraz przychodów uzyskiwanych w wyniku likwidacji spółki, w celu zapewnienia zasady pewności opodatkowania.

Bibliografia

- Bartosiewicz A., *Jak opodatkować sprzedaż majątku po likwidacji firmy*, „Rzeczpospolita”, 3.01.2011, dodatek „Podatki i Rachunkowość”.
- Brzeziński B., *Wykładnia prawa podatkowego*, ODDK, Gdańsk 2013.
- Chudzik M., *Podatek od towarów i usług. Komentarz do niektórych zmian wprowadzonych ustawą z dnia 29 października 2010 r. o zmianie ustawy o podatku od towarów i usług oraz ustawą z dnia 18 marca 2011 r. o zmianie ustawy o podatku od towarów i usług oraz ustawy – Prawo o miarach*, LEX/el. 2011.
- Kozieł G., *Zakończenie działalności spółki handlowej w sposób uzgodniony przez wspólników*, „Prawo Spółek” 2011, nr 7–8.
- Likwidacja spółki kapitałowej. Prawo, podatki, rachunkowość*, red. W. Missala, Wolters Kluwer Polska Warszawa 2013.
- Litwińczuk H., *Restrukturyzacja szansą na optymalizację podatkową działalności przedsiębiorcy*, „Prawo i Podatki”, nr 10, Oficyna Prawa Polskiego, Warszawa 2006.
- Marciniuk J., *Podatek dochodowy od osób fizycznych. Komentarz*, C.H. Beck, Warszawa 2012.
- Nawrot R.A., *Restrukturyzacje przedsiębiorstw. Aspekty podatkowe*, Difin, Warszawa 2011.
- Prawo Spółek*, red. A. Kidyba, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2013.
- Sobiech A., *Odpowiedzialność wspólników spółek osobowych za zobowiązania podatkowe*, w: *Zastosowanie instytucji prawa prywatnego w prawie podatkowym*, red. B. Gnela, Difin, Warszawa 2012.
- Spółka osobowa prawa handlowego. Aspekty prawno-podatkowe, optymalizacja podatkowa*, red. M. Jamróży, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012.
- Szumański A. w: *Prawo spółek osobowych*, red. A. Szajkowski, *System prawa prywatnego*, t. 16, C.H. Beck, Warszawa 2008.
- Szyszko R., *Spółka komandytowo-akcyjna z udziałem spółki z o.o. jako jedynego komplementariusza (sp. z o.o. S.K.A.)*, Difin, Warszawa 2011.
- Trzebiatowski M., *Inny niż likwidacja sposób zakończenia działalności spółki osobowej – co, jak i kiedy*, „Prawo Spółek” 2011, nr 3.
- Witosz A., *Rozwiązanie i likwidacja spółki kapitałowej*, LexisNexis, Warszawa 2011.

Streszczenia

Paweł Dec

Ograniczanie niepewności w działalności przedsiębiorstwa

Opracowanie zawiera badania dotyczące określania i minimalizowania wpływu niepewności na działalność podmiotów gospodarczych. Problem ten jest wciąż jednym z kluczowych czynników wpływających na funkcjonowanie firm. Dlatego scharakteryzowano najważniejsze narzędzia i metody pozwalające ograniczać zjawisko niepewności w przedsiębiorstwach. Główny nacisk został położony na analizę strategicznych systemów wczesnego ostrzegania oraz techniki gier wojennych. Ponadto autor poddał krytycznej ocenie możliwości wykorzystywania analizy łańcucha wartości w procesie zarządzania strategicznego.

Krzysztof Borowski

Problem akcji groszowych (*penny stocks*) na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz sposoby jego rozwiązywania

W opracowaniu przedstawiony został sposób rozwiązania problemu akcji groszowych notowanych na GPW w Warszawie w postaci scalania akcji w bloki i kwotowania tychże bloków zamiast pojedynczych akcji. Zaprezentowana metoda jest uzależniona jedynie od zmian w regulaminie GPW a nie od decyzji emitentów, tak jak ma to miejsce w przypadku odwrotnego splitu.

