

Małgorzata Rochoń

Uniwersytet Szczeciński

ANALIZA INSTRUMENTARIUM WSPIERAJĄCEGO PROCES RESTRUKTURYZACJI FINANSOWEJ PRZEDSIĘBIORSTW W USA

1. Wstęp

Restrukturyzacja na trwałe została wpisana w funkcjonowanie współczesnego przedsiębiorstwa. Umożliwia bowiem przywrócenie przedsiębiorstwu, drogą zasadniczych i gruntownych zmian, równowagi wewnętrznej i/lub równowagi z otoczeniem, a w konsekwencji – przez podniesienie stopnia sprawności działania – wzrost jego wartości rynkowej i konkurencyjności.

Sfera finansów stanowi jedno z najważniejszych i najtrudniejszych zagadnień procesu restrukturyzacji. Jest to niewąłgiczny obszar przedsiębiorstwa, dzięki któremu uzyskujemy obraz kondycji firmy, jej pozycję na rynku oraz stopień skuteczności zarządzania, finanse bowiem stanowią bodziec do wszelkich zmian i reorganizacji. Pierwsze objawy nieskuteczności działania dostrzega się w finansach przedsiębiorstwa. Stan finansów zatem, z jednej strony może stanowić podstawowy czynnik sukcesu, z drugiej zaś strony może ujawnić się jako symptom zagrożenia.

Restrukturyzacja finansowa odgrywa niezwykle istotną rolę wśród pozostałych rodzajów restrukturyzacji. Dzieje się tak dlatego, że zmiana obecnej struktury gospodarczej stwarza przedsiębiorstwu nowe drogi efektywnego zarządzania gospodarką finansową [Szczepkowski 2002, s. 59]. Restrukturyzacja finansowa zmierza do przywrócenia płynności i wypłacalności firmy. Jej celem jest poprawa efektywności zarządzania finansami, uzyskanie płynności finansowej i trwała poprawa kondycji przedsiębiorstwa, a w konsekwencji wzrost jego wartości, jak również możliwości rozwoju.

W polskich realiach restrukturyzacja finansowa znajduje zastosowanie przede wszystkim w procesie redukcji zadłużenia przedsiębiorstw i odbywa się w praktyce przy użyciu bardzo wąskiego, ograniczonego wachlarza narzędzi oraz działań. Praktyka stosowania restrukturyzacji finansowej w Stanach Zjednoczonych wskazuje, że

proces ten przynosi przedsiębiorstwom wymierne korzyści w postaci nie tylko przetrwania na rynku, ale przede wszystkim odzyskania konkurencyjności. Dzieje się tak dlatego, że amerykańskie przedsiębiorstwa wykorzystują, ze względu na większą dostępność, narzędzia o charakterze rozwojowym, jednocześnie skłaniając się w stronę działań o charakterze perspektywicznym, czego potwierdzeniem są wyniki badań empirycznych¹. Fragment takich badań zostanie przedstawiony w dalszej części artykułu.

2. Narzędzia wykorzystywane w procesie restrukturyzacji finansowej przez amerykańskie przedsiębiorstwa

Dokonując analizy i weryfikacji narzędzi wykorzystywanych przez badane przedsiębiorstwa, na wstępie można stwierdzić, iż przedsiębiorstwa mają i wykorzystują w porównaniu z polskimi przedsiębiorstwami – poza podstawowymi narzędziami – rozbudowane instrumentarium.

W przypadku procesów restrukturyzacyjnych amerykańskich przedsiębiorstw dominują rozwiązania charakterystyczne dla gospodarek rozwiniętych. Przeważają narzędzia niezbędne do implementacji restrukturyzacji przedsiębiorstw dokonywanej przez pryzmat szeroko pojętych fuzji i przejęć.

