

ALICJA ANTONOWICZ, PAWEŁ ANTONOWICZ, PATRYK KACZMAREK, JĘDRZEJ SICIŃSKI

KRYZYS I EROZJA KONDYCJI FINANSOWEJ

Barometr upadłości
czy sygnał do restrukturyzacji?

Finanse, statystyka i studia przypadków

ALICJA ANTONOWICZ, PAWEŁ ANTONOWICZ, PATRYK KACZMAREK, JĘDRZEJ SICIŃSKI

KRYZYS I EROZJA KONDYCJI FINANSOWEJ

**Barometr upadłości
czy sygnał do restrukturyzacji?**

Finanse, statystyka i studia przypadków

SOPOT 2021

© Copyright by
Centrum Myśli Strategicznych
ul. Powstańców Warszawy 19
81-718 Sopot

Recenzenci: Prof. dr hab. Anna Szelańska, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie,
dr hab. Paweł Dec, Prof. SGH, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Korekta językowa: Gabriela Steliga

Skład techniczny: Łukasz Sitko

Proces wydawniczy: Martyna Chojnacka

Projekt okładki: Sopocka Grupa Marketingowa Sp. z o.o.

ISBN 978-83-66843-07-3

Spis treści

PRZEDSŁOWIE – od autorów	5
WSTĘP – społeczne konsekwencje upadłości przedsiębiorstw jako przesłanka <i>sine qua non</i> szerokiego rozwoju instytucji restrukturyzacji przedsiębiorstw	9
ROZDZIAŁ I	
NIEUCHRONNOŚĆ SYTUACJI KRYZYSOWYCH W CYKLU ŻYCIA ORGANIZACJI W TEORII NAUK EKONOMICZNYCH	
1.1. Zmieniający się paradygmat zarządzania antykryzysowego – w kierunku organizacji zorientowanej na „millenialsów”	15
1.2. Znaczenie zasobów niematerialnych w rozwoju organizacji przyszłości – zarządzanie antykryzysowe	17
1.3. Różnorodność pokoleniowa pracowników XXI wieku – destruktor <i>versus</i> generator wartości dla organizacji	20
1.4. <i>Sharing Economy</i> i post-COVID-19-owe tendencje w zarządzaniu zasobami ludzkimi ..	23
1.5. Zarządzanie antykryzysowe przyszłości – w zgodzie z ideą <i>work-life balance</i>	25
1.6. Zarządzanie kryzysowe w organizacji w kontekście legislacyjnym	28
ROZDZIAŁ II	
SKALA ZJAWISKA UPADŁOŚCI I RESTRUKTURYZACJI PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE	
2.1. Procesy upadłościowe i restrukturyzacyjne przedsiębiorstw w gospodarce polskiej – makroekonomiczna analiza zjawiska w latach 2016–2019	43
2.2. Metodyka badań ilościowych – proces przygotowania danych o upadłościach i restrukturyzacjach podmiotów gospodarki narodowej	44
2.3. Skala upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw	47
2.4. Analiza rozkładu upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw z lat 2016–2019 w podziale administracyjnym Polski	52
2.5. Sektorowa analiza upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019 ..	60
ROZDZIAŁ III	
ANALIZA EKONOMICZNO-FINANSOWA PRZEDSIĘBIORSTW W RESTRUKTURYZACJI	
3.1. Analiza płynności finansowej – zdolności jednostki do wywiązywania się ze zobowiązań bieżących	66
3.2. Analiza wspomagania finansowego – ocena stopnia zadłużenia i zdolności jego obsługi	82
3.3. Analiza sprawności działania – ocena składowych cyklu konwersji gotówki	101
3.4. Analiza rentowności jednostki – efektywności funkcjonowania	130

ROZDZIAŁ IV

WCZESNE OSTRZEGANIE PRZED ZAGROŻENIEM UTRATY ZDOLNOŚCI DO KONTYNUACJI DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW

4.1. Perspektywna analiza finansowa we wczesnym ostrzeganiu przed sądową restrukturyzacją zadłużenia i niewypłacalnością przedsiębiorstw	147
4.2. Sprawozdawczość finansowa – źródła informacji zarządczej w procesie określania wiarygodności finansowej kooperantów na rynku.....	148
4.3. Istota oceny płynności finansowej w procesie oceny zagrożenia utratą zdolności do ciągłości funkcjonowania przedsiębiorstw	150
4.4. Poziom i zdolność obsługi zadłużenia przedsiębiorstw upadających i zmienności ich struktury finansowania.....	157

ROZDZIAŁ V

PRAKTYCZNY WYMIAR PLANU RESTRUKTURYZACYJNEGO – STUDIA PRZYPADKÓW

5.1. Analiza przyczyn i konsekwencje pogarszającej się sytuacji przedsiębiorstw przed restrukturyzacją.....	189
5.2. Plan restrukturyzacyjny jako narzędzie planowania strategicznego	197
5.3. Plan restrukturyzacyjny jako zarządcze narzędzie restrukturyzacji.....	207
5.4. Skuteczna restrukturyzacja – studia przypadków	218

ROZDZIAŁ VI

KONCEPCJE I MODELE WYCENY WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW W RESTRUKTURYZACJI

6.1. Modele wyceny przedsiębiorstwa (ujęcie statyczne, ujęcie dynamiczne, ujęcie hybrydowe).....	237
6.2. Wycena przedsiębiorstw zagrożonych upadłością lub będących w restrukturyzacji – ujęcie autorskie.....	251
6.3. Błędy popełniane w sztuce wyceny i sposoby ich eliminacji.....	266
6.4. Komponent jakościowy i storytelling w wycenie podmiotu – przypadek przedsiębiorstwa w restrukturyzacji.....	275
PODSUMOWANIE.....	281

Przedślowie

Od Autorów

Oddajemy w ręce Czytelników książkę związaną z szeroko pojętą problematyką restrukturyzacji i upadłości przedsiębiorstw. To z jednej strony bardzo trudne etapy cyklu życia organizacji, z drugiej – towarzyszące naszej przestrzeni życia gospodarczego nieustannie, więc warte uwagi i głębszego zrozumienia. Tak jak człowiek i jego indywidualne życie stanowią pewną składową szerszego ekosystemu relacji, tak przedsiębiorstwa – niezależnie od specyfiki i skali działania – są składnikiem większego, złożonego systemu gospodarczego. Realizacja podstawowej działalności operacyjnej tych jednostek wiąże się zatem z koniecznością nawiązywania relacji zarówno na poziomie mikro- jak i makrootoczenia. Nie jest w zasadzie możliwym funkcjonowanie podmiotu w warunkach próżni ekonomicznej – każda jednostka realizująca cele komercyjne (ale i nie tylko) musi w większym lub mniejszym stopniu zabiegać o zawiązanie relacji w otaczającej ją przestrzeni gospodarczej. Zrozumienie natury procesów zachodzących w wymiarach otoczenia jest ponadto podstawą do zrozumienia m.in. podstaw formułowania strategii organizacji, jak i szerzej – zarządzania podmiotem¹.

¹ A.K. Koźmiński, W. Piotrowski (2002). *Zarządzanie. Teoria i praktyka*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN. s. 31.

W książce poruszamy zagadnienia związane z wielowymiarowym spojrzeniem na te destrukcyjne (z jednej strony) procesy upadłościowe oraz (ukierunkowane na przeciwdziałanie *stricte* upadłościom) procesy restrukturyzacyjne. Analizę autorską opieramy z jednej strony na szerokich studiach i krytycznej analizie piśmiennictwa ekonomicznego, z drugiej strony w książce pojawiają się też wnioski wynikające z badań o charakterze indukcyjnym. W szczególności ma to odniesienie do opisu statystycznego kształtowania się zmienności wskaźników analizy finansowej: (1) z jednej strony w okresie 4 lat poprzedzających ogłoszenie upadłości przedsiębiorstw; (2) z drugiej zaś – w okresie 3 lat po ogłoszeniu wszczęcia postępowań restrukturyzacyjnych. W tym względzie mamy nadzieję, że niniejsza pozycja wnosi nowe wartości poznawcze do nurtu badań nad bankructwami, restrukturyzacjami i upadłościami przedsiębiorstw. Badania te zostały bowiem oparte na analizie bardzo dużej zbiorowości przedsiębiorstw. W części poświęconej analizie strukturalnej upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw bazą do opisu była analiza ponad 75 tys. wpisów w Monitorach Sądowych i Gospodarczych, dająca finalnie podstawę do opisu ponad 2,3 tys. upadłości z lat: 2016–2019 oraz ponad 1,4 tys. restrukturyzacji z tego samego okresu. W części finansowej nasze badania opierają się na analizie wskaźnikowej ponad 1,5 tys. upadłości przedsiębiorstw (367 upadłości przedsiębiorstw z 2019 r.; 414 – z 2018 r.; 400 – z 2017 r.; a także 380 – z 2016 r.). Badania te zostały przedstawione na tle cyklicznie publikowanych wyników analiz sektorowych wskaźników (T. Dudycz, W. Skoczyła) analizy finansowej – publikowanych przez Komisję ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce. Dzięki temu uzyskujemy wartość dodaną w postaci możliwości zestawienia ze sobą wybranych wskaźników w próbie jednostek upadających (w określonych latach poprzedzających niewypłacalność) oraz w przestrzeni przeciętnego kształtowania się tych samych wskaźników w gospodarce narodowej. Analiza tego obszaru na tym się jednak nie kończy. W drugiej części badań wskaźnikowych skupiliśmy się bowiem również na ocenie przebiegu zmienności najważniejszych wskaźników analizy finansowej w odniesieniu do ponad 800 jednostek gospodarczych, względem których w latach 2016–2019 prowadzone były postępowania restrukturyzacyjne. W tym względzie książka stanowi oryginalne zestawienie wyników badań ilościowych prowadzonych zarówno w odniesieniu do jednostek upadłych, jak również podlegających procesom restrukturyzacyjnym. Książkę naszą uzupełniają też analizy studiów przypadków, a także szerokie (cytowane oraz autorskie) komentarze związane z nowymi modelami biznesowymi, paradygmatami i nowym łańcem gospodarczym, jakiego jesteśmy świadkami od przynajmniej dwóch dekad i który ma niebagatelny wpływ na konieczność dostosowania się organizacji biznesowych do nowych warunków społeczno-ekonomicznych. W tym miejscu pojawia się oczywiście również kontekst gospodarki COVID-owej

i post-COVID-owej. Nawiązujemy do tych treści raczej w dygresjach i na poziomie polemiki z autorami cytowanej literatury. Badania ilościowe z premedytacją jednak zamknęliśmy na roku 2019, gdyż kolejny (2020 r.) daje niestety nieporównywalne statystyki upadłościowe, które bezpośrednio są konsekwencją programów pomocowych, tarcz oraz uwarunkowań korzystania z nich przez przedsiębiorstwa duże oraz MSP .

Rzadko również w książkach z tego obszaru poruszane są zagadnienia związane ze społecznymi konsekwencjami upadłości i/lub restrukturyzacji przedsiębiorstw. Nie mamy intencji wyczerpywać w niniejszej publikacji tej problematyki, ale sygnalnie chcemy podkreślić jej wagę i zabrać głos w tym dyskursie. Stąd w „preambule” do pierwszego rozdziału pragniemy skierować uwagę naszych Czytelników na tę – bynajmniej niezapomnianą, a raczej stale ważną, gdyż obecną w przestrzeni medialnej oraz społecznej – problematykę. Stanowi ona most pomiędzy treścią rozdziału pierwszego i pewnego rodzaju „przygotowaniem” Czytelni-ka do naszej perspektywy zmian społecznych, jakie dokonują się w przestrzeni otaczającej gospodarki, i które sygnalnie wskazujemy w treści rozdziału pierwszego. Życzymy dobrej lektury i liczymy bardzo, że sprowokuje ona ożywioną dyskusję na tematy bezpośrednio przez nas poruszane w książce.

Alicja Antonowicz, Paweł Antonowicz, Patryk Kaczmarek, Jędrzej Siciński

Společne konsekwencje upadłości przedsiębiorstw jako przesłanka *sine qua non* szerokiego rozwoju instytucji restrukturyzacji przedsiębiorstw

Na wstępie naszych badań postawiliśmy sobie za cel wprowadzić Czytelnika do wagi omawianej przez nas problematyki. Nie ma chyba lepszego sposobu na przekonanie do istotności nurtu badań w przedmiocie bankructw i upadłości przedsiębiorstw jak wskazanie konsekwencji tych procesów, które dotyczą nie *stricte* samych przedsiębiorstw – a nas wszystkich jako jednostek ludzkich. Tym samym nurt badań, który z reguły meandrował pomiędzy problematyką z zakresu trzech hermetycznych dyscyplin naukowych: Ekonomia i finanse, Nauki o zarządzaniu i jakości oraz Nauki prawne – wkracza w szersze spektrum nauk społeczno-humanistycznych, dotykając takich dyscyplin jak Nauki socjologiczne czy Psychologia. Cel ten zrealizowany został za pomocą metody analizy otoczenia, podejmowanej z punktu widzenia upadającej jednostki jak i jej interesariuszy w otoczeniu dalszym oraz bliższym. Ponadto, całość badań wsparta została przeglądem piśmiennictwa krajowego i zagranicznego. Celem analizy literatury była ocena dotychczasowego stanu wiedzy w obszarze społecznych skutków bankructw i upadłości (źródła

zastane), co przyczyniło się do weryfikacji następującej hipotezy badawczej: „Waga i liczebność konsekwencji społecznych bankructw i upadłości jest na tyle znacząca, iż stanowi to samodzielną przesłankę *sine qua non* do propagowania instytucji restrukturyzacji i traktowania jej jako narzędzia pierwszego wyboru w przypadku wystąpienia ryzyka utrwalonego kryzysu w przedsiębiorstwie”.

Przybliżenie sfery społecznej jako wymiaru otoczenia przedsiębiorstwa wymaga powołania się na założenia modelu diagnozy środowiska organizacji typu PEST (ang. *Political and legal forces, Economic forces, Sociocultural forces, and Technological forces*). Analiza ta jest metodą ukierunkowaną na ocenę otoczenia makroekonomicznego przedsiębiorstwa, alternatywnie określaną również mianem generalnej segmentacji otoczenia². Zdaniem M. Trockiego, jest to metoda zalecana do analizy makrośrodowiska i wspiera ona możliwość identyfikacji przewidywanych zmian czynników otoczenia dalszego³. W omawianym instrumencie zarządzania strategicznego można zidentyfikować następujące obszary analizy⁴:

- czynniki polityczne (P – ang. *political*),
- czynniki ekonomiczne (E – ang. *economic*),
- czynniki społeczne (S – ang. *sociocultural*),
- czynniki technologiczne (T – ang. *technological*).

Istotną zaletą tej metody jest jej wyjątkowa uniwersalność aplikacyjna. Wykazuje ona wysoki walor użytkowy nie tylko do diagnozowania sytuacji przedsiębiorstw zorientowanych na zysk – ma również zastosowanie projektowe, czy też przydatność w sferze publicznej, a nawet w obszarze sportu i rekreacji, czemu dobitnie dowodzą badania prowadzone przez J. Jedel i P. Antonowicza⁵. Przydatność analizy otoczenia dalszego, szczególnie w obszarze społecznych konsekwencji upadłości, jest o tyle zasadna, iż w przypadku likwidacji jednostki (co często powiązane jest z odrzuceniem próby restrukturyzacji lub brakiem jej powodzenia) poważnie naruszona zostaje sieć powiązań danego przedsiębiorstwa z tą sferą otoczenia. Na tej

² R.W. Griffin (2017). *Podstawy zarządzania organizacjami*, wyd. 3. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN; A. Antonowicz, P. Antonowicz, P. Skrzyniarz, M. Pusiewicz (2018). Integracja metodyczna PEST i SWOT w przeglądzie pakietu strategicznego na przykładzie spółki z sektora gazu ziemnego w Polsce – perspektywa strategiczna. *Zarządzanie i Finanse. Journal of Management and Finance*, 16(4), 5–21; P. Antonowicz, E. Kędzierska, M. Pusiewicz (2017). Model PEST uwarunkowań rozwoju rynku gazu w Polsce – benchmarking międzynarodowy. [w:] P. Antonowicz, P. Pisarewicz, P. Nogal-Meger (red.), *Zarządzanie wartością w warunkach zmiany* (s. 215–228). Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.

³ M. Trocki (2012). *Nowoczesne zarządzanie projektami*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne. s. 33.

⁴ W. Grudzewski, I. Hejduk (2008). *Zarządzanie technologiami*. Warszawa: Difin. s. 75.

⁵ J. Jedel, P. Antonowicz (2018). Evaluation and development prospects of the sports and recreation market in Poland in 2000–2030. PEST analysis from a legal, economic, socio-cultural and technological perspective. *Baltic Journal of Health and Physical Activity. The Journal of Gdansk University of Physical Education and Sport*, 10.

bazie, a dodatkowo w oparciu o pomocnicze narzędzia (ujęte m.in. w teorii ekonomii behawioralnej), zrealizowany zostanie postawiony cel badawczy.

Do czynników politycznych zaliczyć można zbiór warunków prowadzenia działalności gospodarczej, który kreowany i nadzorowany jest przez państwo. W tym obszarze uwzględnić można m.in. charakter realizowanej polityki podatkowej, efektywność prawa pracy czy skuteczność ustaw antymonopolowych i środowiskowych⁶. Sferę ekonomiczną reprezentują natomiast takie zmienne jak stopa inflacji, dynamika wzrostu produkcji, poziom stóp procentowych oraz skala bezrobocia⁷. W obszarze społecznym wyróżnić można szereg czynników kwantyfikowalnych takich jak asymetria dochodów, poziom wykształcenia czy zmienne demograficzne. Oprócz tego, sferze tej przyporządkowuje się długą listę czynników niemierzalnych, o charakterze *stricte* jakościowym. Jako przykłady wskażać tu można styl życia ludności, opinię i światopogląd oraz szeroko rozumiany dobrostan. W ostatniej sferze, czyli wymiarze technologicznym, identyfikuje się aspekt technologii, m.in. szybkość jej transferu, dynamikę nowych odkryć i innowacji czy łatwość komercjalizacji wiedzy. Niemniej jednak, punkt ciężkości tego wywodu koncentrować się będzie na sferze społecznej, której wymiar zaadaptowany zostanie na potrzeby analizy skutków upadłości likwidacyjnej. Dzięki zastosowaniu takiego podejścia, możliwe będzie zidentyfikowanie społecznych skutków upadłości. Dodatkowo, poprzez włączenie do procesu badawczego wybranych koncepcji ekonomii behawioralnej, możliwe będzie rozszerzenie konkluzji i rekomendacji dla praktyki gospodarczej w sferze dążenia do ścieżki naprawczej.

Badania nad społecznymi konsekwencjami likwidacji przedsiębiorstw (w wyniku m.in. bankructw i upadłości) prowadzone są intensywnie od połowy XX w. Temat ten zyskał dobitny rozgłos w Europie zwłaszcza w latach bezpośrednio następujących po upadku Związku Radzieckiego. To szczególnie istotnie zapisane na kartach historii zdarzenie zmieniło nie tylko układ sił geopolitycznych, ale również uwypukliło szerzące się problemy społeczne wśród państw bloku wschodniego⁸. Masowe przypadki upadłości przedsiębiorstw, w głównej mierze państwowych, związane były z brutalnym zderzeniem się ich nieefektywnych struktur z systemem gospodarki kapitalistycznej. Podmioty te operowały przez lata w wadliwym ekosystemie gospodarczym, który z reguły stwarzał warunki do istnienia zjawiska

⁶ A. Stabryła (2000). *Zarządzanie strategiczne w teorii i praktyce firmy*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN. s. 146.

⁷ E. Kuklińska, D. Masłowski, M. Dendera-Gruszka (2017). Analiza PEST\PESTEL jako narzędzie wspomagające rozwój miast. Studium przypadku na podstawie miasta Opola. *Zarządzanie kryzysowe i bezpieczeństwo*, 4, 157.

⁸ I. Hashi (1995). The Economics of Bankruptcy, Reorganisation and Liquidation: Lessons for East European Transitional Economies. *CASE Network Studies and Analyses*, 41, 22.

znanego współcześnie jako TBTF⁹, choć odpowiedniej, zdaniem autorów monografii, można byłoby je określić mianem *seemingly important to fail* (pozornie zbyt ważne, by upaść). Pozór zbytniej ważności wynikał z tego, iż w systemie centralnie planowanym większości podmiotów przypisywano nierzadko pozornie istotną rolę ważnego ogniwa dla całego wykonania planu gospodarczego. W związku z tym, władza centralna ekstremalnie rzadko dopuszczała do naturalnych upadłości o charakterze likwidacyjnym – co zatem implikuje to, iż współcześnie znany mechanizm upadłościowego *katharsis* wtedy nie funkcjonował. Zdecydowana większość przedsiębiorstw ówczesnej ery, gospodarująca w odgórnie planowanych systemach, nie podlegała w zasadzie ryzyku biznesowemu i objęta była niemalże ciągłą respiracją finansową ze środków centralnych. Systemowy upadek ustroju komunistycznego sprawił, iż przeważająca frakcja tych podmiotów skazana została na likwidację, bez możliwości naprawy czy ogólnej reorganizacji¹⁰. W związku ze szczątkowym dostępem do wiedzy i metod restrukturyzacji, większość istotnych podmiotów mierzących się z kłopotami generowanymi przez nową rzeczywistość musiała upaść. Pokłosiem tego były masowe problemy społeczne związane z upadkiem kluczowych przedsiębiorstw, które nierzadko stanowiły o bogactwie całego regionu. Skutki społeczne było wielowymiarowe, a zaliczyć można do nich m.in. spadek jakości życia, niepokoje obywatelskie czy wzrost przestępczości pospolitej. Zdarzenia te nie obrazują pełnego katalogu konsekwencji masowych bankructw przedsiębiorstw w Europie Wschodniej w latach 1991–1994. Do innych prawdopodobnych skutków w tamtych latach zaliczyć można problemy społeczne, które powiązano w ostatnich latach z problemem bankructwa, m.in. szerzenie się uzależnień od alkoholu i środków odurzających wśród osób, które przez masowe likwidacje zakładów trwale utraciły zatrudnienie¹¹. Badania przyczyn i konsekwencji upadłości przedsiębiorstw na Ukrainie, realizowane w latach 2010–2016, pozwoliły potwierdzić związek między częstotliwością likwidacji a erozją jakości życia społecznego¹². Autorzy badań wyjaśniają, iż wysoki odsetek likwidacji przyczynia się zauważalnie do wzrostu stopy bezrobocia oraz spadku wpływów podatkowych do budżetu. Pogorszenie sytuacji budżetowej jest wynikiem ubytku liczby przedsiębiorstw-podatników jak i wzrostu nakładów na instrumenty wsparcia dla

⁹ *Too big to fail* – zbyt duży, by upaść.

¹⁰ Reorganizacja, czy szerzej – restrukturyzacja, była w tamtych czasach procesem egzotycznym. Podejście ukierunkowane na naprawę przedsiębiorstw co do zasady w Europie wschodniej nie funkcjonowało. Brakowało wiedzy, umiejętności, a przede wszystkim legislacyjnego wsparcia wyodrębnionych przepisów prawa.

¹¹ J.E. Grant, L. Schreiber, B.L. Odlaug, S.W. Kim (2010). Pathologic gambling and bankruptcy. *Comprehensive psychiatry*, 51.

¹² O. Grybivenko (2017). Social and economic consequences of bankruptcy of the companies in Ukraine. *EUREKA: Social and Humanities*, 2, 7–8.

bezrobotnych. Implikuje to w dalszym etapie spadek liczności jak i jakości realizowanych usług publicznych dla społeczeństwa. W związku z tym zauważyć można, iż problem masowych upadłości likwidacyjnych może przyczynić się do spadku jakości dóbr i usług zapewnianych przez państwo, co również bezpośrednio przekłada się na jakość życia społeczeństwa.

Szczególnym przypadkiem prowadzącym do ponadprzeciętnego piętrzenia się problemów natury społecznej są upadłości podmiotów zajmujących niegdyś silną pozycję konkurencyjną w danym regionie. Sytuację tę obrazuje nierzadko problem wysokiej koncentracji rynkowej¹³, nie tylko w ujęciu wyrobu gotowego (monopoliści), ale również w przypadku monopolu na czynnik pracy (monopson¹⁴). Badania dotyczące oceny wpływu zagrożenia finansowego na społeczność lokalną zrealizowały m.in. Justyna Franc-Dąbrowska, Małgorzata Porada-Rochoń i Radosław Suwała¹⁵. Zespół badawczy dowiódł, iż w szczególności w społecznościach lokalnych upadłość przedsiębiorstwa może prowadzić do tzw. „transferu upadłości” do lokalnej społeczności, czego wynikiem może być pogorszenie sytuacji ludzkiej w całym regionie. Za przykład mogą posłużyć spektakularne upadłości w polskim przemyśle stoczniowym¹⁶, które oprócz niebagatelnego strukturalnego wpływu na gospodarkę kraju, były punktem zapalnym dla wielu społecznych problemów regionalnych. Niemniej skomplikowana wydaje się sytuacja polskiego górnictwa węglowego. Duża liczba podmiotów związanych z sektorem węglowym co do zasady powinna już dawno upaść (przesłanką upadłości jest tu zjawisko generowania przychodów poniżej kosztów zmiennych wydobycia czy utrwalony ujemny kapitał własny). Od wielu lat niezmiennie jednak, kolejne rządy nie podejmują zdecydowanych prób rozwiązania tego problemu, m.in. z racji nieobliczalnych kosztów społecznych szybkiej i nagłej restrukturyzacji tego sektora. Wydaje się zatem, że wyjątkowo wymagającą sytuacją w dylemacie: upadłość *versus* restrukturyzacja jest przypadek podmiotów kontrolowanych przez Skarb Państwa. Oszacowanie potencjalnych efektów społecznych przerwania respiracji finansowej

¹³ Wysoka koncentracja rynkowa oznacza, iż większość udziałów w rynku przypada relatywnie niewielkiej liczbie przedsiębiorstw.

¹⁴ Monopson, w odróżnieniu od monopolu, jest jednostką, która działa na wysoce skoncentrowanym rynku czynnika produkcyjnego. Obrazem tego jest chociażby tzw. monopson na pracę. Przykładowo, w regionie, w którym od lat funkcjonuje jeden pracodawca zatrudniający pracowników o bardzo wąskim i wyspecjalizowanym spektrum umiejętności, staje się on *de facto* jedynym nabywcą tego czynnika w ujęciu regionalnym.

¹⁵ Szerzej: J. Franc-Dąbrowska, M. Porada-Rochoń, R. Suwała (2016). Enterprise Insolvency and the Effects on the Local and Regional Community – the Social Economy Perspective. *Acta Scientiarum Polonorum. Oeconomia*, 15(2), 37–47.

¹⁶ Zob. np.: P. Antonowicz (2009). Cykl koniunkturalny a efekt domina upadłości na przykładzie przedsiębiorstwa Nord Sp. z o.o. [w:] E. Mączyńska (red.), *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa* (s. 231–254). Warszawa: Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza.

podmiotów nieefektywnych ekonomicznie, a następnie opracowanie planu uzdrowienia podmiotu (sektora) tak, aby zniwelować opór ludzki to szczególnie wyzwanie. Nie jest tajemnicą, iż nie istnieje tutaj rozwiązanie pośrednie na kształt systemu proponowanej niegdyś alternatywy politycznej, czyli tzw. trzeciej drogi, powołanej przez B. Clintona i T. Blaira. W wyborze między upadłością a restrukturyzacją co do zasady nie istnieje trzeci scenariusz – pod warunkiem, że wykluczy się wariant wybitnie niepożądany, czyli tzw. bankructwo poprzez „cichą śmierć” lub samoistne „wyleczenie” podmiotu. Restrukturyzacja i upadłość to zatem z reguły jedyne dostępne rozwiązania dla pogrążonego w kryzysie przedsiębiorstwa. Należy również pamiętać, że kryzysy przeradzające się w upadłości bardzo często są przyczynkiem do socjalizacji strat i transferu ryzyka do społeczeństwa. Rachunek za upadłość opłacany jest nierzadko przez samych obywateli. Ma to miejsce szczególnie gdy likwidacja wynika z nieudolności czy też chciwości zarządu, a jej koszty zewnętrzne rozkładane są na innych uczestników rynku, w tym nawet na najbliższą konkurencję, o czym wspomina prestiżowy Harvard Business Review¹⁷.

¹⁷<https://hbr.org/2003/12/the-social-cost-of-fraud-and-bankruptcy>

Rozdział I

Nieuchronność sytuacji kryzysowych w cyklu życia organizacji w teorii nauk ekonomicznych

1.1. Zmieniający się paradygmat zarządzania antykryzysowego – w kierunku organizacji zorientowanej na „millenialsów”

O tym, które z przedsiębiorstw są w stanie przetrwać trudny okres, jaki niewątpliwie u każdego z nich pojawi się w określonym momencie cyklu życia, dowiadujemy się niestety *post factum*. Musimy jednak również zdawać sobie sprawę z tego, że poza zapewne wcale nie tak nielicznymi przykładami spektakularnych i trudnych

do porównania do innych organizacji przedsiębiorstw¹⁸, większość z nich powtarza jednak standardowe i często spotykane w gospodarce modele biznesowe. Powtarzanie to (ang. *benchmarking*, tj. naśladownictwo) nie jest niczym złym. Jest najbardziej bezpośrednim przejawem efektu uczenia się – zarówno w odniesieniu do samej jednostki – jako człowieka, jak i organizacji – jako celowo dobranej zbiorowości ludzi, mających w rezultacie swojej współpracy osiągnąć na płaszczyźnie gospodarczej efekt synergiczny. Również należy zaznaczyć, że powtarzanie tych schematów nie ogranicza się wyłącznie do rodzaju wykonywanej działalności gospodarczej, czy przynależności sektorowej, ale przecież ma swoje odniesienie do wzorców zachowań wewnątrzorganizacyjnych. Te zaś kreują szereg atrybutów organizacji mających ostatecznie wpływ na tzw. kulturę organizacyjną, a ta z kolei – na identyfikację organizacji i jej wyróżnienie na tle konkurencji.

Wobec powszechności zjawisk powtarzalnych w organizacji przedsiębiorstw, celowe jest formułowanie wniosków opartych na indukcji, czyli wnioskowaniu na podstawie przypadków, gdyż odpowiednia ich liczba (mnogość obserwacji) może stanowić bardzo dobrą podstawę do uogólnień i formułowania rekomendacji *in generale* dla innych przedsiębiorców. To sprawia, iż wiele omówionych dalej w książce zagadnień jest ponadsektorowych i dotyczy nie tyle wybiórczych podmiotów

¹⁸Gospodarka rynkowa z założenia dąży do różnorodności. Wymiarem tego jest demonopolizacja wpływu pojedynczych przedsiębiorstw na rynek i budowanie takiej struktury podmiotów gospodarki narodowej, aby ich koncentracja sektorowa nie była zbyt wysoka; szerzej: M. Bałtowski, M. Miszewski (2006). *Transformacja gospodarcza w Polsce*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN. s. 20, 37–38, 46. W Polsce zadania te delegowane zostały na Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów (UOKiK), który jako organ centralnej administracji rządowej, działający na podstawie ustawy z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (Dz.U. 2007 nr 50 poz. 331), ma za zadanie ochronę wewnętrznego rynku przed praktykami monopolistycznymi, w tym w szczególności działaniami związanymi z opanowaniem rynku i ustalaniem wysokich cen, co wynika z ograniczenia lub pozbawienia konsumentów możliwości wyboru substytucyjnych produktów/usług. Zgodnie z przywołanym aktem prawnym za pozycję dominującą przyjmuje się pozycję przedsiębiorcy, która umożliwia mu zapobieganie skutecznej konkurencji na rynku właściwym przez stworzenie mu możliwości działania w znacznym zakresie niezależnie od konkurentów, kontrahentów oraz konsumentów; domniemywa się, że przedsiębiorca ma pozycję dominującą, jeżeli jego udział w rynku właściwym przekracza 40%; art. 4 ust. 10 ustawy, Dz.U. 2007 nr 50 poz. 331. Z pojęciem demonopolizacji wiążą się również procesy liberalizacji rynku, polegające na częściowym łagodzeniu ograniczeń legislacyjnych w danej dziedzinie życia gospodarczego, co otwiera coraz szerszą przestrzeń do wolnego handlu. To zaś również stymulowane jest poprzez tzw. deregulację, oznaczającą zmniejszenie oddziaływania państwa na gospodarkę poprzez ograniczenie siły wpływu na kształtowanie równowagi cenowej oraz znoszenie regulacji prawnych ograniczających swobodę zawierania umów przez pracodawców i pracowników. To w zdecydowanej większości obszarów życia gospodarczego ma miejsce. Są jednak w gospodarce takie obszary, w których w dalszym ciągu procesy te nie spowodowały w rzeczywistości uwolnienia konsumentów od monopolistycznej przewagi jednego bądź niewielkiej grupy jednostek mających potencjał do istotnego wpływu na kształtowanie cen i warunków sprzedaży. Ma to miejsce zarówno w strategicznych obszarach gospodarki, mających znaczenie dla autonomii i bezpieczeństwa narodowego (energetyka i gazownictwo, sektor zbrojeniowy), jak i innych, gdzie o zwiększeniu liczby podmiotów decydują w dużej mierze już tylko rynkowe bariery wejścia w postaci nakładów finansowych, prognozy rentowości, efektu skali.

(z zawężonej do określonej branży jednostek), co różnych organizacji, w zachowaniach których można odnaleźć wiele wspólnego.

Od wielu już lat w literaturze z zakresu ekonomii, finansów i zarządzania można zapoznać się z zauważalnym trendem podkreślania roli zasobów niematerialnych w tworzeniu oraz rozwoju współczesnych przedsiębiorstw. Trudno z tą tezą polemizować. Istotnie, w warunkach niemal nieograniczonego dostępu do dóbr materialnych, przewagę konkurencyjną buduje to, co unikatowe, niełatwe do skopiowania i powielenia w innym modelu biznesowym, a także stanowiące jego wyróżnik.

1.2. Znaczenie zasobów niematerialnych w rozwoju organizacji przeszłości – zarządzanie antykryzysowe

Zasoby niematerialne stanowią dość niejednorodną definicyjnie postać niematerialnych wartości dla organizacji, które z uwagi na brak postaci fizycznej mogą być trudne do jednoznacznego zidentyfikowania, a tym bardziej wycenienia. Wśród naukowców toczy się dyskusja na temat nie tyle ich samego znaczenia, bo to na przestrzeni kolejnych lat ewolucji gospodarczej wzrosło w znaczącym zakresie, ile samej ich definicji. Rada Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (MSR 38) sformułowała ich definicję, która podkreśla, że „składnik wartości niematerialnych to możliwy do zidentyfikowania niepieniężny składnik aktywów, nieposiadający postaci fizycznej”¹⁹. Zgodnie z treścią MSR 38 p. 9, zasoby materialne to m.in.: wiedza naukowa lub techniczna, projektowanie i wdrażanie nowych procesów lub systemów, licencje, własność intelektualna, znajomość rynku oraz znaki towarowe (łącznie z marką), a także programy komputerowe, patenty, prawa autorskie, wykazy odbiorców, *franchising*, relacje z odbiorcami i dostawcami (w tym również poziom ich lojalności), udział w rynku oraz prawa marketingowe²⁰.

Pomimo iż wymienione powyżej przykłady wartości niematerialnych nie stanowią zamkniętego katalogu, to jednak w sposób dość przybliżony wskazują na potencjał, jaki posiadają one w tworzeniu, rozwoju i utrzymaniu pozycji konkurencyjnej współczesnych przedsiębiorstw. To one stanowią i w dużym stopniu najprawdopodobniej będą stanowiły najważniejszy katalizator rozwoju przyszłych

¹⁹ Międzynarodowy Standard Rachunkowości MSR 38, *Wartości niematerialne*, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, L 320/252, 29.11.2008.

²⁰ Aby zaliczyć w poczet zasobów niematerialnych dany składnik, musi mieć on atrybut identyfikowalności, aby możliwe było odróżnienie go od wartości firmy. Identyfikowalność ta spełniona jest natomiast, gdy: (1) składnik ten można wyodrębnić (wyłączyć lub wydzielić) z jednostki i sprzedać, przekazać, licencjonować lub oddać do odpłatnego użytkowania osobom trzecim; (2) wynika z tytułów umownych lub innych tytułów prawnych, bez względu na to, czy są one zbywalne lub możliwe do wyodrębnienia z jednostki lub innych tytułów lub zobowiązań. Ibidem, p. 12 a) i b).

organizacji (nie tylko gospodarczych, ale także instytucji publicznych). Zasoby niematerialne ściśle związane są z wykorzystaniem potencjału ludzkiego, jaki poprzez efekty synergiczne, w tym również związane z wykorzystaniem nowych technologii IT, może prowadzić do wzrostu organizacji.

Do pewnego etapu rozwoju przedsiębiorstwa możliwe jest zarządzanie intuicyjne, oparte również na charyzmatycznym przywództwie jednego aktora. Jednak po przekroczeniu pewnego progu nadchodzi czas na wprowadzenie koniecznych dla profesjonalnego, tj. świadomego i ukierunkowanego na założone cele strategiczne, zarządzania organizacją. Niezwykle ważną rolę będzie odgrywała kultura organizacyjna, elastyczność i nastawienie pracowników na rozwój, w tym również przyjęcie zmiany jako aksjomatu działania w organizacji. Zarządzanie antykryzysowe to świadomie kreowana polityka budowania właściwej tkanki organizacyjnej, gdzie relacje pomiędzy jej członkami oparte są na lojalności i gotowości do działania nie tylko w okresie hossy, ale także w sytuacji, gdy pojawią się przesłanki sytuacji kryzysowej. Celowo w sformułowaniu tym podkreślamy rolę działania świadomego. Nie deprecjonujemy roli intuicji w biznesie, bo ta oparta jest przecież na indukcji, czyli historycznie doświadczonych zdarzeniach, mających wpływ na poziom wiedzy menedżerskiej. Jednak świadomość tego, do jakiej postaci kultury organizacyjnej zmierza kadra menedżerska, mająca niebagatelny wpływ na formułowanie jej ram, może stać się podstawową determinantą właściwego zarządzania kapitałem ludzkim.

Poszukując najważniejszych cech współczesnego menedżera, a jednocześnie mając na uwadze ich ukierunkowanie na zdolność organizacji do ciągłości funkcjonowania, przeprowadziliśmy nieustrukturalizowaną dyskusję z ponad 60 menedżerami średniego i wyższego szczebla różnych organizacji²¹. Wnioski z tych wywiadów można sprowadzić do trzech najważniejszych w naszej opinii, dość jednak rzadko formułowanych w literaturze przedmiotu, cech – atrybutów *sine qua non* menedżera przyszłości:

- **zdolność do akceptacji metody „zarządzania odchyleniami”** – sprowadzająca się do niekwestionowanej zmienności wszystkiego, co nas otacza, w tym

²¹ Wywiady te prowadzone były (w latach 2010–2020) z absolwentami oraz słuchaczami studiów MBA, a także kadrami zarządzającą spółkami Skarbu Państwa, jak również przedsiębiorstwami sektora prywatnego. Realizowane były zarówno w ramach projektów rozwojowych, działań eksperckich, jak również podejmowanych inicjatyw edukacyjnych z pracownikami tych podmiotów. Wśród rozmówców dominowali kierownicy i dyrektorzy biur, departamentów (m.in. strategii, rozwoju, innowacji, HR, controllingu i innych); szerzej m.in. w: P. Antonowicz, M. Marzec, P. Skrzyniarz (2020). Wykorzystanie Strategicznej Karty Wyników w budowaniu strategii innowacyjności i opracowaniu strategicznej agendy badawczej – uwarunkowania metodyczne. [w:] P. Antonowicz, P. Galiński, P. Pisarewicz, J. Siciński (red.), *Organizacyjne, procesowe i technologiczne generatory wartości organizacji* (s. 29–57). Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.

zarówno otoczenia wewnętrznego, jak i zewnętrznego organizacji. Przyjmując założenie o zmienności otoczenia, nie możemy zakładać niezmienności procesów, procedur, działań, w końcu również i zachowań poszczególnych pracowników, a także i nas samych. Reaktywność organizacji wyraża się niczym innym jak zdolnością do adaptacyjności organizacji. A tę osiągamy poprzez świadome zarządzanie odchyleniami, w opozycji do budowania kultury organizacyjnej, w której pracownicy „boją się” przyznać do zmian, odchyłeń od założonych wcześniej celów. Adaptacyjne niwelowanie niewielkich odchyłeń sprawi, że unikniemy większości zdecydowanie większych perturbacji, będących wynikiem bagatelizacji załączków sytuacji kryzysowej²². Według nas zarządzanie odchyleniami jest konieczną do przyjęcia postawą menedżerską, która zapewni horyzontalny rozwój organizacji, w kierunku, w jakim postawione zostały cele strategiczne, a nie w jakim prowadzony jest „okręt na wietrze zmian” mających swoje źródło w otoczeniu wewnętrznym i zewnętrznym organizacji.

- **ukierunkowanie na kwantyfikację** – oznaczające przyjęcie założenia, że zarządzać można procesami (zarządczymi, wspierającymi i podstawowymi) oraz wszelkimi działaniami (programami, projektami i inicjatywami – zadaniami strategicznymi)²³, które mają przede wszystkim charakter mierzalny²⁴. Ta idea powinna towarzyszyć właścicielom przedsiębiorstw, ich menedżerom generalnym oraz kadrze zarządzającej średniego szczebla, począwszy od przyjęcia metodyki zarządzania strategicznego, a więc już od samego sposobu budowania strategii organizacji. Jesteśmy zdecydowanie zwolennikami tworzenia strategii²⁵ opartej na metodyce D. Nortona i R. Kaplana – *Balanced Scorecard*²⁶. Jej wypadkową będą określone kwantytatywnie cele strategiczne, zawarte w czterech perspektywach, które powinny być indywidualnie dedykowane i odniesione do specjalizacji sektorowej danej organizacji. Cele te powinny być z jednej strony wsparte inicjatywami strategicznymi (wymienionymi z nazwy, aby można było

²² Szerzej: P. Antonowicz (2015). *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw. Teoria – praktyka gospodarcza – studia regionalne*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego. s. 80–87.

²³ Szerzej: P. Antonowicz, P. Skrzyniarz, T. Stawicka, A. Stolarz (2016). Komplementarność perspektyw Balanced Scorecard oraz zarządzania procesowego w operacjonalizacji strategii w organizacji wielo-oddziałowej na przykładzie Polskiej Spółki Gazownictwa sp. z o.o. [w:] P. Zwiech (red.), *Podejście procesowe w zarządzaniu organizacjami* (s. 127–140). Szczecin: Zapol.

²⁴ Szerzej: P. Antonowicz, P. Skrzyniarz (2016). Budowa systemu informacji zarządczej versus bariery w identyfikacji wskaźników efektywności procesów (KPI). *Zarządzanie i Finanse, Journal of Management and Finance*, 14(4), 303–313.

²⁵ Mowa tu zarówno o metodyce formułowania strategii generalnej, jak również strategii obszarowych organizacji.

²⁶ R.S. Kaplan, D.P. Norton (1992). The Balanced Scorecard – Measures That Drive Performance. *Harvard Business Review*.

okresowo dokonywać przeglądu całego pakietu strategicznego celem realizacji wyprzedzającego zarządzania „odchyleniami”), a także opomiarowanymi (przy wykorzystaniu tzw. KPI – ang. *Key Performance Indicators*) kluczowymi procesami mającymi wpływ na realizację celów strategicznych organizacji.

- **zdolność do słuchania** – niezwykle istotna cecha, jaką powinien posiadać każdy menedżer. To przyjęcie postawy uwzględniającej zdolność absorpcji wiedzy specjalistycznej od pracowników, którzy doskonale znają się na danych procesach wewnątrzorganizacyjnych, a także posiadają kompetencje i wiedzę o otoczeniu zewnętrznym organizacji. Zdolność słuchania to jedna z najwyraźniej artykułowanych swoim współpracownikom cech, świadcząca o docenieniu ich roli w organizacji, o liczeniu się z ich zdaniem. To z jednej strony nieformalnie kształtująca więzi ze współpracownikami forma ich motywacji, a z drugiej strony – doskonały sposób na merytoryczne wsparcie przy podejmowaniu nierzadko trudnych decyzji menedżerskich. Zdolność słuchania to ukierunkowanie na rozwój, a także przyjęcie roli merytorycznego decydenta. Postawa ta wcale nie musi oznaczać zarządzania partycypacyjnego (współuczestniczącego). Nie jest również wyrazem braku wiedzy, wręcz przeciwnie – wyraża docenienie specjalizacji i zdania pracowników niższego, a także tożsamego pozycji menadżera, szczebla.

Wymieniona triada normatywnych (pożądanych) cech współczesnego menedżera, a zapewne i menedżera „przyszłości”, wiąże się ściśle z różnorodnością pokoleniową, z jaką mamy do czynienia na rynku pracy. Różnorodność ta może tak samo być destrukcyjna dla organizacji, jak również może stanowić o jej przewadze konkurencyjnej. Wszystko zależy od umiejętnego, i znowu to podkreślimy – świadomego, zarządzania potencjałem różnorodności pokoleniowej pracowników²⁷.

1.3. Różnorodność pokoleniowa pracowników XXI wieku – destruktor versus generator wartości dla organizacji

Wielokrotnie podczas licznych rozmów z przedsiębiorcami pojawia się problem, z którym spotykają się oni w swojej praktyce zawodowej, a który bezpośrednio wynika z różnic światopoglądowych, jakie występują w kontakcie z rekrutowanymi przedstawicielami młodego pokolenia. Dotyczy to zasadniczo dwóch obszarów problemowych:

- relacji z nowo rekrutowanymi pracownikami – na styku: oczekiwania pracownika *versus* oczekiwania pracodawcy;

²⁷Szerzej: P. Antonowicz, A. Antonowicz, H. Czubasiewicz (2019). Dysonans relacyjny pomiędzy oczekiwaniami pracodawców i pracowników versus zarządzanie rozwojem współczesnych organizacji. [w:] P. Antonowicz, A. Antonowicz, H. Czubasiewicz (red.), *Wyzwania zarządzania zasobami ludzkimi a rozwój przedsiębiorstwa. Wybrane uwarunkowania* (s. 7–24). Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.

- sukcesji przedsiębiorstw – wysokiego poziomu asertywności wobec przejścia dojrzałego już biznesu przez kolejne pokolenie (sukcesorów) w obliczu przejścia na emeryturę jej dotychczasowych właścicieli/osób zarządzających.

Zapewne sytuacja ta zawsze miała miejsce, jednak z dużym prawdopodobieństwem można zaryzykować stwierdzenie, że po raz pierwszy w ewolucji gospodarczej i społecznej naszego kraju (a także szerzej) ma miejsce, tak dalece różny od dotychczasowego, potencjał osobowościowy osób wchodzących na rynek pracy, w szczególności gdy porównamy go z oczekiwaniami obecnych pracodawców.

Faktu zmian na rynku pracy nie da się zakwestionować. Są one, jak zostało wcześniej podkreślone, immanentną cechą naszego otoczenia. Zatem i tu pojawia się przestrzeń do adaptacji i zmian w podejściu menedżerskim do nowo rekrutowanych pracowników. Być może warto jest zrewidować dotychczasową postawę negacji i krytycyzmu wobec tak innych norm, wartości, motywatorów i celów, jakie artykułowane są przez osoby współcześnie rozpoczynające życie zawodowe, na rzecz zrozumienia czynników, które ukształtowały znacząco inny – od dotychczas reprezentowanego przez przedstawicieli „starszego” pokolenia – światopogląd i postawę społeczną. Obecne młode pokolenie ukształtowało się w okresie dynamicznego wzrostu dostępu do Internetu, znaczenia portali społecznościowych, mediów elektronicznych i zdalnych form komunikacji. Często nie pamięta ono, bo nie doświadczyło przecież tego, czym była gospodarka permanentnych niedoborów, okres transformacji, przejścia z szeroko pojętej własności publicznej na prywatną. Proces wychowawczy odbywał się w dobie niepohamowanego konsumpcjonizmu, będącego również wynikiem gwałtownego wzrostu gospodarczego, a także zmian infrastrukturalnych, widocznych w szczególności po okresie akcesji Polski do Unii Europejskiej. Niejednokrotnie przeplatał się on z bardzo intensywnym życiem zawodowym ich rodziców, którzy rozwijając w latach 90-tych i późniejszych swoje przedsiębiorstwa, borykali się z licznymi problemami formalnymi, biurokratycznymi i lawinową skalą zmian legislacyjnych, mających miejsce na stale zmieniającym się i transformującym rynku wschodzącej gospodarki wolnorynkowej.

To niewątpliwie tak interesujący, jak i niezwykle trudny okres w ich życiorysie zawodowym. Stąd właśnie podczas wykładu gościnnego dla przedsiębiorców zrzeszonych w jednym z regionalnych klubów biznesu – pojawiła się wypowiedź jednego z przedstawicieli pracodawców, który zauważył, że ma problem „z przekazaniem swojego biznesu synowi”, gdyż ten „nie jest zainteresowany tak dużym poświęceniem się pracy, jaką obserwował dorastając bez stałe nieobecnego (gdyż zapracowanego) ojca”. Przykład ten spotkał się z dużym zrozumieniem wielu innych osób uczestniczących w debacie popularnonaukowej; stąd stał się również przyczynkiem do tego, aby podkreślić, iż nie jest to spektakularna i odosobniona

sytuacja, a raczej powszechnie występujący problem na poziomie sukcesji przedsiębiorstw przez kolejne pokolenie.

Prof. Tomasz Kafka²⁸, zajmujący się problematyką różnic pokoleniowych na rynku pracy, w bardzo trafny sposób określił podstawową różnicę pomiędzy pokoleniem współczesnych menedżerów – określanych jako przedstawiciele schodzącego już z rynku pracy pokolenia BB (1946–1964)²⁹ i ich następcy – osoby z generacji X (1965–1979) zarządzający obecnie przedsiębiorstwami, a młodymi przedstawicielami tzw. pokolenia „milenialsów” (ang. *Millennials*) – wchodzącymi na rynek pracy. Według Kafki „ci pierwsi żyją – by pracować, w przeciwieństwie do drugich, którzy pracują – by żyć”.