Aneta Ptak-Chmielewska

Wykorzystanie modeli statystycznych w ocenie ryzyka upadłości przedsiębiorstw

Dostrzegając słabość modeli opartych na funkcji dyskryminacyjnej Z-score zaproponowanej przez Altmana, w warunkach gospodarki polskiej w latach 90. podjęto próby dostosowania tych modeli do realiów gospodarki postkomunistycznej. Początkowe zainteresowanie modelami wielowymiarowej analizy dyskryminacyjnej poszerzono o modele regresji logistycznej a później również o sieci neuronowe i drzewa decyzyjne. W ostatnich latach podjęto również próby zastosowania modeli

analizy historii zdarzeń. W opracowaniu podjęto próbę krytycznej oceny stosowanych metod statystycznych oraz wskazano na zalety i wady różnych podejść do budowy modeli upadłości przedsiębiorstw.

Dorota Mirowska

Wykorzystanie w polskich przedsiębiorstwach metod prognozowania zagrożenia finansowego

W opracowaniu podjęto próbę zbadania czy w polskich przedsiębiorstwach, w stosunku do których toczyły się postępowania upadłościowe, naprawcze, lub w przedmiocie ogłoszenia upadłości, przed złożeniem wniosku o ogłoszenie upadłości stosowane były jakiegokolwiek metody służące prognozowaniu zagrożenia finansowego. W tym celu przeprowadzona została ankieta, wysłana do 211 syndyków mas upadłości, działających w różnych regionach kraju i posiadających zróżnicowane doświadczenie w zarządzaniu upadającymi przedsiębiorstwami. Jeśli odpowiedź na główne pytanie badawcze była pozytywna, sprawdzono jakie były to metody. Jeśli z przeprowadzonej ankiety wynikało, że narzędzia takie nie były w przedsiębiorstwach wykorzystywane, sprawdzono, dlaczego tak się dzieje oraz jakie zmiany ekonomiczne, społeczne i prawne są potrzebne, aby sytuacja uległa zmianie. Zbadano również, czy istnieje konieczność opracowania alternatywnych metod prognozowania kondycji finansowej przedsiębiorstw oraz czy metody takie są szczególnie bardziej przydatne w okresie spowolnienia gospodarczego. Użytkowano wynik wskazujący na bardzo rzadkie wykorzystanie nawet prostych metod prognozowania zagrożenia finansowego w badanych przedsiębiorstwach. Wobec tego przedstawiony został pogląd, że tworzenie coraz bardziej złożonych narzędzi służących przewidywaniu bankructwa jest nieuzasadnione w sytuacji, gdy nie istnieją odpowiednie zachęty dla przedsiębiorców do ich stosowania. Zaproponowano również działania możliwe do podjęcia w celu poprawy sytuacji.

Emilia Grzegorzewska

Wyplacalność małych i średnich przedsiębiorstw działających w branży meblarskiej w Polsce w realiach kryzysu globalnego

Globalny kryzys gospodarczy w mniejszym lub większym stopniu wpłynął na koniunkturę gospodarczą wszystkich krajów, a zatem i na kondycję finansową większości przedsiębiorstw. Sytuacja ta dotyczy w szczególności branż, które są silnie związane z międzynarodową wymianą handlową. Jednym z podstawowych symptomów sytuacji kryzysowej w przedsiębiorstwie jest utrata płynności finansowej,

która przekształcając się w zjawisko trwałe prowadzi do niewypłacalności. W opracowaniu analizy dotyczące poziomu wypłacalności przeprowadzono na podstawie danych finansowych 150 przedsiębiorstw meblarskich z lat 2009–2011. W badanej zbiorowości wyróżniono dwie grupy: przedsiębiorstwa zatrudniające do 49 osób (I grupa) oraz od 50 do 249 osób (II grupa). Ocenę poziomu wypłacalności przeprowadzono za pomocą wybranych systemów wczesnego ostrzegania opracowanych dla warunków polskich. Analizowano wartości średnie uzyskane dla modeli wypłacalności w wyróżnionych grupach przedsiębiorstw. Badano także poziom zagrożenia finansowego poszczególnych firm w zależności od poziomu zatrudnienia utrzymywanego w analizowanym okresie.