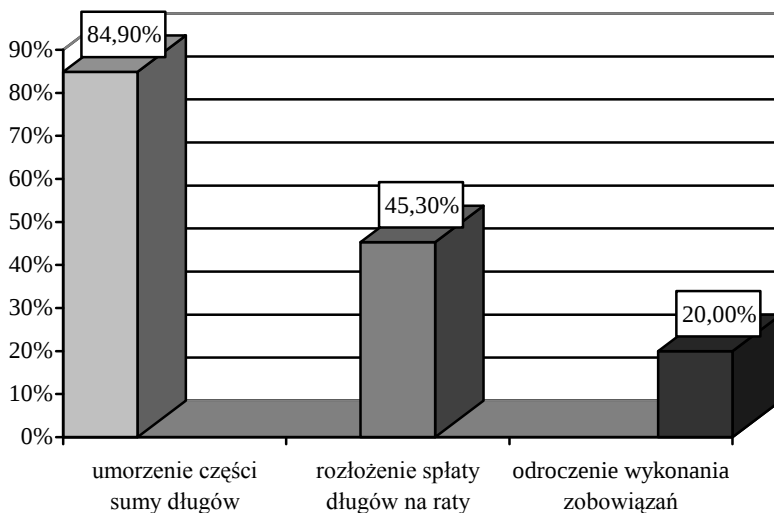
Tabela 1. Narzędzia restrukturyzacji finansowej wykorzystane przez badane przedsiębiorstwa w ramach postępowania naprawczego

Narzędzia restrukturyzacji finansowej	Procent wskazań respondentów
Umorzenie części sumy długów	84,9
Rozłożenie spłaty długów na raty	45,3
Odroczenie wykonania zobowiązań	20,0

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

¹ Autorka przeprowadziła w 2005 r. badania nad efektywnością restrukturyzacji finansowej opartej na postępowaniu naprawczym według rozdz. 11 amerykańskiego prawa upadłościowego (Chapter 11 of Bankruptcy Code) na próbie 69 przedsiębiorstw w stanie Kalifornia oraz opartej na postępowaniu układowym na próbie 168 przedsiębiorstw, które w latach 1989-2003 złożyły do sądu wnioski o otwarcie postępowania układowego. Badania empiryczne zostały sfinansowane ze środków Komitetu Badań Naukowych, jako projekt badawczy nr 1 H02C 016 28 pt. „Analiza komparatywna instrumentarium wspierającego proces restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw na przykładzie Polski i USA” oraz ze stypendium ufundowanego przez Głównego Sędziego Sądów Upadłościowych Stanów Zjednoczonych. Metodą, jaką posłużono się podczas badania w odniesieniu do amerykańskich przedsiębiorstw była obserwacja standaryzowana, a zastosowanym narzędziem – kwestionariusz ankietowy, do którego wpisano wyniki obserwacji. Posłużono się również w kilku wątpliwych przypadkach wywiadami bezpośrednimi. Wykorzystano dobór losowy prosty.

Biorąc pod uwagę podstawowe narzędzia służące oddłużeniu badanych przedsiębiorstw, można stwierdzić, iż w zasadzie stopień ich wykorzystania jest tożsamy w przypadku zarówno polskich, jak i amerykańskich przedsiębiorstw. Wynika to z faktu, iż obie badane grupy przedsiębiorstw wykorzystały trzy podstawowe instrumenty, wskazując prawie zawsze na dwa lub więcej narzędzi jednocześnie.



Rys. 1. Narzędzia restrukturyzacji finansowej wykorzystane przez badane przedsiębiorstwa w ramach postępowania naprawczego

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

Zaprezentowane dane wskazują jednoznacznie, jeszcze przed analizą wskaźnikową badanych przedsiębiorstw, że ich kondycja finansowa jest zdecydowanie bardziej korzystna w porównaniu z polskimi przedsiębiorstwami. Taki wniosek można wysnuć na podstawie procentowego wykorzystania podstawowych narzędzi restrukturyzacji zadłużenia.

Warto również dodać, iż w kilku przypadkach nastąpiła całościowa spłata zadłużenia bez najmniejszego nawet umorzenia. Jakkolwiek odnotowano nieliczne tego typu przypadki, to jednak w odniesieniu do polskich badanych przedsiębiorstw opisywane przypadki nie miały miejsca. Jednocześnie należy dodać, iż w prawie amerykańskim pierwszeństwo zaspokajania wierzycieli następuje z uwzględnieniem klas wierzycieli.

Na szczególną uwagę zasługują pozostałe narzędzia wspomagające proces restrukturyzacji, jak już wspomniano – dalece odmienne od wykorzystywanych przez przedsiębiorstwa polskie.