Praca traktowana jako środek do zaspokajania innych wartości odsuwa w pewnym stopniu na dalsze tło ambicje zawodowe. Jest wyrazem zdecydowanie większej wolności – wolności, o której już w latach 70-tych ubiegłego wieku pisał w traktacie filozoficznym *To Have or to Be* Erich Seligmann Fromm (1900–1980): *If I am what I have and if what I have is lost, who then am I? Nobody but a defeated, deflated, pathetic testimony to a wrong way of living*³⁰.

Dochodzimy więc w tym miejscu do kluczowego zagadnienia, jakim jest moda i bynajmniej słusznie upowszechniana koncepcja „minimalizmu” jako ideologii wynikającej – jak trafnie zauważa J. Kramarczyk – wprost z faktu, iż „symptomy nadwyżki rzeczy, ich tymczasowość oraz nieograniczona zastępowalność nowymi produktami sprawiają, że możemy obserwować coraz większy sprzeciw jednostek czy niektórych grup społecznych wobec rzeczywistości hiperkonsumpcyjnej”³¹. Minimalizm ten doskonale wpisuje się w szeroko opisywane w literaturze ekonomicznej pojęcie ekonomii współdzielenia (ang. *Sharing Economy*) – terminu tak powszechnie dziś używanego, a *de facto* mającego dość długą już historię (Marcus Felson oraz Joe L. Spaeth, 1978)³².

²⁸ Pracownik naukowy Katedry Organizacji i Zarządzania na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego.

²⁹ Tzw. Pokolenie *Baby boomers*, po którym nadeszło Pokolenie X (do 1979 r.), a kolejne (Pokolenie Y – osoby urodzone w latach: 1980–1989) to pierwsza generacja osób określanych mianem tzw. Pokolenia „milenialsów”; szerzej m.in.: M. Walków (2020). *Pokolenia na rynku pracy w Polsce – kim są baby boomers, X, Y i C?* <https://businessinsider.com.pl/> (dostęp: 10.05.2020).

³⁰ E. Fromm (1976). *To Have or To Be*. Nowy Jork: Bloomsbury Publishing PLC.

³¹ J. Kramarczyk (2015). Mieć czy być. Minimalizm jako przykład świadomości konsumpcji w świetle badań własnych. [w:] W. Patrzalek (red.), *Konsumpcja jako forma komunikacji społecznej. Nowe paradygmaty i konteksty badawcze. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 414.

³² M. Felson, J.L. Spaeth (1978). Community Structure and Collaborative Consumption: A routine activity approach. *American Behavioral Scientist*, 21, 614–24.

1.4. *Sharing Economy* i post-COVID-19-owe tendencje w zarządzaniu zasobami ludzkimi

Radykalna zmiana dotychczasowej orientacji konsumenckiej na model umożliwiający osiągnięcie wzrostu efektywności wykorzystania zasobów poprzez wspólne ich dzielenie (kupowanie, współtworzenie czy współużytkowanie) może być doskonale wzmocniona zjawiskami, jakie zostały zaobserwowane przez pracodawców podczas ostatniego globalnego kryzysu wywołanego jednostką chorobową COVID-19 (w Polsce od połowy marca 2020³³). Okazało się bowiem, że zdalny wymiar pracy (ang. *home office*) może nie tylko być odpowiedzią na to, w jaki sposób zarządzać organizacją w dobie wyjątkowych i trudnych do wcześniejszego przewidzenia restrykcji i obostrzeń związanych z rozprzestrzeniającą się pandemią, ale także może być doskonałym sposobem szybkiej optymalizacji kosztowej procesów podstawowych.

W przedsiębiorstwach, które właściwie zarządzały tzw. „różnorodnością” kapitału ludzkiego, a zatem odpowiednio przygotowały się do wykorzystania opisanych wyżej postaw społecznych przedstawicieli Pokolenia Y (ang. *Generation Y*), czyli wspomnianego już wyżej pokolenia „millenialsów”, pojawiała się nie tylko efektywna perspektywa zaferowania pracy odpowiadającej oczekiwaniom przedstawicieli tego właśnie pokolenia, ale także pracy, której koszty można znacząco obniżyć w wyniku uelastycznienia formy i przejścia z dotychczasowego czasowego trybu pracy na *stricte* zadaniowy, a także tam, gdzie było to możliwe z punktu widzenia wdrożenia odpowiednich standardów zarządzania – na tryb projektowy. Co najważniejsze, odbyło się to bez utraty efektywności tych pracowników. To zaskakujące, ale być może właśnie dlatego, że cała „operacja” zmiany na rynku pracy i konieczności dostosowania organizacji do absolutnie nowych warunków odbywała się właśnie przy udziale przedstawicieli pokolenia Y oraz C³⁴.

Osoby te z jednej strony są elastyczne jako nowi pracownicy, którzy po okresie edukacji wychodzą na rynek pracy ze świadomością konieczności dostosowania się i pewnego rodzaju dopasowania swoich zachowań do tego, co ich spotyka w życiu zawodowym. Z drugiej zaś strony elastyczność tę i wysoką adaptacyjność mają doskonale przetrenowane na poziomie zmieniającej się już formy kształcenia, często

³³To symboliczna data przełomowego i krytycznego zarazem punktu rozwoju pandemii COVID-19, skorelowana z najniższym poziomem wyceny akcji notowanych na GPW, a także z podjęciem przez Rząd RP decyzji o wstrzymaniu dotychczasowej formy edukacji na poziomie szkolnictwa podstawowego i średniego (a w ślad za tymi decyzjami – również i w zakresie zmian kształcenia na poziomie uczelni wyższych), jak również ze stanem tzw. „zamrożenia gospodarki”. Obserwacja światowych indeksów giełdowych pozwalała dostrzec wyjątkowy niepokój inwestorów, który *de facto* rozpoczął się od początku 2020 r.

³⁴W nomenklaturze popularno-naukowej i naukowej przyjmuje się określać jako pokolenie C – osoby urodzone po 1990 r.

opartej właśnie na pracy zadaniowej, projektowej, a także szeroko pojętym PBL³⁵, który de facto jest doskonałym przygotowaniem do tego, co ich czeka w życiu zawodowym. W opinii autorów opracowania sukces tych organizacji, które skutecznie – tzn. efektywnie wprowadziły zdatną formę pracy pozwalającą na realizację procesów (i projektów) przynajmniej na takim samym jak dotychczas poziomie, w porównaniu z okresem przed COVID-owym, był wypadkową w głównej mierze wiązki nakładających się zjawisk, do których bardziej bądź mniej świadomie organizacje te przygotowywały się co najmniej od ostatniej dekady:

- coraz bardziej upowszechniana forma pracy projektowej, gdzie nie *stricte* godziny spędzone w pracy (mamy tu na myśli np. pracę od 8:00 do 16:00) będą stanowiły o poziomie wynagrodzenia, a jej jakość i poziom realizacji – zgodnie z wyznaczonymi harmonogramami – zatem przejście od paradygmatu pracy czasowej na pracę zadaniową i projektową (ang. *Project Management*);
- stopniowe przechodzenie biznesu w ostatnich latach na formułę zdalnie organizowanych spotkań projektowych oraz coraz szersze wykorzystywanie narzędzi IT do skutecznej komunikacji elektronicznej, zwiększające szansę na szybką i konstruktywną wymianę poglądów (również w dobie internacjonalizacji przedsiębiorstw i realizacji coraz większej liczby projektów przez zespoły międzynarodowe), co było determinowane m.in. upowszechnianiem się procesów outsourcingowych;
- wejścia na rynek wspomnianych wyżej przedstawicieli pokolenia „millenialsów”, nie tylko doskonale radzących sobie w ww. warunkach, ale również upatrujących największych korzyści właśnie w pracy zdalnej, wspartej technologią IT, pozwalającej na samodecydowanie o tempie, godzinach i sposobie realizacji wyznaczanych zadań.

Bezpośrednio możemy, w sposób intuicyjnie prosty, zauważyć, że koszty realizacji pracy zdalnej w okresie pandemii, przy założeniu utrzymania dotychczasowej

³⁵PBL – (ang. *Project Based Learning*), koncepcja nauczania poprzez zintegrowane projekty (często traktowane jako ścieżki edukacyjne realizowane na poziomie projektu skupiającego kilka przedmiotów oferowanych w programie kształcenia na danej specjalności studiów), kształtujące następujące kompetencje u studentów: (1) krytycznej oceny (myślenia i wnioskowania); (2) współpracy (pracy w zespołach); (3) komunikacji (pomiędzy osobami o różnych charakterach i osobowościach); (4) kreatywności i innowacyjności; (5) samodzielności i podejmowania decyzji, w ślad za którymi płyną określone konsekwencje; (6) holistycznego (globalnego) myślenia (zarówno w kategorii projektu jako złożonej wiązki zadań prowadzących do określonego rezultatu, jak również rozumowania na poziomie międzykulturowym, ponadregionalnym); (7) zdolności do pragmatycznego wykorzystania zdobytej wiedzy w praktyce (zawodowej); (8) wykorzystywania technologii (m.in. IT) do twórczego rozwiązywania problemów; szerzej m.in.: S. Bell (2010). *Project-Based Learning for the 21st Century: Skills for the Future. The Clearing House: A Journal of Educational Strategies, Issues and Ideas*, 83(2), 39–43; J. Ravitz, N. Hixson, M. English, J. Mergendoller (2012). *Using project based learning to teach 21st century skills: Findings from a statewide initiative*. American Educational Research Association Conference, Vancouver, Canada 2012 Apr 16 (Vol. 16).

efektywności pracowników, mogły zostać obniżone w wyniku oszczędności na najmie powierzchni biurowych oraz kosztach im towarzyszących (energia, media itp.). Jednak koszyk oszczędności jest o wiele szerszy, niż to na pozór wygląda. Musimy również przede wszystkim zwrócić uwagę na alternatywne możliwości wykorzystania czasu, jaki dotychczas pracownicy poświęcali na logistykę (dojazd do i z pracy, delegacje). To z kolei z jednej strony w skali globalnej ma wpływ na koszty środowiskowe, z drugiej pozwala w zdecydowanie większym stopniu (właśnie w wyniku zaoszczędzonego czasu) zachować tak ważną i niejednokrotnie utraconą równowagę *work-life balance* (dalej: WLB).

1.5. Zarządzanie antykrzysowe przyszłości – w zgodzie z ideą *work-life balance*

Skoro tak dużo miejsca poświęciliśmy różnicom pokoleniowym i zasadniczym zmianom, przed którymi stoją dziś jeszcze tak funkcjonujące – a jutro wprost zmuszone do wprowadzenia istotnych zmian zarządczych – organizacje, to warto wyartykułować to, czego wprost oczekuje od pracy korporacyjnej pokolenie „millenialsów”. Dotychczasowe marzenie o pracy tak dalece zdalnej, że wystarczy laptop i urządzenie mobilne typu *smartphone*, nabrało wyjątkowo realnego znaczenia i stało się codzienną praktyką pracowników wielu sektorów w dobie zamknięcia gospodarki, tj. od marca 2020 r. Pomimo zniesienia trzy miesiące później najistotniejszych restrykcji i stopniowego „odmrażania” gospodarki, wiele przedsiębiorstw (w tym również w sektorze finansowym) działało dalej na zmienionych etatach, zachowując przy tym minimum kontaktu fizycznego pracowników między sobą. Praca zmienna to np. 2-tygodniowe dyżury w biurze realizowane na przemian z pracą typu *home office* w kolejnych 2 tygodniach miesiąca. Stało się to na tyle powszechną praktyką, że spodziewać się można utrzymania tego trendu, nie tylko w celu uniknięcia potencjalnego zagrożenia koronawirusem, ale również z uwagi na wymierne korzyści na poziomie kosztów dla pracodawców oraz wygody i akceptacji tej formy pracy przez pracowników.

Okazało się, że można w sposób bardzo sprawny prowadzić dotychczasowe projekty, zarządzać zdalnie zespołami, prowadzić na równie efektywnym poziomie szereg procesów, czy (jak miało to miejsce na uczelniach i w sektorze szeroko pojętego szkolnictwa) prowadzić zdalne nauczanie. Byliśmy do tego o wiele bardziej przygotowani, niż można było oczekiwać jeszcze kilka miesięcy temu, kiedy trudno było spodziewać się takiego nagłego załamania gospodarki i przyspieszenia restrykcji wywołanych pandemią COVID-19. Doskonałą syntezę przekrojową dotychczasowych kryzysów globalnych, uwzględniając w tym obecną (2020) sytuację społeczno-gospodarczą Polski i świata, a także ekstrapolację zmian, jakie

niewątpliwie nastąpią w przyszłości, przeprowadził E. Bendyk. Zauważył on, iż „wszystko szczęśliwie wskazuje na to, że pandemia COVID-19 nie będzie tak mordercza, jak poprzednie wielkie pandemie. Ma charakter »wirtualnej plagi« (...) ze światem komunikuje się jednak głównie przez media, które z kolei wykorzystują różnorodne techniki wizualizacji, by unaocznić to, czego nie widać – siejące płoch i spustoszenie maleństwo”³⁶. Kluczowe i jednocześnie niezwykle trafne w tej ocenie wydaje się być stwierdzenie o „pandemii wirtualnej”.

Facebook – społecznościowy portal, będący potężnym narzędziem szybkiej dystrybucji informacji, zgodnie z upublicznianymi statystykami skupiał na koniec 2019 r. ponad 2,41 miliarda³⁷ użytkowników z całego świata. Doniesienia z okresu pandemii COVID-19 za okres Q1 2020, w opinii M. Zuckerberga, pokazują, że „po raz pierwszy w historii ponad 3 miliardy ludzi w miesiącu aktywnie korzystało z Facebooka, Instagrama, WhatsAppa lub Messengera”³⁸. W dobie ostatniego globalnego kryzysu finansowego, tj. w latach 2007–2009 (na rynku kredytów hipotecznych wysokiego ryzyka w USA) portal ten (założony w 2004 r.) skupiał nieco ponad 500 mln użytkowników, więc około 6-krotnie mniej niż obecnie. Dodatkowo w okresie ostatniej dekady nastąpiła bardzo duża zmiana społeczna i cywilizacyjna, będąca bezpośrednią konsekwencją szerokopasmowego dostępu do Internetu i upowszechnienia kanałów komunikacji elektronicznej oraz znaczenia szeroko pojętych mediów społecznościowych. W wielu aspektach naszego życia nastąpiły w ostatnich dwóch dziesięcioleciach bardzo duże zmiany, których na co dzień nie odczuwamy, gdyż jesteśmy nie tylko świadkami, ale przede wszystkim ich uczestnikami. Tym samym wspomniana „wirtualna pandemia” jest wypadkową zmian, jakie poczyniliśmy w ostatnich latach i które jednocześnie w chwili obecnej generują olbrzymi chaos informacyjny.

Ostatnie dwie dekady silnego wzrostu gospodarczego pozwoliły tak dalece zrewidować rynek pracy, że stał się on bezsprzecznie tzw. „rynkiem pracownika”. Przewagą negocjacyjną była zdecydowanie po stronie pracowników, którzy mając świadomość obniżanej z roku na rok stopy bezrobocia, a z drugiej strony – coraz większych potrzeb kadrowych ekspansywnie rozwijających się organizacji, mogli do pewnego stopnia realnie dyktować satysfakcjonujące dla nich warunki pracy. Stąd też pojawiała się przestrzeń do realnego wdrażania w życie idei *work-life*

³⁶ E. Bendyk (2020). *W Polsce, czyli wszędzie, Rzecz o upadku i przyszłości świata*. Warszawa: Wydawnictwo POLITYKA Sp. z o.o. SKA. s. 15–26.

³⁷ Facebook, *Internet World Stats*, dane na Q3 2019 (dostęp: 01.06.2020).

³⁸ R. Gdak (2020). *Facebook bije rekordy w czasie pandemii. 3 mld ludzi korzysta z Facebooka, Instagrama, Messengera i WhatsAppa*, <https://spidersweb.pl/2020/04/facebook-wyniki-1-kwartal-2020-rekordy.html> (dostęp: 10.07.2020).

balance (WLB³⁹) – idei, która bynajmniej nie jest odkryciem XXI w., gdyż została zapoczątkowana już w latach 70-tych, m.in. w wyniku pojawienia się książki Rosa-beth Moss Kanter⁴⁰, traktującej o równowadze pomiędzy życiem zawodowym a prywatnym, na podstawie badań prowadzonych na organizacjach w USA⁴¹.

Idea zbalansowanego, ergonomicznego oraz „higienicznego” trybu życia zawodowego oraz prywatnego jest niezwykle cenną wskazówką dla budowania właściwych i ważnych dla pokolenia „millenialsów” wartości, zogniskowanych w szeroko pojętej kulturze organizacyjnej przedsiębiorstwa przyszłości. To z pewnością jeden z właściwych drogowskazów kreowania długoterminowego przywiązania (lojalności) pracowników do organizacji. To również horyzontalnie ukierunkowane zarządzanie antykrzysowe, polegające na stworzeniu właściwych relacji z pracownikami, które jednak budowane muszą być w okresie dobrej koniunktury, aby tak zdefiniowany potencjał relacyjny miał szansę przetrwania w okresie kryzysu właściwego w organizacji bądź w sektorze.

Okres gospodarczej zapaści jest doskonałym sprawdzianem tego, jak skuteczne i realne jest zarządzanie antykrzysowe w organizacjach. Brak dywersyfikacji w odniesieniu nie tylko do rynków zbytu, ale także do dostawców⁴² może stać się podstawowym katalizatorem utraty wartości przedsiębiorstwa, a w krótkim okresie – determinantą obniżenia zdolności do realizacji działalności operacyjnej; powoduje także zachwianie płynności finansowej. Stąd też krótkookresowo zorientowane zarządzanie antykrzysowe będzie skoncentrowane na zapewnieniu odpowiedniego dopływu gotówki, aby utrzymać właściwe relacje z pracownikami i odbiorcami. Mogą one być fundamentem pozwalającym przetrwać organizacji w obliczu zagrażającej jej utraty płynności finansowej, której konsekwencją – w najbardziej pesymistycznym scenariuszu – może być utrata wypłacalności.

³⁹ Szerzej na temat WBL w obliczu pandemii koronawirusa m.in.: B. Godlewska-Bujok (2020). Work-life balance i koronakryzys. Kilka uwag o procesach i ich konsekwencjach. *Praca i zabezpieczenie społeczne*, t. LXI, 5, 3–8.

⁴⁰ R.M. Kanter (1977). *Work and family in the United States: A critical review and agenda for research and policy*. Nowy Jork: Russell Sage Foundation.

⁴¹ Szerzej: N.R. Lockwood (2003). Work/Life Balance. Challenges and Solutions. *SHRM Research*, s. 2; D. Walentek (2019). Koncepcja Work Life Balance a efektywność pracy. *Archiwum Wiedzy Inżynierskiej*, t. 4, 1, 19–21.

⁴² Zgodnie z klasycznym już dzisiaj Modelem 5 Sił M.E. Portera; szerzej m.in.: M.E. Porter (2000). *Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne; A. Antonowicz, P. Antonowicz (2014). Jakościowe metody ekonomicznej analizy otoczenia bliższego w projektach inwestycyjnych – ocena szans powodzenia projektu z mikroperspektywy. [w:] J. Sadjkowska, M. Chmielewski (red.), *Zarządzanie projektami – wybrane aspekty* (s. 51–76). Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.

1.6. Zarządzanie kryzysowe w organizacji w kontekście legislacyjnym

Istnieje szereg terminów związanych z trudną, pejoratywnie ocenianą i zarazem newralgiczną sytuacją w cyklu życia organizacji, które albo traktowane są jako synonimy, albo równie niepoprawnie używane są w piśmiennictwie popularnym (a czasem niestety również i naukowym) bez wyraźnie zarysowanych granic ich definicji i interpretacji. Do pojęć tych zaliczyć należy w szczególności takie terminy jak: likwidacja, upadłość i restrukturyzacja przedsiębiorstwa, a także równie odległe od siebie znaczeniowo pojęcia sytuacji kryzysowej, kryzysu oraz bankructwa. Istotny w poruszanej problematyce, a jednocześnie różnie osadzany w piśmiennictwie, katalog pojęciowy można zamknąć w końcu na takich pojęciach jak: rzetelność i wiarygodność finansowa, płynność finansowa, czy w końcu wypłacalność. Jednocześnie jednym z paradygmatów współczesnej ekonomii jest cykliczność pojawiania się kryzysów w przedsiębiorstwie. Wynika to z faktu, że jego struktura nie może być trwale dopasowana do ciągle i dynamicznie zmieniającego się otoczenia. Konieczność funkcjonowania w warunkach niepewności powoduje, że zarządzający nigdy nie będą mieli pełnej wiedzy co do otoczenia, w jakim funkcjonuje zarządzany przez nich podmiot, a to powoduje, że przedsiębiorstwo chcąc skutecznie i efektywnie prowadzić działalność, musi reagować na zmiany wynikające z otoczenia. Najczęściej dopasowanie do zmieniających się warunków jest efektem wystąpienia większego lub mniejszego w skutkach kryzysu w przedsiębiorstwie, które może przejściowo lub trwale borykać się z nieefektywnością wynikającą z dezaktualizacji modelu funkcjonowania wobec zmian zachodzących w otoczeniu⁴³.

Jednym z najbardziej powszechnych modeli opisujących ww. zjawisko jest model cyklu życia organizacji Greinera. Bazuje on na porównaniu do życia człowieka cyklu funkcjonowania organizacji, który również charakteryzuje się różną dynamiką w zależności od „wieku”⁴⁴. Greiner wyróżnił pięć etapów funkcjonowania (ewolucji) organizacji przeplatanych rewolucjami (kryzysami)⁴⁵:

- Rozwój przez kreatywność → kryzys przywództwa,
- Rozwój przez kierowanie → kryzys autonomii,

⁴³ Zob. G. Golik-Górecka, R. Skonieczka (2018). Determinanty wzrostu i rozwoju modelu biznesowego z uwzględnieniem cyklu życia organizacji. *Zeszyty Naukowe Politechniki Poznańskiej*, 77, 49.

⁴⁴ L.E. Greiner (1972). Evolution and Revolution as Organizations Grow. *Harvard Business Review*, 50(4). Autor zauważył, że większość organizacji rozwija się poprzez reakcję na występujące kryzysy. Ponadto zauważył on, że w zależności od „wieku” organizacji, istnieje prawidłowość dotycząca potencjalnych przyczyn wymienionych kryzysów – dzięki czemu łatwiej jest je przewidywać i podejmować działania korygujące.

⁴⁵ Ibidem.

- Rozwój przez delegację → kryzys kontroli,
- Rozwój przez koordynację → kryzys biurokracji,
- Rozwój przez współpracę → kryzys wypalenia zawodowego.

Koncepcja Greinera zakłada, że istnienie kryzysów w przedsiębiorstwie jest nie tylko rzeczą normalną w ramach gospodarki rynkowej, ale jest wręcz immanentną cechą działalności gospodarczej w zmieniającym się otoczeniu⁴⁶. Zatem samo wystąpienie kryzysu nie powinno determinować ewentualnej upadłości przedsiębiorstwa; to bardziej jego dopasowanie do nowych warunków i podjęcie działań dostosowawczych (korygujących) lub prewencyjnych (proaktywnych) powinno być czynnikiem determinującym dalsze skuteczne i efektywne funkcjonowanie przedsiębiorstwa. Niepodjęcie działań dostosowawczych może bowiem skutkować takim kryzysem, który uniemożliwi utrzymanie płynności finansowej, a ta stanowi najważniejszą determinantę utrzymania działalności. Co ważne – w tym kontekście można rozpatrywać restrukturyzację jako cykliczny i naturalny element rozwoju przedsiębiorstwa. Po napotkaniu skutków niedopasowania organizacji do otoczenia rynkowego niezbędne jest podjęcie działań przywracających przedsiębiorstwu zdolność operacyjną i przewagę generującą nadwyżkę ekonomiczną, która może być przeprowadzona przez skuteczną restrukturyzację.

Konkludując powyższy wątek, można wysnuć wniosek, że to nie kryzys, lecz niepodjęcie w odpowiednim czasie działań korygujących realizowanych poprzez restrukturyzację może uniemożliwić przywrócenie działalności zdolności do generowania przewagi konkurencyjnej. Przed rozpoczęciem procesu restrukturyzacji niezbędne jest zatem wykonanie analizy, czy ewentualna restrukturyzacja może być przeprowadzona skutecznie i efektywnie z punktu widzenia następującej erozji wartości przedsiębiorstwa. W przypadku gdyby nastąpiła trwała utrata generatorów wartości – niemożliwa do prostego odtworzenia – skuteczna restrukturyzacja nie może być przeprowadzona w sposób efektywny kosztowo. Należy założyć, że progiem finansowym decydującym o możliwości podjęcia restrukturyzacji powinna być dodatnia różnica pomiędzy wartością aktywów netto w ujęciu *ex ante* po przeprowadzeniu restrukturyzacji a wartością nakładów netto w przypadku odtwarzania działalności przedsiębiorstwa „od nowa”. W każdym przypadku, gdyby różnica ta byłaby ujemna, przeprowadzanie restrukturyzacji byłoby nieefektywne.

Do 2003 r. tematyka związana z upadłością przedsiębiorstw i ewentualnym jej przeciwdziałaniem była regulowana archaicznymi przepisami w randze Rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej:

⁴⁶ Zob. A. Berezowska, I. Krzysiak (2012). *Cykl życia organizacji – etapy i zdarzenia*. Warszawa: Wydawnictwo Wyższa Szkoła Zarządzania i Prawa im. Heleny Chodkowskiej w Warszawie. s. 5–6.

- Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 24 października 1934 r. – Prawo upadłościowe,
- Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 24 października 1934 r. – Prawo o postępowaniu układowym.

Niedopasowanie przepisów do ówczesnych warunków gospodarczych i społecznych, jak i dostosowywanie przepisów do norm umożliwiających akcesję Polski do Unii Europejskiej doprowadziły do znowelizowania przepisów poprzez próbę ujednoczenia i uporządkowania tej dziedziny prawa. W związku z powyższym w marcu 2003 r. weszła w życie ustawa z dn. 28 lutego 2003 r. – Prawo upadłościowe i naprawcze. Wprowadzone przepisy w dużej mierze zmodernizowały przepisy związane z sytuacją kryzysową w przedsiębiorstwie, znacznie je dopasowując do regulacji europejskich. Zgodnie z założeniami ww. reforma oparta jest na ochronie wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa i poszanowaniu praw wierzycieli, co realizują cele regulacji⁴⁷:

- zapewnienie przedsiębiorcom i ich kontrahentom skutecznych instrumentów do restrukturyzacji przy jednoczesnej maksymalizacji ochrony praw wierzycieli;
- zapewnienie instytucjonalnej autonomii postępowań restrukturyzacyjnych w oderwaniu od stygmatyzujących postępowań upadłościowych;
- wprowadzenie zasady subsydiarności postępowania upadłościowego jako *ultima ratio* wobec ekonomicznego fiaska restrukturyzacji;
- zwiększenie uprawnień aktywnych wierzycieli;
- maksymalizacja szybkości i efektywności restrukturyzacji i upadłości;
- realizacja polityki „nowej szansy” – zapewnienie możliwości „nowego startu” przedsiębiorcom, których fiasko przedsięwzięcia gospodarczego wynika z niekorzystnej zmiany warunków ekonomicznych.

Ponadto w uzasadnieniu projektu ustawy można znaleźć założone przez ustawodawcę cele regulacji, które zostały zdefiniowane jako te spełniające następujące funkcje⁴⁸:

- funkcja sanacyjna – polegająca na przeprowadzeniu skutecznej restrukturyzacji dłużnika,
- funkcja windykacyjna – prowadząca do zaspokojenia wierzycieli dłużnika,
- funkcja profilaktyczna – umożliwiająca zapobieganie powstawania zatorów płatniczych,
- funkcja wychowawcza – umożliwiająca kształtowanie dobrych praktyk gospodarczych.

⁴⁷ A. Machowska (red.). (2021). *Prawo restrukturyzacyjne i upadłościowe*. Warszawa: Wolters Kluwer. s. 34–35 za: *Uzasadnienie rządowego projektu ustawy – Prawo restrukturyzacyjne*, VII kadencja, druk sejm. nr 2824, <http://www.sejm.gov.pl/>, s. 8 (dostęp: 29.05.2020), s. 12.

⁴⁸ Por. *Ibidem*, s. 35.

Pierwsza wymieniona funkcja – sanacyjna – to najbardziej podstawowa funkcja postępowania. Polega na doprowadzeniu do skutecznej restrukturyzacji zagrożonego upadłością podmiotu. Bez spełnienia tej funkcji niemożliwe byłoby zrealizowanie głównego celu postępowania, jak również celów dodatkowych w sposób efektywny. Odzwierciedleniem interesów wierzycieli w procesie postępowania jest funkcja windykacyjna. Polega ona na doprowadzeniu do zaspokojenia wierzycieli w sposób zadowalający a jednocześnie umożliwiający dalsze funkcjonowanie podmiotu dłużnika. Dwie pozostałe funkcje należy rozpatrywać jako funkcje dodatkowe, które mają wymiar profilaktyczno-zabezpieczający. Polegają one na zapobieżeniu występowaniu w podmiocie zatorów płatniczych oraz dysfunkcji, które mogłyby w przyszłości doprowadzić do ponownego zagrożenia wystąpieniem upadłości w restrukturyzowanym przedsiębiorstwie.

W innym ujęciu – przedmiotowym – można podzielić prawo insolwencyjne na dwa rodzaje regulacji. Pierwszy rodzaj, objęty ustawą Prawo restrukturyzacyjne, która reguluje⁴⁹:

- zawieranie przez dłużnika niewypłacalnego lub zagrożonego niewypłacalnością układu z wierzycielami oraz skutki układu,
- przeprowadzenie działań sanacyjnych.

Drugi rodzaj regulacji to te przepisy, które zawierają się w ustawie Prawo upadłościowe i regulują⁵⁰:

- zasady wspólnego dochodzenia roszczeń wierzycieli od niewypłacalnych dłużników będących przedsiębiorcami,
- zasady dochodzenia roszczeń od niewypłacalnych dłużników będącymi osobami fizycznymi nieprowadzącymi działalności gospodarczej,
- skutki ogłoszenia upadłości,
- zasady umarzania zobowiązań upadłego będącego osobą fizyczną.

Można zatem powiedzieć, że przedmiotem zainteresowania ustawodawcy jest przede wszystkim doprowadzenie do zaspokojenia potrzeb wierzycieli – zachowując przy tym prawo dłużnika do kontynuacji działalności. Nie jest to więc dążenie do całkowitej wyprzedaży majątku dłużnika w celu wygenerowania jak największej ilości środków finansowych i przeznaczenie ich na spłatę wierzytelności, ale próba odnalezienia punktu równowagi między zachowaniem możliwości kontynuacji działalności przez przedsiębiorstwo a zaspokojeniem potrzeb wierzycieli.

Reforma postępowania restrukturyzacyjnego w dużej mierze koncentrowała się na usprawnieniu procesu postępowania. Jednym z założeń było odciążenie sądów

⁴⁹ Ibidem, s. 41.

⁵⁰ Ibidem.

od wielu czynności, które mogłyby w odpowiednich okolicznościach być wykonywane przez inne wyspecjalizowane podmioty. W związku z powyższym część czynności⁵¹ jest wykonywanych przez dłużnika lub jego pełnomocników (agentów – np. doradcy restrukturyzacyjni), którzy kontrolowani przez nadzorcę lub zarządcę wykonują czynności doprowadzające do zawarcia układu i realizacji skutecznej restrukturyzacji. Organami pozasądowymi postępowania restrukturyzacyjnego są⁵²:

- a) nadzorca (nadzorca układu albo nadzorca sądowy),
- b) zarządca.

Nadzorca układu pełni nadzór nad czynnościami dłużnika w postępowaniu o zatwierdzenie układu. Nadzorca układu nie ogranicza dłużnika w zarządzie jego majątkiem (art. 38 ust. 1 p.r.), a jego rolą jest raczej pomoc dłużnikowi w przeprowadzeniu restrukturyzacji, przygotowaniu propozycji układowych i przeprowadzeniu głosowania nad układem. Do obowiązków nadzorcy sądowego będzie należało w szczególności (art. 43 i art. 44 p.r.)⁵³:

1. wyrażanie zgody na dokonanie przez dłużnika czynności przekraczających zakres zwykłego zarządu, chyba że ustawa przewiduje zgodę rady wierzycieli;
2. zawiadomienie wierzycieli o otwarciu postępowania restrukturyzacyjnego;
3. sporządzenie planu restrukturyzacyjnego;
4. sporządzenie spisu wierzycieli;
5. w przyspieszonym postępowaniu układowym sporządzenie spisu wierzycieli spornych;
6. ocena propozycji układowych, w tym, w razie potrzeby, doradztwo w zakresie ich zmiany w celu zapewnienia zgodności z prawem i możliwości ich wykonania;
7. podejmowanie działań w celu złożenia przez wierzycieli możliwie największej liczby ważnych głosów;
8. udział w zgromadzeniu wierzycieli;
9. złożenie opinii o możliwości wykonania układu.

Drugim organem pozasądowym, który uczestniczy w postępowaniu restrukturyzacyjnym jest organ zarządczy. Do obowiązków zarządcy będzie należeć w szczególności (art. 55 p.r. oraz stosowany odpowiednio art. 44 i art. 45 p.r.)⁵⁴:

⁵¹ Ilość i zakres czynności, które mogą być wykonywane bez uczestnictwa sądu, a pod nadzorem zależy m.in. od rodzaju postępowania restrukturyzacyjnego. Bardziej szczegółowo to zagadnienie będzie omówione w dalszej części.

⁵² *Uzasadnienie...*, op. cit., s. 23.

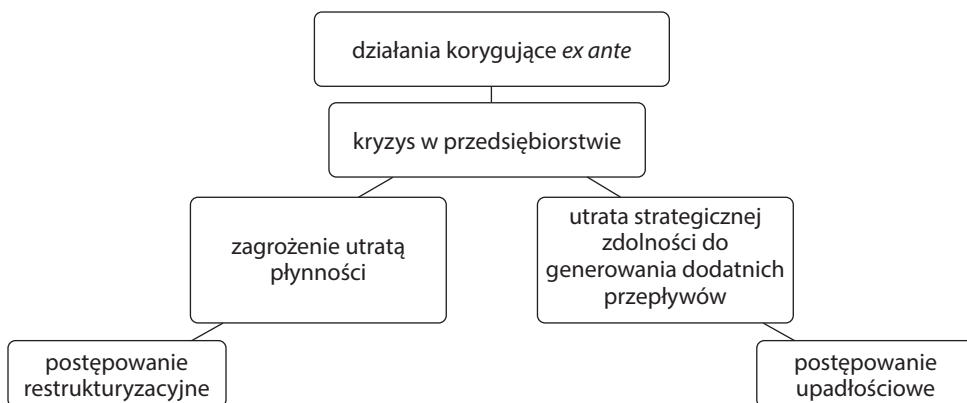
⁵³ *Uzasadnienie...*, op. cit., s. 26.

⁵⁴ *Uzasadnienie...*, op. cit., s. 28.

1. niezwłoczne objęcie zarządu masą sanacyjną;
2. zarządzanie masą sanacyjną;
3. zawiadomienie wierzycieli o otwarciu postępowania sanacyjnego;
4. sporządzenie spisu inwentarza;
5. sporządzenie i realizacja planu restrukturyzacyjnego;
6. sporządzenie spisu wierzytelności;
7. ocena propozycji układowych, w tym, w razie potrzeby, doradztwo w zakresie ich zmiany w celu zapewnienia zgodności z prawem i możliwości ich wykonania;
8. podejmowanie działań w celu złożenia przez wierzycieli możliwie największej liczby ważnych głosów;
9. udział w zgromadzeniu wierzycieli;
10. złożenie opinii o możliwości wykonania układu.

Jednym z podstawowych zadań stojących przed dłużnikiem i doradcą restrukturyzacyjnym przed wszczęciem postępowania restrukturyzacyjnego jest wybór odpowiedniej ścieżki procesowej. W zależności od stopnia skomplikowania relacji między dłużnikiem a wierzycielami⁵⁵, a także zdefiniowania prawdopodobieństwa doprowadzenia do możliwości efektywnej kontynuacji działalności przez dłużnika, możliwych jest kilka rodzajów postępowania, które prowadzą albo do zawarcia układu z wierzycielami i jego realizacji, albo do upadłości przedsiębiorstwa. Schemat dylematu decyzyjnego, przed którym stoi przedsiębiorstwo zagrożone upadłością przedstawia rysunek 1.

Rys. 1. Kryzys w przedsiębiorstwie.



Źródło: opracowanie własne.

⁵⁵ Przez stopień skomplikowania ww. relacji należy rozumieć przede wszystkim potencjał układowy. Jest on uzależniony od wielkości i struktury zadłużenia, sposobu komunikacji z wierzycielami, liczby wierzycieli, sytuacji prawnej przedsiębiorstwa, jak i wielu innych czynników, które należy wziąć pod uwagę. Podczas składania wniosku o wszczęcie postępowania niezbędna jest zatem obecność doradcy restrukturyzacyjnego, który w roli profesjonalisty umożliwi dobór odpowiedniej ścieżki postępowania i jej realizację.

W przypadku wystąpienia przesłanek do wszczęcia postępowania upadłościowego, możliwych jest kilka rodzajów postępowania w zależności od tego, na ile przedsiębiorstwo jest zdolne do prowadzenia, chociażby w trakcie postępowania, działalności umożliwiającej wygenerowanie środków finansowych (tabela 1).

Tabela 1. Rodzaje postępowań upadłościowych

Rodzaj postępowania	Główne założenia
Postępowanie likwidacyjne i układ w upadłości	Ten rodzaj postępowania jest realizowany, gdy w interesie wierzycieli jest zachowanie działalności dłużnika co najmniej przez jakiś czas, bowiem zwiększa to możliwość odzyskania wierzytelności. Ten tryb postępowania jest uwarunkowany zawarciem i zatwierdzeniem układu upadłego z wierzycielami.
Sprzedaż przedsiębiorstwa w przygotowanej likwidacji	Postępowanie to polega na pozbawieniu upadłego zarządu nad przedsiębiorstwem. Zaspokojenie wierzycieli jest realizowane dzięki sprzedaży składników majątku dłużnika. Jest ono realizowane w sytuacji, w której niezasadne lub niemożliwe jest kontynuowanie działalności przez dłużnika.
Upadłość konsumencka ⁵⁶	Jest to odrębny tryb postępowania wobec osób fizycznych prowadzących lub nieprowadzących działalności gospodarczej, choćby do sytuacji doprowadziły umyślnie lub wskutek rażącego niedbalstwa ⁵⁷ .

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: S. Bajon (2018). Upadłości i restrukturyzacje w Polsce – wybrane aspekty prawne i statystyki postępowań. *Przegląd Prawno-Ekonomiczny*, 45(4), 128.

Co do zasady, o ile przedsiębiorstwo generuje dodatnie przepływy finansowe z działalności operacyjnej, powinno się dążyć do tego, by umożliwić jej kontynuowanie co najmniej w trakcie trwania procesu upadłościowego. Ponadto jeśli zdefiniuje się możliwość odbudowania strategicznej zdolności przedsiębiorstwa do generowania nadwyżki ekonomicznej – powinno się dążyć do realizacji procesu restrukturyzacji przedsiębiorstwa, a jedynie w sytuacjach, w których jest to nieuzasadnione lub niemożliwe – wszczynać proces upadłościowy. Zatem kluczowym pytaniem stojącym przed zarządzającymi podmiotem w kryzysie jest uzyskanie odpowiedzi na poniższe pytania:

1. Czy przedsiębiorstwo utraciło zdolność płatniczą?⁵⁸

Jeśli tak, należy odpowiedzieć na następujące pytanie:

⁵⁶ W ramach nowelizacji ustawy Prawo restrukturyzacyjne z 2019 r. możliwe jest zastosowanie przepisów ustawy również wobec osób nieprowadzących działalności gospodarczej.

⁵⁷ Por. *Ibidem*, s. 39. Taki charakter mają przepisy tytułu VI części trzeciej Prawa upadłościowego, które w szerokim zakresie odsyłają do Prawa restrukturyzacyjnego.

⁵⁸ To pytanie należy rozpatrywać przez pryzmat okresu, który upłynął od momentu wymagalności istotnych zobowiązań finansowych a zdefiniowaniem kryzysu w przedsiębiorstwie. W przypadku wystąpienia opóźnień w płatnościach wynoszących co najmniej 90 dni należałoby traktować przedsiębiorstwo jako takie, które utraciło (choćby chwilowo) taką zdolność.

2. Czy możliwe jest odzyskanie zdolności płatniczej w przypadku redefinicji operacji i strategii w średnim okresie?

Jeśli nie – należy wszcząć postępowanie upadłościowe; jeśli tak – należy wszcząć postępowanie restrukturyzacyjne.

W przypadku podjęcia decyzji o wszczęciu postępowania upadłościowego, należałoby doprecyzować, w jak trudnej finansowo sytuacji znajduje się przedsiębiorstwo – w tym, przede wszystkim, czy jest w stanie generować dodatnie przepływy finansowe z działalności operacyjnej – i umożliwić tym samym spłatę części zobowiązań w trakcie trwania postępowania upadłościowego. Jeśli odpowiedź jest twierdząca, to należy wszcząć postępowanie likwidacyjne i układ w upadłości⁵⁹. Jeśli nie ma możliwości efektywnego generowania gotówki z działalności operacyjnej w trakcie trwania postępowania, należy podjąć decyzję o wszczęciu sprzedaży przedsiębiorstwa w przygotowanej likwidacji (tabela 1). Umożliwi to bowiem zmniejszenie uszczuplenia majątku upadłego, niż gdyby kontynuował on działalność w trakcie postępowania, i tym samym – zwiększenie środków możliwych do odzyskania przez wierzycieli.

W przypadku gdy w procesie decyzyjnym założono możliwość generowania przywrócenia zdolności płatniczej przedsiębiorstwu w średnim okresie, należy podjąć decyzję o wszczęciu postępowania restrukturyzacyjnego⁶⁰. Również w tym obszarze ustawodawca wyodrębnił kilka ścieżek postępowania w zależności od sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa w kryzysie, jak i różnych roko- wań co do przywrócenia mu zdolności do regulowania zobowiązań.

Wprowadzona w 2016 r. do obrotu gospodarczego ustawa przewiduje, że postępowanie restrukturyzacyjne może być prowadzone czterema ścieżkami⁶¹:

- postępowanie o zatwierdzenie układu,
- przyspieszone postępowanie układowe,
- postępowanie układowe,
- postępowanie sanacyjne.

Głównym celem postępowania restrukturyzacyjnego jest uniknięcie ogłoszenia upadłości dłużnika przez umożliwienie mu restrukturyzacji w drodze zawarcia układu z wierzycielami, a w przypadku postępowania sanacyjnego – również przez przeprowadzenie działań sanacyjnych, przy zabezpieczeniu słusznych praw

⁵⁹ Ogłasza się upadłość z możliwością zawarcia układu, jeżeli zostanie uprawdopodobnione, że w drodze układu wierzyciele zostaną zaspokojeni w wyższym stopniu, niż zostaliby zaspokojeni po przeprowadzeniu postępowania upadłościowego obejmującego likwidację majątku dłużnika.

⁶⁰ *De lege*, jeśli niemożliwe jest wszczęcie postępowania restrukturyzacyjnego – należy wobec podmiotu wszcząć postępowanie upadłościowe.

⁶¹ S. Bajon, *Upadłości i restrukturyzacje...*, op. cit., s. 134.

wierzycieli⁶². Ponadto zgodnie z art. 3 ust. 2–6 postępowanie restrukturyzacyjne realizuje inne cele i charakteryzuje się cechami przedstawionymi poniżej (tabela 2).

Tabela 2. Cele postępowań wobec przedsiębiorstw w kryzysie

Rodzaj postępowania	Cel
Postępowanie o zatwierdzenie układu	<ol style="list-style-type: none"> umożliwia zawarcie układu w wyniku samodzielnego zbierania głosów wierzycieli przez dłużnika bez udziału sądu; może być prowadzone, jeżeli suma wierzytelności spornych uprawniających do głosowania nad układem nie przekracza 15% sumy wierzytelności uprawniających do głosowania nad układem.
Przyspieszone postępowanie układowe	<ol style="list-style-type: none"> umożliwia dłużnikowi zawarcie układu po sporządzeniu i zatwierdzeniu spisu wierzytelności w uproszczonym trybie; może być prowadzone, jeżeli suma wierzytelności spornych uprawniających do głosowania nad układem nie przekracza 15% sumy wierzytelności uprawniających do głosowania nad układem.
Postępowanie układowe	<ol style="list-style-type: none"> umożliwia dłużnikowi zawarcie układu po sporządzeniu i zatwierdzeniu spisu wierzytelności; może być prowadzone, jeżeli suma wierzytelności spornych uprawniających do głosowania nad układem przekracza 15% sumy wierzytelności uprawniających do głosowania nad układem.
Postępowanie sanacyjne	<ol style="list-style-type: none"> umożliwia dłużnikowi przeprowadzenie działań sanacyjnych oraz zawarcie układu po sporządzeniu i zatwierdzeniu spisu wierzytelności; działaniami sanacyjnymi są czynności prawne i faktyczne, które zmierzają do poprawy sytuacji ekonomicznej dłużnika i mają na celu przywrócenie dłużnikowi zdolności do wykonywania zobowiązań, przy jednoczesnej ochronie przed egzekucją.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Art. 3 ust. 2–6 Ustawy prawo restrukturyzacyjne.

W zależności od stopnia zadłużenia i utraty wiarygodności podmiotu wymagającego restrukturyzacji dobierana jest odpowiednia ścieżka postępowania w celu przeprowadzenia skutecznej restrukturyzacji. Najważniejszą różnicą pomiędzy poszczególnymi rodzajami postępowania jest ilość odpowiedzialności i swobody decyzyjnej dłużnika i osób go reprezentujących. W przypadku postępowania o zatwierdzenie układu, co do zasady dłużnik na swobodę w doborze doradcy restrukturyzacyjnego, który będzie pełnił rolę nadzorca układu⁶³. To w gestii dłużnika jest również prowadzenie negocjacji z wierzycielami, złożenie propozycji układowych, a także zebranie głosów zatwierdzających układ⁶⁴.

⁶² Art. 3 ust. 1 Ustawy prawo restrukturyzacyjne.

⁶³ Ibidem.

⁶⁴ Aby układ mógł zostać przyjęty, musi za nim zagłosować większość wierzycieli, którzy reprezentują minimum 2/3 sumy wierzytelności dłużnika.

Postępowanie o zatwierdzenie układu jest najbardziej podstawowym i najprostszym rodzajem postępowania, które można podzielić na dwa etapy. W pierwszym etapie występuje dłużnik wraz z nadzorcą układu, z którym zawarł umowę cywilnoprawną w zakresie prowadzenia nadzoru nad przygotowywanym układem, jak i pomocy w jego zawarciu. Jest to etap, który nie wymaga zaangażowania sądu, a jego cechą charakterystyczną jest samodzielne negocjowanie dłużnika z wierzycielami w celu zawarcia układu a następnie zebranie głosów od wierzycieli. Ze względu na utrudnienia logistyczne związane ze zbieraniem głosów, jak i prowadzeniem negocjacji przez dłużnika ten rodzaj postępowania występuje rzadko i jest predestynowany do postępowań charakteryzujących się małą liczbą dłużników, których roszczenia są co do zasady niepodważalne, a udział zobowiązań spornych nie przekracza 15% sumy wierzytelności uprawniających do głosowania nad układem. Drugi krok tego postępowania polega na złożeniu wniosku do właściwego sądu celem zatwierdzenia układu. Co do zasady jest to postępowanie, które ma w jak najszybszym terminie doprowadzić do zatwierdzenia i realizacji układu zawartego przez wierzycieli i dłużnika. Jednak konieczność osiągnięcia porozumienia przez wierzycieli i dłużnika w drodze negocjacji bez udziału sądu powoduje, że jest to rodzaj postępowania, który stosunkowo rzadko znajduje zastosowanie⁶⁵. Główne założenia poszczególnych rodzajów postępowania przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3. Główne założenia postępowań wobec przedsiębiorstw w kryzysie

Rodzaj postępowania	Główne założenia
Postępowanie o zatwierdzenie układu	<ul style="list-style-type: none"> - samodzielne zbieranie głosów wierzycieli przez dłużnika bez udziału sądu - aktywne negocjacje z wierzycielami i przedstawienie ich wyników sądowi - dłużnik sam wybiera licencjonowanego doradcę restrukturyzacyjnego, który weryfikuje propozycje układowe pod względem prawnym i formalnym
Przyspieszone postępowanie układowe	<ul style="list-style-type: none"> - sporządzenie przez dłużnika spisu wierzytelności - zwołanie przez sąd zgromadzenia wierzycieli - zatwierdzenie wierzytelności w trybie uproszczonym - zawieszenie egzekucji wierzytelności objętych układem (zabezpieczenie majątku dłużnika)
Postępowanie układowe	<ul style="list-style-type: none"> - sporządzenie przez dłużnika spisu wierzytelności - zwołanie przez sąd zgromadzenia wierzycieli - zatwierdzenie wierzytelności w trybie uproszczonym - pozostawienie dłużnikowi zarządu majątkiem

⁶⁵ Zob. A. Machowska (red.), *Prawo restrukturyzacyjne...*, s. 54–58

Rodzaj postępowania	Główne założenia
Postępowanie sanacyjne	<ul style="list-style-type: none"> – wniosek o otwarcie postępowania sanacyjnego składa dłużnik lub wierzyciel, a w szczególnych przypadkach kurator; – restrukturyzacji podlegają zobowiązania, majątek i zatrudnienie; – postępowaniem kieruje i sprawuje restrykcyjny nadzór sędzieja komisarz; – następuje zabezpieczenie majątku dłużnika przez ustanowienie tymczasowego nadzorcy sądowego (ograniczenia w zarządzaniu majątkiem) lub zarządcy masy sanacyjnej (pozbawienie dłużnika praw do zarządzania majątkiem); – plan sanacyjny sporządza nadzorca sądowy lub zarządca masy wspólnie z dłużnikiem; – następuje wygaśnięcie pełnomocnictw udzielonych przez dłużnika oraz zawieszenie egzekucji z majątku wchodzącego w skład masy sanacyjnej; – zakaz obciążania majątku w celu zabezpieczenia wierzytelności powstałej przed otwarciem postępowania; – prowadzenie postępowań sądowych i administracyjnych wyłącznie przez zarządcę; – zakaz wypowiedania dłużnikowi umów najmu, leasingu, ubezpieczeń, pożyczki itp.