Małgorzata Garstka

Nadrzędne zasady rachunkowości a zagrożenie kontynuacji działalności

Istnieje silne zainteresowanie problematyką zmniejszania ryzyka i ochrony przed upadłością. Istotne jest odpowiednio wczesne ostrzeżenie przed zagrożeniami. Rachunkowość daje konkretne narzędzia mogące stanowić czynniki zabezpieczające przed ryzykiem – ocena założenia kontynuacji czy tworzenie rezerw. Przyjęcie założenia o kontynuacji działalności jest jedną z kluczowych zasad nadrzędnych rachunkowości. Ocena założenia kontynuowania działalności wymusza przyglądanie się zagrożeniu i śledzenie wszelkich objawów mogących wskazywać na zagrożenie. Kierownik jednostki ma obowiązek weryfikować prawdziwość założenia co najmniej na każdy dzień bilansowy. Poprawne potraktowanie wymogów rachunkowości w tym zakresie może pozwolić odpowiednio wcześniej zidentyfikować zagrożenia i ocenić je, a następnie zareagować na zagrożenia zdolności do kontynuowania działalności.

Cezary Górecki

Arkusze przepływów pieniężnych jako barometr ryzyka bankructwa

Współcześnie przedsiębiorstwo poddane jest dużej presji rynkowej. Tempo obrotu gospodarczego systematycznie ulega przyspieszeniu, m.in. jako wynik postępującej globalizacji. Jeśli przedsiębiorstwo utraci pozycję konkurencyjną, wystąpi sytuacja kryzysu finansowego, mogącego skutkować utratą płynności finansowej i w konsekwencji bankructwem. Analiza arkusza przepływów pieniężnych może wskazać, w jakim stopniu dane przedsiębiorstwo jest poddane ryzyku bankructwa. Arkusz przepływów pieniężnych stanowi swoisty barometr przepowiadający

przyszłe zachowanie się płynności finansowej przedsiębiorstwa. Przeprowadzona analiza wskazuje, że przedsiębiorstwo może być rentowne, lecz jednocześnie cechować się wysokim ryzykiem utraty płynności finansowej i być narażone na bankructwo w stopniu wysokim. Jeśli bowiem działalność operacyjna nie generuje odpowiednio wysokiego salda przepływów pieniężnych i jednocześnie nie jest właściwa struktura bilansu, wówczas w przedsiębiorstwie mogą wystąpić problemy z płynnością finansową. Szczególnie na ryzyko bankructwa narażone są te przedsiębiorstwa, które nie posiadają żadnych rezerw finansowych, o niewłaściwej strukturze kapitału obrotowego.

Paweł Wieprzowski, Piotr Wieprzowski
Rola i znaczenie funduszy arbitrażowych

W opracowaniu przedstawiono analizę rynku funduszy arbitrażowych (hedgingowych). Rynek ten cechuje się właściwym brakiem regulacji, zaś według doniesień prasowych firmy te są w stanie osiągać bardzo wysokie stopy zwrotu i to niezależnie od sytuacji na rynkach finansowych. Celem opracowania była odpowiedź na dwa pytania: czy fundusze hedgingowe mogą zagrażać stabilności systemu finansowego oraz czy były one znaczącym czynnikiem odpowiedzialnym za wywołanie ostatniego kryzysu finansowego. Wynikiem przeprowadzonej analizy są dwie negatywne odpowiedzi. Firmy te mają relatywnie małe aktywa i nie stosują wysokich dźwigni finansowych, przez co nie są też w stanie destabilizować rynków finansowych. Fundusze te były również jedynie pasywną (popytową) stroną, kiedy nabywały dłużne papiery hipoteczne. Co więcej, jedynie część z całej branży funduszy arbitrażowych była aktywna na tym rynku. Stwierdzenia te wyraźnie wskazują na fakt, że firmy te nie mogą być obarczane znaczną odpowiedzialnością za doprowadzenie do kryzysu finansowego.

Joanna Korpus
Wrogie przejęcie impulsem do procesu restrukturyzacji

Z badań dotyczących wrogich przejęć wynika, że transakcje te mogą prowadzić do gruntownych procesów restrukturyzacyjnych, zarówno w sytuacji, gdy doszło do przejęcia kontroli nad spółką będącą celem wrogiej transakcji, jak i wtedy, gdy atak został skutecznie odparty. W opracowaniu przedstawiono wyniki badań mających na celu identyfikację zakresu i skuteczności procesów restrukturyzacyjnych przeprowadzonych w spółkach, które stały się obiektem wrogich przejęć na polskim rynku kontroli.