Tabela 2. Narzędzia oraz działania wykorzystywane przez badane przedsiębiorstwa w procesie restrukturyzacji

Narzędzia, działania w procesie restrukturyzacji	Procent wskazań respondentów
Dywestycje ²	86,7
Działania w zakresie wprowadzenia efektywnego programu redukcji kosztów	37,7
Wydzielenie przedsiębiorstwa w ramach <i>spin off</i> ³	24,5
Zoptymalizowanie strategii marketingowej oraz programu sprzedaży	20,7
<i>Downsizing</i> ⁴	16,9
Tworzenie <i>joint venture</i>	9,4
Redukcja zatrudnienia	5,6
Sprzedaż części kapitału własnego <i>equity carve – outs</i> ⁵	3,7
Wykup menedżerski MBO ⁶	3,7
Kreacja przedsiębiorstwa holdingowego	2,6

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

W przypadku branych pod uwagę narzędzi i działań (poza omówionymi już podstawowymi) zdarzało się, iż przedsiębiorstwa wskazywały tylko na jedno narzędzie i/lub działanie, w większości jednak na co najmniej dwa.

Przedstawione dane wyraźnie wskazują, iż badani respondenci najczęściej korzystali w procesie restrukturyzacji z dywestycji. Powodem tego jest nie tylko duża popularność omawianego narzędzia w przypadku restrukturyzacji opartej zarówno

² Dywestycje odnoszą się do zmiany/poprawy portfolio przedsiębiorstwa w wyniku pozbywania się nierentownych oddziałów przedsiębiorstwa, linii produkcyjnych bądź poprzez subsydiowanie oferty na rynku.

³ Wydzielenie przedsiębiorstwa w ramach *spin off* polega na podziale istniejącego przedsiębiorstwa na dwa lub więcej oddzielnych podmiotów gospodarczych. W wyniku podziału przedsiębiorstwa często dochodzi do dystrybucji akcji nowo powstałego podmiotu do akcjonariuszy przedsiębiorstwa macierzystego w formie dywidendy specjalnej, proporcjonalnie do ich udziałów pierwotnych.

⁴ *Downsizing* jest to zmniejszenie zakresu prowadzonej działalności.

⁵ *Equity carve – outs* – jest narzędziem restrukturyzacji finansowej, w ramach którego nowo utworzone przedsiębiorstwo – wykreowane przez wydzielenie części przedsiębiorstwa macierzystego – jest wprowadzone do obrotu publicznego. Następnie część akcji zostaje odsprzedana inwestorom zewnętrznym. Sprzedaż akcji dostarcza przedsiębiorstwu gotówki, jest więc dobrym sposobem uzupełnienia niedoboru środków na rozwój.

⁶ MBO – wykup menedżerski, jest transakcją wykupu przedsiębiorstwa, dokonywaną przez menedżerów przedsiębiorstwa i finansowana przez nich, jednak przy przeważającym udziale długu, w celu przejęcia większości bądź części udziałów i uzyskania tym samym statusu współwłaścicieli przedsiębiorstwa, w celu wzrostu efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa. Podjęte działania, z jednej strony, ułatwią udźwignięcie ciężaru zwiększonego zadłużenia, z drugiej strony umożliwią uzyskanie nawet ponadprzeciętnych stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału. Istotą transakcji wykupów menedżerskich jest wykreowanie wyższej wartości przedsiębiorstwa ze względu na to, że przedsiębiorstwa poddane wykupowi zwykle funkcjonują mniej lub bardziej nieefektywnie.

na procedurach prawnych, jak i na procedurach organizacyjnych⁷ w USA, ale przede wszystkim ponadprzeciętne korzyści, jakie osiąga restrukturyzowane przedsiębiorstwo. W sumie 45 badanych przedsiębiorstw wskazało na szeroko rozumiane dywestycje (zarówno antycypacyjne, jak i paliatywne), argumentując wybór potencjalnym wzrostem obrotów i generowaniem zysków w perspektywie długoterminowej. Poza tym wskazywano również na to, że w konsekwencji zastosowania dywestycji lub też innych narzędzi w ramach dywestycji przedsiębiorstwo poprawia pozycję konkurencyjną, szczególnie rozpatrywaną przez pryzmat interesariuszy.

Zarówno w przypadku wyboru *spin off*, jak i *joint venture* badane przedsiębiorstwa dążyły do uzyskania w ten sposób uzupełnienia niedoboru środków na rozwój działalności czy też na bardziej efektywne działanie.

W dwóch przypadkach (3,4% wszystkich badanych respondentów) wskazano na wykupy menedżerskie. Przedsiębiorstwa będące w kryzysie decydują się na skorzystanie z MBO jako narzędzia restrukturyzacji, w następstwie bowiem wykorzystania szeregu działań w ramach restrukturyzacji (z uwagi na fakt implementacji znacznego długu) wykupione przedsiębiorstwa podnoszą wartość przedsiębiorstwa i stają się intratną formą inwestowania środków finansowych.