Źródło: J. Famielec, M. Kożuch (red.). (2018). *Restrukturyzacja sektorów gospodarki i przedsiębiorstw. Wybrane zagadnienia*. Kraków: Wydawnictwo Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie. s. 190.

W związku z zaistnieniem sytuacji kryzysowej wynikającej z masowych zarobków płatniczych wywołanych pandemią koronawirusa powodującego chorobę COVID-19, ustawodawca dn. 24.06.2021 r. wprowadził ograniczoną czasowo (do 30 czerwca 2021 r.) możliwość przeprowadzenia postępowania o zatwierdzenie układu w formie uproszczonej. Polega ona na przyjęciu ściśle określonych maksymalnych ram czasowych dla poszczególnych etapów postępowania, których przekroczenie skutkuje jego umorzeniem⁶⁶.

Postępowaniem, które daje dłużnikowi ochronę przed egzekucją, a w niektórych przypadkach również zwolnienie z egzekucji już prowadzonej na majątku dłużnika⁶⁷, jest przyspieszone postępowanie układowe. Może być ono wszczęte samodzielnie lub być efektem nieudanie przeprowadzonego postępowania o zatwierdzenie układu. Ten tryb postępowania pozostawia dłużnikowi możliwość zarządzania majątkiem – jednak w ograniczonym zakresie. Pozostawia się również dłużnikowi możliwość wskazania proponowanego nadzorcy sądowego, niemniej wymagana jest do tego zgoda wierzycieli reprezentujących do najmniej 30% wierzytelności z wyłączeniem wierzytelności, o których mowa w art. 80 ust. 3 oraz art. 116 pr. rest.⁶⁸ Co ważne, to właśnie funkcja nadzorcy sądowego jest istotą

⁶⁶ Odwołanie do ustawy...

⁶⁷ Zob. A. Machowska (red.), *Prawo restrukturyzacyjne...*, s. 95–96.

⁶⁸ *Ibidem*, s. 96.

umożliwienia ograniczenia udziału samego sądu w postępowaniu. Dlatego właśnie powinien on charakteryzować się bezstronnością i rzetelnością, której wyraz daje zarówno dłużnik, wskazując go jako potencjalnego nadzorcę, jak i wierzyciele reprezentujący znaczny procent zobowiązań dłużnika.

W przypadku gdy nie ma możliwości zawarcia układu z inicjatywy dłużnika, wszczyna się postępowanie układowe, które charakteryzuje się tym, że to sąd zwołuje zgromadzenie wierzycieli uprawnione do zatwierdzenia układu. Wniosek o wszczęcie postępowania układowego powinien zawierać m.in.⁶⁹:

- oznaczenie dłużnika, propozycje układowe wraz ze wstępnym planem restrukturyzacyjnym⁷⁰ oraz odpisami propozycji układowych w liczbie wystarczającej do doręczenia wszystkim wierzycielom;
- aktualny wykaz majątku z szacunkową wyceną jego składników oraz wykaz wierzycieli;
- sumę wierzytelności z wyszczególnieniem sumy wierzytelności objętej układem z mocy prawa oraz sumy wierzytelności, która może zostać objęta układem po wyrażeniu zgody przez wierzyciela.

Drugą częstą przesłanką powodującą wykorzystanie właśnie tego trybu postępowania jest niemożność spełnienia wymogu 15% wierzytelności spornych w stosunku do ogółu wierzytelności uprawniających do głosowania na zgromadzeniu wierzycieli⁷¹. Podczas postępowania zabezpieczającego, które zostaje wszczęte po złożeniu wniosku przez dłużnika o otwarcie postępowania układowego, sąd może zabezpieczyć majątek dłużnika przez ustanowienie tymczasowego nadzorcy sądowego. Dodatkowo sąd może również udzielić dłużnikowi tymczasowej ochrony przed wierzycielami poprzez zawieszenie egzekucji, a także odwieść zajęcia na rachunkach bankowych dłużnika, jeśli jest to niezbędne do skutecznego przeprowadzenia postępowania układowego⁷².

O ile to możliwe, najefektywniej jest przeprowadzić przyspieszone postępowanie układowe, które umożliwi skrócenie czasu postępowania do (w założeniu) 2–3 miesięcy. Jest ono możliwe w przypadku gdy suma wierzytelności spornych uprawniających do głosowania nad układem nie przekracza 15%. Skrócony czas postępowania umożliwia stronom efektywniejsze przeprowadzenie procesu restrukturyzacyjnego umożliwiającego przywrócenie przedsiębiorstwu zdolności płatniczej. Jednak – z uwagi na uproszczoną procedurę – nie jest ona predestynowana

⁶⁹ S. Bajon, *Upadłości i restrukturyzacje...*, op. cit., s. 132.

⁷⁰ Opis elementów niezbędnych do sporządzenia poprawnego planu restrukturyzacyjnego znajduje się w rozdziale 4.2.

⁷¹ A. Machowska (red.), *Prawo restrukturyzacyjne...*, op. cit., s. 105.

⁷² Ibidem.

do spraw zawiłych, związanych z dużą ilością wierzytelności spornych, a także w przypadku przedsiębiorstwa, co do którego istnieje ryzyko nieujawnionych wierzytelności lub/i nierzetelnie prowadzonych ksiąg rachunkowych niezbędnych do sporządzenia spisu wierzytelności w przypadku rozpoczęcia przyspieszonego postępowania układowego; na ich bowiem podstawie przygotowuje się plan restrukturyzacyjny i definiuje propozycje układowe⁷³.

Specyficznym instrumentem możliwym do zastosowania jedynie w przypadku postępowania o zatwierdzenie układu i przyspieszonego postępowania układowego jest możliwość zawarcia układu częściowego⁷⁴. Może dotyczyć on jedynie wybranych wierzycieli, w odniesieniu do zobowiązań o zasadniczym charakterze dla funkcjonowania podmiotu dłużnika. Jest to zarazem instrument umożliwiający zawarcie układu jedynie z niektórymi wierzycielami (z reguły największymi, najbardziej kluczowymi), w odniesieniu do których niezbędna jest modyfikacja w celu kontynuacji działalności, która może w konsekwencji umożliwić spłacenie pozostałych zobowiązań⁷⁵.

Najbardziej rygorystycznym i wymagającym największego zaangażowania organów władzy publicznej postępowaniem restrukturyzacyjnym jest postępowanie sanacyjne. Jest ono wszczynane na wniosek dłużnika, ale również – w przypadku osoby prawnej – na wniosek kuratora ustanowionego na podstawie art. 42 par. 1 l.c., a także na wniosek wierzyciela osobistego⁷⁶. Postępowanie to jest jednocześnie najbliższe postępowaniu upadłościowemu układowemu, z tym zastrzeżeniem, że nie prowadzi do likwidacji przedsiębiorstwa, a przeprowadzone czynności sanacyjne poprzedzają przyjęcie układu. Celem postępowania sanacyjnego jest uniknięcie upadłości dłużnika i przywrócenie mu zdolności do regulowania zobowiązań, jednak elementem wyróżniającym ten rodzaj postępowania w stosunku do innych rodzajów postępowania restrukturyzacyjnego jest możliwość przeprowadzania działań sanacyjnych. Działania te to czynności faktyczne i prawne, które z jednej strony mają poprawić sytuację ekonomiczną dłużnika, z drugiej zaś – uwzględnić interesy wierzycieli i osób trzecich. Co ważne, w ramach sanacji majątek dłużnika wchodzi w skład masy sanacyjnej, której zarząd zostaje odebrany dłużnikowi na rzecz zarządcy (doradca restrukturyzacyjny). To właśnie odebranie dłużnikowi zarządu nad majątkiem wchodzącym w skład masy sanacyjnej jest elementem, który z jednej strony zabezpiecza interesy wierzycieli (gdy zachodzi podejrzenie co do niegospodarności dłużnika lub wręcz celowego uszczuplenia majątku), a z drugiej – wyróżnia ten rodzaj postępowania restrukturyzacyjnego i zbliża jego charakter do

⁷³ W przypadku przyspieszonego postępowania układowego spisu inwentarza nie sporządza się.

⁷⁴ Art. 180–188 pr. restr.

⁷⁵ Zob. A. Machowska (red.), *Prawo restrukturyzacyjne...*, s. 99.

⁷⁶ *Ibidem*, s. 107.

postępowania upadłościowego⁷⁷. Jednak w odróżnieniu od postępowania upadłościowego – po realizacji restrukturyzacji i przyjęciu układu – zakłada się możliwość kontynuacji działalności dłużnika. Jest to jednak jeden z najrzadziej stosowanych rodzajów postępowania, bowiem stosuje się je w przypadku gdy sytuacja dłużnika jest na tyle skomplikowana i ciężka ekonomicznie, że z jednej strony zachodzi przesłanka niegospodarności prowadzącej do uszczuplenia majątku (w związku z czym należy dłużnikowi odebrać prawo do zarządu majątkiem), z drugiej zaś – próbuje się mu przywrócić zdolność do regulowania zobowiązań. Te dwie jednocześnie występujące przesłanki są rzadko spotykaną kombinacją, która powoduje, że tego rodzaju postępowań w stosunku do ogółu postępowań restrukturyzacyjnych jest niewiele⁷⁸. Ponadto sanacyjny tryb postępowania daje zarządcy dodatkowe narzędzia, które z reguły występują w przypadku prawa upadłościowego, w tym m.in.⁷⁹:

- możliwość odstąpienia od niekorzystnych umów wzajemnych i to bez względu na postanowienia w nich zawarte dotyczące możliwości ich rozwiązania;
- możliwość dokonania redukcji zatrudnienia na takich zasadach jak w postępowaniu upadłościowym;
- możliwość zbycia zbezpośredniego majątku na zasadach analogicznych do postępowania upadłościowego.

Powyższe zagadnienia dotyczące zarządzania kryzysem w przedsiębiorstwie poprzez m.in. działania restrukturyzacyjne lub – szerzej – naprawcze, korygujące jeszcze przed wystąpieniem dysfunkcji prowadzących do restrukturyzacji, składają się na możliwości prawne, które prowadzą do uzdrowienia sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa. Prawodawstwo jest w tym zakresie różnorodne, umożliwiając dłużnikowi wybór odpowiedniej formy postępowania, w zależności od trudności sytuacji płatniczej. Oczywiście pytaniem otwartym w kontekście powyższego jest – czy niektóre z tych rozwiązań nie są zbyt liberalne lub rygorystyczne, tym samym zawężając zbyt licznie sytuacje, w których może ono być skutecznie wykorzystane w praktyce. Umożliwienie przez ustawodawcę stosowania różnych rozwiązań co do zasady należy jednak oceniać pozytywnie. W dalszej części autorzy będą zwracać uwagę na procesy związane z restrukturyzacją i upadłością w szczególnym kontekście dyscyplin Nauk o zarządzaniu i jakości oraz Ekonomii i finansów.

⁷⁷ Zarząd własny nad majątkiem dłużnika może zostać dłużnikowi przyznany na jego wniosek, w zakresie nieprzekraczającym zwykłego zarządu, jeśli skuteczne przeprowadzenie postępowania sanacyjnego wymaga osobistego udziału dłużnika i osoby sprawujące ten zarząd dają gwarancję należytego jego sprawowania.

⁷⁸ W 2019 r. wszczęto w Polsce 112 postępowań sanacyjnych spośród 1019 postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych ogółem. Na podstawie raportu Coface: <http://www.coface.pl/Aktualnosci-i-media/Biuro-prasowe/Upadlosci-i-restrukturyzacje-firm-w-Polsce-w-2019-roku> (dostęp: 23.02.2020).

⁷⁹ <http://zimmermanfilipiak.pl/prawo-restrukturyzacyjne/postepowanie-sanacyjne.html> (dostęp: 23.02.2021).

Rozdział II

Skala zjawiska upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw w Polsce

2.1. Procesy upadłościowe i restrukturyzacyjne przedsiębiorstw w gospodarce polskiej – makroekonomiczna analiza zjawiska w latach 2016–2019

Analiza skali oraz intensyfikacji postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych przedsiębiorstw w Polsce została przeprowadzona w oparciu o dane publikowane w latach 2016–2019 w Monitorze Sądowym i Gospodarczym (MSiG)¹. Z uwagi na inercję (opóźnienie w czasie od dnia orzeczenia sądu gospodarczego do dnia zamieszczenia publikacji na temat danej sprawy w dzienniku urzędowym RP) w analizie struktury tego zjawiska uwzględniono również wszystkie te ogłoszenia, które dotyczyły procesów upadłościowych i restrukturyzacyjnych za dany okres badawczy, a zostały upublicznione również w 2020 r. (przyjęto graniczną datę do 15.04.2020 r.). Informacje jednostkowe na temat przedsiębiorstw, wynikające z ogłoszeń publikowanych w kolejnych numerach MSiG², zostały pierwotnie zebrane przez Centralny

¹Monitor Sądowy i Gospodarczy – dziennik urzędowy, którego funkcjonowanie uwarunkowane jest zapisami: rozporządzenia Ministra Sprawiedliwości z dnia 13 maja 2014 r. w sprawie wydawania i rozpowszechniania Monitora Sądowego i Gospodarczego (Dz.U. 2014 poz. 649), a także obwieszczeniem Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 14 września 2018 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu ustawy o wydawaniu Monitora Sądowego i Gospodarczego (Dz.U. 2018 poz. 1795), w którym publikowane są obwieszczenia i ogłoszenia wymagane w szczególności przez Kodeks spółek handlowych, Kodeks postępowania cywilnego, ustawę o Krajowym Rejestrze Sądowym, ustawę o rachunkowości i inne ustawy.

²Internetowy dostęp do MSiG zapewnia portal: <https://www.imsig.pl/> (dostęp: 01.01.2020).

Ośrodek Informacji Gospodarczej (COIG)³, a następnie poddane procedurze oczyszczenia mającej na celu przygotowanie danych do przeprowadzenia dalszych analiz. Zawarte w tej części książki analizy przekrojowe mogą jednak różnić się od przedstawianych w raportach COIG sygnalnych informacji na temat liczby upadłości i restrukturyzacji podmiotów gospodarki narodowej w Polsce w poszczególnych latach, z uwagi na to, iż przyjmowane są inne kryteria agregacji danych. Podstawowym kryterium filtrowania danych przedstawionych w dalszej części książki jest data postanowienia sądu, a nie (jak to ma miejsce w raportach COIG) – data ogłoszenia w MSiG.

2.2. Metodyka badań ilościowych – proces przygotowania danych o upadłościach i restrukturyzacjach podmiotów gospodarki narodowej

Szczegółowy opis postępowania mającego na celu przygotowanie danych do analizy zjawiska upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw w Polsce w latach 2016–2019, został zawarty w tabeli 1.

Tabela 1. Proces wstępnego przygotowania danych pierwotnych na temat upadłości i restrukturyzacji podmiotów gospodarki narodowej w latach 2016–2019, na podstawie wpisów z publikatora MSiG, agregowanych przez COIG

Lp.	Działanie w procesie przygotowania danych	Sądowe procesy [liczba wpisów MSiG]	
		upadłościowe	restrukturyzacyjne
1	Zebranie danych o wszystkich wpisach w MSiG dotyczących upadłości i restrukturyzacji podmiotów gospodarki narodowej (2016–2019)	75 752	
2	Eliminacja wpisów w MSiG na temat upadłości konsumenckiej (51 907)	23 845	
2	Podział wpisów w MSiG na wynikające z zastosowania przepisów PU ¹ i PR ²	18 314	5 531
3	Wyłączenie wszystkich wpisów z MSiG, wynikających z kolejnych etapów postępowania, a nie samej inicjacji danego procesu	15 972	4 053
4	Wyodrębnienie wpisów w MSiG w podziale na właściwe kategorie (OGÓŁEM):	2 342	1 478
4 (a)	01-PU ³	28	nd.
4 (b)	02-PU ⁴	2 314	nd.
4 (c)	15-PR ⁵	nd.	162
4 (d)	17-PR ⁶	nd.	937

³Centralny Ośrodek Informacji Gospodarczej Sp. z o.o. – podmiot udostępniający szeroki zakres danych na temat funkcjonowania podmiotów gospodarczych, gromadzący dane w oparciu o statystyki publiczne; www.coig.com.pl (dostęp: 01.01.2020).

Lp.	Działanie w procesie przygotowania danych	Sądowe procesy [liczba wpisów MSiG]	
		upadłościowe	restrukturyzacyjne
4 (e)	18-PR ⁷	nd.	367
4 (f)	19-PR ⁸	nd.	12
5	Eliminacja danych powtórzonych (zdublowane wpisy w MSiG lub powtórne rekordy w bazie COIG):	34	46
5 (a)	2016	6	3
5 (b)	2017	11	13
5 (c)	2018	13	19
5 (d)	2019	4	11
6	Przyjęcie ostatecznej liczby jednostek do analizy skali i intensyfikacji procesów	2 308	1 432
6 (a)	2016	548	209
6 (b)	2017	537	339
6 (c)	2018	619	443
6 (d)	2019	604	441

Legenda:

PU¹ – Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (Dz.U. 2003 nr 60 poz. 535)

PR² – Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne (Dz.U. 2015 poz. 978)

01-PU³ – ogłoszenie upadłości z możliwością zawarcia układu

02-PU⁴ – ogłoszenie upadłości obejmującej likwidację majątku

15-PR⁵ – ogłoszenie o otwarciu postępowania układowego

17-PR⁶ – ogłoszenie o otwarciu przyspieszonego postępowania układowego

18-PR⁷ – ogłoszenie o otwarciu postępowania sanacyjnego

19-PR⁸ – ogłoszenie postępowania o zatwierdzenie układu

Źródło: opracowanie własne.

Spośród 75 752 publikacji z MSiG i zgromadzonych przez COIG wpisów na temat postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych przedsiębiorstw (za lata: 2016–2019) usunięte zostały dane na temat tych jednostek, które w dalszej części książki nie podlegają analizie, w szczególności były to informacje na temat osób fizycznych nieprowadzących działalności gospodarczej (wpisy dotyczyły bowiem upadłości konsumenckiej) – 51 907 przypadków. Baza danych została tym samym ograniczona do 23 845 wpisów orzeczeń sądów gospodarczych w Polsce na temat różnych etapów spraw w postępowaniach upadłościowych i restrukturyzacyjnych, mających swoje odzwierciedlenie w obligatoryjnych publikacjach MSiG. Z uwagi na to, że od 2016 r. obowiązuje w Polsce, obok znowelizowanego Prawa upadłościowego (PU)⁴, ustawa Prawo restrukturyzacyjne (PR)⁵, zbiór wpisów w MSiG został

⁴ Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (Dz.U. 2003 nr 60 poz. 535), wcześniejsze brzmienie ustawy: Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze (do 31.12.2015 r.).

⁵ Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne (Dz.U. 2015 poz. 978).

dychotomicznie podzielony na dwa katalogi: (1) wpisy wynikające z zastosowania przepisów PU – 18 314 przypadków; (2) wpisy wynikające z zastosowania przepisów PR – 5 531 przypadków.

Spośród katalogu możliwych ogłoszeń⁶, jakie miały miejsce w latach 2016–2019 w zakresie stosowania ustawy Prawo upadłościowe – zawierającego 18 314 wpisów, zostały wyodrębnione wyłącznie ogłoszenia o: (1) upadłości z możliwością zawarcia układu (28 wpisów); (2) upadłości obejmującej likwidację majątku niewypłacalnych dłużników (2 314 wpisów). Tym samym katalog tych spraw został zawężony do 2 342 wpisów. Natomiast spośród katalogu możliwych ogłoszeń⁷, jakie miały miejsce w latach 2016–2019 w zakresie stosowania ustawy Prawo Restrukturyzacyjne – zawierającego 5 531 wpisów, zostały wyodrębnione wyłącznie ogłoszenia: o otwarciu postępowania układowego (162 wpisy); o otwarciu przyspieszonego postępowania układowego (937 wpisów); o otwarciu postępowania sanacyjnego (367 wpisów); o postępowaniu o zatwierdzenie układu (12 wpisów). Tym samym katalog tych spraw został zawężony do 1 478 wpisów.

⁶W okresie objętym badaniem miały miejsce ogłoszenia sądów, zawarte w publikacjach MSiG z zakresu Prawa upadłościowego w następujących kategoriach: 01. ogłoszenie upadłości z możliwością zawarcia układu; 02. ogłoszenie upadłości obejmującej likwidację majątku; 03. zakończenie postępowania upadłościowego; 04. umorzenie postępowania upadłościowego; 06. uzupełnienie listy wierzytelności; 07. ogłoszenie o możliwości przeglądania planu podziału; 08. inne; 09. sporządzenie listy wierzytelności; 10. sporządzenie opisu i oszacowania nieruchomości; 14. ogłoszenie o zatwierdzeniu układu; 15. ogłoszenie o otwarciu postępowania układowego; 16. zwołanie Zgromadzenia Wierzycieli; 20. złożenie wniosku o upadłość; 21. ogłoszenie o zakazie prowadzenia działalności; 22. oddalenie wniosku o upadłość; 23. ogłoszenie o postępowaniu zabezpieczającym majątek dłużnika; 24. zmiana komisarza; 25. zmiana syndyka; 28. ustalenie planu spłaty wierzycieli; 31. ogłoszenie o przetargu; 32. ogłoszenie o umorzeniu w całości zobowiązań upadłego bez planu spłaty; 34. sprostowanie; 35. zatwierdzenie spisu wierzytelności; 36. zmiana na liście wierzytelności. Wszystkie te ogłoszenia w MSiG stanowiły zbiór wpisów składający się z 18 314 przypadków, spośród których istotne były do analizy wyłącznie te, które dotyczyły orzeczenia o samych upadłościach (2 342 z nich), a nie *stricto* realizacji kolejnych etapów postępowania w przedmiocie ogłoszenia upadłości badanych jednostek (15 972 wpisy).

⁷W okresie objętym badaniem miały miejsce ogłoszenia sądów, zawarte w publikacjach MSiG z zakresu Prawa restrukturyzacyjnego w następujących kategoriach: 10. sporządzenie opisu i oszacowania nieruchomości; 12. ogłoszenie o terminie rozprawy zatwierdzającej układ; 14. ogłoszenie o zatwierdzeniu układu; 15. ogłoszenie o otwarciu postępowania układowego; 16. zwołanie Zgromadzenia Wierzycieli; 17. ogłoszenie o otwarciu przyspieszonego postępowania układowego; 18. ogłoszenie o otwarciu postępowania sanacyjnego; 19. ogłoszenie postępowania o zatwierdzenie układu; 22. oddalenie wniosku o upadłość; 23. ogłoszenie o postępowaniu zabezpieczającym majątek dłużnika; 24. zmiana komisarza; 25. zmiana syndyka; 26. umorzenie przyspieszonego postępowania układowego; 27. zakończenie postępowania restrukturyzacyjnego; 29. umorzenie postępowania sanacyjnego; 30. umorzenie postępowania układowego; 31. ogłoszenie o przetargu; 33. oddalenie wniosku o otwarcie postępowania sanacyjnego; 34. sprostowanie; 35. zatwierdzenie spisu wierzytelności; 36. zmiana na liście wierzytelności. Wszystkie te ogłoszenia w MSiG stanowiły zbiór wpisów składający się z 5 531 przypadków, spośród których istotne były do analizy wyłącznie te, które dotyczyły orzeczenia o samych restrukturyzacjach (1 478 z nich), a nie *stricto* realizacji kolejnych etapów postępowania w przedmiocie restrukturyzacji badanych jednostek (4 053 wpisy).

Z uwagi na to, że w tak zawężonym zbiorze ogłoszeń publikowanych w MSiG, a w szczególności w zbiorze wpisów gromadzonych w kolejnych latach przez COIG, zdarzały się powtórnie wpisane rekordy, należało również poddać ten zbiór procedurze usunięcia powtórzeń. Eliminacja ta dokonana została jednak wyłącznie w obrębie powtórnych wpisów za dany rok (oddzielnie dla 2016, 2017, 2018 oraz 2019), a także oddzielnie dla postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych. Tym samym, jeżeli względem danego podmiotu miało miejsce powtórne orzeczenie o upadłości bądź restrukturyzacji (w kolejnym roku lub w kolejnych latach), to taką informację pozostawiono, aby w statystyce za dany rok jednostka ta była uwzględniana. Przedstawiona w tabeli 1. liczba eliminacji danych dotyczyła wyłącznie zbioru podmiotów zawężonego do 4 poziomu procesu przygotowania danych⁸. Ostatecznie procesy upadłościowe mające miejsce w Polsce w latach 2016–2019 w łącznej liczbie 2 308 jg. oraz procesy restrukturyzacyjne w łącznej liczbie 1 432 jg. zostały poddane w dalszej części książki analizie w następującej liczebności:

- 2016 r. – 548 upadłe jg. oraz 209 jg. podlegające restrukturyzacji;
- 2017 r. – 537 upadłe jg. oraz 339 jg. podlegające restrukturyzacji;
- 2018 r. – 619 upadłe jg. oraz 443 jg. podlegające restrukturyzacji;
- 2019 r. – 604 upadłe jg. oraz 441 jg. podlegające restrukturyzacji.

Tym samym przedmiotem pogłębionych badań były upadłości i restrukturyzacje łącznie 3 740 podmiotów gospodarczych.

2.3. Skala upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw

Statystyka publiczna spraw w przedmiocie ogłoszenia upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw prowadzona i upubliczniana jest przez Ministerstwo Sprawiedliwości (MS). Za każdy rok opracowywane jest tzw. MS-S20UN – *Sprawozdanie w sprawach upadłościowych i restrukturyzacyjnych (według właściwości rzeczowej)*. Raport ten stanowi szerokie tło umożliwiające przeprowadzenie dynamicznej (w czasie) oceny skali i struktury tych procesów. W dalszej części statystyka MS będzie jednak służyła raczej interpretacji zmian ilościowych, jakie zostały opracowane na potrzeby badań z uwzględnieniem ogłoszeń o upadłościach i restrukturyzacjach, i które publikowane były w kolejnych latach w MSiG. Zgodnie z opisaną w p. 2.2. metodyką przygotowania danych, w tabeli 2. przedstawiona została skala zmian w zakresie liczby upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019.

⁸ Dotyczy to w przypadku badanych w dalszej części książki procesów upadłościowych podmiotów gospodarki narodowej: 28 + 2 314, zatem łącznie 2 342 wpisów z poziomu 4 (a) i 4 (b), a także w odniesieniu do procesów restrukturyzacyjnych: 162 + 937 + 367 + 12, zatem łącznie 1 478 wpisów z poziomu 4 (a) i 4 (b) – patrz: tabela 1.2.1.

Tak przyjęty 4-letni okres badawczy jest uzasadniony tym, że od 2016 r. obowiązują w Polsce „nowe” przepisy zarówno w przedmiocie upadłości, jak i restrukturyzacji podmiotów, co pozwala na zachowanie ciągłości wnioskowania o zmianach ilościowych tego zjawiska.

Tabela 2. Liczba upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw* w Polsce w latach 2016–2019

Rodzaj postępowania	Lata analizy [jg.]				Tempo zmian [%]		
	2016	2017	2018	2019	2017/16	2018/17	2019/18
Postępowania upadłościowe	548	537	619	604	-2,01%	15,27%	-2,42%
Postępowania restrukturyzacyjne	209	339	443	441	62,20%	30,68%	-0,45%
OGÓŁEM	757	876	1062	1045	15,72%	21,23%	-1,60%

* liczba upadłości w 2019 r. określona została na podstawie postanowień sądowych ogłoszonych w MSiG do dnia 15.04.2020 r.

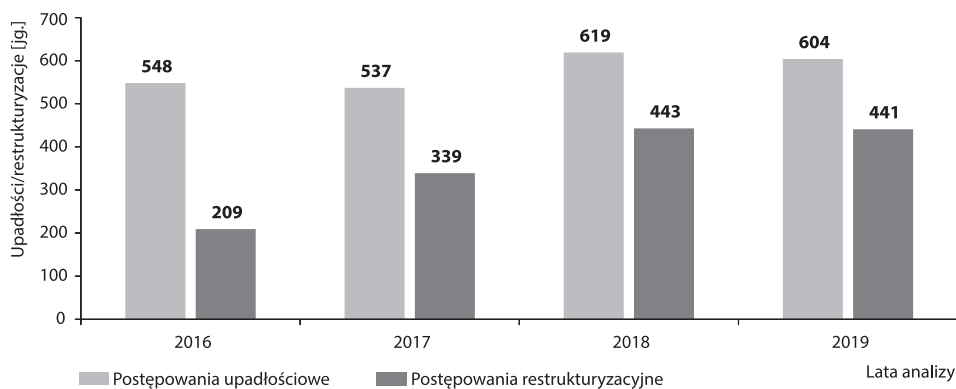
Źródło: obliczenia własne na podstawie: MSiG i COIG (15.04.2020).

Uwzględniając zapisy PU w podmiotowym zakresie stosowania tej ustawy (Dział II), a w szczególności uwzględniając (Art. 9b.1.), że „w przypadku złożenia wniosku o upadłości i wniosku restrukturyzacyjnego, w pierwszej kolejności rozpoznaje się wniosek restrukturyzacyjny”, można uznać, że przynajmniej część (jak nie większość) restrukturyzacji przedsiębiorstw, które zgodnie z przedstawionymi statystykami w tabeli 2. miały miejsce w Polsce od 2016 r., byłyby *de facto* uznana za upadłości, gdyby sąd gospodarczy rozpatrywał te sprawy w oparciu o wcześniej obowiązujące przepisy Prawa upadłościowego i naprawczego (PUIiN)⁹. Można również z całą stanowczością stwierdzić, że prawdopodobieństwo tego, że obecne restrukturyzacje weszłyby do zbioru postępowań naprawczych (w rozumieniu wcześniej obowiązującego PUIiN) jest znikome. Dla potwierdzenia tej tezy

⁹ Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze, która obowiązywała w Polsce w latach 2004–2015. Była przedmiotem krytyki m.in. w tej części, która dotyczyła nieefektywnie stosowanych przepisów w zakresie postępowania naprawczego przedsiębiorstw; szerzej m.in.: K. Smaga (2008/2009). Postępowanie naprawcze. Prawda i mity. *Magazyn Stowarzyszenia Lubelski Klub Biznesu*, 28–29; J. Płoch (red.). (2012). *Rekomendacje Zespołu Ministra Sprawiedliwości ds. Nowelizacji Prawa Upadłościowego i Naprawczego*. Warszawa: Ministerstwo Sprawiedliwości RP. s. 45; P. Masiukiewicz (2013). *Priorytet procesów naprawczych*. [w:] *Bankructwa przedsiębiorstw. Efektywność postępowań upadłościowych* (s. 91–96). *Biuletyn Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego*, 1(60); R. Adamus, B. Groele, J. Lachner, Z. Miczek, J. Płoch, M. Porzycki (2011). *Stanowisko Instytutu Allerhanda w sprawie kierunków zmian w Prawie upadłościowym i naprawczym*. Kraków: Instytut Allerhanda. s. 34–43; P. Antonowicz (2013). *Kierunki usprawnienia procesu postępowania naprawczego w kontekście zachęt do szerszego wykorzystywania tej ścieżki ochrony wierzycieli w procesach upadłościowych w Polsce*. [w:] B. Lepczyński (red.), *Procesy upadłościowe przedsiębiorstw i osób fizycznych nieprowadzących działalności gospodarczej – konsekwencje dla banków oraz propozycje usprawnień* (s. 98–104). Gdańsk/Warszawa: Wydawnictwo Związek Banków Polskich.

wystarczy przytoczyć, że w latach 2007–2013 na ponad 24 tys. złożonych wniosków o wszczęcie postępowania upadłościowego, do sądów rejonowych w Polsce złożono zaledwie 227 wniosków¹⁰ o wszczęcie postępowań naprawczych. Stanowiły one zatem niespełna 1% spraw w przedmiocie, którego dotyczyła ustawa PUiN¹¹. Nic zatem dziwnego, że tak nieefektywnie wykorzystywana w praktyce sądowej instytucja naprawcza dla podmiotów gospodarczych została przekształcona w wyodrębnioną ustawę Prawo restrukturyzacyjne (PR). Jest to istotne z punktu widzenia szerszej oceny skali upadłości, jakie miały miejsce w Polsce w ostatnich 4 latach. Na rysunku 1. przedstawiona została liczba podmiotów objętych tymi postępowaniami w latach 2016–2019, która istotnie jest niższa od skali upadłości, jakie obserwowaliśmy w latach poprzednich.

Rys. 1. Liczba upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw* w Polsce w latach 2016–2019 [jg.].



* liczba upadłości w 2019 r. określona została na podstawie postanowień sądowych ogłoszonych w MSiG do dnia 15.04.2020 r.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych publikowanych w MSiG, udostępnionych przez COIG.

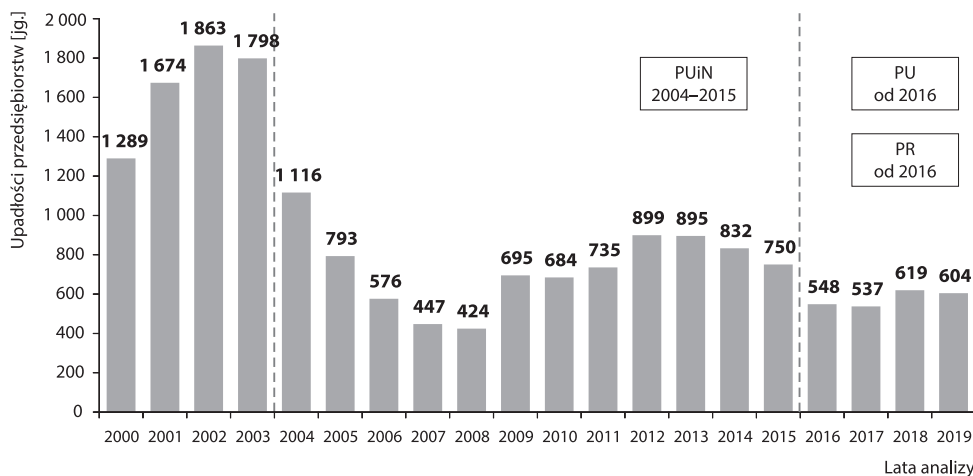
Podczas gdy średnio w latach 2016–2019 miało miejsce 577 upadłości oraz 359 restrukturyzacji, to w latach wcześniejszych, w ostatnim analogicznym okresie obowiązywania PUiN (lata: 2012–2015) miało miejsce przeciętnie 844 upadłości w skali roku. Warto również zauważyć, iż liczba tych spraw charakteryzowała się

¹⁰ Na podstawie danych z Wydziału Statystycznej Informacji Zarządczej Ministerstwa Sprawiedliwości RP, na podstawie art. 2 ust. 1 i art. 10 ust. 1 ustawy z dnia 6 września 2001 r. o dostępie do informacji publicznej (Dz.U. nr 112, poz. 1198 z późn. zm.).

¹¹ Szerzej na temat ilościowej skali i oceny postępowań naprawczych, jakie miały miejsce w poprzednim porządku prawnym, zgodnie z obowiązującym do 31.12.2015 r. PUiN, w: P. Antonowicz (2015). *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw. Teoria – praktyka gospodarcza – studia regionalne*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego. s. 145–152.

niewielką tendencją spadkową, która z roku na rok była coraz bardziej zauważalna, aby ostatecznie w ostatnim roku obowiązywania PUiN (2015) przyjąć tempo zmian na poziomie (-9,86%). Trend tych procesów w długim horyzoncie został przedstawiony na rysunku 2.

Rys. 2. Liczba upadłości przedsiębiorstw* w Polsce w latach 2000–2019 [jg.].



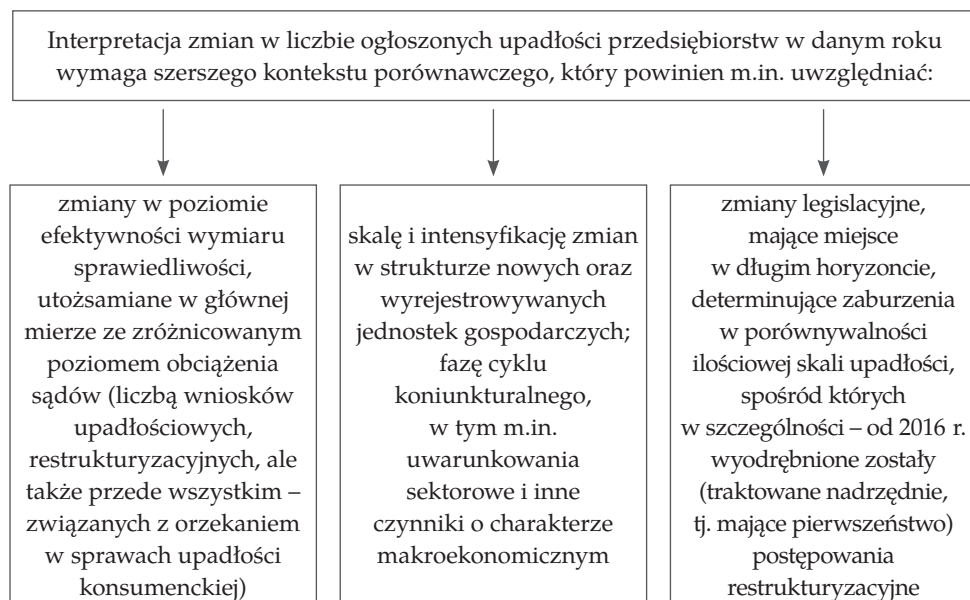
* liczba upadłości w 2019 r. określona została na podstawie postanowień sądowych ogłoszonych w MSiG do dnia 15.04.2020 r. Długookresowa analiza trendu upadłości powinna uwzględniać różnice legislacyjne w przedmiocie ogłoszenia upadłości; najważniejsze nowelizacje PUiN zostały zaznaczone na rys. 2. liniami przerywanymi.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych własnych (MSiG); od 2013 r. na podstawie danych udostępnionych przez COIG.

Ocena zmian ilościowych w procesach upadłościowych, czy dzisiaj również intensyfikacji procesów restrukturyzacyjnych, nie może być dokonywana wprost, tj. wyłącznie przez pryzmat traktowania tej zmiennej jako destymulanty. Takie myślenie oznaczałoby bowiem, że niższą liczbę ogłoszonych w danym roku upadłości i restrukturyzacji moglibyśmy interpretować jako pozytywne zjawisko, i odwrotnie.

Podstawowe czynniki zniekształcające możliwość oceny zmian w zakresie liczby upadłości przedsiębiorstw w kolejnych latach, jakie zostały zobrazowane na rysunku 2., zostały przedstawione na rysunku 3.

Rys. 3. Czynniki konieczne do uwzględnienia w interpretacji zmian w liczbie upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw w długim horyzoncie.



Źródło: opracowanie własne.

E. Mączyńska w swoich licznych publikacjach w tym nurcie badań zwraca uwagę na to, że upadłości przedsiębiorstw są autoregulatorem, tj. mechanizmem samooczyszczającym gospodarkę z nieefektywnie funkcjonujących podmiotów¹². Tezę tę, na wstępie bardzo interesującego i jednocześnie ważnego w przedmiotowym nurcie badań opracowania¹³, podkreślają również J. Pociecha, B. Pawełek, M. Baryła oraz S. Augustyn. Idąc jeszcze szerzej, gdyż odwołując się do faz cyklu koniunkturalnego, A. Zelek zauważyła również, że „kryzys (...) jest dla gospodarki rynkowej swoistym *katharsis* – filtrem oczyszczającym ekonomię z nieefektywnych podmiotów”¹⁴. Dlatego też pewna liczba upadłości przedsiębiorstw w gospodarce jest zjawiskiem normalnym, wręcz pożądanym, z regulacyjnego punktu widzenia dla gospodarki rynkowej. Drugą przesłanką zakłócającą możliwość dokonywania interpretacji ilościowej zjawiska upadłości przedsiębiorstw w kolejnych latach jest zmienna efektywność wymiaru sprawiedliwości, a *de facto* rosnący w ostatnich latach poziom jego

¹² E. Mączyńska (2013). Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw – podstawowe problemy i obszary badawcze. *Bankructwa przedsiębiorstw. Efektywność postępowań upadłościowych*. *Biuletyn Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego*, 1(60), 4.

¹³ J. Pociecha, B. Pawełek, M. Baryła, S. Augustyn (2014). *Statystyczne metody prognozowania bankructwa w zmieniającej się koniunkturze gospodarczej*. Kraków: Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie. s. 7.

¹⁴ A. Zelek (2009). Kryzys czyściec. *Marketing w Praktyce*, 1(131), 30.

obciążenia¹⁵. Na ten problem zwraca uwagę nie tylko grono naukowe oraz prawnicze¹⁶, ale także wielu publicystów i komentatorów życia gospodarczego¹⁷. Poziom przeciążenia sądów sprawami związanymi z koniecznością rozpoznawania i orzekania w przedmiocie upadłości konsumenckiej, spychający na dalszy plan sprawy dotyczące upadłości podmiotów gospodarczych (nieporównywalnie przecież szerzej oddziałujących na innych interesariuszy niż sama strona tego postępowania w postaci dłużnika niewypłacalnego), ma bowiem bezsprzecznie olbrzymi wpływ na czas i przebieg postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych podmiotów gospodarki narodowej. Trzecim czynnikiem zaburzającym liniową możliwość interpretacji zmian w czasie zjawiska upadłości przedsiębiorstw są w końcu, wspomniane wcześniej i przedstawione na rysunku 2., zmiany legislacyjne, jakie miały miejsce w 20-letnim horyzoncie, który został uwzględniony w szerszej perspektywie omawianego zjawiska. Stąd też, uwzględniając chociażby te trzy przytoczone i zobrażone na rysunku 3. czynniki, nieprawdziwe byłoby stwierdzenie, że w Polsce mamy do czynienia z malejącą liczbą upadłości (co mogłoby pozornie wydawać się prawdą, analizując dane przedstawione na rysunku 2.).

Aby lepiej zrozumieć to, w jaki sposób rozkłada się liczba upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw w Polsce, warto wykorzystać analizę uwzględniającą inne punkty odniesienia. Metodą, którą wykorzystuje się m.in. w geografii ekonomicznej jest współczynnik lokalizacji (LQ). Za jego pomocą możliwa jest ocena intensyfikacji danego zjawiska w przestrzeni danej gospodarki – w tym przypadku będzie to podział administracyjny Polski.

2.4. Analiza rozkładu upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw z lat 2016–2019 w podziale administracyjnym Polski

Natężenie danego zjawiska w określonych regionach uwarunkowane może być jego korelacją z innymi zmiennymi. Już na poziomie dedukcji wydaje się niemal pewne, że

¹⁵ W raporcie Zimmerman Filipiak Restrukturyzacja S.A.: Restrukturyzacje w Polsce. Raport za trzeci kwartał 2019 r. Statystyki i analizy. SPOTDATA, s. 11 podkreślone zostało, iż: „przyczynami niewydolności (...) jest nadmierne przeciążenie sądów pracą ze strony m.in. upadłości osób fizycznych, przy deficycie kadr”.

¹⁶ Jedno z ważniejszych opracowań w tym przedmiocie to publikacja: K. Joński (2016). *Efektywność sądownictwa powszechnego – podstawowe problemy*. Warszawa: Instytut Wymiaru Sprawiedliwości; szerzej również m.in.: M. Zawila (2019). *Upadłości konsumencka – nowe rozwiązania na gruncie ustawy – prawo upadłościowe 1. Doradztwo Prawne i Podatkowe RB Biuletyn*, 12; B. Groele, K. Dzwonkowska, M. Geronim i in. (2012). *Prawo sprzyjające realizacji Polityki II szansy w Polsce. Rekomendacje zmian*. Warszawa: PARP. s.140.

¹⁷ Szerzej m.in.: M. Domagalski (2018). *Sądy upadłościowe zavalone są sprawami o upadłość. Rzeczpospolita*, z dnia 04.05.2018; W. Ziomek (2018). *Przedsiębiorcy stoją w kolejkach do restrukturyzacji. Sądy nie dają rady*. Money.pl, z dnia 04.05.2018.

liczba upadłości oraz restrukturyzacji przedsiębiorstw powinna mieć związek z liczbą zarejestrowanych podmiotów gospodarki narodowej w danym regionie (województwie). Oczywiście można przyjąć pewne zaburzenie tego zjawiska, polegające chociażby na globalnych możliwościach funkcjonowania współczesnych przedsiębiorstw, co oznaczać by mogło, że ich geograficzna lokalizacja nie będzie determinować tego, czy w danym regionie będzie więcej, czy mniej upadłości/restrukturyzacji. Niemniej jednak, jeżeli dane województwo jest bardziej zurbanizowane, posiada większy potencjał gospodarczy wynikający z asymetrii rozkładu populacji ludzi w kraju, a także innych czynników *stricte* gospodarczych, to zapewne tam właśnie liczba upadłości/restrukturyzacji będzie większa. Pytanie, jakie możemy sobie w tym momencie postawić, brzmi jednak: jak dalece regiony (poszczególne województwa Polski) różnią się poziomem intensyfikacji upadłości/restrukturyzacji przedsiębiorstw? Czy są regiony w Polsce, które we wszystkich analizowanych latach (2016–2019) charakteryzują się innym poziomem (mniejszym, większym) intensyfikacji procesów upadłościowych i restrukturyzacyjnych niż pozostałe? Czy możemy w końcu zobiektywizować obraz skali upadłości w poszczególnych regionach kraju, odnosząc je do innych zmiennych, co sprawi, że ocena będzie względna, a nie pozbawiona punktów odniesienia?

Odpowiedzią na te pytania jest zastosowanie współczynnika LQ¹⁸, który we wcześniej realizowanych badaniach¹⁹ w tym zakresie, nazywany był przez autora „regionalnym barometrem upadłości przedsiębiorstw” (stąd akronim: RBUP). W literaturze przedmiotu ma on również swoje szerokie zastosowanie w ocenie potencjału kreowania klastrów gospodarczych²⁰.

W przedmiotowych badaniach przyjmijmy jednak nazwę rozszerzoną: „regionalny barometr upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw” (dalej: RBUPiRP). Jego postać zostanie wyrażona wzorem 1.²¹

¹⁸Jedne z pierwszych przykładów zastosowania tej miary w naukach społecznych zawierają takie publikacje jak: E.M. Hoover (1937). *Location Theory and the Shoe and Leather Industries*. *Harvard Economic Studies*, 55. Cambridge: Harvard University Press; D. North (1955). *Location Theory and Regional Economic Growth*. *Journal of Political Economy*, 63(3), 243–258; R.W. Gilmer, S.R. Keil, R.S. Mack (1989). *The Location Quotient and Central Place Theory*. *Research Paper*. *Federal Reserve Bank of Dallas*, 8916, 3–8.; a także np. współczesne jego wykorzystanie: J. Montejano, P. Monkkonen, E. Guerra, C. Caudillo (2019). *The Costs and Benefits of Urban Expansion: Evidence from Mexico, 1990–2010*. Lincoln Institute of Land Policy. s. 76.

¹⁹Szerzej np.: P. Antonowicz (2014). Zastosowanie współczynnika lokalizacji LQ i krzywej koncentracji w badaniach nad przestrzennym zróżnicowaniem upadłości przedsiębiorstw w gospodarce. *Zarządzanie i Finanse. Journal of Management and Finance*, 12(3), 53–64.

²⁰S.A. Fernhaber, B.A. Gilbert, P.P. McDougall-Covin (2008). International Entrepreneurship and Geographic Location: An Empirical Examination of New Venture Internationalization. *Journal of International Business Studies*, 39(2), 267–290; J.P. Christ (2012). *Innovative Places in Europe: Research Clustering, Co-Patenting Networks and the Growth of Regions*. Frankfurt: Peter Lang. s. 134–135.

²¹Adaptacja m.in. na podstawie opracowania: T. Holmes, J. Stevens (2002). Geographic Concentration and Establishment Scale. *The Review of Economics and Statistics*, 84(4), 682–690.

$$RBUiRP_{(i)} = \frac{NUIRP_{REG(i)} \div NZP_{REG(i)}}{NUIRP_{PL} \div NZP_{PL}} \quad \text{Wzór 1.}$$

gdzie:

- $RBUiRP_{(i)}$ – Regionalny Barometr Upadłości i Restrukturyzacji Przedsiębiorstw, stanowiący współczynnik intensyfikacji procesów upadłościowych i restrukturyzacyjnych przedsiębiorstw w i-tym regionie (województwie) Polski, gdzie $i \in \{1, \dots, 16\}$, w stosunku do liczby zarejestrowanych podmiotów gospodarki narodowej w tym regionie w REGON;
- $NUIRP_{REG(i)}$ – liczba upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw w danym roku i okresie, w i-tym regionie (województwie) Polski;
- $NZP_{REG(i)}$ – liczba podmiotów gospodarki narodowej, zarejestrowanych w REGON w i-tym regionie (województwie) Polski na koniec danego okresu sprawozdawczego;
- $NUIRP_{PL}$ – liczba upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw w Polsce w danym okresie sprawozdawczym;
- NZP_{PL} – liczba podmiotów gospodarki narodowej, zarejestrowanych w REGON w Polsce na koniec danego okresu sprawozdawczego.

Wyrażony wzorem 1. współczynnik LQ, stanowiący miarę RBUiRP, może przyjmować wartości z dość szeroko określonego przedziału zmienności. Punktem odciążenia będzie jednak wartość: 1, powyżej której region charakteryzuje się ponadprzeciętnym poziomem intensyfikacji analizowanego zjawiska, a także analogicznie – poniżej której natężenie badanego zjawiska będzie interpretowane jako niższe od przeciętnego dla pozostałych obszarów. RBUiRP może zostać ponadto zdekomponowany odpowiednio w podziale na same procesy *stricte* upadłościowe i oddzielnie – restrukturyzacyjne. W ten sposób możliwe będzie dokonanie analizy porównawczej, tj. udzielenie odpowiedzi na pytanie, czy zjawiska te mają charakter komplementarny, czy raczej tendencja (oceniana w czasie: 2016–2019) w intensyfikacji upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw cechuje się charakterem rozłącznym²². Przyjrzyjmy się na wstępie zmianom, jakie miały miejsce w badanym okresie w zakresie bezwzględnej liczby upadłości (NUPREG(i)) oraz bezwzględnej

²² Wcześniejsze badania autora w tym obszarze wskazywały również na alternatywne analizy, oparte na innych zmiennych porównawczych. Poza odnośnieniem liczby upadłości przedsiębiorstw do populacji podmiotów gospodarki narodowej w REGON, przyjmowane były również m.in. takie punkty odniesienia jak: liczba likwidacji podmiotów gospodarki narodowej (wyrejestrowań z REGON), a także liczba wniosków o wszczęcie postępowania upadłościowego składanych w danym sądzie rejonowym właściwym do rozpoznawania spraw z obszaru danego regionu (województwa) Polski. Szersze badania w tym zakresie omówione zostały w: P. Antonowicz (2015). *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw. Teoria – praktyka gospodarcza – studia regionalne*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego. s. 285–293; 297–310.

liczby restrukturyzacji (NRPREG(i)) w podziale administracyjnym Polski, tj. w podziale na województwa. Zestawienie to prezentuje tabela 3.