Hanna Sokół

Warunki i skuteczność programów restrukturyzacyjnych przedsiębiorstw na przykładzie BIOTON S.A.

W dotychczasowej praktyce analizy bankructw i upadłości przedsiębiorstw w zbyt małym stopniu dokonywano analizy programów restrukturyzacyjnych przedsiębiorstw w kontekście warunków ich opracowywania i skuteczności wdrażania. W praktyce gospodarczej wskazuje się na przypadki, że niejednokrotnie mimo symptomów ostrzegających przed bankructwem, obniżenia efektywności, problemów płynnościowych przedsiębiorstwo „pogrąża się” na skutek odkładania decyzji o konieczności przygotowania programu naprawczego przez zarząd lub właścicieli przedsiębiorstwa. Paradoks sukcesu i nieograniczona wiara w wieczną hossę, bagatelizowanie zagrożeń i opóźnianie bądź zaniechanie niezbędnych działań prowadzą do bankructwa przedsiębiorstwa. Nawarstwienie negatywnych zjawisk charakteryzujących sytuację przedsiębiorstwa, utrudnia zarówno przygotowanie realnego programu, jak i negocjacje z wierzycielami. Kumulacja tych zjawisk rodzi w przedsiębiorstwie sytuację kryzysową. Praktyka gospodarcza wskazuje, że największym problemem w przedsiębiorstwach jest kwestia umiejętności identyfikacji sytuacji kryzysowej. Podjęto próbę analizy skuteczności programów naprawczych na przykładzie grupy kapitałowej BIOTON. Kolejnym zarządom tej spółki zabrakło determinacji w realnej ocenie celowości i szans na wdrażanie przyjętej koncepcji. Zbyt późne reakcje na nieoczekiwane sytuacje i zdarzenia skutkowały opóźnieniami w niezbędnych reakcjach. Nie osiągnięto poprawy zdolności zarządzania spółką i jej organizacji. Najistotniejszym skutkiem restrukturyzacji jest brak wiarygodnej wizji BIOTON i utrata wiarygodności finansowej. W przypadku BIOTON nie doszło do upadłości. Dotychczasowi wierzycieli na czas odzyskiwali wierzytelności. Poniesiono jednak ogromne koszty restrukturyzacji, nie osiągając trwałego pozytywnego efektu.

Katarzyna Kreczmańska-Gigol

Faktoring restrukturyzacyjny – istota i zastosowanie

Faktoring jest instrumentem redukującym zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto. W opracowaniu zaprezentowano istotę faktoringu restrukturyzacyjnego, który może być stosowany przez przedsiębiorstwa znajdujące się w złej sytuacji finansowej. Stosowanie faktoringu restrukturyzacyjnego wywołuje skutki będące kombinacją efektów stosowania faktoringu wierzytelnościowego (który skraca

cykl rotacji należności) i faktoringu zobowiązaniowego (który wydłuża cykl rotacji zobowiązań).

Wioletta Niebieszczkańska

Restrukturyzacja naprawcza szansą przetrwania na rynku przedsiębiorstwa zagrożonego upadłością

Obecnie w tak niestabilnym otoczeniu, nawet silnie dobrze funkcjonujące przedsiębiorstwo może stanąć w obliczu kryzysu finansowego i potrzeby przeprowadzenia restrukturyzacji naprawczej, aby móc dalej funkcjonować. W opracowaniu przedstawiono w syntetyczny sposób złożoność oraz istotę restrukturyzacji naprawczej przedsiębiorstwa. Przedstawiono proces restrukturyzacji naprawczej na przykładzie spółki PKM DUDA SA.