Podobnie jak w przypadku polskich respondentów, amerykańskie przedsiębiorstwa skupiają dużą uwagę na działaniach w ramach niwelowania kosztów (w tym również kosztów związanych z zatrudnieniem).

3. Wnioski końcowe

Amerykańskie przedsiębiorstwa tylko po części dążą do redukcji wierzytelności. Coraz częściej jednak, z uwagi na wzrostowy trend wykorzystywania postępowania naprawczego (Chapter 11), uważa się, że postępowanie naprawcze stanowi nowoczesną, nietradycyjną, lecz intratną formę sprzedaży przedsiębiorstwa uznawanego za ujemnie prosperujące na rynku. Jest to zgodne z ideą, że tylko nieliczne przedsiębiorstwa będące w kryzysie finansowym wykazują trwałą wartość.

Amerykańskie przedsiębiorstwa wykorzystują, poza podstawowymi narzędziami oddłużającymi, bogate instrumentarium, charakterystyczne dla gospodarek rozwiniętych. Większość z badanych przedsiębiorstw wskazało na dywestycje, jak również pochodne w ramach dywestycji (*spin-off*, *equity carve out*, *downsizing*, MBO), które stanowią narzędzia przede wszystkim o charakterze rozwojowym, warunkujące nie tylko przetrwanie, ale przede wszystkim potencjalny wzrost obrotów czy generowanie zysków, zwiększenie efektywności, poprawę pozycji konkurencyjnej w perspektywie długoterminowej. Stanowią także doskonały sposób uzupełnienia niedoboru środków na rozwój.

⁷ Przez restrukturyzację dokonywaną opartą na procedurach organizacyjnych należy rozumieć restrukturyzację przeprowadzaną wewnątrz przedsiębiorstwa, bez udziału sądu.

Uzyskane wyniki potwierdziły, że w Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej restrukturyzacja finansowa dokonywana jest przy użyciu wielu różnorodnych narzędzi warunkujących bardziej efektywne przeprowadzenie procesu niż w przypadku polskich przedsiębiorstw.

Na podstawie przeprowadzonych badań można zdecydowanie stwierdzić, iż występuje wyraźny dysonans w wynikach oceny efektywności restrukturyzacji finansowej między polskimi a amerykańskimi badanymi przedsiębiorstwami. Powyższa sytuacja jest rezultatem przede wszystkim znacznie szybszej identyfikacji kryzysu w amerykańskich przedsiębiorstwach. Poza tym bardziej efektywna restrukturyzacja finansowa wykazywana przez amerykańskie przedsiębiorstwa jest efektem natychmiastowej implementacji działań naprawczych oraz działań w perspektywie długoterminowej, rozbudowanego pakietu narzędzi restrukturyzacji finansowej oraz skróconego czasu trwania procesu restrukturyzacji finansowej. Poza wszystkim jednak na uwagę zasługuje mentalność przeciętnego amerykańskiego przedsiębiorcy (interesariusza procesu restrukturyzacji), dla którego nawet jeden cent z dolara *versus* nic ma wartość i dlatego będzie dokonywał wszelkich starań, aby proces dłużnika przebiegał sprawnie i efektywnie, w przeciwieństwie do polskiego przedsiębiorcy, który konsekwentnie dąży do odzyskania całości swoich należności, utrudniając i przedłużając proces, a w konsekwencji często prowadząc do upadłości przedsiębiorstwa.

Literatura

Szczepkowski R., *Zarządzanie restrukturyzacją w aktualnych uwarunkowaniach rynkowych*, [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa – teoria i praktyka*, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2002.

THE ANALYSIS OF A TOOL KIT FOR SUPPORTING THE FINANCIAL RESTRUCTURING OF ENTERPRISES IN THE UNITED STATES OF AMERICA

Summary

In today's complex economic and social environment in which market forces are changing quickly and radically many companies face deterioration of economic and financial standing. This eventually threatens the further existence of a company and its capacity to meet liabilities towards creditors and may inevitably lead to a bankruptcy. An alternative to bankruptcy is a financial restructuring. In Polish realities, financial restructuring finds application first of all for reduction of debt of enterprise and it proceeds in practice at use very narrow and limited instruments spectrum and operations. It indicates practice of application of financial restructuring in United States, that this process brings enterprises on market measurable benefit in the form not only survive, but first of all, recoveries of competitiveness.

There is result, that American enterprises use, from the point of view of greatest availability instruments at the nature development and simultaneously using operations at the nature perspective.