Tabela 3. Upadłości i restrukturyzacje przedsiębiorstw* w podziale administracyjnym Polski w latach 2016–2019

Lp.	Województwo	NUP _{REG(i)}				NRP _{REG(i)}				NUIRP _{REG(i)}			
		2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
1	dolnośląskie	68	49	59	68	26	40	45	42	94	89	104	110
2	kujawsko-pomorskie	24	22	37	37	7	17	20	17	31	39	57	54
3	lubelskie	26	24	34	14	12	11	12	11	38	35	46	25
4	lubuskie	11	11	8	10	5	8	12	9	16	19	20	19
5	łódzkie	18	16	20	24	6	21	16	26	24	37	36	50
6	małopolskie	55	50	49	42	16	11	14	20	71	61	63	62
7	mazowieckie	121	139	147	144	38	57	68	81	159	196	215	225
8	opolskie	8	7	12	17	8	18	12	7	16	25	24	24
9	podkarpackie	27	20	33	32	9	7	25	17	36	27	58	49
10	podlaskie	12	9	13	11	7	9	24	29	19	18	37	40
11	pomorskie	22	28	38	23	4	16	22	15	26	44	60	38
12	śląskie	70	70	69	87	38	40	55	51	108	110	124	138
13	świętokrzyskie	10	7	16	8	3	3	7	5	13	10	23	13
14	warmińsko-mazurskie	15	22	22	17	4	14	18	22	19	36	40	39
15	wielkopolskie	39	32	41	45	19	49	66	79	58	81	107	124
16	zachodniopomorskie	22	31	18	24	7	18	27	10	29	49	45	34
–	POZOSTAŁE**	0	0	3	1	0	0	0	0	0	0	3	1
	OGÓŁEM	548	537	619	604	209	339	443	441	757	876	1062	1045

* liczba upadłości w 2019 r. określona została na podstawie postanowień sądowych ogłoszonych w MSiG do dnia 15.04.2020 r.

** ogłoszenia pozostałe, zaewidencjonowane w MSiG – tj. ogłoszenia o postępowaniach międzynarodowych, względem podmiotów gospodarczych z siedzibą działalności poza RP

Źródło: obliczenia własne na podstawie: MSiG i COIG (według stanu na dzień: 15.04.2020).

Zarówno procesy upadłościowe, jak i restrukturyzacyjne we wszystkich latach analizy w największej liczbie miały miejsce w województwie mazowieckim. Aby jednak ocenić poziom intensyfikacji tego zjawiska, wartości bezwzględne przedstawione w tabeli 3. odniesione zostały do liczby podmiotów gospodarki narodowej zarejestrowanych w REGON, w podziale na regiony (województwa) – tj. NNP_{REG(i)} (patrz: wzór 1.). Do analizy tej wykorzystane zostały dane, które zawiera tabela 4.

Tabela 4. Podmioty gospodarki narodowej w podziale administracyjnym Polski, według stanu na dzień 31 grudnia danego roku w REGON

Lp.	Województwo	NZP _{REG(1)}			
		2016	2017	2018	2019
1	dolnośląskie	361 307	368 811	375 294	382 892
2	kujawsko-pomorskie	194 099	195 717	197 657	203 548
3	lubelskie	174 123	177 365	180 805	185 315
4	lubuskie	111 756	112 910	113 277	117 172
5	łódzkie	243 280	245 855	247 502	254 322
6	małopolskie	371 107	380 020	391 539	409 849
7	mazowieckie	788 008	809 369	816 423	854 457
8	opolskie	100 295	100 590	100 931	103 179
9	podkarpackie	167 749	171 070	174 830	181 107
10	podlaskie	99 956	101 202	103 040	105 578
11	pomorskie	286 844	293 704	296 630	307 294
12	śląskie	467 090	469 927	472 498	481 757
13	świętokrzyskie	111 128	112 296	113 717	116 493
14	warmińsko-mazurskie	124 287	125 377	127 120	131 908
15	wielkopolskie	414 798	422 094	429 658	446 215
16	zachodniopomorskie	221 168	223 130	223 953	228 215
POLSKA OGÓŁEM – NZP _{PL}		4 236 995	4 309 437	4 364 874	4 509 301

UWAGA: wartość NZPPL nie stanowi sumy wartości z poszczególnych województw Polski²³.

Źródło: opracowanie własne na podstawie statystyki publicznej Banku Danych Lokalnych GUS (stan danych na dzień: 22.04.2020).

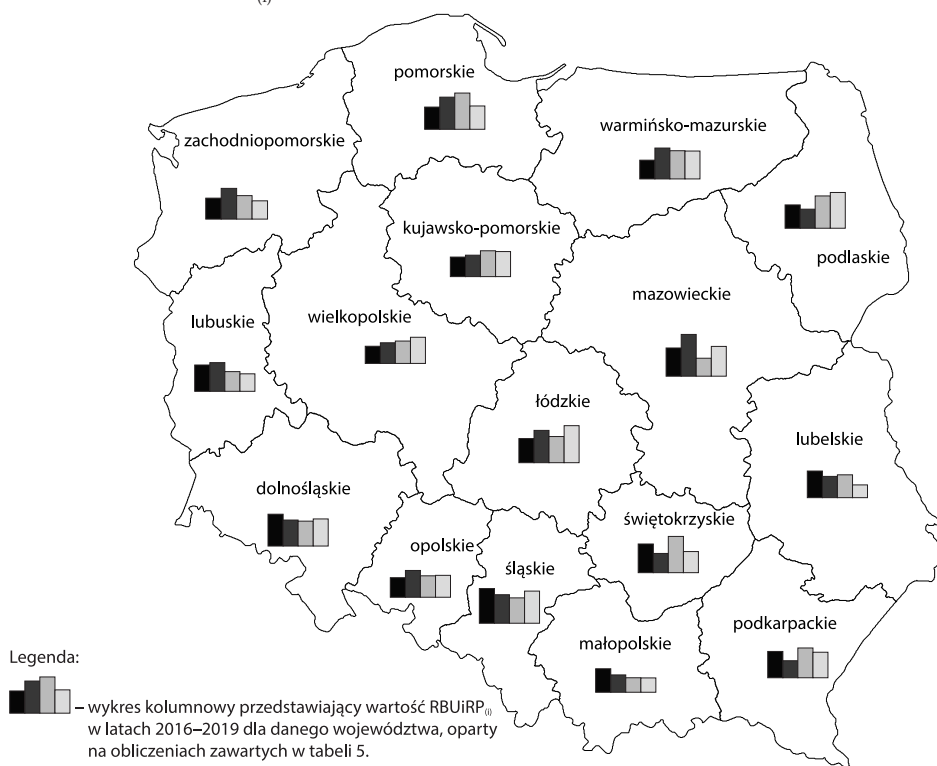
Jak przedstawiają dane zawarte w tabelach: 3. oraz 4., zarówno rozkład upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw, jak również populacji podmiotów gospodarki narodowej, nie jest równomierny.

W związku z powyższym, uwzględniając formułę opisaną wzorem 1., zostały obliczone wartości $RBUiRP_{(1)}$ dla wszystkich województw Polski w kolejnych latach: 2016–2019. Punktem odniesienia była liczba podmiotów gospodarki narodowej (tabela 4.) – patrz. rysunek 4. Wykresy przedstawione na rysunku 4. pozwalają zorientować się, w którym z województw zachodzące zmiany można ocenić pozytywnie (zmniejszające się wysokości kolumn w kolejnych latach na rysunku 4.

²³ Zgodnie z informacją BDL GUS: „W związku z wprowadzonymi od 1 grudnia 2014 r. zmianami przepisów prawnych regulujących sposób zasilania rejestru REGON informacjami o podmiotach podlegających wpisowi do Krajowego Rejestru Sądowego, od danych według stanu na 31 grudnia 2014 r. istnieje możliwość wystąpienia w rejestrze REGON niewypełnionych pozycji dotyczących przewidywanej liczby pracujących, adresu siedziby, rodzaju przeważającej działalności oraz formy własności. W związku z powyższym dane naliczone z rejestru REGON według ww. informacji mogą nie sumować się na liczbę ogółem prezentowaną w danej podgrupie. W lipcu 2018 r. wykreślono z rejestru REGON ok. 100 tys. podmiotów, które utraciły zdolność prawną na mocy art. 3 ustawy z dnia 28.11.2014 r. o zmianie ustawy o KRS i niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 1942)”; na podstawie: <https://bdl.stat.gov.pl/BDL/metadane/grupy/25> (dostęp: 23.04.2020).

dla danego regionu), a w których – negatywnie, o czym świadczą rosnące wartości kolumn wykresów, odzwierciedlające $RBUiRP_{(i)}$ w kolejnych latach analizy²⁴.

Rys. 4. Intensyfikacja procesów upadłościowych i restrukturyzacyjnych przedsiębiorstw w podziale administracyjnym Polski w latach 2016–2019, oparta na zmienności indeksu $RBUiRP_{(i)}$.



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z MSiG i COiG, a także na podstawie statystyki publicznej Banku Danych Lokalnych GUS (stan danych na dzień 22.04.2020).

²⁴ Ocena taka zakłada, że zmienna w postaci $RBUiRP_{(i)}$ przyjmuje charakter destymulacyjny, co wiąże się z pozytywną interpretacją analizowanego zjawiska w sytuacji, gdy jej wartość ulega w czasie obniżeniu, a także – negatywną interpretacją w sytuacji, gdy $RBUiRP_{(i)}$ przyjmuje wartości z okresu na okres coraz wyższe. Wzrost ten wiąże się bowiem z rosnącym względnym poziomem intensyfikacji upadłości i restrukturyzacji w danym regionie w odniesieniu do średniej w całej gospodarce. Analogiczne badania były realizowane w zakresie oceny intensyfikacji procesów upadłościowych przez autora m.in. w publikacjach: P. Antonowicz (2011). Geograficzna koncentracja upadłości przedsiębiorstw w podziale administracyjnym Polski w latach 2007–2010. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 686. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 47, 603–614; a także w: P. Antonowicz (2010). Intensyfikacja upadłości przedsiębiorstw w Polsce w I półroczu 2010 r. i prognoza na 2010 r. *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, 4, 343–350; P. Antonowicz (2009). *Upadłości przedsiębiorstw w Polsce w 2007 r. oraz w I połowie 2008 r.* Nowy Sącz: Wydawnictwo Assemlby. s. 1–93; P. Antonowicz (2009). Analiza struktury upadłości przedsiębiorstw w Polsce w I połowie 2009 r. *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, 3, 35–46.

Tabela 5. Regionalny Barometr Upadłości i Restrukturyzacji Przedsiębiorstw w poszczególnych jednostkach podziału terytorialnego kraju (sortowanie wg. max sumy RBUIRP_(i) za okres 2016–2019)

Lp.	Województwo	NUP _{REG(i)}				NZP _{REG(i)}				RBUIRP _{REG(i)}			
		2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
1	podlaskie	19	18	37	40	99 956	101 202	103 040	105 578	1,06	0,87	1,48	1,63
2	dolnośląskie	94	89	104	110	361 307	368 811	375 294	382 892	1,46	1,19	1,14	1,24
3	warmińsko-mazurskie	19	36	40	39	124 287	125 377	127 120	131 908	0,86	1,41	1,29	1,28
4	śląskie	108	110	124	138	467 090	469 927	472 498	481 757	1,29	1,15	1,08	1,24
5	mazowieckie	159	196	215	225	788 008	809 369	816 423	854 457	1,13	1,19	1,08	1,14
6	podkarpackie	36	27	58	49	167 749	171 070	174 830	181 107	1,20	0,78	1,36	1,17
7	kujawsko-pomorskie	31	39	57	54	194 099	195 717	197 657	203 548	0,89	0,98	1,19	1,14
8	opolskie	16	25	24	24	100 295	100 590	100 931	103 179	0,89	1,22	0,98	1,00
9	wielkopolskie	58	81	107	124	414 798	422 094	429 658	446 215	0,78	0,94	1,02	1,20
10	lubelskie	38	35	46	25	174 123	177 365	180 805	185 315	1,22	0,97	1,05	0,58
11	zachodniopomorskie	29	49	45	34	221 168	223 130	223 953	228 215	0,73	1,08	0,83	0,64
12	małopolskie	71	61	63	62	371 107	380 020	391 539	409 849	1,07	0,79	0,66	0,65
13	lubuskie	16	19	20	19	111 756	112 910	113 277	117 172	0,80	0,83	0,73	0,70
14	łódzkie	24	37	36	50	243 280	245 855	247 502	254 322	0,55	0,74	0,60	0,85
15	pomorskie	26	44	60	38	286 844	293 704	296 630	307 294	0,51	0,74	0,83	0,53
16	świętokrzyskie	13	10	23	13	111 128	112 296	113 717	116 493	0,65	0,44	0,83	0,48
–	POZOSTAŁE**	0	0	3	1	<i>nd.</i>	<i>nd.</i>	<i>nd.</i>	<i>nd.</i>	<i>nd.</i>	<i>nd.</i>	<i>nd.</i>	<i>nd.</i>
	OGÓŁEM	757	876	1062	1045	4 236 995	4 309 437	4 364 874	4 509 301	1,00	1,00	1,00	1,00

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z MSiG i COIG, a także na podstawie statystyki publicznej Banku Danych Lokalnych GUS (stan danych na dzień 22.04.2020).

Miara intensyfikacji upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw w poszczególnych województwach Polski w postaci RBUIRP_(i) pozwala na wyciągnięcie innych wniosków o zagęszczeniu upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw w rozkładzie przestrzennym, niż gdybyśmy go oceniali wyłącznie przez pryzmat analizy liczebności tych jednostek w ujęciu bezwzględny. Pomimo iż w województwie mazowieckim we wszystkich latach miało miejsce najwięcej upadłości i restrukturyzacji, to region ten plasuje się dopiero na 5. miejscu pod względem intensyfikacji tego zjawiska w porównaniu z pozostałymi 15 województwami Polski. W żadnym roku analizy nie miała bowiem tu miejsca sytuacja, w której wystąpiłaby w regionie mazowieckim największa liczba upadłości i restrukturyzacji w porównaniu z liczebnością populacji podmiotów zarejestrowanych w REGON, ocenianych

na tle innych regionów. Zarówno w 2018, jak również w 2019 r. ponadprzeciętnie największy poziom intensyfikacji upadłości i restrukturyzacji miał miejsce w województwie podlaskim – pomimo tego, że region podlaski zajmuje dopiero 13. miejsce (na 16 województw) pod względem łącznej liczby upadłości i restrukturyzacji, jakie miały miejsce w latach 2016–2019. Gdyby analizować te wartości w ujęciu bezwzględny, wnioski mogłyby być diametralnie różne od tych, które uwzględniają w swojej ocenie punkt odniesienia²⁵.

Tylko w trzech województwach (dolnośląskie, śląskie oraz mazowieckie) we wszystkich czterech latach analizy intensyfikacja upadłości oraz restrukturyzacji przedsiębiorstw była ponadprzeciętna ($RBUiRP_{(i)} > 1,00$). Przedstawione na rysunku 4. oraz w tabeli 5. województwa zostały posortowane wg. maksymalnej łącznej wartości współczynnika $RBUiRP_{(i)}$ ze wszystkich 4 lat analizy. W dziewięciu pierwszych regionach, które w 2019 r. charakteryzowały się ponadprzeciętnym poziomem koncentracji analizowanych procesów, miało miejsce w ostatnim roku analizy 76,84% ogółu upadłości i restrukturyzacji. Jednocześnie warto podkreślić, iż w czterech województwach o największej liczbie ogłoszonych upadłości i restrukturyzacji, tj. w regionie mazowieckim, śląskim, wielkopolskim oraz dolnośląskim, miało miejsce w 2019 r. 57,13% ogółu upadłości i restrukturyzacji, przy jednoczesnym zlokalizowaniu w tej części Polski 48,02% podmiotów gospodarki narodowej. To wskazuje, jak daleka asymetria występuje w przestrzennym rozkładzie analizowanego zjawiska w polskiej gospodarce.

Oczywiście w tym dyskursie bazujemy na miejscu siedziby działalności gospodarczej, które w żadnym wypadku nie musi oznaczać ram terytorialnego działania tych podmiotów. Często jest dokładnie odwrotnie. W dużej mierze mogą być to zarówno podmioty, które swoim zasięgiem obejmują nie tylko wyłącznie lokalny rynek, ale regionalny, krajowy bądź międzynarodowy i globalny. To ważne kryterium wnioskowania, gdyż nie pozwala ono przyjąć jako prawdziwej tezy, że wskazane chronologicznie w tabeli 5. województwa posortowane zostały z uwzględnieniem stopnia regionalnej trudności bądź ryzyka prowadzenia działalności gospodarczej. Taki wniosek byłby bowiem uzasadniony, gdyby m.in. działalność ta miała wyłącznie lokalny charakter, a także nie byłaby uwarunkowana żadnymi szerszymi wpływami koniunkturalnymi. A taka sytuacja nie ma miejsca w żadnej postaci gospodarki wolnorynkowej. Z tym wiąże się jednak zakres działalności tych jednostek

²⁵ Istotne w tym miejscu jest jednak zrozumienie i przyjęcie tego punktu odniesienia jako właściwego w procesie oceny badanego zjawiska. Gdyby w analizie przyjąć zamiast liczby podmiotów gospodarki narodowej, zarejestrowanych w REGON, np. liczbę wyrejestrowanych jg., albo liczbę złożonych wniosków upadłościowych/restrukturyzacyjnych, to wnioski z tego typu badania dostarczyłyby znowu innych wyników. Sytuacja taka zawsze jednak ma miejsce, gdy w procesie obiektywizacji oceny danego zjawiska uwzględniane są inne, arbitralnie wybierane, punkty odniesienia.

wyrażony poprzez ujednoczony nomenklaturowo²⁶ przedmiot prowadzonej przez nie działalności gospodarczej. W procesie rejestracji, a także w procesie dalszych zmian ewidencyjnych, podmioty te (jak wszystkie inne) wskazały podstawowy (główny) kod prowadzonej działalności gospodarczej (dalej: kod PKD²⁷), obok pozostałych, pobocznych przedmiotów działalności. Główny kod PKD nie jest idealną charakterystyką branżową/sektorową tych podmiotów, gdyż może on nie uwzględniać działalności realizowanej w rzeczywistości przez te jednostki w różnych gałęziach gospodarki, a także może nie w pełni odzwierciedlać przynależności branżowej danego przedsiębiorstwa. Niemniej jednak, jest on podstawą do ramowego określenia tych głównych obszarów gospodarki, w których najczęściej w Polsce orzekane są upadłości i restrukturyzacje przedsiębiorstw. Analiza ta została przeprowadzona w kolejnym punkcie opracowania.

2.5. Sektorowa analiza upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019

Branżowe studia nad upadłościami przedsiębiorstw w Polsce stanowią przedmiot badań²⁸ różnych ośrodków naukowych i podmiotów życia gospodarczego. Ważnym źródłem danych i sygnalnych statystyk pochodzących bezpośrednio z publikacji MSiG jest serwis Centralnego Ośrodka Informacji Gospodarczej (<https://www.coig.com.pl/>), w ramach którego gromadzone i udostępniane są m.in. informacje na temat procesów upadłościowych oraz restrukturyzacyjnych przedsiębiorstw w Polsce. W tabelach 6. oraz 7. przedstawiona została podstawowa struktura upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw oparta na podziale, jaki ma miejsce w Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD).

²⁶Od 2007 r. obowiązuje Polska Klasyfikacja Działalności (PKD 2007), która została wprowadzona Rozporządzeniem Rady Ministrów z dnia 24 grudnia 2007 r. w sprawie Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD); Dz.U. 251, poz. 1885, z późn. zm. Natomiast z dniem 30 grudnia 2017 r. weszło w życie rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 12 grudnia 2017 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD) (Dz. U. poz. 2440), w zakresie sekcji P Edukacja.

²⁷Polska Klasyfikacja Działalności.

²⁸Szerzej m.in.: J. Kaczmarek, K. Kolegowicz, P. Krzeziński (2016). *MSP w Polsce wobec zagrożenia upadłością. Analiza lat 2014–2015*. Warszawa: Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości. s. 14–18; K. Fijorek, J. Kaczmarek, K. Kolegowicz (2019). *V Raport z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016–2018 – komponent mikroekonomiczny*. Kraków: MSAP. s. 15–19.

Tabela 6. Branżowa struktura upadłości przedsiębiorstw z lat 2016–2019 wg. grupowania: sekcje PKD

SEKCJA PKD	Nazwa grupowania	Zakres grup PKD (od-do)	UPADŁOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW											
			2016		2017		2018		2019		OGÓŁEM			
			[Lp]	[%]	[Lp]	[%]	[Lp]	[%]	[Lp]	[%]	[Lp]	[%]		
A	Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo	01 03	3	0,55%	9	1,68%	4	0,65%	8	1,32%	24	1,04%		
B	Górnictwo i wydobywanie	05 09	7	1,28%	4	0,74%	6	0,97%	3	0,50%	20	0,87%		
C	Przemysł przetwórczy	10 33	125	22,81%	109	20,30%	133	21,49%	127	21,03%	494	21,40%		
D	Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych	35 35	5	0,91%	5	0,93%	7	1,13%	4	0,66%	21	0,91%		
E	Dostawa wody, gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją	36 39	11	2,01%	3	0,56%	5	0,81%	8	1,32%	27	1,17%		
F	Budownictwo	41 43	88	16,06%	85	15,83%	102	16,48%	92	15,23%	367	15,90%		
G	Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle	45 47	152	27,74%	139	25,88%	165	26,66%	171	28,31%	627	27,17%		
H	Transport i gospodarka magazynowa	49 53	16	2,92%	27	5,03%	39	6,30%	45	7,45%	127	5,50%		
I	Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi	55 56	18	3,28%	12	2,23%	12	1,94%	16	2,65%	58	2,51%		
J	Informacja i komunikacja	58 63	15	2,74%	22	4,10%	17	2,75%	14	2,32%	68	2,95%		
K	Działalność finansowa i ubezpieczeniowa	64 66	14	2,55%	19	3,54%	11	1,78%	11	1,82%	55	2,38%		
L	Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości	68 68	25	4,56%	26	4,84%	28	4,52%	16	2,65%	95	4,12%		
M	Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	69 75	32	5,84%	32	5,96%	28	4,52%	32	5,30%	124	5,37%		
N	Działalność w zakresie usług administracji i działalności wspierającej	77 82	16	2,92%	14	2,61%	22	3,55%	28	4,64%	80	3,47%		
O	Administracja publiczna i obrona narodowa; obowiązkowe zabezpieczenia społeczne	84 84	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%		
P	Edukacja	85 85	3	0,55%	2	0,37%	1	0,16%	4	0,66%	10	0,43%		
Q	Opieka zdrowotna i pomoc społeczna	86 88	5	0,91%	12	2,23%	14	2,26%	13	2,15%	44	1,91%		
R	Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją	90 93	3	0,55%	5	0,93%	10	1,62%	1	0,17%	19	0,82%		
S	Pozostała działalność usługowa	94 96	7	1,28%	6	1,12%	10	1,62%	4	0,66%	27	1,17%		
T	Gospodarstwa domowe zatrudniające pracowników; gospodarstwa domowe produkujące wyroby i świadczące usługi na własne potrzeby	97 98	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%		
U	Organizacje i zespoły eksterytorialne	99 99	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%		
-	Pozostałe (włączając w to braki danych)	-	3	0,55%	6	1,12%	5	0,81%	7	1,16%	21	0,91%		
-	Ogółem	-	548	100,00%	537	100,00%	619	100,00%	604	100,00%	2308	100,00%		

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z MSiG i COIG (stan danych na dzień: 22.04.2020).

Tabela 7. Branżowa struktura restrukturyzacji przedsiębiorstw z lat 2016–2019 wg. grupowania: sekcje PKD

SEKCJA PKD	Nazwa grupowania	Zakres grup PKD (od-do)	RESTRUKTURYZACJE PRZEDSIĘBIORSTW											
			2016		2017		2018		2019		OGÓŁEM			
			Ujg	[%]	Ujg	[%]	Ujg	[%]	Ujg	[%]	Ujg	[%]		
A	Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo	01 03	4	1,91%	19	5,60%	47	10,61%	76	17,23%	146	10,20%		
B	Górnictwo i wydobywanie	05 09	3	1,44%	3	0,88%	1	0,23%	4	0,91%	11	0,77%		
C	Przetwórstwo przemysłowe	10 33	45	21,53%	82	24,19%	110	24,83%	95	21,54%	332	23,18%		
D	Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych	35 35	7	3,35%	4	1,18%	6	1,35%	8	1,81%	25	1,75%		
E	Dostawa wody, gospodarowanie ściekami i odpadami oraz działalność związana z rekultywacją	36 39	5	2,39%	6	1,77%	2	0,45%	5	1,13%	18	1,26%		
F	Budownictwo	41 43	50	23,92%	57	16,81%	57	12,87%	40	9,07%	204	14,25%		
G	Handel hurtowy i detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych, włączając motocykle	45 47	40	19,14%	86	25,37%	98	22,12%	95	21,54%	319	22,88%		
H	Transport i gospodarka magazynowa	49 53	6	2,87%	16	4,72%	22	4,97%	25	5,67%	69	4,82%		
I	Działalność związana z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi	55 56	4	1,91%	7	2,06%	14	3,16%	10	2,27%	35	2,44%		
J	Informacja i komunikacja	58 63	9	4,31%	14	4,13%	11	2,48%	10	2,27%	44	3,07%		
K	Działalność finansowa i ubezpieczeniowa	64 66	6	2,87%	5	1,47%	6	1,35%	9	2,04%	26	1,82%		
L	Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości	68 68	4	1,91%	5	1,47%	8	1,81%	12	2,72%	29	2,03%		
M	Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna	69 75	10	4,78%	16	4,72%	20	4,51%	24	5,44%	70	4,89%		
N	Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca	77 82	4	1,91%	8	2,36%	9	2,03%	9	2,04%	30	2,09%		
O	Administracja publiczna i obrona narodowa; obowiązkowe zabezpieczenia społeczne	84 84	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%		
P	Edukacja	85 85	0	0,00%	1	0,29%	3	0,68%	1	0,23%	5	0,35%		
Q	Opieka zdrowotna i pomoc społeczna	86 88	2	0,96%	3	0,88%	10	2,26%	11	2,49%	26	1,82%		
R	Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją	90 93	1	0,48%	1	0,29%	5	1,13%	1	0,23%	8	0,56%		
S	Przez stała działalność usługowa	94 96	2	0,96%	0	0,00%	4	0,90%	3	0,68%	9	0,63%		
T	Gospodarstwa domowe zatrudniające pracowników; gospodarstwa domowe produkujące wyroby i świadczące usługi na własne potrzeby	97 98	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%		
U	Organizacje i zespoły eksterytorialne	99 99	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%		
-	Reszta (włączając w to braki danych)	-	7	3,35%	6	1,77%	10	2,26%	3	0,68%	26	1,82%		
-	Ogółem	-	209	100,00%	339	100,00%	443	100,00%	441	100,00%	1432	100,00%		

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z MSiG i COIG (stan danych na dzień: 22.04.2020).

Analiza struktury upadłości w przekroju branż to jeden z podstawowych sposobów monitorowania procesów insolwencyjnych w gospodarce. Pozwala to z jednej strony oznaczać sektory cechujące się wysokim ryzykiem działalności, a z drugiej – inicjować projektowanie odpowiedniego wachlarza narzędzi wsparcia dla konkretnych branż. Gros upadłości od lat koncentruje się niezmiennie w trzech sekcjach PKD, a mianowicie w sektorach: przetwórstwa przemysłowego, handlu hurtowego i detalicznego oraz budownictwa. W każdym z rozpatrywanych okresów, ujętych w tabeli 6., w trzech wymienionych sekcjach działalności koncentrowało się przeszło ponad 60% ogółu upadłości przedsiębiorstw. Katalog przyczyn tego stanu rzeczy jest złożony. Po pierwsze, branże te charakteryzują się wysoką korelacją z ogólną kondycją koniunktury, co czyni je wyjątkowo wrażliwymi na zmienność turbulentnego otoczenia. W sektorach tych ponadto zaimplementowany jest nierzadko system pracy projektowej, skupiającej wielu podwykonawców wokół jednego celu. Tworzy to sieci powiązań, które prowadzą do wysokiej ekspozycji na spiralę upadłości i efekt „zarażenia się” kryzysem w przypadku ujawnienia się zatorów płatniczych u jednego partnera. Generalnie rzecz ujmując, powiedzieć można, iż struktura upadłości według branż w latach 2016–2019 cechowała się wyraźną stabilnością. W zestawieniu ujętym w tabeli 6. nie dostrzega się spektakularnych zmian w strukturalnym rozkładzie upadłości przedsiębiorstw.

W ślad za tą analiza podąża ponadto konieczność monitorowania sektorowego rozkładu restrukturyzacji. Posłużyć się można tutaj tym samym narzędziem opisu statystycznego, a mianowicie wskaźnikiem struktury dla poszczególnych sekcji PKD w łącznej liczbie postępowań restrukturyzacyjnych. O ile, podobnie jak w przypadku strukturalnego charakteru upadłości, wyróżnić można również tutaj sektory, w których koncentruje się wyraźna większość restrukturyzacji, to w przeciwieństwie do poprzedniej analizy, rozkład ten nie cechuje już tak niska dyspersja wskaźników udziału w czasie. Jako dominujące wskazać należy tutaj również budownictwo przemysłowe, handel hurtowy i detaliczny oraz przetwórstwo przemysłowe. Interesujące jednak jest to, iż w analizowanym okresie, w miarę upływu lat, sekcja budownictwa przemysłowego podlega konsekwentnemu wypieraniu z czołówki przez sektor rolnictwa, leśnictwa, łowiectwa i rybactwa. Jeszcze w 2016 r., na każde 100 postępowań restrukturyzacyjnych, przypadały tylko dwie sprawy ze wspomnianej sekcji A²⁹. Trzy lata później natomiast, niemalże już co piąta sprawa sądowa z zakresu restrukturyzacji dotyczyła właśnie tego sektora. Tak jak podkreślono, zmiana ta odbyła się w głównej mierze kosztem odpływu postępowań ze sfery budownictwa, gdzie jeszcze w 2016 r. około jedna na cztery sprawy restrukturyzacyjne związana była jeszcze z tą sekcją, natomiast w roku 2019 już tylko jedna na dziesięć. Tłumaczyć to należy prawdopodobnie zmianą szeregu

²⁹ Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo.

uregulowań prawnych w obu sekcjach, jak i niezwykle korzystnej koniunkturze dla branży budownictwa, która napędzała dynamikę marż. Niemniej jednak, to właśnie budownictwo, z racji naturalnego tworzenia sieci gospodarczych naczyń połączonych, stanowi centrum zainteresowania ekonomistów, a zmienność procesów upadłościowo-naprawczych w tej branży nierzadko odbierana jest jako barometr kondycji całej gospodarki. W związku z tym, wnioski płynące z oceny strukturalnego rozkładu upadłości i restrukturyzacji wnoszą cenny ładunek informacyjny nie tylko dla projektowania właściwej legislacji skierowanej na sektory, ale również – zarządzania całym procesem naprawczym w gospodarce.

Nie należy jednak zapominać, iż jeśli cykl życia przedsiębiorstwa przyrównamy do swego rodzaju podróży podmiotu w czasoprzestrzeni gospodarowania, to na stacjach poprzedzających – czyli na etapie narodzin, rozwoju i dojrzałości (w sposób ciągły) powinna mu towarzyszyć rzeczowa i perspektywne analiza finansowa. Wskaźniki finansowe, podobne jak podstawowa morfologia organizmu żywego, dostarcza dogodnych i klarownych wniosków, co do kondycji przedsiębiorstwa.

W związku z tym, pozwala to zrozumieć szerzej przyczynowość procesów upadłościowych i restrukturyzacyjnych, co sprawia, iż rankingi i statystyki upadłościowe nabierają pełnego uzasadnienia ekonomicznego i tym samym łatwiej przełożyć je na konkretne decyzje menedżerskie. Co ważne ponadto, analiza finansowa pełni nie tylko rolę sygnałną (czyli może *de facto* ostrzegać o nadchodzącym kryzysie), ale jest również swoistym „papierkiem lakmusowym” do monitorowania efektów zrealizowanej restrukturyzacji. W związku z tym, sfera wskaźników finansowych to immanentne instrumentarium wsparcia dla szeroko rozumianej problematyki bankructw, upadłości oraz restrukturyzacji, a ich istota przybliżona zostanie w kolejnym rozdziale.

Rozdział III

Analiza ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstw w restrukturyzacji

W niniejszym rozdziale przeprowadzona została ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstw poddanych procesom restrukturyzacyjnym w Polsce w latach 2016–2019. Źródło danych do przeprowadzenia analizy stanowią sprawozdania finansowe 820 podmiotów gospodarczych. Standing ekonomiczno-finansowy badanych podmiotów został poddany ocenie w okresie na 3 lata przed i 3 lata po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej. W badaniu wykorzystane zostały wybrane wskaźniki z obszaru analizy finansowej, w szczególności z obszaru płynności finansowej, wspomagania finansowego (zadłużenia), sprawności działania oraz rentowności. Prezentacja i omówienie otrzymanych wyników (zilustrowanych tabelarycznie i graficznie) poprzedzone zostaną omówieniem konstrukcji poszczególnych mierników, ich interpretacji oraz wartości normatywnych (postulowanych), z uwzględnieniem szczegółowej analizy literatury przedmiotu i zaprezentowaniem stanowisk różnych autorów w tym zakresie.

W szczególności w dobie sytuacji post-COVID-owej mamy do czynienia z narastającymi dylematami co do słuszności/zasadności stosowania metod analizy fundamentalnej, ekonomiczno-finansowej *versus* analizy technicznej. W opinii autorów monografii, nawet jeżeli bieżąca sytuacja zmienności wyceny spółek na rynkach finansowych nie odzwierciedla ich wartości fundamentalnej, a kierunki zmian

np. cen akcji tych podmiotów bardziej podążają za przesłankami wynikającymi ze stosowania analizy technicznej – to nie można uznać tej sytuacji za racjonalnie uzasadnioną, trwałą i negującą dotychczasowe osiągnięcia w nurcie badań nad standardami oceny ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw. To sprawia, iż zasadne wydaje się w dalszym ciągu poszukiwanie prawidłowości w modelach oceny tych podmiotów przez pryzmat analiz benchmarkingowych, wskaźnikowych i wynikających z głębszych merytorycznie czynników niż wyłącznie statystyczna analiza trendu. Z tego powodu przedmiotem niniejszego rozdziału jest wielowymiarowa ocena finansowa podmiotów w restrukturyzacji, ukierunkowana na przedstawienie obrazu zmian w kondycji ekonomiczno-finansowej relatywnie dużej próby podmiotów objętych sądowymi procesami restrukturyzacji zadłużenia.

3.1. Analiza płynności finansowej – zdolności jednostki do wywiązywania się ze zobowiązań bieżących

Priorytetowym kierunkiem diagnozy finansowej przedsiębiorstwa jest jego płynność finansowa, która w bezpośredni sposób decyduje o jego kondycji ekonomiczno-finansowej. Stanowi ona – jak wynika z analizy wielu systemów wczesnego ostrzegania opartych na modelach analizy wielowymiarowej – najczęstszą zmiennością, z jakiej budowane są polskie (ale nie tylko) funkcje dyskryminacyjne¹.

Płynność finansowa najczęściej² definiowana jest jako zdolność podmiotu gospodarczego do terminowego wywiązywania się z bieżących zobowiązań³. W praktyce posiadanie zdolności do wywiązywania się ze zobowiązań nie oznacza, jak zauważa

¹ M.in.: P. Antonowicz (2010). Zmienne egzogeniczne funkcji dyskryminacyjnych w polskich modelach prognozowania upadłości przedsiębiorstw. [w:] A.P. Balcerzak, E. Rogalska (red.), *Stymulowanie innowacyjności i konkurencyjności przedsiębiorstwa w otoczeniu globalnej gospodarki wiedzy* (s. 203–215). Toruń: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika; P. Antonowicz (2015). *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw. Teoria – praktyka gospodarcza – studia regionalne*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego. s. 205.

² Inne podejście, które D. Wędzki określa płynnością w ujęciu majątkowym, zakłada, że płynność to zdolność przedsiębiorstwa do przekształcania aktywów w środki pieniężne w jak najszybszym czasie i bez utraty ich wartości. Podobny wydźwięk ma definicja zaproponowana przez G. Michalskiego, zgodnie z którą poziom płynności to zasoby aktywów, które bez większych strat czasowych i finansowych przedsiębiorstwo może uaktywnić w celu realizacji transakcji wynikających z codziennej działalności, z nieprzewidzianych zdarzeń, jak również z pojawiających się niespodziewanie atrakcyjnych możliwości osiągnięcia korzyści. Za: D. Wędzki (2002). *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*. Kraków: Oficyna Wydawnicza. s. 33; G. Michalski (2005). *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN. s. 38.

³ J. Czekaj, Z. Dresler (2005). *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN. s. 210.

T. Dudycz⁴, utrzymywania przez przedsiębiorstwo środków pieniężnych na poziomie, który równoważyłby zobowiązania. Posiadanie płynności oznacza bowiem takie „sterowanie wpływami i wydatkami, aby wpływy były w stanie równoważyć wydatki, a ewentualne zachwiania rytmiczności wpływów i wydatków były kompensowane rezerwą środków pieniężnych utrzymywanych w tym celu”. Jednocześnie odróżnić należy pojęcie płynności finansowej przedsiębiorstwa od jego wypłacalności. Wyraźnie rozgranicza to A. Kusak⁵, który wskazuje, iż płynność ma charakter krótkoterminowy, gdyż związana jest ze zdolnością uregulowania zobowiązań w okresie miesiąca, kilku miesięcy, okresu do roku. Zdolność do wywiązywania się ze zobowiązań w dłuższym okresie to już kwestia wypłacalności. Podmiot niewypłacalny na trwałe utracił zdolność spłaty zadłużenia, bez możliwości poprawy tej sytuacji.

Utrzymywanie płynności finansowej jest zatem niezbędnym warunkiem sprawności funkcjonowania podmiotu gospodarczego, a jej utrata wskazuje na niemożność spłacania najbardziej wymagalnych zobowiązań przez przedsiębiorstwo. Może mieć ona charakter przejściowy, lecz może też doprowadzić do niewypłacalności, czyli do utraty zdolności do regulowania wszystkich zobowiązań niezależnie od terminu ich wymagalności. W związku z problemami z utrzymaniem płynności, a nie w związku z brakiem zysku, większość przedsiębiorstw kończy swą działalność. To brak płynności finansowej jest jednym z kluczowych symptomów upadłości przedsiębiorstwa. Jak zauważa M. Sierpińska, w krótkim okresie płynność decyduje o istnieniu przedsiębiorstwa, w długim natomiast – o jego rozwoju i zdolności do przetrwania w sytuacjach kryzysowych⁶.

Zasadniczo w analizie płynności finansowej wyróżnia się podejście statyczne oraz podejście dynamiczne. Pierwsze z nich opiera się na informacjach z danego momentu czasowego, dla którego jest wyznaczany poziom płynności, wykorzystując dane pochodzące z bilansu⁷. Niedoskonałość oceny płynności finansowej

⁴T. Dudycz (1999). *Analiza finansowa*. Wrocław: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu. s. 39.

⁵A. Kusak (2004). *Płynność finansowa. Analiza i sterowanie*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW. s. 12.

⁶M. Sierpińska, T. Jachna (2004). *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN. s. 162.

⁷Jedną z wad oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa w ujęciu statycznym jest fakt, iż opiera się ona na danych pochodzących z bilansu, a więc sprawozdaniu sporządzonym na dany dzień, podczas gdy poziom aktywów bieżących i zobowiązań krótkoterminowych ulega częstym zmianom. Przykładowo, przedsiębiorstwa handlu detalicznego często kończą rok kalendarzowy po okresie boomu świątecznych zakupów, który charakteryzuje się przede wszystkim wyższym poziomem gotówki, a niekiedy również niższym zadłużeniem bieżącym, niż ma to miejsce w innych miesiącach roku. Wskaźniki płynności policzone wyłącznie na podstawie danych na koniec roku obrotowego mogą w tej sytuacji przedstawiać zniekształcony obraz płynności podmiotu gospodarczego. R.A. Brealey, S.W. Myers (1999). *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, t. 2, s. 1081. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

przedsiębiorstwa przy pomocy analizy wskaźnikowej, jak podkreśla M. Zaleska⁸, wynika z faktu, iż wykorzystywane w niej mierniki konstruowane są w oparciu o dane historyczne, a płynność finansowa „odnosi się do przyszłości, w ujęciu krótkoterminowym”. Podejście dynamiczne natomiast pozwala ocenić płynność, wykorzystując informacje płynące z rachunku przepływów pieniężnych. Metody te mają charakter synergiczny i w praktyce często wykorzystywane są równoległe do oceny stopnia płynności finansowej przedsiębiorstwa⁹.

W ujęciu statycznym do oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa wykorzystuje się wskaźniki płynności finansowej (*liquidity ratios*), stanowiące relację poszczególnych poziomów aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych. Najczęściej spotykane w literaturze z zakresu analizy finansowej wskaźniki¹⁰ służące ocenie płynności finansowej przedsiębiorstw przedstawione zostały w tabeli 1.

Tabela 1. Wybrane wskaźniki płynności finansowej

Nazwa wskaźnika	Wzór	Postulowany poziom
Płynność bieżąca (CR)	aktywa obrotowe/zobowiązania krótkoterminowe	1,2–2
Płynność szybka (QR)	(aktywa obrotowe – zapasy)/zobowiązania krótkoterminowe	1,0–1,2
Płynność natychmiastowa	inwestycje krótkoterminowe/zobowiązania krótkoterminowe	1,0

Źródło: M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 146–148.

W grupie wskaźników tych zasadnicze miejsce zajmuje wskaźnik płynności bieżącej (*current ratio*), wyrażający się poprzez stosunek aktywów obrotowych¹¹ do zobowiązań krótkoterminowych. Zgodnie z terminologią Głównego Urzędu

⁸ M. Zaleska (2005). *Ocena ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH. s. 64.

⁹ Szerzej o zaletach i ograniczeniach stosowania obu metod: J. Nesterak, J. Żmuda (2005). Statyczna a dynamiczna ocena płynności finansowej przedsiębiorstwa. *Zeszyty Naukowe - Wyższa Szkoła Ekonomii i Informatyki w Krakowie*, nr 1734–5391, z. 3, s. 73; A. Kuciński (2018). Statyczna ocena płynności finansowej przedsiębiorstwa – ujęcie teoretyczne. *Przedsiębiorstwo we współczesnej gospodarce – teoria i praktyka*, 2, 93.

¹⁰ Postać trzech podstawowych wskaźników płynności przedstawiana w literaturze jest na ogół zbieżna. Ewentualnie występujące rozbieżności dotyczą ujmowania bądź nieujmowania we wskaźnikach rozliczeń międzyokresowych (odpowiednio: czynnych w aktywach, a biernych w pasywach).

¹¹ T. Dudycz wskazuje na konieczność wyłączenia z aktywów obrotowych rozliczeń międzyokresowych czynnych, podkreślając, iż nie posiadają one zdolności do zamiany na środki pieniężne, gdyż z tytułu ich posiadania nie będzie w przyszłości wpływów pieniężnych. Ponadto za niecelowe uważa ujmowanie w aktywach bieżących przychodów przyszłych okresów, gdyż są one składnikiem pasywów i na ogół mają swoje pokrycie w majątku obrotowym, w związku z czym sumowanie ich łącznie z aktywami obrotowymi byłoby dublowaniem tych samych wielkości. T. Dudycz, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 43.

Statystycznego miernik ten określany jest jako wskaźnik płynności III stopnia¹². Wskazuje on, czy przedsiębiorstwo jest w stanie pokryć zobowiązania bieżące za pomocą posiadanych środków obrotowych. Prezentuje zatem ogólny obraz zdolności regulowania krótkoterminowych zobowiązań poprzez upłynnienie posiadanych aktywów obrotowych, czyli zasobów majątkowych podlegających konwersji na gotówkę w trakcie 12 miesięcy, takich jak: zapasy, należności krótkoterminowe czy inwestycje krótkoterminowe. W opinii E.F. Brigham i J.F. Houstona¹³ wskaźnik bieżącej płynności stanowi „najlepszy pojedynczy wskaźnik stopnia, w jakim rozszczenia krótkoterminowych wierzycieli (...) są pokryte aktywami, które można stosunkowo szybko spieniężyć i jest najpowszechniej używanym kryterium krótkoterminowej wypłacalności”¹⁴.

Zasadniczo rzecz biorąc, wzrost poziomu wskaźnika będzie wskazywał na poprawę płynności finansowej, natomiast spadek będzie sugerował pogorszenie w tym obszarze. Taka zasada będzie w szczególności obowiązywała w odniesieniu do oceny zdolności przetrwania jednostki na rynku, a tym samym będzie miała znaczenie w ocenie ryzyka niewypłacalności/upadłości bądź potencjalnej sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej. Postulowana wartość tego wskaźnika jest determinowana przez zasadę odnoszącą się do kształtowania się poziomu kapitału obrotowego netto, czyli tzw. kapitału pracującego (*working capital*), stanowiącego różnicę pomiędzy aktywami obrotowymi i zobowiązaniami bieżącymi. Wysokość kapitału pracującego, w szczególności jego wzrost w wartościach względnych i bezwzględnych, wskazuje na umacnianie się pozycji ekonomiczno-finansowej podmiotu gospodarczego, czego potwierdzeniem może być stosunek kapitału pracującego do sumy aktywów. Zgodnie z powyższym poziom kapitału obrotowego netto powinien przyjmować wartości dodatnie, a zatem aktywa obrotowe powinny mieć wyższą wartość niż zobowiązania bieżące. Ponieważ konstrukcja wskaźnika płynności bieżącej składa się z tych samych kategorii co kapitał pracujący, pożądanym poziomem w tym przypadku będzie wartość powyżej jedności¹⁵. W literaturze jako

¹²Wskaźnik ten jest również określany w literaturze jako wskaźnik zabezpieczenia roszczeń wierzycieli. M. Zaleska, *Ocena ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 65.

¹³E.F. Brigham, J.F. Houston (2005). *Podstawy zarządzania finansami*, t. 1. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne. s. 109.

¹⁴Niektóre źródła podają, iż omawiany miernik jest najstarszym, pochodzącym z pierwszego dziesięciolecia XX w. wskaźnikiem służącym do oceny płynności finansowej przedsiębiorstw; za: J.W. Henderson, T.S. Maness (1989). *The Financial Analyst's Deskbook: A Cash Flow Approach to Liquidity*. Nowy Jork: Van Nostrand Reinhold. s. 100.

¹⁵Przykładowo, S.M. Bragg stosunek aktywów obrotowych do zobowiązań bieżących na poziomie 1:1 uznaje za „minimalny możliwy do przyjęcia”, preferuje natomiast wynik bliższy 2:1. S.M. Bragg (2010). *Wskaźniki w analizie płynności przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wolters Kluwer. s. 119.

normę dla tego wskaźnika najczęściej wskazywany jest przedział od 1,2 do 2¹⁶. Nie brakuje jednak opracowań, w których przedział ten jest zawężony do wielkości: 1,3–2¹⁷ lub 1,5–2¹⁸, a nawet 1,6–1,9¹⁹, bądź też sugeruje się, że powinien przyjmować jeszcze wyższy poziom²⁰. L. Bednarski wskazuje, iż pożądany poziom wskaźnika kształtuje się w granicach od 1,5 do 2,0, a jego obniżenie poniżej 1,2 wskazuje na „wyraźne zagrożenie bezpieczeństwa finansowego”²¹. Wartość poniżej jedności powinna zdecydowanie już budzić czujność, może bowiem świadczyć o problemach podmiotu gospodarczego z terminowym regulowaniem zobowiązań, gdyż posiada on zbyt niską wartość aktywów obrotowych, aby w danej chwili uregulować nimi wszystkie zobowiązania o charakterze krótkoterminowym. Niska wartość wskaźnika może też być skutkiem prowadzenia przez przedsiębiorstwo agresywnej polityki rozwojowej. Z kolei zbyt wysoki poziom wskaźnika²² może wskazywać na problem z rotacją majątku. Oznacza, iż przedsiębiorstwo finansuje działalność bieżącą w znacznej mierze ze środków własnych lub zobowiązań o charakterze długookresowym. Może to wskazywać na obranie zbyt konserwatywnej strategii prowadzącej do nieefektywnego wykorzystania aktywów obrotowych i do zamrożenia kapitału

¹⁶ M.in. A. Libertowska (2010). Analiza finansowa a rodzaj działalności gospodarczej. *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, 6, 85.

¹⁷ B. Olzacka, R. Palczyńska-Gościńskiak (2002). *Jak ocenić firmę*. Gdańsk: ODDK. s. 56.

¹⁸ Przykładowo, jako wzorcowy przedział 1,5–2,0 podają: Z. Leszczyński, A. Skowronek-Mielczarek (2004). *Analiza ekonomiczno-finansowa spółki*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne. s. 137; M. Nowak (2002). *Ocena zdolności kredytowej i ryzyka kredytowego*. Poznań: Wydawnictwo BODiE. s. 90; E. Nowak (2000). Wskaźniki finansowe jako źródło informacji analitycznej. *Controlling i Rachunkowość Zarządcza*, 12, 35. Z kolei dalsze podniesienie poziomu normatywnego wskaźnika (przedział 1,6–2,0) proponowane jest przez W. Świetlika w: W. Świetlik (2005). *Analiza działalności gospodarczej przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wyższa Szkoła Ekonomiczna. s. 280. Natomiast S. Ryzewska wskazuje, iż „konserwatywni bankierzy” w ocenie ryzyka kredytowego za bezpieczny dla banku uważają wskaźnik na poziomie 2, natomiast „bardziej liberalnych bankierów” zadowala wskaźnik równy 1,5. S. Ryzewska (2009). *Bankowa analiza przedsiębiorstwa na potrzeby oceny ryzyka kredytowego*. Poznań: Bankowy Ośrodek Doradztwa i Edukacji Sp. z o.o. s. 88. Poziom „co najmniej 2” sugerowany jest natomiast w pozycji: *Sprawozdanie finansowe bez tajemnic*, pod red. G.K. Świdorskiej (2003). Warszawa: Difin. s. 16.