Aleksandra Jadach-Sepiolo

Rewitalizacja miejskich obszarów zdegradowanych jako szansa na restrukturyzację bazy ekonomicznej miasta – wnioski dla przedsiębiorstw o zasięgu lokalnym i syndyków

Rewitalizacja miast jest często postrzegana przez środowiska ekonomistów jako proces przestrzennych zmian zdegradowanych obszarów miast, przeważnie śródmieść. Wraz z ewolucją pojęcia rewitalizacji w II połowie XX w. rozszerzył się jednak istotnie jego zakres. Rewitalizacja obejmuje przestrzenną, społeczną, ekonomiczną i środowiskową odnowę zdegradowanych fragmentów miasta. Rozszerzenie pojęcia sprzyja spojrzeniu na rewitalizację miast jako na specyficzne narzędzie, którym dysponują władze miast w dążeniu do zrównoważonego rozwoju całych miast oraz do przeciwdziałania konfliktom w przestrzeni miejskiej. W opracowaniu przedstawiono wpływ działań rewitalizacyjnych na dwa środowiska lokalizacyjne: obszary śródmiejskie i tereny poprzemysłowe. Przedstawiono dyskusję możliwego zakresu współpracy między władzami miasta a dwoma typami interesariuszy na obszarach zdegradowanych: z przedsiębiorstwami o znaczeniu lokalnym oraz z syndykami masy upadłościowej na zdegradowanych terenach poprzemysłowych.

Wiesław Musiał, Tomasz Wojewodziec

Wykorzystanie dywestycji w procesie likwidacji gospodarstwa rolniczego

Procesy odchodzenia rolników od działalności rolniczej, upadku ekonomicznego gospodarstw rolnych oraz dezagraryzacji wsi przybierają w Polsce na sile stanowiąc coraz większe wyzwanie zarówno dla polityków, jak i naukowców. Celem opracowania jest próba identyfikacji i oceny dwóch różnych modeli likwidacji gospodarstwa rolnego: modelu ewolucyjnego i modelu szybkiej dywestycji paliatywnej. Podstawę do rozważań teoretycznych stanowiły studia literatury, dane statystyki masowej oraz wieloletnie badania prowadzone w Małopolsce i na Pogórzu. W wyniku przeprowadzonych rozważań i obserwacji stwierdzono, że należy zahamować proces upadku ekonomicznego gospodarstw rolniczych zastępując go planowymi i celowymi działaniami o charakterze dywestycji paliatywnych. Dywestycje mające na celu uwolnienie zasobów ziemi z podmiotów ograniczających produkcję mogą się przyczynić do poprawy warunków życia mieszkańców wsi zarówno tych uwalniających zasoby, jak i tych, którym ta ziemia jest niezbędna do dalszego rozwoju.

Agnieszka Sobiech

Likwidacja spółki osobowej – wybrane problemy podatkowe

W przypadku zaistnienia zdarzeń skutkujących rozwiązaniem spółki osobowej, następuje jej likwidacja prowadząca do zaspokojenia interesu wierzycieli i podziału pozostałej części majątku pomiędzy wspólników. Likwidacja spółki osobowej, a w szczególności przekazanie składników majątku wspólnikom, ma swoje skutki prawne również w sferze prawa podatkowego. W opracowaniu przedstawiono ogólne zasady opodatkowania, związane z przekazaniem wspólnikom składników majątku likwidowanej spółki osobowej, problem opodatkowania majątku pochodzącego z likwidacji spółki komandytowo-akcyjnej a także zasady amortyzacji środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych uzyskanych przez wspólnika spółki osobowej w związku z likwidacją spółki.

Summaries

Paweł Dec

Reducing uncertainty in the company's

This chapter contains research on identifying and minimizing the impact of uncertainty on the activity of entrepreneurs and enterprises. This problem is still one of the key factors that may impact on the running business activity by the company. Therefore characterized the most important tools and methods that best enable to minimize effect of uncertainty in the enterprise. The main focus has been on strategic analysis of early warning systems and the techniques of war games. Author also assessed the possibility of using value chain analysis in the process of strategic management.

Krzysztof Borowski

The problem of penny stock on the Warsaw Stock Exchange and ways of solving

In this paper is presented a solution to the problem of penny stocks listed on the Warsaw Stock Exchange in the form of merged blocks quoted instead of single stock. The presented method is dependent solely on the changes in the rules of the WSE and not the decision of the issuers, as it is in the case of a reverse split.