¹⁹ J. Ostaszewski (1991). *Ocena efektywności przedsiębiorstwa według standardów EWG*. Warszawa: Centrum Informacji Menedżera. s. 54.

²⁰ Przykładowo, w opinii E.A. Helferta optymalną wartością wskaźnika jest 2, gdyż wówczas „wystarczy pozyskać tylko połowę bilansowej wartości majątku obrotowego, by zaspokoić wszystkich wierzycieli krótkookresowych”; za: E.A. Helfert (2004). *Techniki analizy finansowej*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne. s. 178.

²¹ L. Bednarski (2004). *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne. s. 79.

²² A. Ejsmont, D. Ostrowska jako zbyt wysoki (świadczący o nadpłynności przedsiębiorstwa) wskazują poziom wskaźnika przekraczający 3,0. A. Ejsmont, D. Ostrowska (2011). *Analiza wskaźnikowa działalności przedsiębiorstwa – wybrane elementy*. Suwałki: Wydawnictwo Uczelniane Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej im. prof. Edwarda F. Szczepanika w Suwałkach. s. 33.

w środkach niegenerujących dochodów. N. Grzenkowicz²³ zauważa z kolei, iż wskazywany w literaturze przedział normatywny ma charakter względny, gdyż im wyższy w strukturze aktywów obrotowych jest udział ich płynnych składników, tym niższy poziom wskaźnika zapewni przedsiębiorstwu wypłacalność.

Jednocześnie należy zauważyć, iż arbitralne ustalanie normatywów dla omawianego wskaźnika ma w literaturze również swoich przeciwników²⁴. Autorzy niniejszej monografii w pełni popierają to stanowisko, współczesna analiza finansowa powinna bowiem bazować na odniesieniach (porównaniach) branżowych, a nie wskazywać na oceny podmiotów w kontekście wyznaczonych *in generale* przedziałów zmienności tych wskaźników²⁵. Zwolennicy tego poglądu podnoszą, iż na poziom omawianego wskaźnika płynności będzie wpływała specyfika branży, którą reprezentuje analizowany podmiot gospodarczy. Jedną z istotniejszych determinant płynności finansowej przedsiębiorstw jest bowiem długość ich cyklu operacyjnego, czyli czas, jaki upłynął od zakupu surowców i materiałów do otrzymania zapłaty za sprzedany produkt lub usługę. Długość tego cyklu jest charakterystyczna dla poszczególnych branż, wpływając tym samym na strukturę aktywów, jak również źródła ich finansowania²⁶. Nie tylko w przypadku omawianego miernika, lecz całej grupy wskaźników płynności benchmarkowanie warto przeprowadzać w ujęciu branżowym, czyli pomiędzy przedstawicielami tej samej branży lub klasy, co w praktyce polskiej może sprowadzać się do porównywania między sobą przedsiębiorstw reprezentujących te same działy PKD²⁷. Stanowisko to kwestionuje m.in. T. Dudycz, który w przeprowadzonych przez siebie badaniach²⁸ zaobserwował, iż rozkład wartości wskaźników w poszczególnych branżach niewiele różni się od

²³ N. Grzenkowicz, J. Kowalczyk, A. Kusak, Z. Podgórski (2007). *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego. s. 213.

²⁴ D. Davies (1993). *Sztuka zarządzania finansami*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN. s. 45.

²⁵ P. Antonowicz, J. Siciński (2020). Rozwój organizacji ukierunkowanej na reaktywne zarządzanie odchyleńmi – typologia i rola systemów wczesnego ostrzegania przed upadłością przedsiębiorstw. *Zarządzanie rozwojem przedsiębiorstwa. Perspektywa nauki i praktyki gospodarczej*, t. 2. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, s. 65–84.

²⁶ Przykładowo, stosunkowo krótkim cyklem operacyjnym charakteryzują się przedsiębiorstwa z branży telekomunikacyjnej i energetycznej, relatywnie długim natomiast – budownictwo oraz przemysł farmaceutyczny.

²⁷ Negatywnie górną normę wskaźnika płynności bieżącej (2,0) jako granicę zapewniającą zachowanie równowagi finansowej przedsiębiorstwa, ocenia D. Davies, wskazując na odmienny poziom środków obrotowych i inne zapotrzebowanie na nie w przedsiębiorstwach reprezentujących różne branże; D. Davies (1997). *Sztuka zarządzania finansami*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN. Londyn: McGraw-Hill.

²⁸ T. Dudycz (2005). Siła diagnostyczna wskaźników płynności. [w:] K. Kuciński, E. Mączyńska (red.), *Zagrożenie upadłością. Materiały i Prace Instytutu Funkcjonowania Gospodarki Narodowej*, t. XCIII. Warszawa: SGH. s. 76.

rozkładów zaobserwowanych dla całej populacji, charakteryzując się jednocześnie dużym rozrzutem. Z kolei różnice średnich wartości pomiędzy branżami wykazują zdecydowanie niższy rozrzut, co w opinii autora pozwala wnioskować o stosunkowo niewielkiej specyfice branżowej wskaźników płynności.

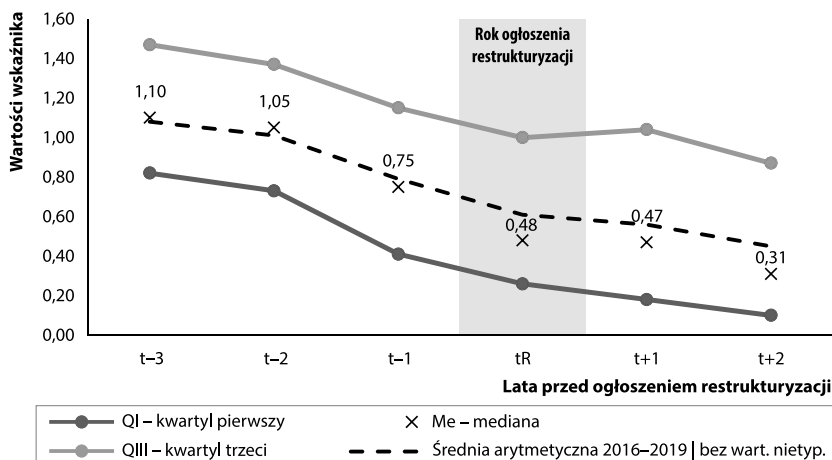
Kształtowanie się omawianego wskaźnika w przedsiębiorstwach objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi przedstawione zostało w tabeli 2. oraz zilustrowane na wykresie 1.

Tabela 2. Charakterystyka wskaźnika płynności bieżącej (AO/ZKT) w okresie (-/+) 3 lata przed/po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej

Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik płynności bieżącej (AO/ZKT) – bez uśredniania wartości bilansowych						
Interwał: (-/+) 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	100	146	146	2	0	0	0
	tR = 2018	115	105	155	153	9	0	0
	tR = 2017	128	106	74	128	130	4	0
	tR = 2016	83	88	61	53	74	76	7
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		426	445	436	336	213	80	7
Charakterystyka opisowa wskaźnika		Wskaźnik płynności bieżącej (AO/ZKT) – bez uśredniania wartości bilansowych						
		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
QI – kwartył pierwszy		0,82	0,73	0,41	0,26	0,18	0,10	b.d.
Me – mediana		1,10	1,05	0,75	0,48	0,47	0,31	b.d.
QIII – kwartył trzeci		1,47	1,37	1,15	1,00	1,04	0,87	b.d.
IRQ – rozstęp międzykwartyłowy		0,65	0,64	0,74	0,74	0,87	0,78	–
Dolny zakres wartości nietypowych <QI – 1,5 × IRQ>		-0,15	-0,24	-0,69	-0,86	-1,12	-1,07	–
Górny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ>		2,44	2,33	2,26	2,11	2,34	2,04	–
Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)	tR = 2019	1,06	1,07	0,83	0,51	b.d.	b.d.	b.d.
	tR = 2018	1,00	0,99	0,77	0,66	0,51	b.d.	b.d.
	tR = 2017	1,14	0,99	0,76	0,56	0,58	0,16	b.d.
	tR = 2016	1,08	0,96	0,78	0,58	0,52	0,46	b.d.
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.		1,08	1,01	0,79	0,61	0,56	0,45	b.d.
Liczba objętych badaniami jg.	ROK [tR]	Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)						
207	2019	107	61	61	205	207	207	207
247	2018	132	142	92	94	238	247	247
225	2017	97	119	151	97	95	221	225
141	2016	58	53	80	88	67	65	134
820	OGÓŁEM	394	375	384	484	607	740	813

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wykres 1. Charakterystyka typowego przedziału zmienności wskaźnika płynności bieżącej (AO/ZKT) na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Dane przedstawione w tabeli 2. oraz na wykresie 1. wskazują, iż wskaźnik płynności bieżącej w roku ogłoszenia restrukturyzacji przyjmował w analizowanej grupie przedsiębiorstw średni poziom 0,61 *j.* Stanowi to zaledwie 50% minimalnej wartości postulowanej (przy założeniu, że najczęściej wskazywanym w literaturze przedziałem normatywnym jest 1,2–2,0). W połowie analizowanych przedsiębiorstw aktywa obrotowe były w stanie pokryć nie więcej niż 48% zobowiązań krótkoterminowych, a w co czwartym przedsiębiorstwie nie więcej niż 26%. Analiza kształtowania się omawianego wskaźnika w czasie wskazuje niestety dalszy trend spadkowy. W dwa lata po ogłoszeniu restrukturyzacji wskaźnik płynności bieżącej przyjął w analizowanej grupie przedsiębiorstw średni poziom 0,45, a jego wartość środkowa – zaledwie 0,31.

Uwzględnienie w ocenie płynności finansowej podmiotu gospodarczego wyłącznie sumy aktywów obrotowych w pewnym stopniu zniekształca rzeczywisty obraz zdolności do wywiązywania się z zobowiązań bieżących²⁹. W celu pogłębienia analizy płynności wykorzystywany jest wskaźnik płynności szybkiej

²⁹G. Michalski podaje, iż wskaźnik płynności finansowej III stopnia w rzeczywistości dostarcza informacji tylko o tym, jaki poziom płynności finansowej w przedsiębiorstwie można brać pod uwagę w przypadku, gdy zamierza się zlikwidować podmiot, ponieważ konieczność upłynnienia zapasów surowców do produkcji (w związku z koniecznością spłaty pilnych zobowiązań bieżących) prowadzi do przerwania cyklu operacyjnego; za: G. Michalski (2008). *Ocena finansowa kontrahenta na podstawie sprawozdań finansowych*. Gdańsk: ODDK. s. 83.

(*quick ratio*), zwany też wskaźnikiem natychmiastowej płynności lub wskaźnikiem płynności II stopnia³⁰. Stanowi on relację aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy (a także o rozliczenia międzyokresowe czynne) do zobowiązań krótkoterminowych oraz umożliwia określenie zdolności przedsiębiorstwa do pokrycia zobowiązań bieżących aktywami o wyższym stopniu płynności niż zapasy³¹. W liczniku z aktywów obrotowych wyłączono zapasy materiałów, towarów, produkcji w toku oraz wyrobów gotowych, gdyż upłynnienie tych składników może być w krótkim czasie utrudnione³². Miernik ten pozwala więc ocenić zdolność analizowanego podmiotu gospodarczego do regulowania swoich zobowiązań krótkoterminowych przy wykorzystaniu gotówki oraz jej ekwiwalentów, a także tzw. „przyszłej gotówki” w postaci należności krótkoterminowych. Odzwierciedla on więc natychmiastową zdolność podmiotu gospodarczego do spłaty zaciągniętych zobowiązań.

Oczekuje się, że wskaźnik ten powinien przyjmować poziom wyższy od 1³³, co świadczy o zdolności podmiotu gospodarczego do regulowania zobowiązań krótkoterminowych bez konieczności upłynniania aktywów obrotowych o charakterze rzeczowym³⁴. M. Sierpińska³⁵ traktuje wskaźnik wynoszący 1,0 już jako „satisfakcjonujący”, pozwalający przedsiębiorstwu szybko sprostać zobowiązaniom bieżącym³⁶. M. Zaleska³⁷ zauważa, iż przedsiębiorstwa charakteryzujące się szybką rotacją aktywów, np. handlowe, mogą utrzymywać omawiany wskaźnik na niższym poziomie, tj. 0,7. L. Bednarski zwraca z kolei uwagę na fakt, iż rzeczywista zdolność płatnicza podmiotu gospodarczego może być determinowana przez terminy rozliczeń należności i zobowiązań, gdyż krótki termin zapadalności należności przy dłuższym terminie wymagalności zobowiązań nie stwarza istotnego zagrożenia nawet w sytuacji, gdy poziom wskaźnika płynności szybkiej jest stosunkowo

³⁰ W literaturze wskaźnik ten jest również niekiedy określany jako „probieryczy”, a nawet jako „próbna kwasowa” (*acid test ratio*) przez analogię do sprawdzania zawartości kruszcu. W. Pluta (red.). (2004). *Finanse małych i średnich przedsiębiorstw*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne. s. 119; R.A. Brealey, S.C. Myers (1999). *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, t. 2, op. cit., s. 1082.

³¹ Idea tego wskaźnika sprowadza się zatem do oceny pokrycia zobowiązań bieżących w sytuacji kryzysowej, gdyby okazało się, że zgromadzone w przedsiębiorstwie zapasy są już bezwartościowe.

³² Warto uwzględnić w przeprowadzanej analizie ten właśnie wskaźnik, w szczególności w sytuacji, gdy istnieje przypuszczenie, że w przedsiębiorstwie znajdują się zapasy trudne do sprzedaży lub przestarzałe.

³³ M.R. Tyran (2000). *Wskaźniki finansowe*. Warszawa: Dom Wydawniczy ABC. s. 107.

³⁴ Analiza przy wykorzystaniu tego wskaźnika określana jest często „mocnym testem”, np. w opracowaniu: E.A. Helfert, *Techniki...*, op. cit., s. 178.

³⁵ M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 147.

³⁶ S. Ryżewska podaje, iż w ocenie zdolności kredytowej „niektórzy bankierzy za bezpieczny uważają wskaźnik na poziomie 1,5, inni już na poziomie 1,0”. S. Ryżewska, *Bankowa analiza...*, op. cit., s. 89.

³⁷ M. Zaleska, *Ocena ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 67.

niski³⁸. Natomiast A. Ejsmont i D. Ostrowska³⁹ wskazują, iż praktyka gospodarcza dowodzi, że nie istnieje idealny poziom wskaźnika płynności szybkiej, który mógłby stanowić bazę odniesienia. Bowiern to, co dla jednego przedsiębiorstwa „jest dobre, dla innego będzie niedorzeczne”, gdyż poziom analizowanego wskaźnika wykazuje zmienność w czasie, a ponadto zależy od specyfiki branży oraz prowadzonej przez zarząd polityki finansowej. Dane publikowane przez GUS⁴⁰ wskazują, iż wskaźnik płynności finansowej II stopnia dla przedsiębiorstw niefinansowych osiągnął w polskiej gospodarce w 2019 r. średni poziom 0,99⁴¹.

Zbyt wysoki poziom wskaźnika może świadczyć o gromadzeniu przez przedsiębiorstwo środków pieniężnych (być może o braku chęci do lokowania nadmiaru gotówki w bezpieczne instrumenty finansowe), a także o utrzymywaniu wysokiego poziomu należności, co wskazywać może na brak nowych inwestycji w analizowanym podmiocie gospodarczym. Sytuacja, w której poziom wskaźnika płynności szybkiej jest niski, a wskaźnika płynności bieżącej – wysoki, pozwala z kolei wnioskować, iż w przedsiębiorstwo prowadzi nieefektywną gospodarkę magazynową, utrzymując nadmierny stan zapasów, co generuje nieuzasadnione koszty.

Kształtowanie się wskaźnika płynności szybkiej w poddanej badaniu grupie restrukturyzowanych przedsiębiorstw zostało przedstawione w tabeli 3. oraz na wykresie 2.

Tabela 3. Charakterystyka wskaźnika płynności szybkiej [(AO-ZAP)/ZKT] w okresie (-/+ 3 lata przed/po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej

Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik płynności szybkiej [(AO-ZAP)/ZKT] – bez uśredniania wartości bilansowych						
Interwał: (-/+ 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	100	146	146	2	0	0	0
	tR = 2018	115	105	155	153	9	0	0
	tR = 2017	128	106	74	128	130	4	0
	tR = 2016	83	88	61	53	74	76	7
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		426	445	436	336	213	80	7
Charakterystyka opisowa wskaźnika		Wskaźnik płynności szybkiej [(AO-ZAP)/ZKT] – bez uśredniania wartości bilansowych						
		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
QI – kwartył pierwszy		0,43	0,35	0,24	0,15	0,11	0,06	b.d.
Me – mediana		0,73	0,67	0,49	0,34	0,32	0,19	b.d.
QIII – kwartył trzeci		1,10	1,01	0,84	0,76	0,79	0,55	b.d.

³⁸ L. Bednarski, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 80.

³⁹ A. Ejsmont, D. Ostrowska, *Analiza wskaźnikowa...*, op. cit., s. 31.

⁴⁰ *Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych w 2019 roku*, Informacje Sygnalne 23.03.2020, GUS, Warszawa 2020, s. 2.

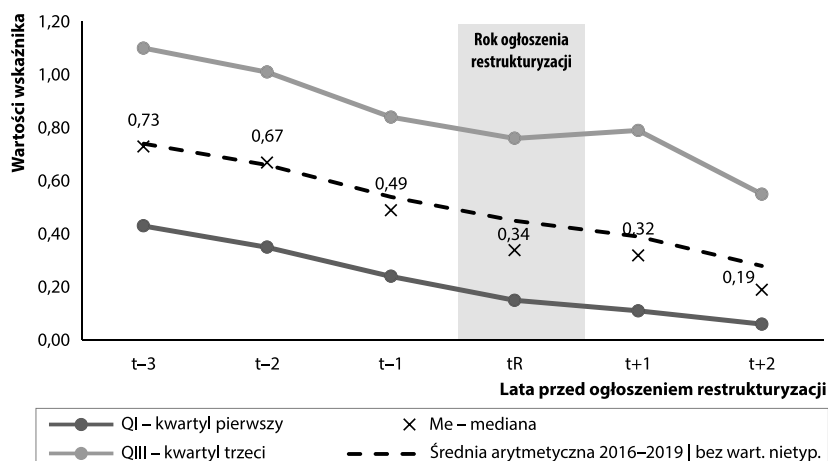
⁴¹ Jednocześnie statystyki GUS wskazują, iż wskaźnik w przedziale od 1,0 do 1,3 osiągnęło 11,7% badanych przedsiębiorstw.

Charakterystyka opisowa wskaźnika	Wskaźnik płynności szybkiej $[(AO-ZAP)/ZKT]$ – bez uśredniania wartości bilansowych							
	t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3	
IRQ – rozstęp międzykwartylowy	0,67	0,66	0,60	0,61	0,67	0,49	–	
Dolny zakres wartości nietypowych $<QI - 1,5 \times IRQ>$	-0,58	-0,64	-0,67	-0,77	-0,90	-0,67	–	
Górny zakres wartości nietypowych $<QIII + 1,5 \times IRQ>$	2,11	2,00	1,74	1,69	1,79	1,29	–	
Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)	tR = 2019	0,72	0,69	0,56	0,50	b.d.	b.d.	
	tR = 2018	0,69	0,65	0,54	0,48	0,24	b.d.	
	tR = 2017	0,78	0,65	0,52	0,44	0,43	0,08	
	tR = 2016	0,74	0,65	0,51	0,38	0,35	0,29	
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.	0,74	0,66	0,54	0,45	0,39	0,28	b.d.	

Liczba objętych badaniami jg.	ROK [tR]	Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)							
207	2019	107	61	61	205	207	207	207	
247	2018	132	142	92	94	238	247	247	
225	2017	97	119	151	97	95	221	225	
141	2016	58	53	80	88	67	65	134	
820	OGÓŁEM	394	375	384	484	607	740	813	

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wykres 2. Charakterystyka typowego przedziału zmienności wskaźnika płynności szybkiej $[(AO-ZAP)/ZKT]$ na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Analiza danych zaprezentowanych w tabeli 3. i na wykresie 2. pozwala zauważyć, że wskaźnik płynności szybkiej w roku ogłoszenia sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej kształtował się na średnim poziomie 0,45 j., przy czym w połowie przedsiębiorstw przyjmował wartość nie wyższą niż 0,34 j., a typowy obszar zmienności charakterystyczny

dla 50% „średkowych” przedsiębiorstw mieścił się w przedziale 0,15–0,76 j. Wskazane wielkości, podobnie jak w przypadku wcześniej omawianego wskaźnika płynności bieżącej, dalece odbiegają od sugerowanych w literaturze wartości normatywnych (1,2–2,0). Jednocześnie obserwacja zmian wskaźnika w czasie wskazuje na sukcesywne obniżanie się jego poziomu w całym okresie analizy, tj. począwszy od momentu na trzy lata przed ogłoszeniem restrukturyzacji do dwóch lat po rozpoczęciu tego procesu. W dwa lata po podjęciu sądowej decyzji o wszczęciu postępowania restrukturyzacyjnego połowa analizowanych przedsiębiorstw była w stanie pokryć płynnymi składnikami aktywów obrotowych (z wyłączeniem zapasów) nie więcej niż 19% zobowiązań bieżących. Wskaźnik ten zazwyczaj traktowany jest jako nominanta w przedziale zmienności o określonych wartościach brzegowych (aby uniknąć zarówno braku, jak również nadpłynności). Niemniej jednak z punktu widzenia oceny zdolności jednostki do kontynuacji działalności gospodarczej, a także analizując potencjał związany z minimalizowaniem ryzyka niewypłacalności/upadłości – wskaźnik ten (podobnie jak pozostałe wskaźniki z grupy płynności) powinien być traktowany jako stymulanta. Oznacza to, że pożądane jest osiągnięcie relatywnie wysokiej jego wartości. Warto również podkreślić, iż mierniki te w okresie dekonstrukcji (sektorowej czy makrogospodarczej) w dobrze zarządzanych podmiotach często wskazują na nadpłynność, co może być niekiedy błędnie interpretowane, jednak ma swoje racjonalne i ekonomiczne podstawy.

Omówione dwa wskaźniki płynności (bieżącej i szybkiej) znajdują szerokie zastosowanie w tradycyjnej analizie finansowej, jak również są wykorzystywane w konstruowaniu modeli syntetycznej oceny kondycji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw. W Polsce są powszechnie stosowane m.in. do oceny spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych⁴². Kolejnym miernikiem, o nieco węższym zastosowaniu, lecz jednocześnie o bardziej „rygorystycznym”⁴³ charakterze, jest wskaźnik płynności natychmiastowej lub płynności gotówkowej (*cash ratio*)⁴⁴, określane też jako wskaźnik płynności I stopnia, który w swej konstrukcji w liczniku zawiera już tylko najbardziej płynne składniki aktywów obrotowych, z posiadania których wynika najwyższa zdolność do regulowania bieżących zobowiązań. Umożliwia on ocenę zdolności przedsiębiorstwa do regulowania zobowiązań bieżących za pomocą aktywów, które nie są już związane w procesie

⁴² <https://www.gpw.pl/podstawy-inwestowania-na-gieldzie> (15.01.2021).

⁴³ Wskaźnikiem o bardziej jeszcze rygorystycznym charakterze jest tzw. *treasury ratio*, który obliczany jest jako stosunek środków pieniężnych do płatności natychmiast wymagalnych, których okres spłaty przypada na najbliższe trzy miesiące. Wskaźnik ten można porównywać w czasie, gdyż nie została w praktyce wypracowana jego wartość wzorcowa. M. Sierpińska, D. Wędzki (1997). *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN. s. 61.

⁴⁴ W niektórych opracowaniach określa się go też jako wskaźnik środków pieniężnych, wskaźnik płynności najszybszej lub wskaźnik wypłacalności środkami pieniężnymi; m.in. w: G. Michalski, *Ocena finansowa...*, op. cit., s. 79.

operacyjnym, lecz mają postać gotówki oraz jej ekwiwalentów (np. akcji, udziałów, pożyczek). Ocenia zatem, w jakim stopniu podmiot gospodarczy byłby w stanie pokryć zobowiązania bieżące w trybie natychmiastowym. Jak podkreśla L. Bednarski, wskaźnik ten nie przesądza o stopniu wypłacalności przedsiębiorstwa, sygnalizując jedynie jego sprawność płatniczą⁴⁵. Spośród wszystkich omawianych wskaźników płynności, w przypadku tego miernika można zaobserwować w literaturze największą rozbieżność co do zalecanej jego wartości. Najczęściej postulowany jego poziom mieści się w przedziale od 0,1 do 0,3⁴⁶. Przykładowo, J. Szczepaniak⁴⁷ podaje jako pożądaną wielkość 0,2, L. Bednarski – przedział 0,1–0,2, a J. Czekaj⁴⁸ zauważa, iż pożądaną jego poziom zależy w znacznym stopniu od indywidualnych cech przedsiębiorstwa, a w szczególności od jego specyfiki branżowej. Dane GUS⁴⁹ wskazują, iż wskaźnik płynności finansowej I stopnia osiągnął w przedsiębiorstwach niefinansowych w Polsce w 2019 r. średni poziom 0,38, przy czym wielkość powyżej 0,2 uzyskała aż ponad połowa (52,6%) badanych przedsiębiorstw. Miernik ten jest najbardziej wyspecyfikowanym branżowo wskaźnikiem, dlatego też zdecydowanie postulowane jest porównywanie jego wartości do jednostek tożsamyh branżowo, aby uniknąć błędów interpretacyjnych. To dotyczy tak dobrych (zdrowych) podmiotów gospodarczych, jak i jednostek upadających czy znajdujących się przed/w sądowej restrukturyzacji.

Tabela 4. oraz wykres 3. ilustrują poziom wskaźnika płynności natychmiastowej w przedsiębiorstwach poddanych procesom restrukturyzacyjnym.

Tabela 4. Charakterystyka wskaźnika płynności natychmiastowej [(AO–ZAP–NKT)/ZKT] w okresie (–/+) 3 lat przed/po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej

Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik płynności natychmiastowej [(AO–ZAP–NKT)/ZKT] – bez uśredniania wartości bilansowych						
Interwał: (–/+) 3 lata przed/po tR		t–3	t–2	t–1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t–3, t–2, t–1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	100	146	146	2	0	0	0
	tR = 2018	115	105	155	153	9	0	0
	tR = 2017	128	106	74	128	130	4	0
	tR = 2016	83	88	61	53	74	76	7
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		426	445	436	336	213	80	7

⁴⁵ L. Bednarski, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 80.

⁴⁶ W literaturze można jednak znaleźć opinie, iż „rozsądną miarę płynności” stanowi relacja gotówki i krótkoterminowych zbywalnych papierów wartościowych do zobowiązań bieżących na poziomie 1:1; m.in. w: S.M. Bragg, *Wskaźniki w analizie...*, op. cit., s. 121.

⁴⁷ J. Szczepaniak (1992). *Ocena przedsiębiorstwa na podstawie sprawozdań finansowych*. Łódź: EKORNO. s. 157.

⁴⁸ J. Czekaj, Z. Dresler (2002). *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN. s. 212.

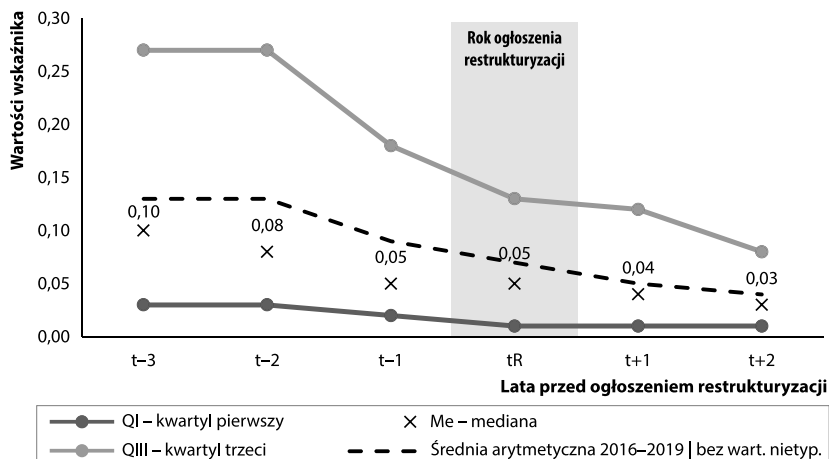
⁴⁹ *Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych w 2019 roku*, op. cit., s. 2.

Charakterystyka opisowa wskaźnika	Wskaźnik płynności natychmiastowej [(AO-ZAP-NKT)/ZKT] – bez uśredniania wartości bilansowych						
	t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
QI – kwartył pierwszy	0,03	0,03	0,02	0,01	0,01	0,01	b.d.
Me – mediana	0,10	0,08	0,05	0,05	0,04	0,03	b.d.
QIII – kwartył trzeci	0,27	0,27	0,18	0,13	0,12	0,08	b.d.
IRQ – rozstęp międzykwartyłowy	0,23	0,25	0,16	0,12	0,11	0,08	–
Dolny zakres wartości nietypowych <QI – 1,5 × IRQ>	-0,32	-0,34	-0,23	-0,16	-0,15	-0,11	–
Górny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ>	0,62	0,64	0,42	0,31	0,29	0,20	–
Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)	tR = 2019	0,12	0,11	0,09	0,04	b.d.	b.d.
	tR = 2018	0,15	0,15	0,09	0,06	0,05	b.d.
	tR = 2017	0,14	0,12	0,09	0,07	0,06	0,02
	tR = 2016	0,12	0,13	0,07	0,07	0,05	0,04
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.	0,13	0,13	0,09	0,07	0,05	0,04	b.d.

Liczba objętych badaniami jg.	ROK [tR]	Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)						
207	2019	107	61	61	205	207	207	207
247	2018	132	142	92	94	238	247	247
225	2017	97	119	151	97	95	221	225
141	2016	58	53	80	88	67	65	134
820	OGÓŁEM	394	375	384	484	607	740	813

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wykres 3. Charakterystyka typowego przedziału zmienności wskaźnika płynności natychmiastowej [(AO-ZAP-NKT)/ZKT] na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wskaźnik płynności natychmiastowej w przedsiębiorstwach restrukturyzowanych jeszcze bardziej odbiega od wartości postulowanych niż omówione wcześniej dwa wskaźniki z tego obszaru (oceny płynności finansowej). W analizowanej grupie przedsiębiorstw w roku podjęcia decyzji o restrukturyzacji środki pieniężne (czasem podwyższone o inwestycje krótkoterminowe) pokrywały średnio zaledwie 7% zobowiązań bieżących, przy czym połowa restrukturyzowanych podmiotów osiągała wskaźnik na poziomie nie wyższym niż 0,05 (tj. 5%), a typowy obszar zmienności mieścił się w przedziale od 0,01 do 0,13 (od 1% do 13%). Analiza płynności natychmiastowej dla siedmioletniego okresu wskazuje na tendencję spadkową omawianego wskaźnika, z dalszym pogorszeniem po podjęciu decyzji o restrukturyzacji, czyli obserwuje się sytuację analogiczną do wcześniej omawianych wskaźników płynności, zawierających w liczniku wszystkie aktywa obrotowe lub aktywa obrotowe pomniejszone o zapasy. Miernik ten dla upadających bądź podlegających restrukturyzacji podmiotów gospodarczych jest o tyle istotny, że *de facto* wskazuje na realne zdolności tych jednostek do obsługi zadłużenia krótkoterminowego. To natomiast w głównej mierze ukierunkowane jest na pokrycie zapadalnych w krótkim okresie wypłat dla zatrudnionych pracowników (wynagrodzeń), pokrycia zobowiązań wynikających ze świadczonych usług/dostarczanych produktów przez dostawców, a także realizowania zobowiązań wynikających z obciążeń ZUS i podatkowych.

R. Kowalak wskazuje, iż wskaźnik płynności natychmiastowej częściej liczony jest dla celów badawczych aniżeli praktycznych, a ustalenie jego normatywnego poziomu jest bardzo trudne⁵⁰. Należy mieć na uwadze, iż okresowego braku środków pieniężnych na koncie nie należy utożsamiać jednoznacznie z utratą płynności finansowej. Jeżeli przedsiębiorstwo prowadzi skuteczną politykę egzekwowania należności od kontrahentów, możliwe jest zagwarantowanie ciągłego dopływu środków pieniężnych. Fakt ten znajduje swoje odzwierciedlenie w różnym rozumieniu płynności. Przykładowo, W. Gos⁵¹ wskazuje na trzy aspekty płynności. Z jednej strony zwraca uwagę na płynność płatniczą, którą można określić jako „aktualną”, gdyż określa zasób środków pieniężnych pozwalających na każdorazowe regulowanie wszelkich zobowiązań. Obok niej funkcjonuje płynność strukturalna, która odzwierciedla łatwość upłynnienia składników majątkowych. Trzecią formą jest natomiast płynność potencjalna, określaną też jako utajona, która sprowadza się do możliwości uzyskania krótkoterminowego finansowania na pokrycie zobowiązań.

⁵⁰ Według R. Kowalaka określenie, czy kształtowanie się wskaźnika na poziomie 0,1 lub 0,3 jest dobre, „nie nosi w sobie istotnej informacji ekonomicznej”; za: R. Kowalak (2004). *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa*. Gdańsk: ODDK. s. 55.

⁵¹ W. Gos (2004). *Rachunek przepływów pieniężnych w świetle krajowego standardu rachunkowości*. Warszawa: Difin. s. 28.

Nadmiernej płynności gotówkowej, podobnie jak w przypadku płynności bieżącej i szybkiej, nie należy postrzegać jako zjawiska korzystnego dla podmiotu gospodarczego, gdyż pozwala domniemywać o nieefektywnym wykorzystaniu aktywów obrotowych. Oczywiście sytuacja taka może w negatywny sposób odbijać się na rentowności⁵², będąc powodem utracenia korzyści, które mogłyby potencjalnie stać się źródłem dodatkowych przychodów⁵³. Asekuracyjna polityka w zakresie płynności może być w końcu konsekwencją braku pomysłów na sposób zarządzania posiadanymi przez przedsiębiorstwo środkami finansowymi.

W literaturze przedmiotu odnaleźć można znaczne różnice w interpretacji omówionych wskaźników płynności, a w szczególności – w zakresie ustalania dla nich poziomów normatywnych. Proponowane standardy oceny powinny być traktowane jako wartości przeciętne dla gospodarki, gdyż ich poziomy będą skorelowane z rodzajem prowadzonej działalności⁵⁴. Nie zmienia to jednak faktu, iż omówione trzy wskaźniki są najczęściej wykorzystywane w praktyce gospodarczej do oceny ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw w zakresie zdolności bieżącego regulowania zobowiązań. Traktuje się je jako swoisty barometr sytuacji finansowej podmiotu gospodarczego, przypisując im dużą siłę diagnostyczną. Szczególną rolę wskaźnikom tym nadają banki, przyznając im wysoką rangę w przeprowadzanych procesach oceny wiarygodności kredytowej⁵⁵.

Należy podkreślić, iż kształtowanie się wskaźników z obszaru płynności zależy w znacznej mierze od aktualnej sytuacji gospodarczej, jak również wynika

⁵²Sytuacja ta wynika z powszechnie znanej sprzeczności, jaka zachodzi między optymalizacją płynności oraz rentowności w przedsiębiorstwie. Szerzej na ten temat: M. Zuba (2009). Związek rentowności i płynności finansowej przedsiębiorstwa. *Zeszyty Naukowe WSEI w Lublinie, seria Ekonomia*, 1, 29–44; M. Kowarski (2016). Zależność między rentownością a płynnością finansową ma kształt odwróconego U. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 440. Rachunkowość a controlling*, 338–348.

⁵³ Płynność przekłada bowiem zysk na środki pieniężne i rzeczywiste możliwości finansowe przedsiębiorstwa, czyli „iluzję”, jaką jest zysk, na „fakt” czyli środki pieniężne. P. Karpuś (2004). Problemy kształtowania zasad polityki finansowej przedsiębiorstw. [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Strategie i instrumenty alokacji kapitału finansowego* (s. 374). Lublin: Wydawnictwo UMCS.

⁵⁴Przykładowo, Dun & Bradstreet, obok wielkości przeciętnych dla poszczególnych wskaźników, przedstawia również odrębne normy dla różnych branż gospodarki – zgodnie z amerykańską klasyfikacją (*Standard Industrial Classification*), przez co np. branżowe wskaźniki płynności bieżącej mieszczą się w stosunkowo szerokim przedziale: 0,9–5,2. W. Szczęśny (2019). *Przesłanki decyzji finansowych w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Difin.

⁵⁵S. Juszczak (2008). Zdolność kredytowa w ocenie banku na przykładzie małych i średnich przedsiębiorstw. *Zeszyty Naukowe SGGW – Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 66, 22; M. Wójciak (2007). *Metody oceny ryzyka kredytowego*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne. s. 24–26.

z prowadzonej przez przedsiębiorstwo polityki⁵⁶ w zakresie kredytów kupieckich, a także od wykorzystywanych przez nie metod zarządzania aktywami obrotowymi⁵⁷, np. stosowania krótkoterminowych, elastycznych źródeł finansowania, dostępu do linii kredytowych⁵⁸ itp.⁵⁹ Ponadto liczne badania wskazują, iż wskaźniki płynności finansowej przyjmują wyższe wartości w mniejszych przedsiębiorstwach, co nie powinno jednak skłaniać do wyciągania zbyt optymistycznych wniosków, nawet w sytuacji, gdy poziomy tych wskaźników są wyższe niż wielkości postulowane⁶⁰.

3.2. Analiza wspomagania finansowego – ocena stopnia zadłużenia i zdolności jego obsługi

Przedsiębiorstwo w celu zapewnienia sprawności i ciągłości funkcjonowania angażuje w swą działalność kapitał o charakterze własnym lub obcym. Kapitał własny pochodzi z przedsiębiorstwa (np. z wypracowanego zysku) lub jest wnoszony przez udziałowców (akcjonariuszy). Kapitał obcy z kolei pochodzi spoza przedsiębiorstwa, od instytucji nie związanych z przedsiębiorstwem (np. banków, inwestorów). Kapitał obcy stanowią więc środki postawione na określony czas do dyspozycji przedsiębiorstwa przez jego wierzycieli, po upływie którego muszą zostać

⁵⁶ Literatura przedmiotu wskazuje, iż istotną determinantę płynności finansowej przedsiębiorstw stanowią czynniki strukturalne. Prawdopodobnie tę potwierdziły m.in. badania przeprowadzone przez Ł. Postka i K. Puchalską. Wykazali oni również, iż większe znaczenie w tym zakresie odgrywają czynniki wewnętrzne, związane z kondycją ekonomiczną oraz indywidualnymi decyzjami i strategiami przedsiębiorstw. Ł. Postek, K. Puchalska (2012). Rola czynników strukturalnych w kształtowaniu się wskaźnika płynności gotówkowej polskiego sektora przedsiębiorstw. *Bank i Kredyt*, 43, 60.

⁵⁷ Szerzej zewnętrzne i wewnętrzne czynniki wpływające na poziom płynności finansowej w przedsiębiorstwie omawia m.in. H. Zagórski: H. Zagórski (2008). Znaczenie płynności finansowej w zarządzaniu przedsiębiorstwem. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, vol. XLII, 12. Sectio H, Oeconomia*, 42, 173.

⁵⁸ Wskaźniki płynności finansowej w przedsiębiorstwach korzystających z linii kredytowych mogą przyjmować relatywnie niskie wartości, bowiem podmioty te utrzymują saldo gotówki zazwyczaj na minimalnym poziomie, uzupełniając środki pieniężne tylko w przypadku bezwzględnej konieczności spłaty zobowiązań.

⁵⁹ Jako ciekawostkę można wskazać, iż M. Bolek i B. Grosicki w przeprowadzonych badaniach zauważają, iż przedsiębiorstwa notowane na GPW nie posiadają „zintegrowanej i zaawansowanej polityki zarządzania płynnością”; za: M. Bolek, B. Grosicki (2012). Badanie płynności finansowej spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 689. Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia nr 50*, s. 260.

⁶⁰ K. Prędkiewicz (2007). Płynność finansowa przedsiębiorstw z sektora MSP – wyniki badań empirycznych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 458. Ekonomiczne Problemy Usług nr 10*, s. 297; K. Prędkiewicz (2010). Wielkość przedsiębiorstwa a płynność finansowa – wyniki badań empirycznych. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 98. Finanse przedsiębiorstw*, s. 261; D. Zawadzka (2009). Empiryczna ocena płynności finansowej w mikro i małych przedsiębiorstwach: ujęcie porównawcze. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 540. Ekonomiczne Problemy Usług nr 34*, s. 610.

zwrócone wraz z należnym za nie wynagrodzeniem. Korzystanie z kapitału obcego jest związane z kosztem, niemniej jednak jest to źródło finansowania niezbędne do prawidłowego i systematycznego rozwoju, które umożliwi realizację nowych przedsięwzięć i rozwijanie działalności przedsiębiorstwa.

Struktura źródeł finansowania majątku przedsiębiorstwa jest uwidocznioma w jego bilansie po stronie pasywów. Struktura ta w znacznej mierze zależy od fazy cyklu działalności, w jakiej w danej chwili znajduje się podmiot gospodarczy. W każdej z faz występuje bowiem odmienne zapotrzebowanie na kapitał, by zapewnić przedsiębiorstwu efektywne funkcjonowanie i stabilność rozwoju. Relacja kapitału własnego i obcego powinna być zatem dostosowana do indywidualnej sytuacji danego podmiotu gospodarczego oraz do jego strategii rozwoju⁶¹.

Na analizę struktury źródeł finansowania wykorzystywanych przez przedsiębiorstwo pozwalają wskaźniki wspomaganie finansowego, które umożliwiają ocenę stopnia zadłużenia, jak również możliwości jego obsłużenia. Mierniki należące do tej grupy bywają też określane w literaturze jako wskaźniki zasilania finansowego, struktury kapitału, zadłużenia, dźwigni finansowej, lewarowania czy też struktury finansowania⁶². Samo wspomaganie finansowe według M. Jerzemowskiej⁶³ pozwala na ocenę wykorzystania kapitałów własnych i obcych w finansowaniu aktywów, na ocenę możliwości regulowania zobowiązań w długim okresie, a także na ocenę struktury kapitałowo-majątkowej przedsiębiorstwa.

Wartości wskaźników wspomaganie finansowego porównuje się, podobnie jak miało to miejsce w przypadku wskaźników płynności finansowej, z wartościami wzorcowymi⁶⁴, jak również ze średnimi wartościami charakterystycznymi dla poszczególnych sektorów. Wspomaganie finansowe wykazuje bowiem wysokie zróżnicowanie sektorowe, gdyż każda branża ma typową dla siebie specyfikę wykorzystywania kapitałów własnych i obcych w finansowaniu majątku oraz stosuje charakterystyczne dla siebie formy zabezpieczania spłaty zobowiązań. Ponadto

⁶¹ Kształtowanie struktury kapitału jest uwarunkowane szeregiem czynników, do których należą przede wszystkim: dostępność kapitału, struktura majątkowa przedsiębiorstwa, jego rentowność, stosowanie instrumentów zarządzania kapitałem takich jak faktoring czy sekurytyzacja aktywów, koszt użycia kapitału, ryzyko finansowe, system podatkowy, a także polityka właścicielska. J. Ostaszewski, T. Cicerko, K. Kreczmańska-Gigol, P. Russel (2009). *Finanse spółki akcyjnej*. Warszawa: Difin. s. 127.

⁶² P. Figura (2016). Kształtowanie wartości wskaźników wspomaganie finansowego przez ponadprzeciętnie rentowne MSP w okresie dobrej i złej koniunktury gospodarczej. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 1*, s. 785.

⁶³ M. Jerzemowska (2007). *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne. s. 156.

⁶⁴ W literaturze nie brakuje jednak autorów prezentujących stanowisko, iż w zakresie wskaźników wspomaganie finansowego nie istnieją „żadne standardowe wielkości, które byłyby obowiązujące dla podmiotów gospodarczych”. Z. Leszczyński, A. Skowronek-Mielczarek, *Analiza ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 133.

wspomaganie finansowe przedsiębiorstwa zależy od szeregu innych czynników, do których należą w szczególności: skala prowadzonej działalności, rozmiar podmiotu gospodarczego⁶⁵, jego wiek, stopień konkurencyjności, stopień rentowności, polityka przyjęta przez właściciela⁶⁶ czy koniunktura gospodarcza⁶⁷.

Tabela 5. Wybrane wskaźniki wspomagania finansowego

Nazwa wskaźnika	Wzór	Postulowany poziom
wskaźnik ogólnego zadłużenia	zobowiązania i rezerwy na zobowiązania/aktywa ogółem	0,57–0,67
wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	zobowiązania i rezerwy na zobowiązania/kapitał własny	<3,0
wskaźnik zadłużenia długoterminowego	zobowiązania długoterminowe/kapitał własny	0,5–1,0
wskaźnik pokrycia zobowiązań ogółem nadwyżką finansową	zysk netto i amortyzacja/zobowiązania ogółem	>1,5

Źródło: M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 167–168.

W omawianej grupie wskaźników wyróżnić można wskaźniki informujące o stopniu zadłużenia przedsiębiorstwa oraz wskaźniki obrazujące zdolność do obsługi tego zadłużenia. Popularnym wskaźnikiem poziomu zadłużenia jest wskaźnik ogólnego zadłużenia (*debt ratio*), stanowiący relację zobowiązań ogółem do aktywów ogółem. Wskazuje on udział kapitałów obcych w finansowaniu majątku

⁶⁵ Autorem ciekawych badań nt. wspomaganie finansowego w małych i średnich przedsiębiorstwach jest P. Figura, który dowodzi, iż MSP należące do różnych działów gospodarki w odmienny sposób kształtują wartości wskaźników z obszaru wspomaganie finansowego. P. Figura (2015). Wartości rekomendowane wskaźników wspomaganie finansowego dla przedsiębiorstw z sektora MSP. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 848. Ekonomiczne Problemy Usług nr 116*, s. 384–395.

⁶⁶ Polityka struktury kapitału w przedsiębiorstwie jest funkcją stopy zwrotu oraz ryzyka. Zwiększenie udziału w źródłach finansowania kapitału obcego wpływa na zwiększenie stopnia ryzyka dla akcjonariuszy; jednocześnie zwiększenie zobowiązań w strukturze kapitału skutkuje zazwyczaj podwyższeniem oczekiwanej stopy zwrotu z kapitału własnego. E.F. Brigham, J.F. Houston (2005). *Podstawy zarządzania finansami*, t. 2. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne. s. 142.

⁶⁷ Badania przeprowadzone przez P. Figurę podważyły (w obszarze przedsiębiorstw sektora MSP) koniunkturę gospodarczą jako czynnik różnicowania wspomaganie finansowego. Wykazały one, iż w przypadku większości działów gospodarki koniunktura gospodarcza nie wpływa w istotny sposób na kształtowanie się wartości mierników z obszaru wspomaganie finansowego. Istotne statystycznie różnice we wspomaganie finansowym pomiędzy przedsiębiorstwami funkcjonującymi podczas dobrej i złej koniunktury gospodarczej udało się zauważyć jedynie w przypadku pojedynczych działów gospodarki narodowej. P. Figura, *Kształtowanie wartości...*, op. cit., s. 785–797.

przedsiębiorstwa. Mając na uwadze założenia złotej reguły finansowania⁶⁸, stopień zadłużenia przedsiębiorstwa nie powinien być większy niż 50%⁶⁹, tym samym omawiany wskaźnik powinien przyjmować poziom nie wyższy niż 0,5. W praktyce wiele podmiotów gospodarczych nie jest w stanie spełnić tej rygorystycznej reguły. W literaturze przedmiotu dopuszczalny poziom zaangażowania kapitałów obcych w aktywach przedsiębiorstwa mieści się w przedziale 0,57–0,67⁷⁰. Wartość wskaźnika poniżej 0,57 jest interpretowana jako nieracjonalne zarządzanie źródłami finansowania⁷¹. Wskaźnik wykraczający poza wskazany przedział wskazuje z kolei na ryzyko utraty zdolności do spłaty zadłużenia. Podmioty gospodarcze znajdujące się w wyjątkowo złej sytuacji ekonomiczno-finansowej utrzymują wskaźnik na poziomie powyżej jedności⁷². W. Gabrusewicz⁷³ podkreśla, iż na pełną ocenę wskaźnika ogólnego zadłużenia istotny wpływ mają struktura zadłużenia oraz struktura majątku. Wyższy poziom zadłużenia przedsiębiorstwa przy korzystnych strukturach zadłużenia i majątku nie musi być „niebezpieczny”⁷⁴. M. Sierpińska⁷⁵ zauważa, iż zwiększenie udziału zobowiązań w źródłach finansowania przedsiębiorstwa można uznać za uzasadnione w sytuacji, gdy osiągnięta stopa zwrotu z aktywów przewyższa poziom przeciętnego oprocentowania kredytów i pożyczek. Sierpińska wskazuje również na fakt, iż stopień zadłużenia przedsiębiorstwa

⁶⁸ Zgodnie ze złotą zasadą finansowania wartość kapitału obcego ogółem nie powinna przekraczać wartości posiadanych kapitałów własnych.

⁶⁹ A. Skowronek-Mielczarek, Z. Leszczyński (2008). *Analiza działalności i rozwoju przedsiębiorstwa*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne. s. 127.

⁷⁰ W. Gabrusewicz (2014). *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne. s. 342; J. Ostaszewski (1993). *Analiza finansowa i wycena firmy według standardów EWG*. Warszawa: Centrum Informacji Menedżera. s. 53; H. Buk (red.). (2005). *Sprawozdawczość i analiza finansowa*. Katowice: Akademia Ekonomiczna w Katowicach. s. 167.

⁷¹ Oczywiście kredyto- i pożyczkodawcy preferują niski poziom omawianego wskaźnika, gdyż stwarza im poczucie większego bezpieczeństwa, zwiększając szansę na odzyskanie zaangażowanych kapitałów w przypadku likwidacji przedsiębiorstwa.

⁷² R. Machała (2001). *Praktyczne zarządzanie finansami firmy*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

⁷³ W. Gabrusewicz (2014). *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne. s. 343.

⁷⁴ O korzystnej strukturze zadłużenia można mówić w sytuacji, gdy dominującymi są zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz zobowiązania wobec pracowników. Niekorzystna struktura zadłużenia jest z kolei związana z przewagą zobowiązań wobec banków, składek ZUS, czy podatku dochodowego. Korzystna struktura majątkowa wynika z dużego udziału zapasów, należności i środków pieniężnych, niekorzystną obserwuje się natomiast przy przewadze budynków i budowli wśród składników majątkowych przedsiębiorstwa.

⁷⁵ M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 167.

uzależniony jest także od jego rozmiarów⁷⁶. Zdecydowanie większe możliwości zadłużania się mają bowiem duże podmioty gospodarcze, gdyż posiadają większy potencjał oraz zawierają transakcje w wyższych kwotach, mając tym samym większe zdolności negocjacyjne. P. Szczepaniak w swoich badaniach zwraca z kolei uwagę na sektorowe zróżnicowanie wskaźnika kapitału własnego w finansowaniu aktywów⁷⁷, podczas gdy P. Figura wyznaczył rekomendowane wartości wskaźników ogólnego zadłużenia dla poszczególnych sektorów gospodarki⁷⁸. Wyznaczył on postulowane wartości wskaźnika, uwzględniając nie tylko specyfikę branżową badanych podmiotów, lecz biorąc również pod uwagę nadrzędne cele działalności przedsiębiorstwa, tj. maksymalizację zysku, przetrwanie oraz maksymalizację wartości. Otrzymane wartości postulowane wskaźnika zadłużenia wykazały zróżnicowanie zarówno między celami nadrzędnymi, jak i sektorami gospodarki⁷⁹. M. Wypych⁸⁰ zauważa natomiast w swoich badaniach, iż przedsiębiorstwa notowane na GPW w Warszawie niezależnie od wahań koniunkturalnych starają się dostosowywać strukturę swoich źródeł finansowania do struktury majątku w taki sposób, aby kapitały były związane ze składnikami aktywów nie dłużej, niż wynosi okres dysponowania nimi.

W tabeli 6. oraz na wykresie 4. przedstawiono kształtowanie się wskaźnika ogólnego zadłużenia w przedsiębiorstwach poddanych procesom restrukturyzacyjnym.

⁷⁶ Liczne badania wskazują, iż w przedsiębiorstwach sektora MSP głównym źródłem finansowania, w tym również finansowania inwestycji, są kapitały własne, np.: J. Marzec (2010). Złote reguły finansowania w praktyce małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce. *Ekonomiczne Problemy Usług nr 51*, s. 143–153; E. Wrońska-Bukalska (2014). Zróżnicowanie branżowe poziomu I struktury kapitału własnego. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H, XLVIII*. s. 393–402.

⁷⁷ Wskazał on m.in., że najwyższy odsetek kapitałów własnych w aktywach ogółem obserwuje się w sektorach: lekkim, energetycznym, farmaceutycznym, informatycznym i metalowym. P. Szczepaniak (2014). Kapitał własny w sektorach niefinansowych w Polsce w latach 2009–2011. *Nauki o Finansach*, 3, 155–126.

⁷⁸ P. Figura (2011). *Zależności między celem nadrzędnym przedsiębiorstwa i wartościami wskaźników finansowych w przekroju sektorowym*. Gdańsk: Politechnika Gdańska. s. 132–158.

⁷⁹ Przykładowo, dla celu „maksymalizacja wartości” pożądanym wskaźnikiem zadłużenia w sektorze budownictwa przyjmuje przedział 0,35–0,6, natomiast w sektorze chemicznym przyjmuje zdecydowanie niższe wartości: 0,2–0,4.

⁸⁰ M. Wypych (2012). Struktura aktywów a złote reguły finansowania (na przykładzie spółek giełdowych). *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 261*, 478–488.

Tabela 6. Charakterystyka wskaźnika ogólnego zadłużenia (Z/A) w okresie (-/+)
3 lat przed/po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej

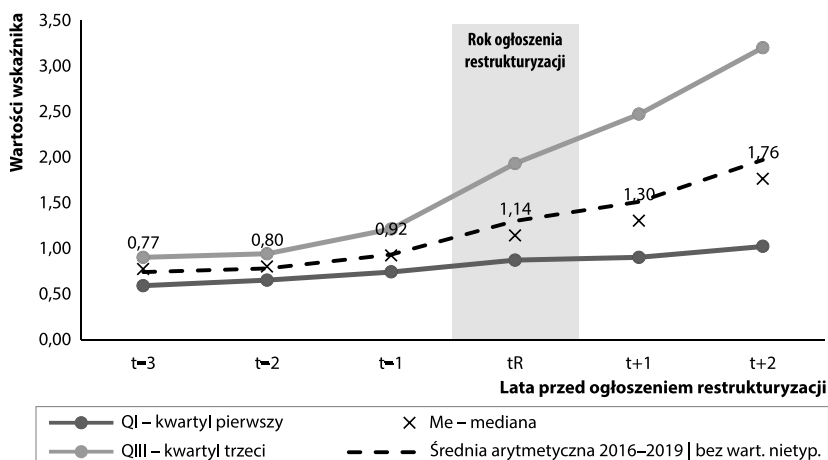
Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik ogólnego zadłużenia (Z/A) – bez uśredniania wartości bilansowych						
Interwał: (-/+) 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	102	156	157	2	0	0	0
	tR = 2018	115	105	160	160	10	0	0
	tR = 2017	129	107	74	138	140	6	0
	tR = 2016	83	88	61	53	81	83	7
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		429	456	452	353	231	89	7

Charakterystyka opisowa wskaźnika		Wskaźnik ogólnego zadłużenia (Z/A) – bez uśredniania wartości bilansowych						
		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
QI – kwartył pierwszy		0,59	0,65	0,74	0,87	0,90	1,02	b.d.
Me – mediana		0,77	0,80	0,92	1,14	1,30	1,76	b.d.
QIII – kwartył trzeci		0,90	0,94	1,21	1,93	2,47	3,20	b.d.
<i>IRQ – rozstęp międzykwartyłowy</i>		0,31	0,29	0,47	1,05	1,57	2,18	–
<i>Dolny zakres wartości nietypowych <QI – 1,5 × IRQ></i>		0,13	0,22	0,04	-0,71	-1,45	-2,24	–
<i>Górny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ></i>		1,36	1,37	1,91	3,51	4,82	6,46	–
<i>Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)</i>	tR = 2019	0,74	0,81	0,89	1,00	b.d.	b.d.	b.d.
	tR = 2018	0,73	0,76	0,96	1,25	1,51	b.d.	b.d.
	tR = 2017	0,73	0,74	0,87	1,35	1,45	1,61	b.d.
	tR = 2016	0,77	0,82	0,99	1,35	1,60	2,00	b.d.
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.		0,74	0,78	0,93	1,30	1,51	1,97	b.d.

<i>Liczba objętych badaniami jg.</i>	<i>ROK [tR]</i>	<i>Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)</i>						
207	2019	105	51	50	205	207	207	207
247	2018	132	142	87	87	237	247	247
225	2017	96	118	151	87	85	219	225
141	2016	58	53	80	88	60	58	134
820	OGÓŁEM	391	364	368	467	589	731	813

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wykres 4. Charakterystyka typowego przedziału zmienności wskaźnika ogólnego zadłużenia (Z/A) na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Ogólne zadłużenie w restrukturyzowanych przedsiębiorstwach (w roku powzięcia sądowej decyzji o restrukturyzacji) przekraczało wartość ich majątku – zobowiązania ogółem stanowiły średnio 130% aktywów. W połowie analizowanych przedsiębiorstw wskaźnik ogólnego zadłużenia przyjął poziom 1,14 lub wyższy, a w co czwartym – 1,93 lub wyższy. To definitywnie oznacza, iż gdyby nie nowelizacja Prawa upadłościowego (wydłużająca *de facto* aż do 24 miesięcy okres dopuszczalnego przekraczania wartości zobowiązań ponad wielkość zaangażowanych kapitałów /sumy bilansowej, co wprost oznacza zaistnienie ujemnej wartości kapitałów własnych), jednostki te powinny były niezwłocznie ogłosić upadłość. W obecnym (2021) porządku prawnym wnioski restrukturyzacyjny, złożony nawet równoległe z wnioskiem upadłościowym, będzie miał pierwszeństwo. Analiza zmian omawianego wskaźnika w czasie wskazuje na sukcesywny wzrost jego poziomu. W dwa lata po ogłoszeniu restrukturyzacji sytuacja nie uległa poprawie – zobowiązania średnio prawie dwukrotnie przekraczały wartość majątku (wskaźnik na poziomie 1,97), a mediana ukształtowała się na poziomie 1,76, podczas gdy wskazywana w literaturze wartość normatywna wskaźnika mieści się w przedziale 0,57–0,67.

Jednym z najczęściej obserwowanych przez wierzycieli i inwestorów miernikiem jest wskaźnik zadłużenia kapitału własnego (*debt to equity ratio*), zwany też stopą zadłużenia lub wskaźnikiem napięcia, stanowiący relację zobowiązań ogółem do

kapitału własnego⁸¹. Określa on, w jakim stopniu kapitały własne przedsiębiorstwa pokrywają zobowiązania⁸². Według E.A. Helferta⁸³ wskaźnik ten obrazuje „wzajemne proporcje roszczeń akcjonariuszy i roszczeń wierzycieli względem majątku przedsiębiorstwa i jest stosowany jako miernik głębokości zadłużenia”. Wysoka wartość wskaźnika informuje o niskiej pojemności zadłużeniowej przedsiębiorstwa, co może stanowić istotne ograniczenie w pozyskiwaniu źródeł finansowania dłużnego⁸⁴. L. Bednarski⁸⁵ zauważa, iż omawiany miernik powinien się kształtować na poziomie jedności⁸⁶, a jego tendencję rosnącą należy ocenić pozytywnie, gdyż wskazuje na „umacnianie podstaw finansowych działalności przedsiębiorstwa”. Oczywiście jest bowiem, że wysoki udział kapitałów własnych w strukturze źródeł finansowania sugeruje silne podstawy finansowe przedsiębiorstwa, niskie ryzyko finansowe oraz stabilność gospodarczą. Postulowane wartości dla tego wskaźnika zależą jednak od rozmiaru przedsiębiorstwa. W przedsiębiorstwach dużych i średnich wskaźnik ten nie powinien przekraczać poziomu 1,0, natomiast w podmiotach małych – powinien być niższy od 3,0⁸⁷. J. Dyktus, M. Gaertner i B. Malik⁸⁸ jako optymalną relację kapitału własnego do obcego uznają w małych i średnich przedsiębiorstwach proporcję 2:1, a w dużych – proporcję 1:1. Z kolei w opinii L. Gąsioriewicz⁸⁹ nie ma „obiektywnie ustalonych proporcji między

⁸¹ Omawiany wskaźnik można zmodyfikować do relacji kapitału podstawowego, czyli najważniejszego składnika kapitałów własnych, do sumy aktywów. Nie uwzględnia się wówczas w liczniku kapitału zapasowego, rezerwowego oraz zysku.

⁸² W grupie wskaźników wspomagania finansowego w literaturze spotkać można również inny miernik uwzględniający w swojej konstrukcji poziom kapitału własnego, tj. wskaźnik udziału kapitału własnego, stanowiący relację kapitałów własnych do sumy pasywów.

⁸³ E.A. Helfert, *Techniki analizy...*, op. cit., s. 181.

⁸⁴ M. Wieczorek-Kosmala, J. Błach (2015). *Ocena zapotrzebowania na kapitał ryzyka w przedsiębiorstwie – propozycja wykorzystania wskaźników finansowych*. *Finanse: czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN*, 1(8), 171.

⁸⁵ L. Bednarski, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 84.

⁸⁶ Należy zauważyć, iż wskaźnik równy jedności nie jest wcale dla wierzycieli przedsiębiorstwa bezpiecznym poziomem, gdyż sytuacja, w której wielkość kapitałów obcych jest równa wielkości kapitału własnego sprawia, iż w przypadku likwidacji czy upadłości podmiotu gospodarczego nie będzie praktycznie możliwe odzyskanie majątku według wartości bilansowych (kapitał obcy nie znajdzie pełnego pokrycia w kapitale własnym). M. Dynus, B. Kołosowska, P. Prewysz-Kwinto (2005). *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*. Toruń: TNOiK. s. 94.

⁸⁷ Przykładowo, w Stanach Zjednoczonych małe przedsiębiorstwa powinny utrzymywać relację zobowiązań do kapitałów własnych w proporcji 3:1, co oznacza, iż dopuszcza się, by kapitały własne stanowiły 25%, a kapitały obce 75% źródeł finansowania. Tak liberalne podejście wynika z faktu, że małe podmioty gospodarcze objęte są rządowymi funduszami gwarancyjnymi, które zmniejszają ryzyko ich kredytowania. M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 167.

⁸⁸ J. Dyktus, M. Gaertner, B. Malik (2017). *Sprawozdawczość i analiza finansowa*. Warszawa: Difin. s. 117.

⁸⁹ L. Gąsioriewicz (2011). *Analiza ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstw*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej. s. 65.

kapitałem własnym a zobowiązaniami”, a przedsiębiorstwa wysokoefektywne z branż rozwojowych mogą mieć niższy udział kapitału własnego w strukturze źródeł finansowania w porównaniu z innymi podmiotami gospodarczymi.

Analiza kształtowania się poziomu wskaźnika zadłużenia kapitału własnego w przedsiębiorstwach restrukturyzowanych w celu uniknięcia zniekształceń została przeprowadzona odrębnie dla podmiotów z dodatnim i ujemnym kapitałem własnym (odpowiednio w tabeli 7. i na wykresie 5. oraz w tabeli 8. i na wykresie 6.).

Tabela 7. Charakterystyka wskaźnika zadłużenia kapitału własnego (ZiRnZ/KW) w okresie (-/+) 3 lat przed/po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej (dla podmiotów o dodatnim kapitale własnym)

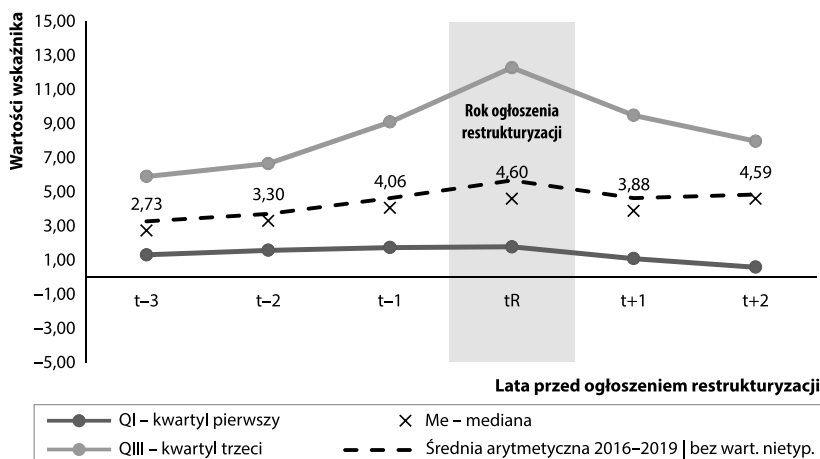
Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego (ZiRnZ/KW) – bez uśredniania wartości bilansowych UWAGA – liczony tylko dla podmiotów o KW > 0						
Interwał: (-/+) 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	102	156	157	2	0	0	0
	tR = 2018	115	105	160	160	10	0	0
	tR = 2017	129	107	74	138	140	6	0
	tR = 2016	83	88	61	53	81	83	7
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		429	456	452	353	231	89	7

Charakterystyka opisowa wskaźnika		Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego (ZiRnZ/KW) – bez uśredniania wartości bilansowych UWAGA – liczony tylko dla podmiotów o KW > 0						
		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
QI – kwartył pierwszy		1,31	1,58	1,74	1,78	1,09	0,59	b.d.
Me – mediana		2,73	3,30	4,06	4,60	3,88	4,59	b.d.
QIII – kwartył trzeci		5,91	6,66	9,10	12,28	9,49	7,97	b.d.
<i>IRQ – rozstęp międzykwartyłowy</i>		4,60	5,07	7,35	10,50	8,40	7,38	–
<i>Dolny zakres wartości nietypowych <QI – 1,5 × IRQ></i>		-5,59	-6,03	-9,29	-13,97	-11,51	-10,48	–
<i>Górny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ></i>		12,82	14,26	20,13	28,03	22,09	19,04	–
<i>Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)</i>	tR = 2019	3,19	3,92	4,89	2,51	b.d.	b.d.	b.d.
	tR = 2018	3,18	3,33	4,42	5,14	1,84	b.d.	b.d.
	tR = 2017	3,04	3,10	4,28	5,73	4,85	–	b.d.
	tR = 2016	3,85	4,67	5,01	7,99	4,31	5,12	b.d.
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.		3,28	3,72	4,64	5,67	4,63	4,85	b.d.

<i>Liczba objętych badaniami jg.</i>	<i>ROK [tR]</i>	<i>Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)</i>							
207	2019	117	83	111	206	207	207	207	207
247	2018	145	160	160	177	245	247	247	247
225	2017	110	133	172	177	177	224	225	225
141	2016	68	67	103	122	117	122	141	141
820	OGÓŁEM	440	443	546	682	746	800	820	820

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wykres 5. Charakterystyka typowego przedziału zmienności wskaźnika zadłużenia kapitału własnego (ZiRnZ/KW) w okresie na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019 (dla podmiotów o dodatnim kapitale własnym)



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

W przypadku podmiotów restrukturyzowanych, które posiadają dodatni kapitał własny, wskaźnik zadłużenia kapitału własnego tylko na trzy lata przed rokiem ogłoszenia postępowania restrukturyzacyjnego w niektórych z nich mieścił się w przedziale normatywnym wskazywanym w literaturze ($<3,0$) – mediana przyjmuje wartość 2,73 (średnia natomiast – 3,28). W kolejnych latach analizy mediana relacji zobowiązań do kapitału własnego osiąga poziom od 3,3 do 4,6. Na wykresie 5. w roku ogłoszenia restrukturyzacji wyraźnie zauważalny jest duży rozstęp międzykwartyłowy (na poziomie 10,5) w kształtowaniu się wskaźnika zadłużenia kapitału własnego, tj. 25% przedsiębiorstw osiąga wskaźnik na poziomie nie wyższym niż 1,78, podczas gdy w 25% miernik ten przyjmuje wartość 12,28 i wyższą. Jednocześnie zauważyć należy mniej negatywną tendencję w kształtowaniu się w czasie zadłużenia kapitału własnego restrukturyzowanych podmiotów w porównaniu z omówionym wcześniej zadłużeniem majątku. Pomimo usunięcia w analizie ilościowej wartości nietypowych, miernik ten przyjmuje relatywnie duży obszar zmienności. W ocenie jednostek przez pryzmat tego wskaźnika należy pamiętać, iż istotny będzie tu dodatni bądź ujemny poziom kapitałów własnych. Te bowiem w analizie na tak syntetycznym poziomie (uogólnienie dużej zbiorowości jednostek podlegających restrukturyzacji) wymaga oddzielnego przyjrzenia się obiektom (podmiotom) o dodatnim oraz ujemnym poziomie kapitałów własnych. Uśrednianie wyników obu grup przedsiębiorstw doprowadzić by mogło do błędnych wskazań i dalszych interpretacji.

Tabela 8. Charakterystyka wskaźnika zadłużenia kapitału własnego (ZiRnZ/KW) w okresie (-/+ 3 lat przed/ po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej (dla podmiotów o ujemnym kapitale własnym)

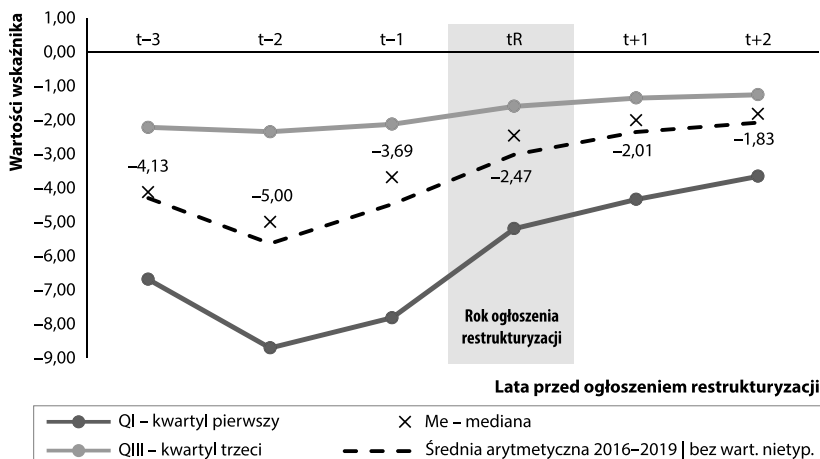
Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego (ZiRnZ/KW) – bez uśredniania wartości bilansowych UWAGA – liczony tylko dla podmiotów o KW < 0						
Interwał: (-/+) 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	10	25	59	1	0	0	0
	tR = 2018	10	15	70	89	8	0	0
	tR = 2017	10	11	20	89	92	5	0
	tR = 2016	9	11	23	34	57	64	7
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		39	62	172	213	157	69	7

Charakterystyka opisowa wskaźnika		Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego (ZiRnZ/KW) – bez uśredniania wartości bilansowych UWAGA – liczony tylko dla podmiotów o KW < 0						
		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
QI – kwartył pierwszy		-6,69	-8,71	-7,82	-5,20	-4,34	-3,66	b.d.
Me – mediana		-4,13	-5,00	-3,69	-2,47	-2,01	-1,83	b.d.
QIII – kwartył trzeci		-2,22	-2,35	-2,13	-1,60	-1,36	-1,26	b.d.
IRQ – rozstęp międzykwartyłowy		4,48	6,35	5,69	3,60	2,99	2,40	–
Dolny zakres wartości nietypowych <QI – 1,5 × IRQ>		-13,41	-18,24	-16,35	-10,60	-8,82	-7,26	–
Górny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ>		4,50	7,18	6,40	3,79	3,12	2,33	–
Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)	tR = 2019	-4,32	-6,09	-4,72	-4,52	b.d.	b.d.	b.d.
	tR = 2018	-3,70	-5,22	-4,35	-2,95	-2,93	b.d.	b.d.
	tR = 2017	-4,15	-3,99	-3,61	-3,18	-2,25	-1,89	b.d.
	tR = 2016	-5,51	-6,96	-5,06	-2,74	-2,45	-2,10	b.d.
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.		-4,30	-5,64	-4,48	-3,02	-2,36	-2,08	b.d.

Liczba objętych badaniami jg.	ROK [tR]	Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)						
207	2019	197	182	148	206	207	207	207
247	2018	237	232	177	158	239	247	247
225	2017	215	214	205	136	133	220	225
141	2016	132	130	118	107	84	77	134
820	OGÓŁEM	781	758	648	607	663	751	813

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wykres 6. Charakterystyka typowego przedziału zmienności wskaźnika zadłużenia kapitału własnego (ZiRnZ/KW) w okresie na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019 (dla podmiotów o ujemnym kapitale własnym)



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Zmienność analizowanego wskaźnika w podmiotach o ujemnym kapitale własnym wskazuje na utrzymywanie się tego stanu rzeczy nie tylko w okresie poprzedzającym wszczęcie sądowej procedury restrukturyzacyjnej, ale także w okresie dwóch kolejnych lat od momentu jej rozpoczęcia. Trudno jednoznacznie wskazać na tak ogólnym poziomie, czy podmioty te w kontekście prowadzonych działań restrukturyzacyjnych poprawiają swoją kondycję ekonomiczno-finansową, czy nie. Dzieje się tak dlatego, iż stopniowy wzrost analizowanego wskaźnika może zarówno wynikać ze obniżającego się poziomu zadłużenia w tych jednostkach, jak również z powiększającej się ujemnej wartości kapitałów własnych, będącej na przykład skutkiem zaistnienia coraz bardziej pogłębionej straty z prowadzonej działalności gospodarczej. Dlatego też ocenę zmienności w czasie tego wskaźnika należy dokonywać raczej na poziomie indywidualnych podmiotów aniżeli w oparciu o statystyki opisowe charakteryzujące większą zbiorowość podmiotów o ujemnym poziomie kapitałów własnych, jak ma to miejsce na powyższym wykresie.

Uszczegółowieniem omówionych wcześniej mierników jest wskaźnik zadłużenia długoterminowego (*long term debt to equity ratio*), zwany też wskaźnikiem długu, wskaźnikiem ryzyka lub wskaźnikiem dźwigni, który wskazuje stopień pokrycia zobowiązań długoterminowych kapitałem własnym⁹⁰. Przez zobowiązania o charakterze długoterminowym należy rozumieć kredyty i pożyczki długoterminowe, wyemitowane obligacje oraz inne zadłużenie, którego okres wymagalności jest dłuższy niż rok. Do źródeł kapitału własnego zalicza się natomiast wpływy z emisji akcji, z udziałów i innych instrumentów finansowych oraz z zysku zatrzymanego. Wskaźnik zadłużenia długoterminowego obrazuje strukturę kapitałów stałych⁹¹. Do jego określenia używa się zamiennie słowa „dźwignia”, gdyż nawiązuje on do efektu dźwigni finansowej (*financial leverage effect*)⁹², polegającego na podniesieniu lub obniżeniu stopy zwrotu z kapitału własnego (ROE) w wyniku wykorzystania przez przedsiębiorstwo kapitału obcego jako źródła finansowania⁹³, w porównaniu do finansowania wyłącznie kapitałem własnym⁹⁴. M. Sierpińska⁹⁵ podaje, iż satysfakcjonujący poziom wskaźnika jest konsekwencją utrzymywania struktury kapitału w relacji 33:67, a zatem powinien przyjmować wartość 0,5. Jeśli wskaźnik ten przekracza poziom 1,0, przedsiębiorstwo uważa się za mocno zadłużone⁹⁶. Za racjonalny zatem uznaje się przedział 0,5–1,0⁹⁷. Zasadniczo im niższy poziom przyjmuje wskaźnik ogólnego zadłużenia oraz im wyższy wskaźnik zadłużenia długoterminowego, tym większa jest stabilność finansowa i tym samym przedsiębiorstwo może pozwolić sobie na inwestowanie w dłuższym horyzoncie czasowym.

⁹⁰ Do oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa w obszarze zadłużenia długoterminowego stosuje się również wskaźnik pokrycia majątku trwałego zobowiązaniami długoterminowymi, który wskazuje, w jakim stopniu środki trwałe netto pozostające w dyspozycji przedsiębiorstwa pokrywają zobowiązania długoterminowe. Wskaźnik ten wykazuje dużą użyteczność ze względu na fakt, iż to właśnie majątek trwały stanowi zazwyczaj formalnoprawne zabezpieczenie kredytów i pożyczek długoterminowych. Wskaźnik na poziomie bliskim 1 wskazuje na zagrożenie finansowe podmiotu gospodarczego.

⁹¹ Przez kapitał stały należy rozumieć sumę kapitałów własnych oraz zobowiązań długoterminowych.

⁹² Efekt dźwigni finansowej działa do momentu, w którym wskaźnik rentowności kapitału stałego (relacja zysku przed spłatą odsetek i opodatkowaniem do kapitału stałego) przewyższa stopę procentową kredytu.

⁹³ A. Dulnic (2011). *Finansowanie przedsiębiorstwa*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne. s. 90.

⁹⁴ Szerzej: M. Kardys (2003). Dźwignia finansowa w teorii i polskiej praktyce gospodarczej. *Bank i Kredyt*, 3, 80–83; K. Marek-Kołodziej, I. Łapuńska (2016). Efekt dźwigni finansowej jako sposób na podwyższenie stopy zwrotu z kapitału zainwestowanego. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4, 413–424.

⁹⁵ M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 168.

⁹⁶ M. Zaleska (2005). *Ocena ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH. s. 79.

⁹⁷ Przedział 0,5–1,0 dla wskaźnika zadłużenia długoterminowego proponuje m.in.: W. Świetlik, *Analiza działalności...*, op. cit., s. 278.

Kształtowanie się relacji zadłużenia długoterminowego do kapitału własnego w podmiotach restrukturyzowanych zostało przedstawione w tabelach i na wykresach odrębnie dla przedsiębiorstw z dodatnim i ujemnym kapitałem własnym (analogicznie jak dla wskaźnika zadłużenia ogółem kapitału własnego).

Tabela 9. Charakterystyka wskaźnika zadłużenia długoterminowego (ZDT/KW) w okresie (-/+ 3 lat przed/po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej (dla podmiotów o dodatnim kapitale własnym)

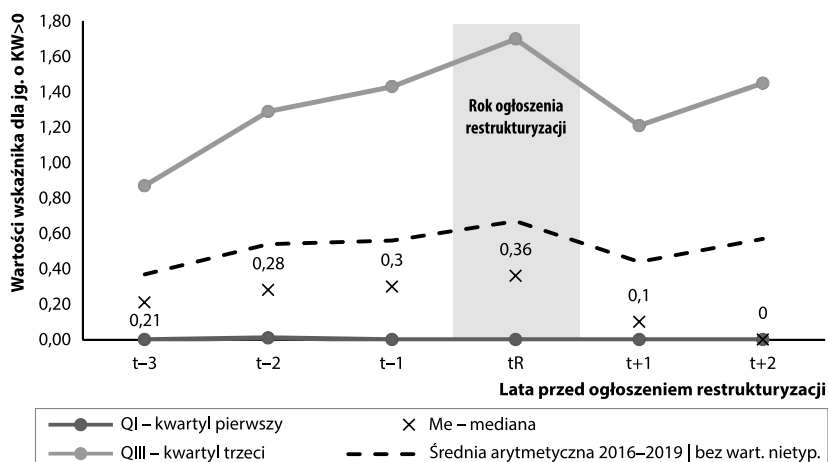
Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik zadłużenia długoterminowego (ZDT/KW) – bez uśredniania wartości bilansowych UWAGA – liczony tylko dla podmiotów o KW > 0						
Interwał: (-/+ 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	90	124	96	7	0	0	0
	tR = 2018	102	87	87	70	2	0	0
	tR = 2017	115	92	53	48	48	1	0
	tR = 2016	73	74	38	19	24	19	0
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		380	377	274	138	74	20	0

Charakterystyka opisowa wskaźnika		Wskaźnik zadłużenia długoterminowego (ZDT/KW) – bez uśredniania wartości bilansowych UWAGA – liczony tylko dla podmiotów o KW > 0						
		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
QI – kwartył pierwszy		0,00	0,01	0,00	–	–	–	b.d.
Me – mediana		0,21	0,28	0,30	0,36	0,10	–	b.d.
QIII – kwartył trzeci		0,87	1,29	1,43	1,70	1,21	1,45	b.d.
IRQ – rozstęp międzykwartyłowy		0,87	1,28	1,43	1,70	1,21	1,45	–
Dolny zakres wartości nietypowych <QI – 1,5 × IRQ>		-1,30	-1,90	-2,14	-2,56	-1,81	-2,18	–
Górny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ>		2,18	3,20	3,57	4,26	3,02	3,64	–
Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)	tR = 2019	0,41	0,64	0,49	–	b.d.	b.d.	b.d.
	tR = 2018	0,43	0,55	0,53	0,69	1,23	b.d.	b.d.
	tR = 2017	0,28	0,41	0,50	0,63	0,37	–	b.d.
	tR = 2016	0,37	0,53	0,88	0,74	0,55	0,60	b.d.
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.		0,37	0,54	0,56	0,67	0,44	0,57	b.d.

Liczba objętych badaniami jg.	ROK [tR]	Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)						
207	2019	117	83	111	206	207	207	207
247	2018	145	160	160	177	245	247	247
225	2017	110	133	172	177	177	224	225
141	2016	68	67	103	122	117	122	141
820	OGÓŁEM	440	443	546	682	746	800	820

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wykres 7. Charakterystyka typowego przedziału zmienności wskaźnika zadłużenia długoterminowego (ZDT/KW) w okresie na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019 (dla podmiotów o dodatnim kapitale własnym)



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wskaźnik zadłużenia długoterminowego w badanej grupie restrukturyzowanych przedsiębiorstw o dodatnim kapitale własnym w całym okresie analizy zasadniczo nie przekraczał górnej granicy przedziału normatywnego (1,0) – średnia zawiera się w przedziale 0,37–0,67, a mediana – 0,10–0,36. Jednocześnie wskaźnik ten nie osiągał też często dolnej granicy tego przedziału normatywnego (0,5), co może wskazywać na znaczny udział zadłużenia o charakterze krótkoterminowym w strukturze źródeł finansowania badanych podmiotów.

Tabela 10. Charakterystyka wskaźnika zadłużenia długoterminowego (ZDT/KW) w okresie (-/+ 3 lat przed/po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej (dla podmiotów o ujemnym kapitale własnym)

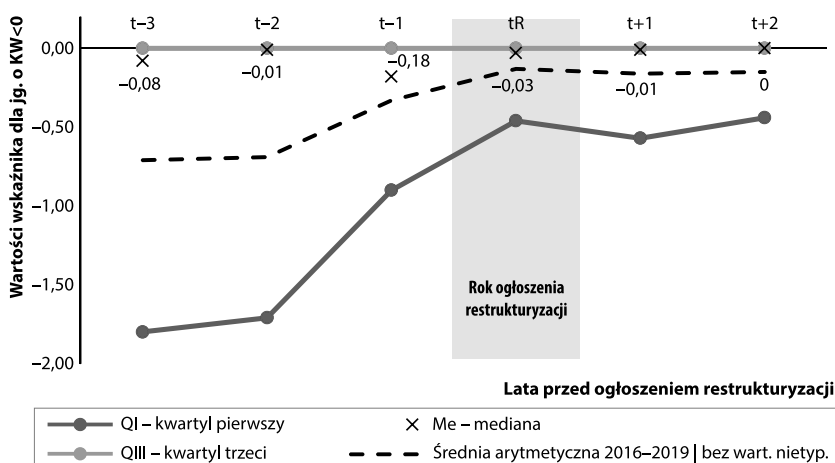
Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik zadłużenia długoterminowego (ZDT/KW) – bez uśredniania wartości bilansowych UWAGA – liczony tylko dla podmiotów o KW < 0						
Interwał: (-/+) 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	12	27	61	1	0	0	0
	tR = 2018	12	15	69	90	8	0	0
	tR = 2017	13	13	21	89	92	5	0
	tR = 2016	8	13	23	34	57	64	7
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		45	68	174	214	157	69	7

Charakterystyka opisowa wskaźnika	Wskaźnik zadłużenia długoterminowego (ZDT/KW) – bez uśredniania wartości bilansowych UWAGA – liczony tylko dla podmiotów o KW < 0						
	t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
QI – kwartył pierwszy	-1,80	-1,71	-0,90	-0,46	-0,57	-0,44	b.d.
Me – mediana	-0,08	-0,01	-0,18	-0,03	-0,01	-	b.d.
QIII – kwartył trzeci	-	-	-	-	-	-	b.d.
IRQ – rozstęp międzykwartyłowy	1,80	1,71	0,90	0,46	0,57	0,44	-
Dolny zakres wartości nietypowych <QI - 1,5 × IRQ>	-4,51	-4,27	-2,25	-1,16	-1,42	-1,11	-
Górny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ>	2,70	2,56	1,35	0,70	0,85	0,66	-
Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)	tR = 2019	-0,26	-0,66	-0,32	-0,45	b.d.	b.d.
	tR = 2018	-0,59	-1,18	-0,29	-0,13	-0,08	b.d.
	tR = 2017	-0,98	-0,18	-0,38	-0,14	-0,15	-0,19
	tR = 2016	-1,15	-0,72	-0,42	-0,07	-0,18	-0,15
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.	-0,71	-0,69	-0,33	-0,13	-0,16	-0,15	b.d.

Liczba objętych badaniami jg.	ROK [tR]	Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)						
207	2019	195	180	146	206	207	207	207
247	2018	235	232	178	157	239	247	247
225	2017	212	212	204	136	133	220	225
141	2016	133	128	118	107	84	77	134
820	OGÓŁEM	775	752	646	606	663	751	813

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wykres 8. Charakterystyka typowego przedziału zmienności wskaźnika zadłużenia długoterminowego (ZDT/KW) w okresie na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019 (dla podmiotów o ujemnym kapitale własnym)



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Analiza podmiotów o ujemnym kapitale własnym, podobnie jak miało to miejsce w odniesieniu do wcześniej analizowanego wskaźnika ogólnego zadłużenia w relacji do kapitałów własnych, powinna być przedmiotem indywidualnej oceny zmienności zarówno licznika, jak i mianownika tej relacji. Poziom zadłużenia w stosunku do zaangażowanych kapitałów własnych nie powinien przyjmować zbyt wysokiej wartości; również zdecydowanie pożądane jest możliwie szybkie wyjście badanych jednostek z sytuacji posiadania ujemnych kapitałów własnych. Te bowiem zazwyczaj są wynikiem albo straty netto przekraczającej poziom wniesionych wkładów na poczet kapitału podstawowego, albo też osiągniętej skumulowanej wartości straty z bieżącego i poprzednich lat obrotowych.

Możliwość zadłużania się przedsiębiorstwa jest uzależniona nie tylko od samego poziomu kapitałów własnych i ich udziału w strukturze źródeł finansowania, lecz również od zdolności do zwrotu zaciągniętych zobowiązań w ustalonych terminach oraz z dostępnych środków. Dlatego też, oprócz oceny zadłużenia, szczególne miejsce w analizie wskaźnikowej kondycji ekonomiczno-finansowej podmiotów gospodarczych zajmuje analiza zdolności do terminowego regulowania zobowiązań odsetkowych oraz spłaty rat kapitałowych, którą L. Bednarski⁹⁸ określa jako ocenę „efektywności finansowej zaciągniętych zobowiązań oraz możliwości ich spłaty z osiągniętych efektów”. Stanowi ona istotne uzupełnienie omówionych wcześniej wskaźników. Może się bowiem zdarzyć, iż przedsiębiorstwa o dużym zadłużeniu mogą posiadać zdolność do obsługi tego długu, gdyż gwarantują im to przepływy pieniężne. Z kolei przedsiębiorstwa o relatywnie niskim zadłużeniu mogą nie posiadać tej zdolności, gdyż dopływy gotówki do przedsiębiorstwa mają charakter nieregularny. Wśród mierników służących do statycznej oceny zdolności obsługi długu szczególne miejsce zajmuje wskaźnik pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową (*financial results to total debt ratio*), zwany też wskaźnikiem zdolności⁹⁹ lub pewności kredytowej, stanowiący relację zysku netto i amortyzacji do przeciętnego stanu zobowiązań¹⁰⁰. Mówi on o tym, jaki odsetek zobowiązań ogółem przedsiębiorstwo jest w stanie spłacić dzięki wygenerowanej nadwyżce finansowej.

⁹⁸ L. Bednarski, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 87.

⁹⁹ Zdolność kredytowa jest tutaj rozumiana jako możliwość spłaty całkowitych, efektywnych zobowiązań z wygospodarowanej w danym okresie nadwyżki finansowej; za: Z. Leszczyński, A. Skowronek-Mielczarek, *Analiza ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 133.

¹⁰⁰ W liczniku wskaźnika można zastosować EBIT (*earnings before interest and tax*), czyli zysk przed spłatą odsetek i opodatkowaniem, lub EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*), czyli EBIT powiększony o amortyzację. Obowiązujący w Polsce rachunek zysków i strat nie pozwala wprowadzić w sposób bezpośredni na ustalenie poziomu EBIT. Jest on zazwyczaj ustalany poprzez skorygowanie zysku operacyjnego o wyniki z operacji niepowtarzalnych (np. wynik ze sprzedaży rzeczowych aktywów trwałych), a także o wyniki z operacji finansowych dotyczące działalności operacyjnej (np. różnice kursowe dot. eksportu czy importu).

G. Michalski¹⁰¹ wskazuje, iż wskaźnik ten powinien być wyższy niż 1,5. Taki też poziom – jako minimalny – przyjmują banki¹⁰². Jeśli wskaźnik przyjmuje wartości niższe niż 1,5, przedsięwzięcia inwestycyjne finansowane za pomocą kredytu uznawane są za obciążone znacznym poziomem ryzyka. M. Sierpińska¹⁰³ zauważa, iż w praktyce można zaobserwować wykorzystywanie odwrotności omawianego wskaźnika, która informuje o tym, ile lat przedsiębiorstwo spłacałoby zobowiązania, gdyby przeznaczyło na to całą nadwyżkę finansową¹⁰⁴. Innymi słowy, omawiana relacja określa minimalny okres spłaty zobowiązań. Mniejsza liczba lat wskazuje oczywiście na większą zdolność kredytową przedsiębiorstwa.

Analiza kształtowania się wskaźnika pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową w podmiotach poddanych procesom restrukturyzacyjnym została przeprowadzona w tabeli 11. oraz na wykresie 9.

Tabela 11. Charakterystyka wskaźnika pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową [(WFN+AM)/ZiRnZ] 3 lata przed/po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej

Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową [(WFN+AM)/ZiRnZ] – z uśrednieniem wartości bilansowych						
Interwał: (-/+) 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	80	88	141	2	0	0	0
	tR = 2018	94	81	79	141	10	0	0
	tR = 2017	114	97	59	54	124	6	0
	tR = 2016	79	74	57	45	40	68	5
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		367	340	336	242	174	74	5

Charakterystyka opisowa wskaźnika		Wskaźnik pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową [(WFN+AM)/ZiRnZ] – z uśrednieniem wartości bilansowych						
		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
QI – kwartył pierwszy		0,01	-0,01	-0,26	-0,20	-0,09	-0,04	b.d.
Me – mediana		0,06	0,04	-0,06	-0,08	-	0,01	-0,00
QIII – kwartył trzeci		0,15	0,11	0,04	0,01	0,06	0,03	b.d.
<i>IRQ – rozstęp międzykwartyłowy</i>		<i>0,14</i>	<i>0,12</i>	<i>0,29</i>	<i>0,21</i>	<i>0,15</i>	<i>0,07</i>	<i>-</i>
<i>Dolny zakres wartości nietypowych <QI - 1,5 × IRQ></i>		<i>-0,20</i>	<i>-0,18</i>	<i>-0,69</i>	<i>-0,51</i>	<i>-0,31</i>	<i>-0,15</i>	<i>-</i>
<i>Górnny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ></i>		<i>0,37</i>	<i>0,29</i>	<i>0,47</i>	<i>0,32</i>	<i>0,27</i>	<i>0,14</i>	<i>-</i>
<i>Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)</i>	tR = 2019	0,06	0,05	-0,09	-0,13	b.d.	b.d.	b.d.
	tR = 2018	0,09	0,03	-0,11	-0,09	-0,03	b.d.	b.d.
	tR = 2017	0,07	0,07	-0,07	-0,10	-0,01	-0,03	b.d.
	tR = 2016	0,07	0,03	-0,08	-0,10	-0,00	-0,01	b.d.
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.		0,07	0,05	-0,09	-0,09	-0,01	-0,01	b.d.

¹⁰¹ G. Michalski, *Ocena finansowa...*, op. cit., s. 91.

¹⁰² J. Dyktus, M. Gaertner, B. Malik, *Sprawozdawczość...*, op. cit., s. 118.

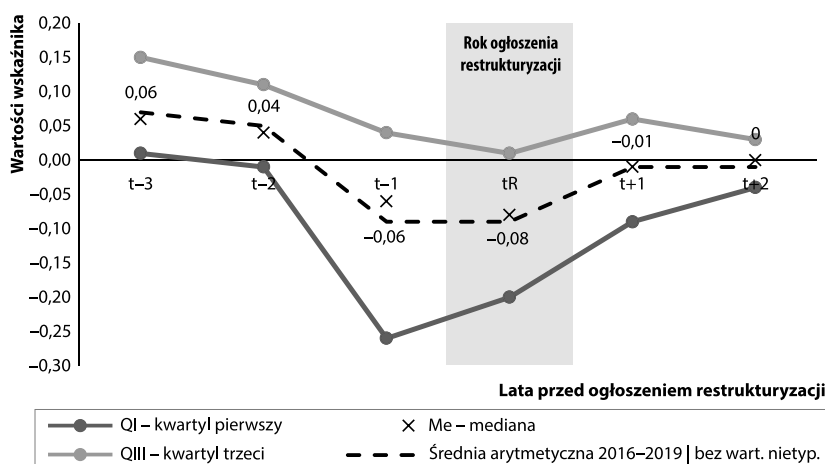
¹⁰³ M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 172.

¹⁰⁴ Oczywiście przy założeniu, że poziom nadwyżki finansowej w kolejnych latach pozostanie na tym samym poziomie, a zadłużenie nie wzrośnie.

<i>Liczba objętych badaniami jg.</i>	<i>ROK [tR]</i>	<i>Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)</i>						
207	2019	127	119	66	205	207	207	207
247	2018	153	166	168	106	237	247	247
225	2017	111	128	166	171	101	219	225
141	2016	62	67	84	96	101	73	136
820	OGÓŁEM	453	480	484	578	646	746	815

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wykres 9. Charakterystyka typowego przedziału zmienności wskaźnika pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową [(WFN + AM)/ZiRnZ] w okresie na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Dane przedstawione w powyższej tabeli i na wykresie wskazują, iż przedsiębiorstwa poddane procesom restrukturyzacyjnym nie są w stanie pokryć swoich zobowiązań nadwyżką finansową (wskaźnik przyjmuje wartości ujemne) – jest to widoczne zarówno w roku ogłoszenia restrukturyzacji, w roku ją poprzedzającym, jak i w kolejnych latach po podjęciu decyzji o restrukturyzacji. Tylko na trzy i dwa lata przed ogłoszeniem restrukturyzacji średnia arytmetyczna wskaźnika pokrycia zobowiązań nadwyżką finansową dla badanej grupy podmiotów przyjmuje wartości dodatnie (0,07 i 0,05). Są one jednak niewielkie i dalece odbiegają od norm postulowanych w literaturze.

Przedstawiona analiza zmienności w czasie wskaźników zadłużenia i wskaźników oceny zdolności obsługi tego zadłużenia stanowi, obok wcześniej omówionych wskaźników z grupy płynności finansowej, fundamentalną podstawę oceny

zdolności do przetrwania na rynku badanych podmiotów gospodarczych. Wokół nich nie istnieje bowiem żadna próżnia gospodarcza, a ich byt uzależniony jest od właściwych relacji kooperacyjnych z podmiotami, z którymi współpracują. Relacje te w bezpośredni sposób odnoszą się do terminowego regulowania pojawiających się zobowiązań, ale i na odwrót – właściwego inkasa należności. Jeżeli dochodzi po którejś ze stron do braku pożądanej równowagi i kontrolowanego przepływu środków pieniężnych, to uruchamia się efekt domina mogący prowadzić do sytuacji kryzysowej, a ta w dynamiczny sposób może rodzić konieczność wszczęcia procedury restrukturyzacyjnej, czy – w skrajnym scenariuszu – upadłościowej. Stąd w literaturze przedmiotu, a także w opinii autorów opracowania, tym dwóm grupom wskaźników należy zdecydowanie poświęcić uwagę w pierwszej kolejności. Dopiero właściwie oceniona relacja badanej jednostki z jej kooperantami umożliwia dalszą ocenę jej sprawności działania oraz pozwala przejść do innych obszarów analitycznych.

3.3. Analiza sprawności działania – ocena składowych cyklu konwersji gotówki

Płynność finansowa przedsiębiorstwa w znacznym stopniu uzależniona jest od sprawności zarządzania aktywami obrotowym oraz zobowiązaniami bieżącymi. Ocena tego obszaru funkcjonowania przedsiębiorstwa sprowadza się do pomiaru jego aktywności gospodarczej w zakresie posiadanych zasobów, czyli ocenie wykorzystania jego potencjału. Do oceny sprawności działania wykorzystywane są wskaźniki rotacji, zwane też wskaźnikami obrotowości, szybkości rotacji lub aktywności gospodarczej. Ich istotą, jak zauważa L. Bednarski¹⁰⁵, jest rozpatrywanie relacji między znajdującym się w liczniku określonym wskaźnikiem dynamicznym, wyrażającym przychody ze sprzedaży (lub koszty własne), a znajdującym się w mianowniku wskaźnikiem statycznym, wyrażającym przeciętny stan zaangażowanych w działalność składników aktywów. Pozwalają więc one na ocenę intensywności wykorzystania posiadanych zasobów, a tym samym – na „ocenę zdolności przetwarzania aktywów w przychody”¹⁰⁶, gdyż z każdym obrotem aktywów przedsiębiorstwo osiąga przychody ze sprzedaży produktów i usług. Wskaźniki rotacji pozwalają zatem wnioskować o tym, czy wielkość aktywów jest racjonalna w stosunku do osiągniętych dzięki nim przychodów.

¹⁰⁵ L. Bednarski, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 88.

¹⁰⁶ J. Kowalczyk, A. Kusak (2006). *Decyzje finansowe firmy. Metody analizy*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck. s. 8.

Aktywa obrotowe stanowią tę część majątku przedsiębiorstwa, która posiada największe możliwości przyspieszenia rotacji kapitału. Majątek obrotowy jest bowiem tą częścią aktywów, z której można najszybciej uwolnić kapitał, a tym samym – przyspieszyć jego rotację. W związku z tym cennych informacji zarządczych dostarcza właśnie analiza rotacji aktywów obrotowych¹⁰⁷. Można jej dokonać przy wykorzystaniu wskaźnika rotacji aktywów obrotowych oraz wskaźników uszczegóławiających w postaci wskaźnika rotacji zapasów i wskaźnika rotacji należności. Generalnie wskaźniki rotacji aktywów obrotowych stanowią relację przychodów netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów do przeciętnego stanu¹⁰⁸ aktywów obrotowych, odpowiednio – całości lub do jakiejś ich części¹⁰⁹. Informują one o liczbie obrotów, jaką wykonują aktywa w ciągu roku sprawozdawczego, natomiast wskaźniki rotacji w dniach wskazują na okres, w jakim aktywa te są odnawiane¹¹⁰.

¹⁰⁷ Ponadto w obszarze oceny sprawności działania przedsiębiorstwa do pomiaru zdolności aktywów do generowania przychodów ze sprzedaży wykorzystywany jest wskaźnik rotacji aktywów ogółem, zwany również wskaźnikiem efektywności majątku, stanowiący relację przychodów ze sprzedaży do całkowitego poziomu aktywów.