Aneta Ptak-Chmielewska

Application of statistical models in bankruptcy risk estimation

Taking into consideration the weakness of the models based on discrimination function (Z-score) proposed by Altman within the conditions of polish economy some attempts were taken in the 90s to adjust these models to the reality of post-communist economy. The initial interest in the models of multivariate discriminant analysis was extended by logistic regression models and then also by neural networks and decision trees. In the recent years some attempts were also taken to apply models of the event history analysis. The article focuses on the critical assessment

of statistical methods applied and points out the advantages and disadvantages of various approaches toward the estimation of bankruptcy models of enterprises.

Dorota Mirowska

Usage of bankruptcy forecasting methods by Polish firms

We seek to find out whether prior to going bankrupt, Polish firms make use of methods designed to predict their looming financial meltdown. We draw on responses to a questionnaire sent to 211 bankruptcy trustees in different regions of Poland who have had varied experience in managing bankrupt firms. When firms resorted to forecasting, we identify the forecasting methods that they have used. When they did not, we pose and respond to the obvious questions why, and what legal, social, and economic changes are called for in order to improve the situation. We then assess the need to develop alternative forecasting methods that firms will likely implement, and we ask whether the use of forecasting tools is more adequate when the economic conditions are bad. Because the results show that in examined firms even very simple methods were implemented intermittently, we maintain that constructing superior methods will be futile if firms lack the economic and legal incentives to employ them. We illustrate the manner in which proper incentives can be instilled

Emilia Grzegorzewska

Solvency of small and medium enterprises in wood industry in Poland in the world economic crisis

The world economic crisis, to a greater or lesser degree, affected economic situation in all countries and consequently companies' financial condition. The phenomenon concerns especially industries connected with international commercial exchanges. One of the most typical symptoms of financial crisis in a company is illiquidity which transforming into permanent phenomenon leads to insolvency. In the following chapter analyses regarding the level of solvency were conducted on the basis of financial data of 150 enterprises operating in wood industry in the years 2009–2011. Two groups have been singled out: companies employing up to 49 people (group I) and companies employing between 50 and 249 people (group II). Solvency assessment was conducted by means of early warning models drawn up for the Polish market. Mean values for solvency models in the singled out groups were analysed. Also, the level of financial threat in particular companies depending on the level of employment in the analysed period was examined.

Małgorzata Garstka**Accounting principles and the threat that a company will not continue as a going concern**

There is a strong interest in issues of risk reduction and protection against bankruptcy. Early warnings of threats are essential. Accounting provides specific tools that may be protective factors against risk – evaluation of going concern assumption or creation of provisions. The adoption of going concern assumption is one of the parent keys of statutory accounting. Evaluation of going concern assumptions forces observation of the risk and tracking any risk symptoms that may indicate a threat. The accuracy of the assumption must be verified by the head of establishment at least on the day of financial report. The correct treatment of accounting requirements in this field may allow early identification, evaluation, and consequent response to the threat of the company not being able to continue as a going concern.

Cezary Górecki**Cash flow statement as barometer of bankruptcy risk**

A contemporary company is under a huge market pressure. As a result of progressing globalization, the pace of economic relations is systematically accelerating. If the company loses a competitive position it brings about financial crisis, which may result in the loss of liquidity and finally, bankruptcy. The analysis of cash flow statement may indicate to what extent the company is in bankruptcy danger. The cash flow statement is indeed a barometer forecasting future liquidity of a company. The analysis proves that a company may be profitable but at the same time may be burdened with high risk of loss of financial liquidity and endangered by bankruptcy to a high extent. If the operational activity does not generate sufficient cash flow balance, and at the same time the balance structure is not proper, then the company is likely to face problems with financial liquidity. The companies especially in danger of bankruptcy are those that possess no financial reserves and whose structure of working capital is not correct.

Paweł Wieprzowski, Piotr Wieprzowski**The role and importance of hedge funds**

The text presents an analysis of the hedge funds market. This sector is virtually not regulated, and the funds are often presenting abnormal rates of returns, despite the situation on financial markets. The aim of this text is to answer the question,

whether the funds pose a threat to the stability of the global financial system. Taking into consideration their relatively small assets and low leverage that they use, it cannot be concluded that they may be viewed as a source of the systemic risk.