¹⁰⁸ W literaturze można spotkać autorów, którzy we wskaźniku nie uwzględniają przeciętnych wielkości bilansowych, lecz ich stan na koniec roku. Przykładowo: P. Rybicki (2003). *Sprawozdanie finansowe źródłem informacji o firmie*. Warszawa: Poltext. s. 108. J. Kitowski w swoich badaniach wskazuje, iż pomijanie sezonowych wahań wolumenu zapasów (a także należności i zobowiązań krótkoterminowych) zniekształca wielkość omawianych wskaźników obrotowości, podając przykład, iż rozpiętość we wskaźniku rotacji zapasów w analizowanym przez niego przykładzie wyniosła 6,5 dnia (w relacji do przychodów ze sprzedaży). J. Kitowski (2011). *Metodyczne aspekty pomiaru cyklu konwersji gotówki w przedsiębiorstwie*. *Zeszyty Naukowe SGGW – Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 88, 42.

¹⁰⁹ T. Dudycz uogólnia, iż w konstrukcji wskaźników rotacji w mianowniku ujmowany jest średni stan składnika majątku, w liczniku natomiast – strumień, czyli skumulowany stan tego składnika. Taka postać miernika pozwala określić, ile razy w analizowanym okresie został odnowiony stan danego składnika, czyli ile cykli wykonał ten składnik. Natomiast podzielenie liczby dni w okresie przez otrzymaną liczbę cykli dostarcza informacji, ile przeciętnie dni trwał jeden cykl. T. Dudycz, *Analiza finansowa*, op. cit., s. 51.

¹¹⁰ L. Gąsioriewicz wyraźnie odróżnia wskaźniki sprawności działania ujmowane w razach od wskaźników wyrażanych w dniach, nazywając je odpowiednio wskaźnikami rotacji oraz wskaźnikami cyklu. L. Gąsioriewicz, *Analiza ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 59.

Tabela 12. Wybrane wskaźniki sprawności działania

Nazwa wskaźnika	Wzór
wskaźnik rotacji aktywów obrotowych	przychody ze sprzedaży/przeciętny stan aktywów obrotowych
wskaźnik rotacji zapasów	przychody ze sprzedaży/przeciętny stan zapasów
wskaźnik rotacji należności	przychody ze sprzedaży/przeciętny stan należności
wskaźnik rotacji zobowiązań	przychody ze sprzedaży/przeciętny stan zobowiązań krótkoterminowych
wskaźnik rotacji zapasów w dniach	$(\text{przeciętny stan zapasów} / \text{przychody ze sprzedaży}) \times 365$
wskaźnik rotacji należności w dniach	$(\text{przeciętny stan należności} / \text{przychody ze sprzedaży}) \times 365$
wskaźnik rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach	$(\text{przeciętny stan zobowiązań krótkoterminowych} / \text{przychody ze sprzedaży}) \times 365$
cykl konwersji gotówki	cykl rotacji zapasów + cykl rotacji należności – cykl rotacji zobowiązań krótkoterminowych
wskaźnik produktywności aktywów	przychody ze sprzedaży/przeciętny stan aktywów
wskaźnik operacyjności	koszty operacyjne/przychody ze sprzedaży

Źródło: J. Dyktus, M. Gaertner, B. Malik, *Sprawozdawczość...*, op. cit., s. 122; L. Gąsioriewicz, *Analiza ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 59–63; G. Gołębiowski, A. Tłaczała, *Analiza ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 118–125.

Wskaźnik rotacji aktywów obrotowych (*current assets turnover ratio*) wskazuje, ile razy w ciągu roku przedsiębiorstwo „odtwarza” te aktywa poprzez sprzedaż produktów, towarów i materiałów, a zatem dostarcza informacji na temat szybkości obrotu aktywami obrotowymi. Im wyższa wartość omawianego wskaźnika, tym lepsza sytuacja finansowa podmiotu gospodarczego, bowiem wysoki poziom obrotowości oznacza mniejsze zapotrzebowanie na kapitał obrotowy oraz niższe koszty związane z jego zaangażowaniem¹¹¹. Niemniej jednak należy mieć na uwadze fakt, iż nadmiernie wysoki poziom wskaźnika rotacji aktywów obrotowych również nie jest korzystny, gdyż może prowadzić do zaburzenia rytmiczności produkcji i ciągłości sprzedaży, a także niepełnego wykorzystania zdolności produkcyjnych w wyniku niedoboru zapasów lub też może świadczyć o prowadzeniu restrykcyjnej polityki w zakresie kredytu kupieckiego, która niekorzystnie może odbić się na relacjach z kontrahentami. Zbyt niski wskaźnik z kolei może wskazywać na

¹¹¹ Jak zauważa L. Bednarski, przyspieszone krążenie środków w ramach cyklu obrotowego (czyli krótsze trwanie jednego obrotu) pozwala przedsiębiorstwu na wykonanie tego samego lub zwiększonego zakresu zadań gospodarczych przy mniejszym zaangażowaniu majątku. L. Bednarski, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 92.

zamrożenie kapitału obrotowego netto w aktywach obrotowych. M. Sierpińska¹¹² podaje, iż wskaźniki rotacji aktywów obrotowych można porównywać w czasie z wynikami innych przedsiębiorstw, a także ze średnimi wielkościami dla klasy, którą reprezentuje dane przedsiębiorstwo.

Analiza kształtowania się wskaźnika rotacji aktywów obrotowych w podmiotach poddanych procesom restrukturyzacyjnym została przeprowadzona w tabeli 13. oraz na wykresie 10.

Tabela 13. Charakterystyka wskaźnika rotacji aktywów obrotowych ogółem (PS/AO) w okresie (-/+) 3 lat przed/ po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej

Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik rotacji aktywów obrotowych (PS/AO) – z uśrednieniem danych bilansowych						
Interwał: (-/+) 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	80	89	141	2	0	0	0
	tR = 2018	106	94	78	80	147	0	0
	tR = 2017	100	101	91	58	42	45	0
	tR = 2016	2	4	68	53	43	39	35
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		288	288	378	193	232	84	35

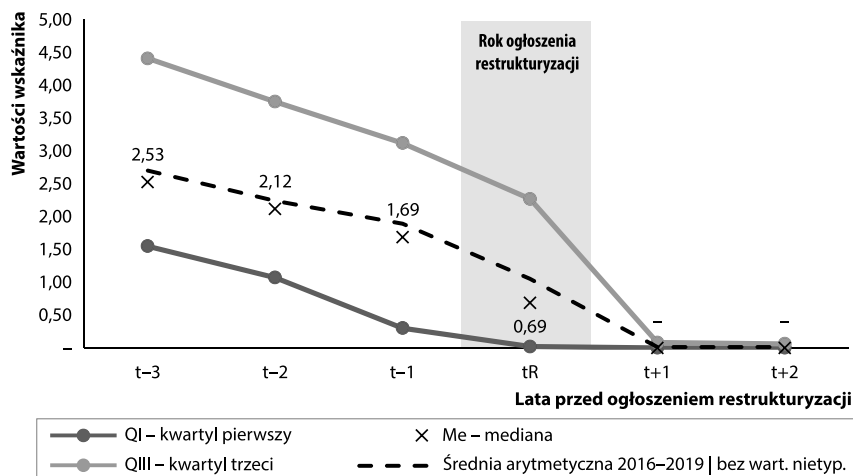
Charakterystyka opisowa wskaźnika		Wskaźnik rotacji aktywów obrotowych (PS/AO) – z uśrednieniem danych bilansowych						
		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
QI – kwartył pierwszy		1,55	1,07	0,30	0,02	–	–	–
Me – mediana		2,53	2,12	1,69	0,69	–	–	–
QIII – kwartył trzeci		4,41	3,75	3,12	2,27	0,08	0,06	–
<i>IRQ – rozstęp międzykwartyłowy</i>		2,86	2,68	2,82	2,26	0,08	0,06	–
<i>Dolny zakres wartości nietypowych <QI – 1,5 × IRQ></i>		-2,74	-2,95	-3,94	-3,37	-0,12	-0,09	–
<i>Górny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ></i>		8,71	7,77	7,36	5,66	0,19	0,16	–
<i>Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)</i>	tR = 2019	2,73	2,66	2,53	1,53	b.d.	b.d.	b.d.
	tR = 2018	2,63	1,99	1,57	1,18	0,00	b.d.	b.d.
	tR = 2017	2,70	2,13	1,28	1,03	0,02	0,00	b.d.
	tR = 2016	5,91	1,67	1,71	0,87	0,03	0,02	–
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.		2,70	2,24	1,89	1,05	0,01	0,01	b.d.

<i>Liczba objętych badaniami jg.</i>	<i>ROK [tR]</i>	<i>Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)</i>						
207	2019	127	118	66	205	207	207	207
247	2018	141	153	169	167	100	247	247
225	2017	125	124	134	167	183	180	225
141	2016	139	137	73	88	98	102	106
820	OGÓŁEM	532	532	442	627	588	736	785

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

¹¹²M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 183.

Wykres 10. Charakterystyka typowego przedziału zmienności wskaźnika rotacji aktywów obrotowych ogółem (PS/AO) na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Rotacja aktywów obrotowych w podmiotach poddanych procesom restrukturyzacyjnym zasadniczo pogarsza się z roku na rok w okresie od trzech lat przed do roku ogłoszenia restrukturyzacji. Wartość mediany obniża się z poziomu 2,53 do 1,69 na rok przed podjęciem decyzji o restrukturyzacji. W roku ogłoszenia restrukturyzacji w połowie analizowanych podmiotów przychody ze sprzedaży stanowiły nie więcej niż 69% sumy ich aktywów obrotowych. Średnia wartość omawianego wskaźnika w tym okresie była nieco wyższa i wynosiła 1,05, natomiast typowy obszar zmienności mieścił się w przedziale 0,02–2,27.

Różnorodność aktywów obrotowych będących w dyspozycji przedsiębiorstwa, a także odmienny ich charakter, uzasadnia uszczegółowienie analizy poprzez ustalenie rotacji poszczególnych ich składników. Wskaźnik rotacji zapasów (*inventory turnover ratio*), stanowiący relację przychodów netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów do przeciętnego stanu zapasów, dostarcza informacji na temat tego, ile razy w ciągu roku przedsiębiorstwo „odnawia” stan swoich zapasów¹¹³. Zwiększanie się poziomu wskaźnika rotacji świadczy o tym, iż przedsiębiorstwo zużywa zapasy w coraz krótszym czasie, co zasadniczo

¹¹³ Innymi słowy, wskaźnik ten informuje o tym, ile razy w ciągu analizowanego okresu przedsiębiorstwo „było w stanie wykorzystać każdą złotówkę zapasów i ponownie zamienić ją w zapasy”. A. Motylska-Kuźma, J. Wieprow (2013). *Decyzje finansowe w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Difin. s. 55.

należy interpretować jako korzystną zmianę wskazującą na poprawę efektywności gospodarowania zapasami, gdyż pozwala wnioskować o zmniejszeniu kosztów zamrażania kapitału, zmniejszeniu kosztów magazynowania oraz ograniczeniu ryzyka utraty wartości użytkowych zgromadzonych produktów. Zbyt wysoki poziom wskaźnika może jednak świadczyć o wzroście kosztów zamawiania surowców, materiałów czy towarów (w tym kosztów transportu) w wyniku zwiększenia częstotliwości dostaw, jak również o wzroście ryzyka niedoboru zapasów, w wyniku czego może nastąpić zachwianie rytmiczności produkcji lub utrata klientów. Niski poziom wskaźnika oznacza z kolei małą liczbę obrotów wykonanych przez zapasy w ciągu roku, co bywa odczytywane jako zbyt długi cykl obrotu zapasami. Zasadniczo zjawisko takie jest oceniane negatywnie, gdyż może wskazywać na powstawanie zapasów trudno zbywalnych lub zbędnych, niemniej jednak może też świadczyć o przygotowywaniu się przedsiębiorstwa do spodziewanego w przyszłości wzrostu sprzedaży. M. Zaleska¹¹⁴ podaje, iż omawiany wskaźnik nie ma uniwersalnej normy ze względu na fakt, iż „różnego charakteru mogą być zapasy”. R. Kowalak¹¹⁵ podaje, iż jako korzystny należy postrzegać poziom wskaźnika mieszczący się w przedziale: 7,0–10,0. Wielkość wskaźników rotacji zapasów zależy jednak w znacznym stopniu od rodzaju prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności¹¹⁶. Jeśli cykl wytwórczy jest krótki, można się spodziewać szybszej rotacji zapasów¹¹⁷, natomiast w podmiotach, które ze względu na specyfikę produktu mają wydłużony cykl wytwórczy, omawiane wskaźniki będą osiągały niższy poziom¹¹⁸. W związku z tym, że zazwyczaj przedsiębiorstwa mają na stanie zapasy o zróżnicowanym charakterze, omawiany wskaźnik warto obliczać dla poszczególnych grup zapasów¹¹⁹. W literaturze przedmiotu można odnaleźć¹²⁰ odrębne konstrukcje wskaźników dla zapasów

¹¹⁴M. Zaleska, *Ocena ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 74.

¹¹⁵R. Kowalak, *Ocena kondycji...*, op. cit., s. 78.

¹¹⁶Szerzej na temat poziomu zapasów i należności utrzymywanego przez przedsiębiorstwa w przemyśle, handlu i usługach: G. Gołębiowski, A. Tłaczała, *Analiza ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 119.

¹¹⁷Ma to miejsce np. w przedsiębiorstwach przemysłu spożywczego.

¹¹⁸Można to zaobserwować w branżach kapitałochłonnych, gdzie w strukturze majątkowej dominują aktywa trwałe a nie zapasy.

¹¹⁹Ponadto L. Bednarski zwraca uwagę, iż w przedsiębiorstwach o charakterze wytwórczym w typowym cyklu obrotowym zapasy przechodzą kolejno przez fazy zaopatrzenia, produkcji i zbytu, czego konsekwencją jest nierównomierność rotacji zapasów w poszczególnych fazach. Uważa on zatem za celowe podzielenie cyklu na wyodrębnione fazy i przeprowadzenie obliczeń odrębnie dla poszczególnych faz. L. Bednarski, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 94.

¹²⁰Odrębne wskaźniki dla poszczególnych rodzajów zapasów autorzy proponują m.in. w pozycji: W. Janik, A. Paździor, M. Paździor (2014). *Analiza i diagnozowanie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*. Lublin: Wydawnictwo Politechniki Lubelskiej. s. 71–72.

materiałowych, zapasów produktów niezakończonych, zapasów produktów gotowych, a także zapasów towarów¹²¹.

Rotacja zapasów w przedsiębiorstwach restrukturyzowanych przedstawiona została w tabeli 14. i na wykresie 11.

Tabela 14. Charakterystyka wskaźnika rotacji zapasów (PS/ZAP) w okresie (-/+) 3 lat przed/po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej

Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik rotacji zapasów (PS/ZAP) – z uśrednieniem danych bilansowych						
Interwał: (-/+) 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	71	80	126	2	0	0	0
	tR = 2018	86	74	72	130	9	0	0
	tR = 2017	105	93	54	48	102	5	0
	tR = 2016	74	70	55	41	35	53	1
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		336	317	307	221	146	58	1

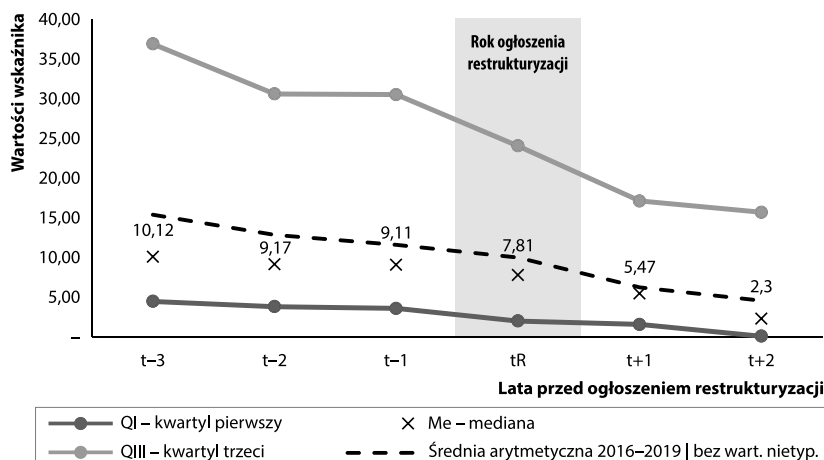
Charakterystyka opisowa wskaźnika		Wskaźnik rotacji zapasów (PS/ZAP) – z uśrednieniem danych bilansowych						
		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
QI – kwartył pierwszy		4,49	3,82	3,60	2,01	1,59	0,10	b.d.
Me – mediana		10,12	9,17	9,11	7,81	5,47	2,30	b.d.
QIII – kwartył trzeci		36,94	30,63	30,55	24,08	17,15	15,72	b.d.
IRQ – rozstęp międzykwartyłowy		32,45	26,81	26,95	22,07	15,56	15,62	–
Dolny zakres wartości nietypowych <QI – 1,5 × IRQ>		-44,18	-36,40	-36,83	-31,10	-21,75	-23,33	–
Górny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ>		85,62	70,85	70,97	57,18	40,50	39,16	–
Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)	tR = 2019	14,56	12,73	10,13	21,69	b.d.	b.d.	b.d.
	tR = 2018	16,45	12,24	12,59	8,96	4,27	b.d.	b.d.
	tR = 2017	17,46	12,93	12,72	10,75	6,62	0,78	b.d.
	tR = 2016	11,92	13,56	12,61	11,60	5,84	5,03	b.d.
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.		15,40	12,86	11,61	10,02	6,25	4,60	b.d.

Liczba objętych badaniami jg.	ROK [tR]	Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)						
207	2019	136	127	81	205	207	207	207
247	2018	161	173	175	117	238	247	247
225	2017	120	132	171	177	123	220	225
141	2016	67	71	86	100	106	88	140
820	OGÓŁEM	484	503	513	599	674	762	819

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

¹²¹ Warto zauważyć, iż wskaźniki te liczone są nie tylko w relacji do uzyskanych przychodów, lecz również w stosunku do poniesionych kosztów. W ich mianownikach można spotkać takie pozycje jak: przychody ze sprzedaży towarów (w przypadku zapasów towarów), koszt wytworzenia wyrobów gotowych (w przypadku zapasów wyrobów gotowych), koszt zużycia materiałów (w przypadku zapasów materiałowych), techniczny koszt wytworzenia (w przypadku zapasów produkcji w toku).

Wykres 11. Charakterystyka typowego przedziału zmienności wskaźnika rotacji zapasów (PS/ZAP) w okresie na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Z zaprezentowanych powyżej danych wynika, iż rotację zapasów w restrukturyzowanych przedsiębiorstwach charakteryzuje trend spadkowy. Średnia arytmetyczna wskaźnika rotacji zapasów w roku ogłoszenia restrukturyzacji kształtuje się na poziomie 10,2, mediana natomiast przyjmuje wartość 7,81, co wskazuje, iż połowa analizowanych przedsiębiorstw w roku ogłoszenia restrukturyzacji osiągała co najmniej minimalny postulowany w literaturze poziom normatywny dla omawianego miernika.

Analogiczną jak dla zapasów analizę obrotowości przeprowadza się w odniesieniu do należności. Wskaźnik rotacji należności (*receivables turnover ratio*) stanowi relację przychodów netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów do przeciętnego stanu należności¹²². Poziom miernika informuje o tym, ile razy w ciągu roku przedsiębiorstwo odtwarza swoje należności. Ponieważ należności są zamrożonymi środkami pieniężnymi, istotne jest, aby czas ich zwrotu był możliwie

¹²²Niektórzy autorzy w celu zachowania porównywalności licznika i mianownika zalecają, aby należności z tytułu dostaw i usług oraz przychody ze sprzedaży ujmować jednolicie, tj. z uwzględnieniem podatku VAT lub nie. Najczęściej zaleca się powiększenie przychodów ze sprzedaży o należny VAT. E. Urbańczyk (red.). (2001). *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*. Szczecin: Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego. s. 243. Równie popularne w literaturze jest jednak stanowisko, iż wspomniana niezgodność nie powinna być traktowana jako błąd, gdyż wskaźnik obrotu należnościami jest porównywany w szeregu czasowym lub w przestrzeni, gdzie wszystkie wskaźniki wyliczane są w oparciu o tę samą formułę. G. Gołębiowski, A. Tłaczała, *Analiza ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 119.

najkrótszy. Zatem im częściej omawiany miernik wskazuje na rotację należności, tym krócej na ich spłatę oczekuje przedsiębiorstwo. Obrotowość należności uzależniona jest przede wszystkim od wynegocjowanych z odbiorcami terminów płatności, a także od dotrzymywania ich przez odbiorców. Im krótsze są terminy płatności, tym wyższa jest obrotowość kapitału zamrożonego w należnościach, a tym samym – niższe zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. M. Sierpińska¹²³ wskazuje, iż według standardów zachodnich poziom tego wskaźnika powinien mieścić się w przedziale 7,0–10,0. Jeśli przyjmuje on niższe wielkości, może to świadczyć o prowadzeniu przez przedsiębiorstwo liberalnej polityki wobec kontrahentów, polegającej na zbyt długich okresach ich kredytowania, co skutkuje zamrożeniem środków pieniężnych w należnościach¹²⁴. Zatem wydłużony cykl inkasa należności może z jednej strony wynikać z częstego udzielania przez przedsiębiorstwo kredytów kupieckich, z drugiej natomiast – może być konsekwencją problemów z windykacją należności i powstawaniem należności nieściągalnych. Wskaźnik przekraczający natomiast wskazaną powyżej normę może z kolei wskazywać na prowadzenie przez przedsiębiorstwo strategii konserwatywnej, przejawiającej się m.in. w ścisłym przestrzeganiu terminów płatności¹²⁵. Poziom wskaźnika rotacji należności (podobnie jak ma to miejsce w przypadku wskaźnika rotacji zapasów) w znacznym stopniu zależy od branży, a ponadto jest konsekwencją występujących w niej zwyczajów handlowych.

Analiza obrotu należnościami w przedsiębiorstwach restrukturyzowanych została przeprowadzona w tabeli 15. i na wykresie 12.

Tabela 15. Charakterystyka wskaźnika rotacji należności krótkoterminowych (PS/NKT) w okresie (-/+) 3 lat przed/po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej

Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik rotacji należności (PS/NKT) – z uśrednieniem danych bilansowych						
Interwał: (-/+) 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	80	89	141	2	0	0	0
	tR = 2018	94	81	79	142	10	0	0
	tR = 2017	113	97	59	54	125	6	0
	tR = 2016	79	74	57	45	40	67	5
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		366	341	336	243	175	73	5

¹²³ M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 184.

¹²⁴ Niski poziom wskaźnika może też świadczyć o tym, że przedsiębiorstwo działa w warunkach wysokiej konkurencji, co skłania je do prowadzenia strategii agresywnej (mającej na celu maksymalizację sprzedaży).

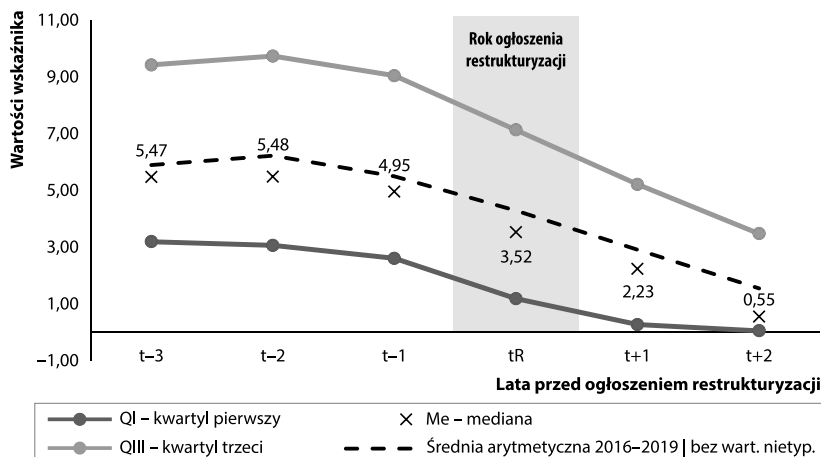
¹²⁵ Na strategię tę mogą sobie pozwolić przedsiębiorstwa o silnej pozycji rynkowej, gdyż tego typu zachowanie może prowadzić do utraty kontrahentów.

Charakterystyka opisowa wskaźnika	Wskaźnik rotacji należności (PS/NKT) – z uśrednieniem danych bilansowych							
	t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3	
QI – kwartył pierwszy	3,19	3,06	2,60	1,18	0,27	0,05	b.d.	
Me – mediana	5,47	5,48	4,95	3,52	2,23	0,55	b.d.	
QIII – kwartył trzeci	9,42	9,73	9,04	7,13	5,21	3,47	b.d.	
IRQ – rozstęp międzykwartyłowy	6,22	6,68	6,43	5,96	4,94	3,42	–	
Dolny zakres wartości nietypowych <QI – 1,5 × IRQ>	-6,14	-6,96	-7,05	-7,75	-7,13	-5,09	–	
Górny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ>	18,75	19,75	18,69	16,07	12,61	8,61	–	
Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)	tR = 2019	6,61	6,68	5,61	1,95	b.d.	b.d.	
	tR = 2018	6,20	5,81	6,04	4,50	2,27	b.d.	
	tR = 2017	5,75	6,37	5,25	4,10	2,93	0,70	
	tR = 2016	5,02	5,84	4,67	3,97	3,01	1,61	
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.	5,89	6,22	5,49	4,29	2,91	1,54	b.d.	

Liczba objętych badaniami jg.	ROK [tR]	Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)						
207	2019	127	118	66	205	207	207	207
247	2018	153	166	168	105	237	247	247
225	2017	112	128	166	171	100	219	225
141	2016	62	67	84	96	101	74	136
820	OGÓŁEM	454	479	484	577	645	747	815

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wykres 12. Charakterystyka typowego przedziału zmienności wskaźnika rotacji należności krótkoterminowych (PS/NKT) w okresie na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Rotacja należności w przedsiębiorstwach poddanych procesom restrukturyzacyjnym wykazuje, podobnie jak w przypadku zapasów, trend spadkowy. Wyraźny spadek średniej arytmetycznej oraz mediany wskaźnika obrotowości należności widoczny jest od roku ogłoszenia restrukturyzacji i w bezpośrednio następujących po nim latach. W roku ogłoszenia restrukturyzacji połowa analizowanych podmiotów dokonała nie więcej niż 3,5-krotnego obrotu należnościami. Rok później mediana omawianego wskaźnika przyjmuje już tylko poziom 2,23. W kolejnym natomiast roku w połowie analizowanych przedsiębiorstw przychody ze sprzedaży stanowią nie więcej niż 55% należności krótkoterminowych. Pozwala to wnioskować o występowaniu problemu w zarządzaniu należnościami w tych podmiotach. To natomiast definitywnie przekłada się na faktyczną zdolność tych podmiotów do terminowego regulowania swoich zapadalnych w krótkim okresie zobowiązań. Wskaźniki te są mechanizmem naczyń połączonych. W dużym uogólnieniu można stwierdzić, iż ze ściąganych należności po części regulowane są zobowiązania, a nadwyżki tych środków są reinwestowane bądź przeznaczone na krótkoterminową konsumpcję zysków lub długookresowe budowanie wartości przedsiębiorstwa.

Zarządzanie majątkiem obrotowym ma na celu zachowanie optymalnej relacji pomiędzy jego zasobami a rozmiarami sprzedaży. Ocenę tego procesu umożliwia posiadanie bieżących informacji o długości cykli rotacyjnych poszczególnych elementów aktywów obrotowych. Informują one o tym, po jakim czasie zainwestowane środki pieniężne powrócą do przedsiębiorstwa i będą mogły zostać ponownie wykorzystane. Szybkość rotacji odzwierciedla bowiem okres związania środków pieniężnych z daną pozycją aktywów obrotowych. Pomiar cyklu rotacyjnego opiera się na założeniu, że podmiot gospodarczy odnawia swoje składniki aktywów obrotowych proporcjonalnie do stosunku zaewidencjonowanych kwot wynikających z obrotu danego składnika i jego przeciętnych wartości w danym odcinku czasu¹²⁶. Wskaźniki cyklu rotacyjnego majątku obrotowego¹²⁷ stanowią iloczyn odwrotności wskaźników obrotowości oraz długości okresu (najczęściej liczby dni

¹²⁶ J. Jaworski (2009). Mierniki rotacji i ich zastosowanie w pomiarze cyklu operacyjnego przedsiębiorstwa. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 17, 516.

¹²⁷ Dla odróżnienia od wskaźników rotacji aktywów (w razach) omawiana grupa wskaźników jest przez niektórych autorów określana jako „wskaźniki pokrycia aktywów obrotowych (w dniach)”, np.: Z. Leszczyński, A. Skowronek-Mielcarek, *Analiza ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 129.

w ciągu roku)¹²⁸. Informacja o długości cykli rotacyjnych poszczególnych składników aktywów obrotowych pozwala na ocenę skuteczności funkcjonowania takich obszarów przedsiębiorstwa jak logistyka, produkcja i sprzedaż¹²⁹. Na długość tych cykli wpływają bowiem decyzje podejmowane na poszczególnych etapach procesu gospodarczego, począwszy od zaopatrzenia, poprzez proces produkcyjny, na sprzedaży skończywszy¹³⁰. Konsekwencją wydłużenia cykli rotacyjnych jest zwiększenie poziomu aktywów obrotowych, a tym samym – zapotrzebowania na kapitał obrotowy, który wolniej przemieszcza się pomiędzy poszczególnymi składnikami majątku. Z kolei skrócenie długości cykli rotacyjnych prowadzi do zmniejszenia majątku obrotowego oraz zapotrzebowania na finansujący go kapitał.

Wskaźnik obrotu zapasami w dniach (cyklu zapasów) stanowi relację średniego poziomu zapasów do przychodów ze sprzedaży, pomnożoną przez liczbę dni w badanym okresie. Zatem jego konstrukcja i interpretacja są bezpośrednio związane z zasadami liczenia oraz oceny wskaźnika rotacji zapasów wyrażonego w rachach. Informuje on, co ile średnio dni dochodzi w przedsiębiorstwie do odnowienia stanu zapasów. A zatem zasadniczo im niższy jest jego poziom, tym korzystniej ocenia się badany podmiot. R. Kowalak¹³¹ podaje, iż jako „dobry” uznaje się wskaźnik na poziomie od 30 do 60 dni, ale jak wspomniano wcześniej, jego poziom będzie się różnił w poszczególnych branżach, co przede wszystkim widoczne jest w przedsiębiorstwach wytwórczych oraz handlowych. M. Dynus, B. Kołosowska

¹²⁸ Wskaźniki najczęściej obliczane są dla okresu rocznego, przy czym w praktyce można spotkać dwa podejścia, tj. za liczbę dni w roku podstawiane jest 360 lub 365 dni. Pierwsze podejście jest charakterystyczne w szczególności dla środowiska bankowego, drugie natomiast – dla „pozostałych” analityków. W przypadku krótszych okresów, tj. miesiąca czy kwartału, występuje jednomyślność, tj. przyjmuje się odpowiednio 30 lub 90 dni. J. Kowalczyk (2004). Jak prawidłowo przeprowadzić analizę wskaźnikową firmy? [w:] I. Mrozek (red.), *Analiza i kontrola finansowa w praktyce* (s. 118). Warszawa: Wiedza i Praktyka. Ponadto M. Zaleska podaje, iż zdarza się, że analitycy przy obliczaniu wskaźników rotacji w dniach uwzględniają tylko dni robocze (pomijając dni wolne od pracy), co w przypadku Polski daje 252 dni. M. Zaleska, *Ocena ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 71. T. Dudycz z kolei zauważa, iż niekiedy użyteczne może być wyrażanie wskaźników obrotu w tygodniach – w takiej sytuacji w konstrukcji wskaźników zamiast liczby dni w okresie należy użyć 52 tygodni. T. Dudycz, *Analiza finansowa*, op. cit., s. 52.

¹²⁹ Przykładowo, decyzje służb logistycznych determinują wielkość zapasów magazynowych, szybkość ich wymiany, a także długość cyklu konwersji gotówki. Działy produkcyjne natomiast mają wpływ na długość cykli produkcyjnych, a także na szybkość reakcji na zmieniające się potrzeby rynkowe, podczas gdy specjaliści do spraw sprzedaży mają wpływ na poziom zapasów wyrobów gotowych oraz na poziom należności.

¹³⁰ W podejmowaniu decyzji w tym obszarze niezbędne jest uwzględnienie zarówno kosztów związanych z zamrożeniem kapitału w aktywach obrotowych, jak również strat, jakie mogą powstać w rezultacie zakłóceń w ciągłości procesów gospodarczych (np. strat w produkcji z tytułu opóźnień w dostawach materiałów, strat w sprzedaży spowodowanych brakiem zapasów wyrobów gotowych, czy też ograniczeń sprzedaży, będących konsekwencją skróconych terminów płatności).

¹³¹ R. Kowalak, *Ocena kondycji...*, op. cit., s. 78.

i P. Prewysz-Kwinto¹³² podają, iż cykl konwersji zapasów w przedsiębiorstwach usługowych nie powinien być dłuższy niż 15 dni, w handlu powinien się kształtować w granicach 15–45 dni, natomiast w przedsiębiorstwach produkcyjnych powinien przyjmować wielkości z przedziału 45–90.

Analiza długości cyklu obrotu zapasami w przedsiębiorstwach restrukturyzowanych została przeprowadzona w tabeli 16. i na wykresie 13.

Tabela 16. Charakterystyka wskaźnika rotacji zapasów w dniach $[(ZAP/PS) \times 365]$ w okresie (-/+) 3 lat przed/ po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej

Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik rotacji zapasów w dniach $[(ZAP \times 365)/PS]$ – z uśrednieniem danych bilansowych						
Interwał: (-/+) 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	79	88	139	2	0	0	0
	tR = 2018	94	81	78	138	10	0	0
	tR = 2017	112	97	59	54	120	5	0
	tR = 2016	78	73	57	44	39	49	2
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		363	339	333	238	169	54	2

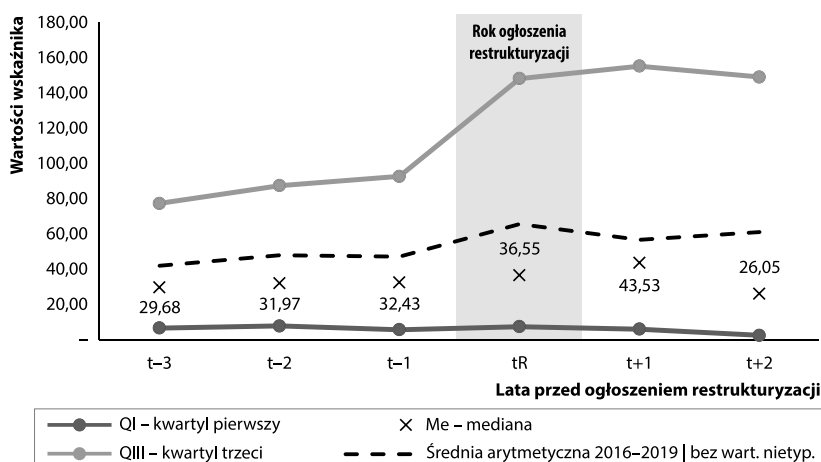
Charakterystyka opisowa wskaźnika		Wskaźnik rotacji zapasów w dniach $[(ZAP \times 365)/PS]$ – z uśrednieniem danych bilansowych						
		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
QI – kwartył pierwszy		6,55	7,76	5,67	7,38	5,93	2,45	b.d.
Me – mediana		29,68	31,97	32,43	36,55	43,53	26,05	b.d.
QIII – kwartył trzeci		77,32	87,43	92,66	148,17	155,24	149,01	b.d.
<i>IRQ – rozstęp międzykwartyłowy</i>		70,77	79,68	86,99	140,79	149,31	146,57	–
<i>Dolny zakres wartości nietypowych <QI – 1,5 × IRQ></i>		-99,60	-111,76	-124,80	-203,80	-218,03	-217,40	–
<i>Górny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ></i>		183,48	206,95	223,14	359,35	379,20	368,86	–
<i>Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)</i>	tR = 2019	43,65	50,45	46,89	17,25	b.d.	b.d.	b.d.
	tR = 2018	39,40	49,75	47,31	63,85	102,68	b.d.	b.d.
	tR = 2017	39,01	45,06	42,46	73,57	50,83	176,25	b.d.
	tR = 2016	47,75	46,53	52,23	63,08	66,99	53,22	b.d.
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.		41,96	47,93	47,09	65,59	56,61	61,08	b.d.

<i>Liczba objętych badaniami jg.</i>	<i>ROK [tR]</i>	<i>Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)</i>					
207	2019	128	119	68	205	207	207
247	2018	153	166	169	109	237	247
225	2017	113	128	166	171	105	225
141	2016	63	68	84	97	102	139
820	OGÓŁEM	457	481	487	582	651	818

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

¹³²M. Dynus, B. Kołosowska, P. Prewysz-Kwinto, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 83.

Wykres 13. Charakterystyka typowego przedziału zmienności wskaźnika rotacji zapasów w dniach [(ZAP/PS) x 365] w okresie na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Analiza danych zaprezentowanych w powyższej tabeli oraz na wykresie pozwala zauważyć, że długość cyklu obrotu zapasami nie ulega dynamicznym zmianom w restrukturyzowanych przedsiębiorstwach w całym okresie analizy. Mediana wskaźnika rotacji zapasów zawiera się w przedziale 29,7–36,6 dnia, podczas gdy średnia omawianego wskaźnika osiąga wartość od 42,0 dni na trzy lata przed restrukturyzacją do 65,6 dnia w roku ogłoszenia restrukturyzacji. W momencie tym też zauważalny jest stosunkowo duży rozstęp międzykwartyłowy obrazujący typowy obszar zmienności, który dla wskaźnika rotacji zapasów wynosi w roku ogłoszenia restrukturyzacji aż 140,8 dni. Podsumowując, poziomy przeciętne i środkowe analizowanego wskaźnika mieszczą się w określonych w literaturze przedziałach normatywnych, choć analiza z pewnością wymagałaby uwzględnienia specyfiki branżowej analizowanych podmiotów. Omawiany wskaźnik może w przypadku takiego syntetyzowania dostarczać pewnych zbyt uogólniających wniosków. Dzieje się tak dlatego, że *de facto* powinno się odseparować z analizy te podmioty, w których zapasy stanowią nieznaczną wartość aktywów obrotowych, bądź mówiąc wprost – nie mają większego znaczenia dla prowadzonej działalności gospodarczej. W jednostkach tego typu wskaźnik rotacji zapasów w dniach może – bez względu na to, czy są to podmioty upadające, restrukturyzowane, czy w pełni dobrze zarządzane – przyjmować postulowane (niskie) wartości. Stąd, podobnie jak we wcześniej analizowanych wskaźnikach (opartych na ujemnych wartościach kapitałów własnych), autorzy

rekomendują analizę pojedynczych przedsiębiorstw, bez ich łączenia i uogólniania na poziomie zbiorów podmiotów należących do różnych sektorów i wskazujących odmienne profile prowadzonej działalności gospodarczej.

Wskaźnik obrotu należnościami w dniach (*days sales outstanding*), zwany również wskaźnikiem cyklu rotacyjnego należności lub przeciętnym okresem spływu (inkasa) należności, informuje, ile średnio czasu mija od momentu sprzedaży do momentu otrzymania zapłaty. Tym samym dostarcza informacji o średniej liczbie dni kredytowania odbiorców (długości kredytu kupieckiego), jak również wskazuje przeciętny okres zamrożenia kapitału w należnościach. Naturalnie im mniejsza wartość wskaźnika, tym lepiej dla przedsiębiorstwa. Wysoki jego poziom świadczy bowiem o długim cyklu spływu należności, a zatem wskazuje na wysokie zaangażowanie kapitału w obrocie¹³³. Ponadto może świadczyć o występowaniu należności trudno ściągalnych lub nieściągalnych. Norma dla omawianego miernika może być określona poprzez analogię do wskaźnika rotacji należności wyrażanego w razach, co wskazywałoby na kształtowanie się pożądanego przedziału pomiędzy 37 a 52 dni¹³⁴. M. Dynus, B. Kołosowska i P. Prewysz-Kwinto¹³⁵ podają, iż cykl inkasa należności handlowych powinien wynosić do 60 dni. L. Gąsioriewicz¹³⁶ wskazuje natomiast, że pożądana wartość wskaźnika powinna mieścić się w przedziale 30–60 dni, poziom powyżej 90 dni należy interpretować jako niebezpieczny.

Analiza obrotu należnościami w dniach w przedsiębiorstwach restrukturyzowanych została przeprowadzona w tabeli 17. i na wykresie 14.

Tabela 17. Charakterystyka wskaźnika rotacji należności krótkoterminowych w dniach [(NKT/PS) × 365] w okresie (-/+) 3 lat przed/po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej

Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik rotacji należności w dniach [(NKT x 365)/PS] – z uśrednieniem danych bilansowych						
Interwał: (-/+) 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	79	88	139	2	0	0	0
	tR = 2018	94	81	78	138	9	0	0
	tR = 2017	112	97	59	54	102	5	0
	tR = 2016	77	72	56	41	34	42	2
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		362	338	332	235	145	47	2

¹³³ W przypadku wydłużającego się cyklu należności pojawia się ryzyko powstania zatorów płatniczych; w szczególności dotyczy to przedsiębiorstw, które dopiero po odzyskaniu należności przystępują do regulowania zobowiązań.

¹³⁴ Norma dla wskaźnika rotacji należności wynosi 7,0–10,0, zatem w skali roku: 365 dni/7 daje 52 dni, natomiast 365 dni/10 daje 36,5 dni.

¹³⁵ M. Dynus, B. Kołosowska, P. Prewysz-Kwinto, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 82.

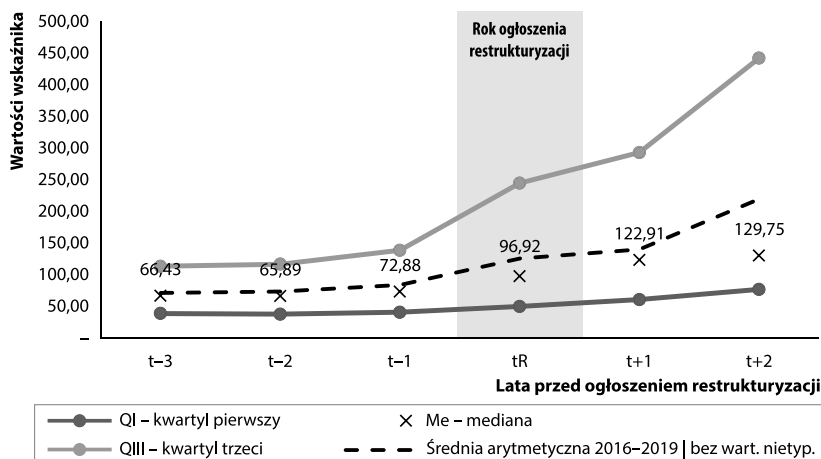
¹³⁶ L. Gąsioriewicz, *Analiza ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 60.

Charakterystyka opisowa wskaźnika	Wskaźnik rotacji należności w dniach [(NKT x 365)/PS] – z uśrednieniem danych bilansowych						
	t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
QI – kwartył pierwszy	38,25	37,12	40,27	49,38	60,25	76,28	b.d.
Me – mediana	66,43	65,89	72,88	96,92	122,91	129,75	b.d.
QIII – kwartył trzeci	112,80	116,12	138,11	244,36	292,66	441,80	b.d.
IRQ – rozstęp międzykwartyłowy	74,55	78,99	97,85	194,97	232,41	365,51	–
Dolny zakres wartości nietypowych <QI – 1,5 × IRQ>	-73,57	-81,37	-106,51	-243,08	-288,36	-471,98	–
Górny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ>	224,62	234,61	284,89	536,82	641,28	990,06	–
Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)	tR = 2019	69,47	69,13	81,88	196,79	b.d.	b.d.
	tR = 2018	60,70	69,09	80,11	123,93	121,85	b.d.
	tR = 2017	74,07	74,31	84,48	132,39	139,29	153,10
	tR = 2016	80,82	79,74	91,01	117,53	142,28	224,14
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.	70,88	72,87	83,49	125,38	139,46	219,06	b.d.

Liczba objętych badaniami jg.	ROK [tR]	Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)						
207	2019	128	119	68	205	207	207	207
247	2018	153	166	169	109	238	247	247
225	2017	113	128	166	171	123	220	225
141	2016	64	69	85	100	107	99	139
820	OGÓŁEM	458	482	488	585	675	773	818

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wykres 14. Charakterystyka typowego przedziału zmienności wskaźnika rotacji należności krótkoterminowych w dniach [(NKT/PS) x 365] w okresie na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Analiza długości cyklu rotacji należności w restrukturyzowanych przedsiębiorstwach pozwala zauważyć jego sukcesywne wydłużanie się – zarówno do momentu podjęcia decyzji o restrukturyzacji, jak i w bezpośrednio następujących po nim latach. Mediana wskaźnika rotacji należności ulega prawie podwojeniu – wykazując wzrost z 66,4 do 129,8 dni. Jednocześnie wartość środkowa omawianego wskaźnika w całym okresie analizy nie spełnia „norm bezpieczeństwa”, za które w literaturze przedmiotu, jak zostało już wcześniej wspomniane, uznaje się 60 dni. W roku ogłoszenia restrukturyzacji obserwuje się ponadto rozszerzenie typowego obszaru zmienności długości cyklu rotacji zapasów – wzrost międzykwartylowy osiąga wartość 195 dni. Indywidualnie oceniając wartość tego wskaźnika dla badanego podmiotu, zawsze należy przyrzeć się polityce udzielania kredytu kupieckiego przez przedsiębiorstwo. Dawno już minęły bowiem czasy, gdy konkurencyjność prowadzonej działalności była wynikiem wyłącznie dostarczenia samego produktu czy świadczenia usługi. Na poziom tej konkurencyjności ma bowiem również wpływ szereg czynników o charakterze satelitarnym/okołosprzedawczym. Zaliczyć można do nich właśnie m.in. stosowanie odroczonej płatności, czyli pozwalanie kooperantom na spłacanie ich zobowiązań w dłuższych niż konkurencja terminach. To może być w pewnych sytuacjach stymulantą osiąganą przez nich przewagi konkurencyjnej. Dlatego też w interpretacji zmienności tego wskaźnika należy zawsze posługiwać się informacjami o charakterze jakościowym, w tym również uwzględniając przyjętą w organizacji politykę traktowania różnych grup klientów.

Suma cyklu operacyjnego zapasów oraz cyklu operacyjnego należności składa się na cykl operacyjny¹³⁷, który informuje, ile średnio dni mija od momentu zakupu materiałów do produkcji¹³⁸ lub towarów¹³⁹ do momentu otrzymania zapłaty za sprzedane produkty, usługi lub towary¹⁴⁰. G. Gołębiowski i A. Tłaczała¹⁴¹ podają, iż cykl operacyjny stanowi okres, w jakim odzyskiwane są środki pieniężne po ich wprowadzeniu do procesów gospodarczych.

¹³⁷ W literaturze można również spotkać określenie cyklu obrotowego brutto i netto, gdzie cykl obrotowy brutto jest sumą rotacji zapasów w dniach i przeciętnego okresu spływu należności krótkoterminowych, natomiast cykl obrotowy netto stanowi różnicę cyklu obrotowego brutto i przeciętnego okresu spłaty zobowiązań bieżących.

¹³⁸ Cykl rotacyjny zapasów w działalności produkcyjnej stanowi sumę odpowiednio: cyklu rotacyjnego zapasów materiałowych, cyklu rotacyjnego zapasów produktów niezakończonych oraz cyklu rotacyjnego zapasów produktów gotowych.

¹³⁹ W zależności od prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności: produkcyjnej lub handlowej.

¹⁴⁰ M. Zaleska zauważa, iż cykl operacyjny zapasów oraz cykl operacyjny należności zająłby się wzajemnie, co w praktyce powoduje, iż cykl należności i zapasów nie jest równy sumie tych dwóch wskaźników, a raczej zbliżony jest do jednego z nich (tego większego oczywiście). M. Zaleska, *Ocena ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 78.

¹⁴¹ G. Gołębiowski, A. Tłaczała (2005). *Analiza ekonomiczno-finansowa w ujęciu praktycznym*. Warszawa: Difin. s. 117.

Wskaźnik cyklu zobowiązań krótkoterminowych¹⁴² jest liczony¹⁴³ jako iloraz przeciętnego stanu zobowiązań krótkoterminowych i przychodów ze sprzedaży¹⁴⁴ pomnożony przez liczbę dni badanego okresu¹⁴⁵. W związku z powyższym nazywany jest on również wskaźnikiem udziału zadłużenia krótkoterminowego w przychodach ze sprzedaży. Dostarcza on informacji o przeciętnym czasie regulowania przez przedsiębiorstwo zobowiązań o charakterze bieżącym, czyli w praktyce – odroczenia terminu płatności. K. Stępień¹⁴⁶ wskazuje ponadto, iż omawiany wskaźnik może posłużyć także jako miara zdolności przedsiębiorstwa do pozyskiwania kredytu kupieckiego. Naturalnie im wyższy poziom przyjmuje wskaźnik, tym przedsiębiorstwo ma mniejsze zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto i odwrotnie. Dla wskaźnika tego w większości ksiąg poświęconych analizie finansowej nie wskazuje się wielkości wzorcowych. Z punktu widzenia przedsiębiorstwa korzystnie należy oceniać dłuższy cykl zobowiązań, z punktu widzenia jego kontrahentów natomiast – pożądany będzie cykl krótszy. Z tego też powodu poziom wskaźnika bywa często porównywany ze wskaźnikiem cyklu należności. Jeśli cykl spłaty zobowiązań jest dłuższy niż cykl inkasa należności, to taka relacja między tym wskaźnikami w sposób pozytywny wpływa na kształtowanie się płynności przedsiębiorstwa. Przykładowo, M. Dynus, B. Kołosowska i P. Prewysz-Kwinto¹⁴⁷ sugerują, iż cykl spłaty zobowiązań handlowych powinien być o 5–10 dni dłuższy niż cykl inkasa należności handlowych¹⁴⁸.

¹⁴² Aktywność podmiotu gospodarczego w obszarze zobowiązań może być również oceniana przy wykorzystaniu wskaźnika rotacji zobowiązań (wyrażonego w liczbie razy), który jest liczony jako iloraz przychodów ze sprzedaży i przeciętnego stanu zobowiązań krótkoterminowych.