Joanna Korpus

Hostile takeover as a impulse to the process of restructuring

The research on hostile takeovers shows that such processes might lead to deep restructuring, both in the situation when the takeover took place, as well as when it was successfully forced back. In the following work, there have been presented the results of research whose aim was to identify the range and effectiveness of restructuring processes conducted in companies which were the target of hostile takeovers on Polish market.

Hanna Sokół

Terms and effectiveness of the restructuring of enterprises – case of BIOTON SA

Business practice indicates that the biggest problem in enterprises is the issue of the ability to identify symptoms of crisis. An attempt to analyse the effectiveness of recovery programs for example BIOTON group. Too late reactions to unexpected situations and events resulted in delays in the necessary responses. There has been no improvement in the management of the company and the company's organization. The most significant consequence is the lack of a credible restructuring BIOTON vision and loss of financial credibility. BIOTON did not declare bankruptcy. However, the enormous costs incurred restructuring without reaching permanent positive effect

Katarzyna Kreczmańska-Gigol

Restructuring factoring – essence and applied

Factoring applied is an instrument reducing the demand for the corporate net circulating capital. The article presents the idea of restructuring factoring and the possibility of using them by a company in financial difficulty. The restructured factoring combining the results of the debts factoring (shortening of the payment rotation cycle) and reverse factoring is especially useful during a crisis.

Wioletta Niebieszczańska**Restructuring of opportunity maintenance repair market enterprises threatened with bankruptcy**

Currently, in such an unstable environment, even strong well-functioning company may face a financial crisis and the need to restructure the repair to be able to continue to function. This paper presents a synthetic complexity and the importance of restructuring the repair company. Presented repair restructuring as an example of PKM DUDA S.A

Aleksandra Jadach-Sepiolo**Urban regeneration as a chance for restructuring of cities' economic base – conclusions for local enterprises and syndics**

Urban regeneration is often perceived by the economists as a process of spatial changes in the deteriorated urban areas, esp. inner cities. Confoling the evolution of notion of urban regeneration in the second half of 20th century, the scope of regenerative measures was broadened. This evolution conducts to the new approach to urban regeneration as a special measure itself, which can be used by the local authorities for sustainable development of the whole cities and mitigation of spatial conflicts. The article presents the impact of urban regeneration projects on two localisation environments: inner cities and postindustrial areas. It reflects the discussion on the possible scope of cooperation between local authorities and two types of stakeholders located on deteriorated areas, respectively: local enterprises and syndics.

Wiesław Musiał, Tomasz Wojewodzie**Use of divestments in liquidation of agricultural farm**

The processes of withdrawing from agricultural activities by farmers, an economic fall of agricultural farms and disagrarization of rural areas have been intensified in Poland, becoming a greater challenge both to politicians and scientists. The purpose of the article is an attempt at identifying and assessing two different models of liquidating an agricultural farm: an evolutionary model and a model of a quick palliative divestment. Theoretical analyses were based on studies of literature, mass statistics data and research conducted in the Małopolska and Pogórze region over the course of many years. Following the analyses and observations it was ascertained that the process of the economic fall of agricultural farms should be stopped and

replaced by planned and intentional measures of a nature of palliative divestments. The divestments aimed at releasing resources of land of entities limiting their production may contribute to improving living conditions of the inhabitants of rural areas, including those who have been releasing the resources and those who need land to further develop.

Agnieszka Sobiech

Liquidation of a partnership – selected tax problems

Liquidation of a partnership may be due to the need to change the legal form of business. In case of dissolution of a partnership is its liquidation leading to satisfy the interest of creditors and the remainder of the division of assets between the partners. Liquidation of a company, and in particular the transfer of assets to the shareholders will have their legal consequences also in the area of tax law. This paper presents the general principles of taxation for the transfer of assets to shareholders in liquidation of a partnership, as well as the problem of taxation of assets of the liquidation of a limited joint-stock company and the shareholder who is the principle shareholder of depreciation and intangible assets acquired by the partner of a partnership in connection with the liquidation company. The thesis presents a problem of interpretation of existing laws on the basis of income tax rules relating to the transfer of assets of the liquidated partnership.