¹⁴³ T. Dudycz zauważa, iż dysponowanie wyłącznie danymi płynącymi ze sprawozdania finansowego podmiotu gospodarczego nie pozwala na dokładną ocenę rotacji zobowiązań. Trudno jest bowiem określić, na ile sprzedaż brutto pokrywa się ze strumieniem zobowiązań. Innymi słowy, dane pozyskane ze sprawozdań finansowych uniemożliwiają oszacowanie strumienia zakupów, a także określenie, jaka ich część była kredytowana, czyli *de facto* przyczyniła się do powstania zobowiązań. Autor wskazuje jednak, iż występuje pomiędzy omawianymi wielkościami korelacja, a więc badanie tej relacji ma pewne wartości poznawcze, tj. pozwala śledzić zmiany w rotacji zobowiązań. T. Dudycz, *Analiza finansowa*, op. cit., s. 55–56.

¹⁴⁴ W mianowniku wskaźnika przychody ze sprzedaży mogą być zastąpione przez koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów.

¹⁴⁵ M. Zaleska zauważa, iż wskaźnik cyklu zobowiązań nie jest precyzyjnie zdefiniowany. W liczniku wskaźnika są bowiem w praktyce ujmowane różnego rodzaju zobowiązania. Najczęściej spotyka się konstrukcje, w których uwzględniane są zobowiązania krótkoterminowe, lecz niekiedy pozycja ta jest pomniejszana o kredyty krótkoterminowe i raty kredytów długoterminowych przypadające na dany rok, bądź też uwzględniane są tylko zobowiązania z tytułu dostaw i usług. M. Zaleska, *Ocena ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 76.

¹⁴⁶ K. Stępień (2008). *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw*. Warszawa: Difin. s. 122.

¹⁴⁷ M. Dynus, B. Kołosowska, P. Prewysz-Kwinto, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 83.

¹⁴⁸ Jak zostało wcześniej wspomniane, w opinii autorek cykl inkasa należności handlowych powinien wynosić do 60 dni. Można zatem wnioskować, że cykl spłaty zobowiązań handlowych powinien mieścić się w przedziale 65–70 dni.

Rotacja zobowiązań krótkoterminowych w restrukturyzowanych podmiotach gospodarczych została przedstawiona w tabeli 18. oraz na wykresie 15., natomiast wersja wskaźnika liczonego w dniach – w tabeli 19. i na wykresie 16.

Tabela 18. Charakterystyka wskaźnika rotacji zobowiązań krótkoterminowych (PS/ZKT) w okresie (-/+) 3 lat przed/po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej

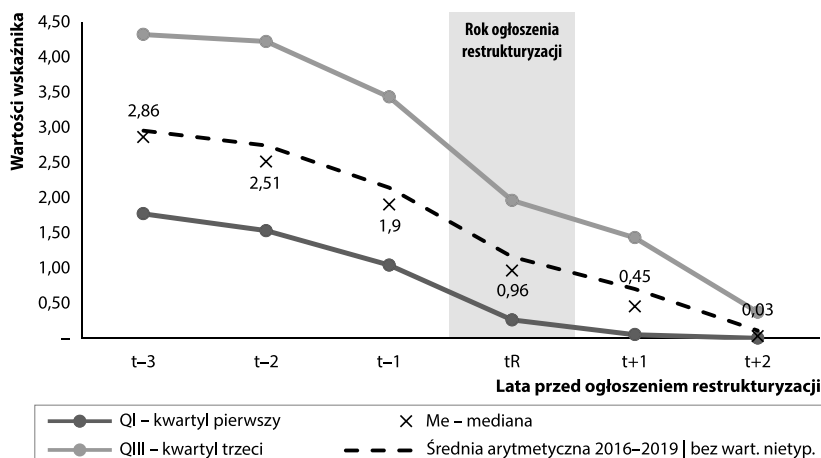
Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik rotacji zobowiązań krótkoterminowych (PS/ZKT) – z uśrednieniem danych bilansowych						
Interwał: (-/+) 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	80	87	135	2	0	0	0
	tR = 2018	94	81	79	140	10	0	0
	tR = 2017	114	97	59	54	117	5	0
	tR = 2016	79	74	57	45	40	62	5
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		367	339	330	241	167	67	5

Charakterystyka opisowa wskaźnika		Wskaźnik rotacji zobowiązań krótkoterminowych (PS/ZKT) – z uśrednieniem danych bilansowych						
		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
QI – kwartył pierwszy		1,77	1,53	1,04	0,26	0,05	0,00	b.d.
Me – mediana		2,86	2,51	1,90	0,96	0,45	0,03	b.d.
QIII – kwartył trzeci		4,32	4,22	3,43	1,96	1,43	0,37	b.d.
IRQ – rozstęp międzykwartyłowy		2,54	2,69	2,39	1,70	1,38	0,37	–
Dolny zakres wartości nietypowych <QI – 1,5 × IRQ>		-2,04	-2,50	-2,55	-2,29	-2,03	-0,55	–
Górny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ>		8,13	8,25	7,01	4,51	3,50	0,92	–
Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)	tR = 2019	3,10	2,99	2,22	1,13	b.d.	b.d.	b.d.
	tR = 2018	3,41	2,81	2,26	1,15	0,29	b.d.	b.d.
	tR = 2017	2,88	2,73	2,03	1,29	0,73	0,06	b.d.
	tR = 2016	2,37	2,39	1,88	1,04	0,72	0,12	b.d.
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.		2,95	2,74	2,14	1,16	0,70	0,11	b.d.

Liczba objętych badaniami jg.	ROK [tR]	Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)						
207	2019	127	120	72	205	207	207	207
247	2018	153	166	168	107	237	247	247
225	2017	111	128	166	171	108	220	225
141	2016	62	67	84	96	101	79	136
820	OGÓŁEM	453	481	490	579	653	753	815

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wykres 15. Charakterystyka typowego przedziału zmienności wskaźnika rotacji zobowiązań krótkoterminowych (PS/ZKT) w okresie na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wskaźnik rotacji zobowiązań, podobnie jak wcześniej omówione wskaźniki z grupy obrotowości, w przedsiębiorstwach restrukturyzowanych wykazuje trend malejący, co obrazuje zarówno spadek średniej arytmetycznej, jak i mediany omawianego miernika. Tendencja ta może być wyrazem zmniejszającego się poziomu zobowiązań krótkoterminowych, lecz również może wynikać ze spadku przychodów ze sprzedaży w analizowanych podmiotach. W roku ogłoszenia restrukturyzacji przychody ze sprzedaży w połowie przedsiębiorstw poddanych badaniu wystarczały na pokrycie nie więcej niż 96% zobowiązań o charakterze bieżącym.

Tabela 19. Charakterystyka wskaźnika rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach $[(ZKT/PS) \times 365]$ w okresie (-/+) 3 lat przed/po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej

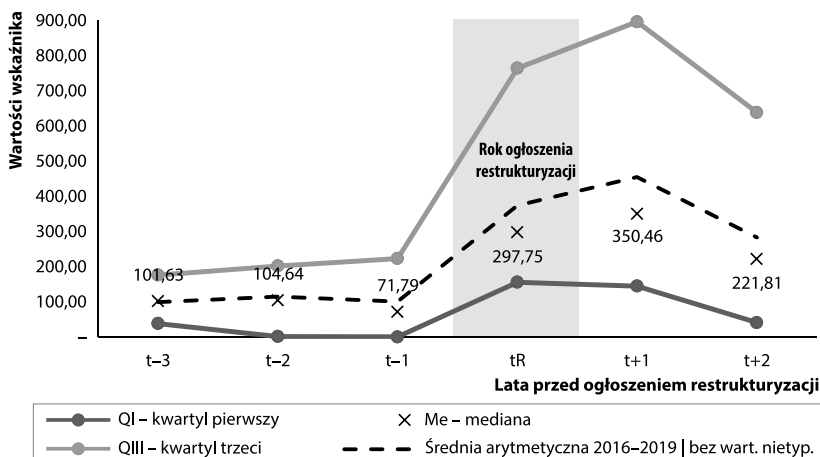
Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach $[(ZKT \times 365)/PS]$ – z uśrednieniem danych bilansowych						
Interwał: (-/+) 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	79	88	139	2	0	0	0
	tR = 2018	94	81	77	131	9	0	0
	tR = 2017	111	96	56	46	89	2	0
	tR = 2016	77	72	54	36	28	28	1
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		361	337	326	215	126	30	1

Charakterystyka opisowa wskaźnika	Wskaźnik rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach [(ZKT x 365)/PS] – z uśrednieniem danych bilansowych						
	t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
QI – kwartył pierwszy	38,43	1,44	0,52	155,67	144,86	41,14	b.d.
Me – mediana	101,63	104,64	71,79	297,75	350,46	221,81	b.d.
QIII – kwartył trzeci	176,02	201,94	223,23	764,49	896,30	638,67	b.d.
IRQ – rozstęp międzykwartyłowy	137,59	200,50	222,71	608,82	751,44	597,52	–
Dolny zakres wartości nietypowych <QI – 1,5 × IRQ>	-167,95	-299,31	-333,54	-757,55	-982,30	-855,14	–
Górny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ>	382,40	502,69	557,30	1 677,71	2 023,46	1 534,95	–
Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)	tR = 2019	0,52	0,54	4,38	0,89	b.d.	b.d.
	tR = 2018	120,01	147,87	182,37	400,70	761,30	b.d.
	tR = 2017	127,47	158,66	177,32	331,00	410,72	–
	tR = 2016	149,44	170,95	197,94	360,67	548,87	294,24
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.	98,94	114,62	100,75	374,44	454,47	282,93	b.d.

Liczba objętych badaniami jg.	ROK [tR]	Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)						
207	2019	128	119	68	205	207	207	207
247	2018	153	166	170	116	238	247	247
225	2017	114	129	169	179	136	223	225
141	2016	64	69	87	105	113	113	140
820	OGÓŁEM	459	483	494	605	694	790	819

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wykres 16. Charakterystyka typowego przedziału zmienności wskaźnika rotacji zobowiązań krótkoterminowych w dniach [(ZKT/PS) x 365] w okresie na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Analiza długości cyklu rotacji zobowiązań wskazuje na wyraźne wydłużenie obrotu zobowiązaniami w roku ogłoszenia restrukturyzacji – w połowie analizowanych przedsiębiorstw cykl rotacji zobowiązań trwa 297,8 dni i dłużej. Średnia arytmetyczna omawianego wskaźnika przyjmuje w tym okresie wartość 374,4 dni. Wysokie wartości przyjmuje też rozstęp kwartyłowy ilustrujący typowy obszar zmienności, wynosząc 608,8 dni. Przy zestawieniu powyższych danych z omawianymi wcześniej danymi obrazującymi długość cyklu rotacji należności, wyraźnie widoczna jest w całym okresie analizy prawidłowość dłuższego cyklu rotacji zobowiązań krótkoterminowych w stosunku do cyklu rotacji należności. Wartości przedstawione w tych zestawieniach definitywnie wskazują na nieakceptowalne w żadnej branży terminy realizacji zobowiązań i pokazują, iż w toku prowadzonych postępowań restrukturyzacyjnych w okresie dwóch kolejnych lat w tej przestrzeni sytuacja nie ulega istotnej poprawie.

Różnica cyklu operacyjnego oraz cyklu rotacyjnego zobowiązań bieżących¹⁴⁹ stanowi cykl konwersji gotówki¹⁵⁰, nazywany również cyklem środków pieniężnych, cyklem kapitału obrotowego netto, cyklem kasowym lub cyklem „od gotówki do gotówki”¹⁵¹. Wskazuje on okres, jaki upływa od zapłaty za zakupione materiały lub towary do momentu uzyskania gotówki za sprzedane produkty, usługi lub towary¹⁵². Cykl konwersji gotówki wskazuje więc na liczbę dni, w których przedsiębiorstwo musi zaangażować dodatkowe środki, poza zobowiązaniami bieżącymi¹⁵³, na finansowanie działalności operacyjnej¹⁵⁴. Zatem im krótszy¹⁵⁵ jest cykl pieniężny, tym korzystniej należy ocenić sytuację przedsiębiorstwa, gdyż środki zainwestowane w aktywa bieżące szybko do niego wracają, dzięki czemu mogą być szybko

¹⁴⁹ A. Bieniasz i D. Czerwińska-Kayzer wskazują, iż prostota i jednolitość konstrukcji wskaźnika cyklu konwersji gotówki jest pozorna, gdyż o ile nazwy poszczególnych elementów równania są w literaturze ujednolicone, tak konstrukcja poszczególnych wskaźników cząstkowych jest już często modyfikowana i odbiega od pierwotnych założeń, co w konsekwencji prowadzi do otrzymywania odmiennych wyników, wpływających na ocenę sprawności działania przedsiębiorstwa. A. Bieniasz, D. Czerwińska-Kayzer (2008). Długość cyklu konwersji gotówki – następstwo różnej konstrukcji mierników. *Journal of Agribusiness and Rural Development*, 1, 18.

¹⁵⁰ D. Wędzki (2009). *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, t. II. Kraków: Wolters Kluwer. s. 168.

¹⁵¹ Cykl konwersji gotówki jest uznawany za jedną z lepszych miar oceny efektywności zarządzania kapitałem obrotowym, ciesząc się ponad ćwierćwiekową tradycją. Za jego twórców uznaje się V.D. Richardsona i E.J. Laughlina. V.D. Richardson, E.J. Laughlin (1980). A cash conversion cycle approach to liquidity analysis. *Financial Management*, 9(1), 32.

¹⁵² Cykl konwersji gotówki to „swego rodzaju okres kredytowania klientów, czyli czas pozostawania niejako bez środków gotówkowych”. M. Dynus, B. Kołosowska, P. Prewysz-Kwinto, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 80. Najprościej rzecz ujmując, cykl konwersji gotówki jest odpowiedzią na pytanie: „Kto kogo finansuje?” – „My odbiorców czy odbiorcy nas?” G. Gołębiowski, A. Tłaczała, *Analiza ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 122.

¹⁵³ Jest to zatem liczba dni, w których działalność gospodarcza jest finansowana kapitałem stałym.

¹⁵⁴ W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 357.

¹⁵⁵ Ujemna wartość wskaźnika może z kolei oznaczać, że przedsiębiorstwo finansuje działalność wyłącznie ze środków obcych, bądź też w przedsiębiorstwie nadmiernie wzrósł poziom zobowiązań niemożliwych do spłacenia.

ponownie zainwestowane¹⁵⁶. Im dłuższy jest przeciętny okres spłaty zobowiązań krótkoterminowych, tym więcej środków pieniężnych pozostaje w przedsiębiorstwie, a cykl konwersji gotówki jest krótszy¹⁵⁷. Z kolei wydłużenie cyklu operacyjnego, czyli przeciętnego okresu zamiany zapasów na gotówkę oraz okresu ściągania należności, przy okresie spłaty zobowiązań na niezmiennym poziomie, zwiększa zapotrzebowanie przedsiębiorstwa na środki pieniężne. Reasumując, skrócenie cyklu konwersji gotówki można uzyskać poprzez szybszą rotację zapasów, szybszą rotację należności oraz wydłużenie okresu spłaty zobowiązań. Poddając ocenie długość cyklu konwersji gotówki, należy pamiętać, iż odmiennie prezentuje się on w przedsiębiorstwach o charakterze produkcyjnym, handlowym czy usługowym; znaczne zróżnicowanie wykazują także poszczególne branże gospodarki¹⁵⁸. M. Dynus, B. Kołosowska i P. Prewysz-Kwinto¹⁵⁹ wskazują, iż cykl konwersji gotówki w usługach powinien wynosić 5–10 dni, w handlu 5–40 dni, natomiast w przemyśle 35–85 dni. Ponadto sezonowość prowadzonej działalności, a także zmieniające się w trakcie roku warunki zaopatrzeniowe i sprzedażowe mogą powodować, że długość cyklu konwersji gotówki będzie wykazywała okresowe zróżnicowanie¹⁶⁰.

¹⁵⁶ Szczególna sytuacja występuje, gdy cykl konwersji gotówki przyjmuje wartości ujemne. Dzieje się tak, gdy przedsiębiorstwo zwleka ze spłatą zobowiązań do momentu wpływu gotówki ze sprzedaży, co najczęściej jest wynikiem braku kapitału pracującego oraz finansowania całości aktywów obrotowych zobowiązaniami krótkoterminowymi.

¹⁵⁷ Polityka w zakresie zarządzania długością cyklu operacyjnego wymaga znalezienia „złotego środka”, gdyż rygorystyczna polityka w zakresie kredytu kupieckiego może skutkować zmniejszeniem sprzedaży, z kolei nadmierne odrażanie terminu płatności zobowiązań może doprowadzić do trudności z zakupem czynników produkcji lub koniecznością nabywania ich za gotówkę. Słusznie zauważa Z. Dresler, iż skracanie cyklu operacyjnego jest opłacalne „do momentu, w którym krańcowy koszt związany ze skracaniem tego cyklu jest niższy od kosztów zewnętrznych źródeł finansowania lub niższy od strat ponoszonych w związku ze zmniejszeniem sprzedaży”. J. Czekał, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami...*, op. cit., s. 132.

¹⁵⁸ Z badań nad cyklem konwersji gotówki w przedsiębiorstwach produkcyjnych, prowadzonych przez Ł. Pysińskiego, wynika, iż poszczególne branże wykazują wyraźne różnice w tym zakresie. Najkrótsze cykle konwersji gotówki (20–40 dni) w analizowanych przez autora branżach występowały w produkcji komputerów i urządzeń elektronicznych, produkcji pojazdów samochodowych i przyczep oraz produkcji spożywczej, najdłuższe natomiast (75–100 dni) – w produkcji podstawowych wyrobów farmaceutycznych, produkcji maszyn i urządzeń oraz produkcji odzieży. Ł. Pysiński (2013). Płynność i rotacja aktywów jako narzędzia zarządzania bezpieczeństwem finansowym firmy w warunkach spowolnienia gospodarczego. *Zarządzanie i Finanse*, 4, 175.

¹⁵⁹ M. Dynus, B. Kołosowska, P. Prewysz-Kwinto, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 83.

¹⁶⁰ W związku z tym, iż cykl konwersji gotówki jest agregatem, na który składają się cykle obrotu zapasami oraz należnościami krótkoterminowymi, a także cykl rotacji zobowiązań krótkoterminowych, w przypadku których w przedsiębiorstwach poddanych procesom restrukturyzacyjnym omawiane cykle są wydłużone, a wiele z analizowanych podmiotów przekracza poziomy wskaźnika akceptowane jako pozbawione wartości nietypowych, nie zostanie przedstawiona analiza wyników dla cyklu konwersji gotówki. W opinii autorów niniejszego opracowania otrzymane wyniki są mocno obciążone wartościami nietypowymi i mogłyby prowadzić do nieprawidłowej interpretacji wyników prowadzonych analiz.

Należy pamiętać, iż każdy cykl „od gotówki do gotówki” jest tożsamy z wytworzeniem produkcji, jej sprzedażą i wypracowaniem określonej kwoty zysku. Zatem im więcej będzie cykli, tym potencjalnie większy będzie łączny zysk generowany przez przedsiębiorstwo przy niezmiennym poziomie zaangażowania kapitału obrotowego, a tym samym osiągnięta zostanie wyższa stopa zwrotu z zaangażowanego kapitału. Długość cykli aktywów obrotowych stanowi zatem wskaźnik przydatny nie tylko dla analizy sprawności zarządzania poszczególnymi elementami majątku obrotowego, lecz również dla oceny ogólnej efektywności przedsiębiorstwa.

Wśród mierników służących ocenie sprawności funkcjonowania przedsiębiorstwa wyróżnia się niekiedy podgrupę wskaźników produktywności. Jednym z najbardziej syntetycznych wskaźników oceny efektywności gospodarowania majątkiem jest wskaźnik rotacji aktywów¹⁶¹ (*total assets turnover ratio*), zwany też wskaźnikiem efektywności majątku lub produktywności, stanowiący relację przychodów ze sprzedaży netto do przeciętnego stanu aktywów¹⁶². Konstrukcja wskaźnika pozwala określić, jak duże są wygenerowane przez przedsiębiorstwo przychody w stosunku do wartości jego majątku¹⁶³. Wskaźnik może być wykorzystywany do porównywania aktywności gospodarczej przedsiębiorstw o tym samym charakterze działalności, gdyż jego wysokość w znacznym stopniu determinowana jest specyfiką branży¹⁶⁴. Przykładowo, w branżach kapitałochłonnych omawiany wskaźnik przyjmuje niskie wartości, w branżach pracochłonnych natomiast – wysokie. W związku z powyższym obserwuje się wyższy jego poziom w przedsię-

¹⁶¹ G. Gołębiowski i A. Tłaczała podają, iż wysokość wskaźnika produktywności aktywów różni się w przedsiębiorstwach wchodzących w skład holdingu i jest uzależniona od pozycji przedsiębiorstwa w łańcuchu zależności. Przykładowo, rotacja aktywów spółek matek jest zazwyczaj niższa niż spółek córek, co jest konsekwencją tego, że większość sprzedaży jest realizowana przez spółki zależne. G. Gołębiowski, A. Tłaczała, *Analiza ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 122.

¹⁶² G. Gołębiowski i A. Tłaczała podnoszą, iż na podstawie wskaźników produktywności, które w swej konstrukcji zawierają tylko przychody ze sprzedaży, nie należy wypowiadać się na temat efektywności gospodarowania w przedsiębiorstwie. Punkt odniesienia do oceny może, w opinii autorów, stanowić uwzględnienie w przeprowadzanej analizie poziomu kosztów, gdyż w przeciwnym przypadku może wystąpić sytuacja, w której poprawa produktywności może występować równoległe z pogorszeniem zyskowności. G. Gołębiowski, A. Tłaczała, *Analiza ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 124.

¹⁶³ Relacja odwrotna w stosunku do wskaźnika produktywności aktywów, tj. miernik, w którym w liczniku znajduje się przeciętny stan aktywów, a w mianowniku – przychody ze sprzedaży, określany jest jako wskaźnik zaangażowania majątku (*engagement of assets ratio*). W tym przypadku jako pozytywną tendencję, świadczącą o wyższej efektywności wykorzystania majątku, należy oczywiście oceniać spadek poziomu wskaźnika.

¹⁶⁴ T. Dudycz zauważa, iż analizując produktywność przedsiębiorstw, należy mieć również na uwadze, że w podmiotach gospodarczych, które generują niską marżę brutto (czego przykładem mogą być hurtownie), omawiany wskaźnik będzie osiągał wyższy poziom niż w przedsiębiorstwach uzyskujących wysoką marżę. Dlatego też dopiero porównanie poziomu tego wskaźnika z przedsiębiorstwem o zbliżonym profilu działalności pozwala stwierdzić, na ile efektywnie badany podmiot wykorzystuje pozostające w jego dyspozycji aktywa. T. Dudycz, *Analiza finansowa*, op. cit., s. 146.

biorstwach handlowych i usługowych w porównaniu do podmiotów produkcyjnych¹⁶⁵. Zasadniczo omawiany miernik informuje o tym, ile jednostek pieniężnych przychodu ze sprzedaży jest w stanie wygenerować jedna jednostka pieniężna ulokowana w majątku przedsiębiorstwa. Tak jak ma to miejsce w przypadku wcześniej omówionych wskaźników rotacji o tej samej konstrukcji, na pozytywną ocenę zasługuje wzrost poziomu wskaźnika. Tendencję wzrostową należy interpretować jako zwiększenie wykorzystania zdolności produkcyjnych przedsiębiorstwa. Niemniej jednak wzrost wskaźników produktywności może być spowodowany sprzedażą części aktywów trwałych, których przedsiębiorstwo już nie wykorzystuje. Może on być też wynikiem wyprzedzaży potrzebnych aktywów, do której przedsiębiorstwo zostało zmuszone w związku z utratą płynności. W końcu może być też efektem dekapitalizacji aktywów trwałych nierekompensowanej procesami odtworzeniowymi¹⁶⁶. Wymienione procesy prowadzą wprawdzie do pozornego wzrostu produktywności, lecz na pozytywną ocenę nie zasługują. Jako korzystną należy natomiast postrzegać zmianę w zakresie produktywności wynikającą z szybszego tempa wzrostu przychodów ze sprzedaży w porównaniu z tempem wzrostu aktywów. Przy czym, jak zostało już wcześniej powiedziane, do wzrostu przychodów ze sprzedaży przyczynia się bardziej przyspieszenie rotacji aktywami obrotowymi niż sam stan aktywów w przedsiębiorstwie.

Kształtowanie się wskaźnika produktywności majątku w restrukturyzowanych podmiotach gospodarczych zostało przedstawione w tabeli 20. oraz na wykresie 17.

Tabela 20. Charakterystyka wskaźnika produktywności majątku (PS/ A) w okresie (-/+) 3 lat przed/ po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej

Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik rotacji aktywów ogółem (PS/A) – z uśrednieniem danych bilansowych						
Interwał: (-/+) 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	80	89	141	2	0	0	0
	tR = 2018	94	81	79	142	10	0	0
	tR = 2017	114	97	59	54	125	6	0
	tR = 2016	79	74	57	45	40	68	5
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		367	341	336	243	175	74	5

¹⁶⁵ Analiza obrotu aktywami przeprowadzona przez R. Kowalaka dla spółek notowanych na WGPW wykazała, że wysokość wskaźnika rotacji aktywów dla poszczególnych branż mieściła się w przedziale 0,5–1,5, natomiast najwyższy poziom przyjmował on w handlu, budownictwie oraz przemyśle drzewnym i papierniczym. R. Kowalak, *Ocena kondycji...*, op. cit., s. 80, 212–213.

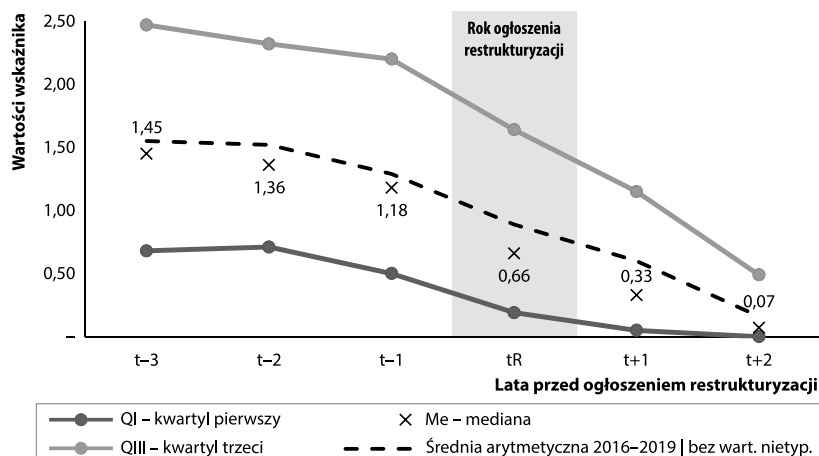
¹⁶⁶ G. Gołębiowski, A. Tłaczała, *Analiza ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 124.

Charakterystyka opisowa wskaźnika	Wskaźnik rotacji aktywów ogółem (PS/A) – z uśrednieniem danych bilansowych							
	t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3	
QI – kwartył pierwszy	0,68	0,71	0,50	0,19	0,05	0,00	b.d.	
Me – mediana	1,45	1,36	1,18	0,66	0,33	0,07	b.d.	
QIII – kwartył trzeci	2,47	2,32	2,20	1,64	1,15	0,49	b.d.	
IRQ – rozstęp międzykwartyłowy	1,79	1,61	1,71	1,45	1,09	0,48	–	
Dolny zakres wartości nietypowych <QI – 1,5 × IRQ>	-2,01	-1,71	-2,06	-1,98	-1,58	-0,72	–	
Górny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ>	5,16	4,73	4,77	3,81	2,78	1,21	–	
Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)	tR = 2019	1,54	1,55	1,30	0,73	b.d.	b.d.	
	tR = 2018	1,65	1,56	1,27	0,92	0,21	b.d.	
	tR = 2017	1,60	1,55	1,26	0,89	0,64	0,07	
	tR = 2016	1,36	1,39	1,34	0,78	0,60	0,17	
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.	1,55	1,52	1,29	0,89	0,60	0,16	b.d.	

Liczba objętych badaniami jg.	ROK [tR]	Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)						
207	2019	127	118	66	205	207	207	207
247	2018	153	166	168	105	237	247	247
225	2017	111	128	166	171	100	219	225
141	2016	62	67	84	96	101	73	136
820	OGÓŁEM	453	479	484	577	645	746	815

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wykres 17. Charakterystyka typowego przedziału zmienności wskaźnika produktywności majątku (PS/A) na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wskaźnik produktywności aktywów w przedsiębiorstwach poddanych procesom restrukturyzacyjnym wykazuje trend spadkowy – jego średni poziom maleje sukcesywnie zarówno przed ogłoszeniem restrukturyzacji, jak i po. W roku ogłoszenia restrukturyzacji połowa analizowanych przedsiębiorstw osiągnęła przychód ze sprzedaży na poziomie nieprzekraczającym 66% wartości zaangażowanego majątku. Średnia arytmetyczna wskaźnika na rok przed ogłoszeniem restrukturyzacji osiągała poziom 1,29, podczas gdy rok po ogłoszeniu była już o połowę niższa (0,60), przy medianie na poziomie zaledwie 0,33. Na tym poziomie analizy należy wskazać, iż niekiedy występujące próby ratowania restrukturyzowanej jednostki, polegające na uszczuplaniu jej zasobów majątkowych (aktywów trwałych), mogą na poziomie tego wskaźnika błędnie poprawiać kondycję ekonomiczno-finansową podmiotu. Przychody ze sprzedaży tych składników są ujmowane dopiero (w rachunku zysków i strat) na kolejnym poziomie w postaci pozostałych przychodów z działalności operacyjnej, zaś mianownik wskaźnika może ulegać obniżeniu dzięki zmniejszającej się (na skutek sprzedaży tych właśnie składników majątkowych) wartości aktywów trwałych. W interpretacji wyników danego przedsiębiorstwa należy bezwzględnie brać pod uwagę możliwość zaistnienia takiego układu przeciwstawnych sił.

W analizowanej grupie mierników¹⁶⁷ praktyczne zastosowanie znajduje również wskaźnik operacyjności, zwany też wskaźnikiem poziomu kosztów, stanowiący relację kosztów operacyjnych do przychodów ze sprzedaży¹⁶⁸. Wskazuje on, jaką część przychodów ze sprzedaży przedsiębiorstwo przeznacza na pokrycie kosztów działalności operacyjnej. W opinii niektórych autorów¹⁶⁹ wskaźnik operacyjności stanowi „najbardziej ogólny miernik charakteryzujący aktywność przedsiębiorstwa w wykorzystaniu zasobów”, odzwierciedlając efektywność gospodarowania, a także zdolność podmiotu gospodarczego do kontrolowania i obniżania kosztów. W przypadku niektórych autorów w liczniku wskaźnika ujmowane są koszty uzyskania przychodów, rozumiane jako różnica przychodów ze sprzedaży i wyniku finansowego netto, w mianowniku natomiast – przychody ze sprzedaży, a wskaźnik wyrażany jest procentowo. Postulowany poziom wskaźnika zawiera się¹⁷⁰

¹⁶⁷ W literaturze wskaźnik ten niekiedy klasyfikowany jest do miar rentowności przedsiębiorstwa.

¹⁶⁸ W przypadku dysponowania ujęciem kosztów w układzie rodzajowym możliwe jest ustalenie obciążenia przychodów określonymi grupami kosztów. Przykładowo, M. Sierpińska proponuje zestaw następujących mierników: wskaźnik obciążenia przychodów kosztami amortyzacji, wskaźnik materiałochłonności, wskaźnik energochłonności, wskaźnik pracochłonności oraz wskaźnik usługochłonności. Szerzej: M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 180.

¹⁶⁹ J. Chraślowska (2005). Dobór wskaźników ekonomiczno-finansowych do badań porównawczych efektywności krajowych spółek dystrybucji energii elektrycznej. *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu*, 1076, 155.

¹⁷⁰ M. Sierpińska, T. Jachna (2007). *Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN. s. 94.

w przedziale 50%–90%, przy czym górna granica jest niekiedy obniżana¹⁷¹ do 80%–85%. Wskaźnik na poziomie 50% i niższym jest bardzo korzystny i wskazuje na wysoki zysk przedsiębiorstwa na poziomie operacyjnym. Z kolei wskaźnik na poziomie 90% i wyższym świadczy o wysokich kosztach i niskim zysku operacyjnym. W sytuacji takiej przedsiębiorstwo może borykać się z problemem pokrycia kosztów ujętych w pozycji „pozostałe koszty operacyjne”, a także kosztów finansowych. Ogólnie rzecz ujmując, omawiany wskaźnik ma charakter destymulacyjny, a więc jego wzrost należy ocenić negatywnie, interpretując tę zmianę jako podejmowanie przez przedsiębiorstwo nierentownych działań w ramach działalności operacyjnej, spadek natomiast – pozytywnie, gdyż wskazuje na działania poprawiające rentowność¹⁷². Reasumując, wskaźnik operacyjności wskazuje, czy przedsiębiorstwo efektywnie zarządza i sprawuje kontrolę nad ponoszonymi kosztami.

Kształtowanie się wskaźnika operacyjności w restrukturyzowanych podmiotach gospodarczych zostało zaprezentowane w tabeli 21. oraz na wykresie 18.

Tabela 21. Charakterystyka wskaźnika operacyjności (KO/PS) w okresie (-/+ 3 lat przed/po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej

Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik operacyjności (KO/PS)						
Interwał: (-/+) 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	100	146	146	2	0	0	0
	tR = 2018	115	105	155	153	9	0	0
	tR = 2017	128	106	74	128	130	4	0
	tR = 2016	83	88	61	53	74	76	7
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		426	445	436	336	213	80	7

Charakterystyka opisowa wskaźnika	Wskaźnik operacyjności (KO/PS)						
	t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
QI – kwartył pierwszy	0,82	0,73	0,41	0,26	0,18	0,10	b.d.
Me – mediana	1,10	1,05	0,75	0,48	0,47	0,31	b.d.
QIII – kwartył trzeci	1,47	1,37	1,15	1,00	1,04	0,87	b.d.
<i>IRQ – rozstęp międzykwartyłowy</i>	<i>0,65</i>	<i>0,64</i>	<i>0,74</i>	<i>0,74</i>	<i>0,87</i>	<i>0,78</i>	<i>-</i>
<i>Dolny zakres wartości nietypowych <QI – 1,5 × IRQ></i>	<i>-0,15</i>	<i>-0,24</i>	<i>-0,69</i>	<i>-0,86</i>	<i>-1,12</i>	<i>-1,07</i>	<i>-</i>
<i>Górny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ></i>	<i>2,44</i>	<i>2,33</i>	<i>2,26</i>	<i>2,11</i>	<i>2,34</i>	<i>2,04</i>	<i>-</i>
<i>Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)</i>	tR = 2019	1,06	1,07	0,83	0,51	b.d.	b.d.
	tR = 2018	1,00	0,99	0,77	0,66	0,51	b.d.
	tR = 2017	1,14	0,99	0,76	0,56	0,58	0,16
	tR = 2016	1,08	0,96	0,78	0,58	0,52	0,46
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.		1,08	1,01	0,79	0,61	0,56	0,45

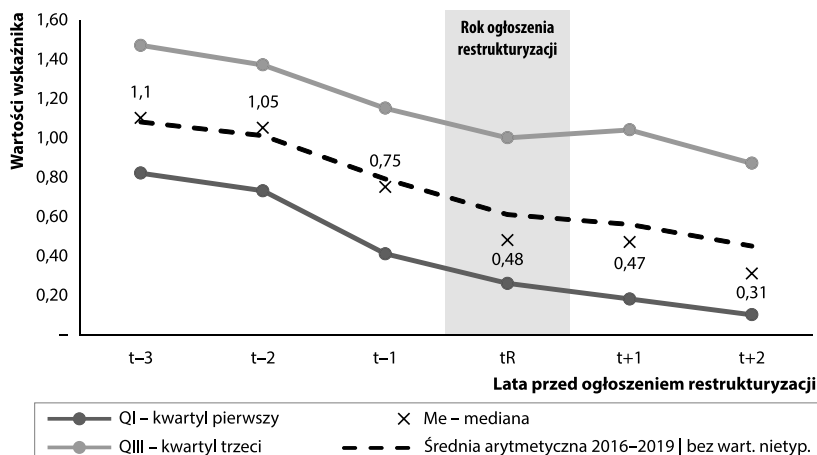
¹⁷¹ M. Zaleska, *Ocena kondycji finansowej...*, op. cit., s. 92.

¹⁷² W sposób pośredni wskaźnik informuje o wysokości marży na sprzedaży – im wyższy jego poziom, tym niższa wartość marży na sprzedaży.

Liczba objętych badaniami jg.	ROK [tR]	Tablica liczebności braków danych (brak obliczonych wskaźników)					
207	2019	107	61	61	205	207	207
247	2018	132	142	92	94	238	247
225	2017	97	119	151	97	95	221
141	2016	58	53	80	88	67	65
820	OGÓLEM	394	375	384	484	607	813

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wykres 18. Charakterystyka typowego przedziału zmienności wskaźnika operacyjności (KO/PS) na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wskaźnik operacyjności w przedsiębiorstwach restrukturyzowanych w całym okresie trwania analizy wykazuje tendencję spadkową. Na trzy lata przed ogłoszeniem restrukturyzacji mediana wskaźnika kształtuje się na poziomie 1,10, w roku restrukturyzacji osiąga wartość o ponad połowę niższą (0,48), a dwa lata później – 0,31. Trudno jednak tendencję tę interpretować pozytywnie, gdyż wymagałaby ona uszczegółowienia analizy w zakresie chociażby specyfikacji rodzajowej kosztów operacyjnych i przychodów ujmowanych w liczniku i mianowniku wskaźnika.

Z perspektywy analizy finansowej ten obszar analityczny jest również istotny co pozostałe, natomiast wiąże się on również z oceną opłacalności/efektywności prowadzonej działalności gospodarczej. Trudno bowiem mówić o poprawnie przeprowadzonych procesach restrukturyzacyjnych, jeżeli ich wynikiem nie będzie generowanie zysków na poziomie tzw. core business – czyli na poziomie fundamentalnej, podstawowej działalności gospodarczej.

3.4. Analiza rentowności jednostki – efektywności jej funkcjonowania

Efektywność gospodarowania przedsiębiorstwem jest odzwierciedlana przede wszystkim przez jego rentowność¹⁷³, rozumianą jako osiągnięcie nadwyżki przychodów nad kosztami¹⁷⁴. Wskaźniki rentowności¹⁷⁵, nazywane również wskaźnikami zyskowności albo stopami zwrotu, służą do pomiaru zdolności przedsiębiorstwa, jak również jego poszczególnych składników majątkowych lub kapitałowych, do generowania zysku¹⁷⁶. Są one najbardziej syntetycznymi miernikami oceny funkcjonowania przedsiębiorstwa. Kształtują się pod wpływem aspektów działalności podmiotu gospodarczego, które zostały scharakteryzowane przy pomocy wskaźników omówionych w poprzednich punktach. Wskaźniki rentowności stanowią relację zysku do kapitału¹⁷⁷, przy czym zarówno w liczniku, jak i mianowniku mogą być ujmowane różnorodne pozycje ze sprawozdania finansowego. Mierniki służące do oceny rentowności zazwyczaj prezentuje się w ujęciu procentowym¹⁷⁸. Klasyfikowane są one najczęściej w trzech grupach: wskaźniki oparte na sprzedaży (rentowność handlowa)¹⁷⁹, wskaźniki oparte na aktywach (rentowność ekonomiczna) oraz wskaźniki oparte na kapitale (rentowność finansowa). Pozwalają one zatem uzyskać odpowiedź na kluczowe pytania dotyczące funkcjonowania

¹⁷³ Według E. Burzyma „rentowność jest to relatywna wielkość wyniku finansowego, odzwierciedlająca opłacalność działalności gospodarczej, która może być rozpatrywana jako opłacalność zużycia lub zaangażowania środków w ujęciu sumarycznym lub cząstkowym”. E. Burzym (1971). *Pomiar i ocena rentowności przedsiębiorstw przemysłowych*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne. s. 38.

¹⁷⁴ T. Waśniewski podaje, iż etymologicznie „rentowność” pochodzi od pojęcia „renta”, którym określa się zysk od kapitału. Ponadto wskazuje, iż „większość ekonomistów jest zgodna co do tego, że przez rentowność rozumie się zjawisko osiągnięcia przychodów z działalności gospodarczej przewyższających koszty jej prowadzenia”. T. Waśniewski (1997). *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*. Warszawa: FRRwP. s. 174.

¹⁷⁵ W sytuacji, gdy podmiot gospodarczy osiąga ujemny wynik finansowy, wskaźniki rentowności zastępuje się wskaźnikami deficytowości, które w liczniku ujmują stratę na określonym poziomie (natomiast mianownik pozostaje taki sam jak we wskaźnikach rentowności). L. Bednarski (2001). *Analiza rentowności przedsiębiorstwa*. [w:] L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty (red.), *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa* (s. 59). Wrocław: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu.

¹⁷⁶ W. Gabrusewicz zauważa, iż należy odróżnić istotę rentowności od jej pomiaru. Istotą rentowności jest bowiem zysk, podczas gdy wskaźniki rentowności służą do pomiaru stopnia rentowności, stanowiąc relację osiągniętego zysku do przyjętej podstawy porównania. W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 297.

¹⁷⁷ Należy mieć jednak na uwadze, iż wskaźniki rentowności mogą być obliczane zarówno w ujęciu statycznym, jak i dynamicznym. W pierwszym z nich w liczniku zawierają zysk, w drugim natomiast – gotówkę operacyjną.

¹⁷⁸ W praktyce zatem obliczoną wartość wskaźników z grupy rentowności mnoży się przez 100.

¹⁷⁹ Zwane też w literaturze miernikami efektywności obrotu.

podmiotu gospodarczego: 1) Jaka jest opłacalność sprzedaży? 2) Jak efektywnie wykorzystywany jest majątek? 3) Czy zasadne jest angażowanie kapitałów w przedsiębiorstwie? Jak zauważa M. Sierpińska¹⁸⁰, dopiero zastosowanie pełnego spektrum wskaźników rentowności pozwala na szeroką ocenę efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa.

Tabela 22. Wybrane wskaźniki rentowności

Nazwa wskaźnika	Wzór
wskaźnik rentowności sprzedaży	wynik ze sprzedaży/przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów
wskaźnik rentowności operacyjnej sprzedaży	wynik z działalności operacyjnej/(przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów + pozostałe przychody operacyjne)
wskaźnik rentowności sprzedaży netto	wynik netto/(przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów + pozostałe przychody operacyjne + przychody finansowe + zyski nadzwyczajne)
wskaźnik rentowności aktywów (ROA)	wynik netto / średni stan aktywów
wskaźnik rentowności kapitałów własnych (ROE)	wynik netto / średni stan kapitału własnego

Źródło: M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 197, 201, 204, 208.

Jednym z częściej stosowanych statycznych mierników w grupie rentowności jest wskaźnik rentowności sprzedaży, zwany też wskaźnikiem rentowności handlowej. Stanowi on relację zysku ze sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów¹⁸¹. Kształtowanie się wskaźnika jest determinowane przez rodzaj prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności oraz przez specyfikę branży, w której funkcjonuje. M. Sierpińska¹⁸² podkreśla, iż osiągnąć przez przedsiębiorstwo poziom rentowności sprzedaży jest uzależniony przede wszystkim od czynników takich jak: wolumen sprzedaży, struktura asortymentowa wyrobów, wysokość jednostkowych kosztów własnych sprzedaży, a także prowadzona polityka cenowa¹⁸³.

¹⁸⁰ M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 195.

¹⁸¹ L. Bednarski podaje, iż wskaźnik rentowności, zawierający w liczniku zysk ze sprzedaży, wyraża stopień tzw. akumulatywności sprzedaży, tj. w odniesieniu do wartości przychodów ze sprzedaży określa poziom wygosparowanej nadwyżki finansowej, przekazywanej do budżetu w postaci podatku, jak i pozostawionej na potrzeby przedsiębiorstwa. L. Bednarski, *Analiza...*, op. cit., s. 105.

¹⁸² M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 196.

¹⁸³ Ponadto na rentowność sprzedaży wpływają formy finansowania, takie jak kompensaty otwarte, faktoring oraz inne formy obrotu wierzycielnościami, które prowadzą do zmniejszenia przychodów ze sprzedaży produktów. M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 196.

Kształtowanie się wskaźnika rentowności sprzedaży w restrukturyzowanych podmiotach gospodarczych zostało zaprezentowane w tabeli 23. oraz na wykresie 19.

Tabela 23. Charakterystyka wskaźnika rentowności sprzedaży (WS/PS) w okresie (-/+) 3 lat przed/po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej

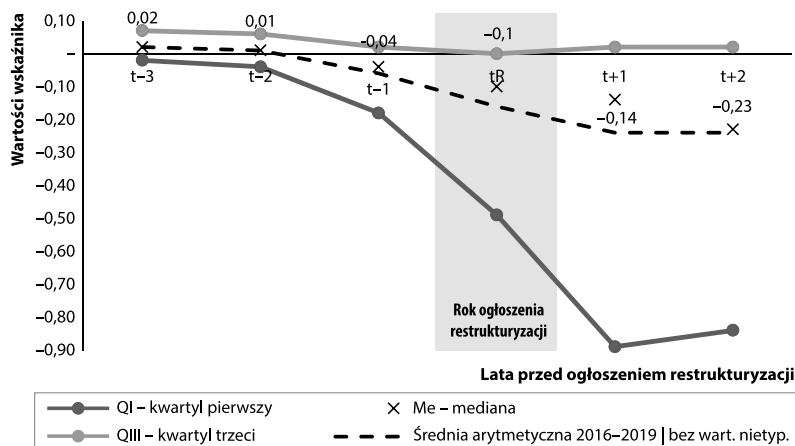
Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik rentowności sprzedaży (WS/PS)						
Interwał: (-/+) 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	79	88	139	2	0	0	0
	tR = 2018	94	81	78	138	10	0	0
	tR = 2017	112	97	59	54	120	5	0
	tR = 2016	78	73	57	45	40	54	2
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		363	339	333	239	170	59	2

Charakterystyka opisowa wskaźnika		Wskaźnik rentowności sprzedaży (WS/PS)						
		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
QI – kwartył pierwszy		-0,02	-0,04	-0,18	-0,49	-0,89	-0,84	b.d.
Me – mediana		0,02	0,01	-0,04	-0,10	-0,14	-0,23	b.d.
QIII – kwartył trzeci		0,07	0,06	0,02	0,00	0,02	0,02	b.d.
IRQ – rozstęp międzykwartyłowy		0,09	0,10	0,20	0,49	0,91	0,86	-
Dolny zakres wartości nietypowych <QI – 1,5 × IRQ>		-0,16	-0,19	-0,47	-1,22	-2,25	-2,13	-
Górny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ>		2,44	0,20	0,31	0,74	1,38	1,31	-
Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)	tR = 2019	0,00	0,00	-0,06	-0,22	b.d.	b.d.	b.d.
	tR = 2018	0,02	0,01	-0,08	-0,17	-0,55	b.d.	b.d.
	tR = 2017	0,03	0,01	-0,05	-0,12	-0,19	-0,46	b.d.
	tR = 2016	0,03	0,02	-0,05	-0,16	-0,33	-0,21	b.d.
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.		0,02	0,01	-0,06	-0,16	-0,24	-0,24	b.d.

Liczba objętych badaniami jg.	ROK [tR]	Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)							
207	2019	128	119	68	205	207	207	207	207
247	2018	153	166	169	109	237	247	247	247
225	2017	113	128	166	171	105	220	225	225
141	2016	63	68	84	96	101	87	139	139
820	OGÓŁEM	457	481	487	581	650	761	818	818

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wykres 19. Charakterystyka typowego przedziału zmienności rentowności sprzedaży (WS/PS) na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Analiza danych przedstawionych w tabeli i na wykresie pozwala zauważyć, iż w badanej grupie restrukturyzowanych przedsiębiorstw rentowność sprzedaży stopniowo pogarsza się, a na rok przed ogłoszeniem restrukturyzacji w zdecydowanej większości przypadków przyjmuje już wartości ujemne – mediana (-0,04) a średnia arytmetyczna (-0,06). Wynika to z ujemnego poziomu wyniku ze sprzedaży osiąganego przez analizowane podmioty. Zwraca uwagę duży rozstęp międzykwartyłowy omawianego wskaźnika w roku ogłoszenia restrukturyzacji i kolejnym – odpowiednio: 0,49 i 0,91, co wskazuje na duże zróżnicowanie przedsiębiorstw poddanych procesom restrukturyzacyjnym w zakresie rentowności handlowej.

Zmodyfikowaną wersją omawianego miernika jest wskaźnik rentowności operacyjnej sprzedaży, stanowiący relację zysku z działalności operacyjnej do przychodów netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów powiększonych o pozostałe przychody operacyjne. Im wyższa wartość wskaźnika, tym mniejsza wartość przychodów z całej działalności operacyjnej musi być zrealizowana do osiągnięcia określonego wyniku operacyjnego¹⁸⁴. Poziom tego wskaźnika zależy więc od rentowności sprzedaży produktów, jak i od wyniku pozostałej działalności operacyjnej. Będzie on determinowany takimi zdarzeniami jak: sprzedaż rzeczowych składników aktywów trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych, zawiązanie bądź rozwiązanie rezerw, koszty ponadnormatywnej amortyzacji, aport majątku do

¹⁸⁴ Według A. Skowronek-Mielczarek i Z. Leszczyńskiego wynik operacyjny zajmuje czołowe miejsce w analizie rentowności osiąganego przez przedsiębiorstwa. A. Skowronek-Mielczarek, Z. Leszczyński (2008). *Analiza działalności i rozwoju przedsiębiorstwa*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

spółek zależnych, otrzymanie dotacji itp.¹⁸⁵ W opinii L. Gąsior-kiewicza¹⁸⁶ miernik rentowności sprzedaży oparty na wyniku operacyjnym „jest najbardziej miarodajnym i najczęściej stosowanym wskaźnikiem rentowności sprzedaży, gdyż odzwierciedla w sposób najbardziej wiarygodny rzeczywiste wyniki przedsiębiorstwa”.

Kształtowanie się wskaźnika rentowności operacyjnej sprzedaży w restrukturyzowanych podmiotach gospodarczych zostało zaprezentowane w tabeli 24. oraz na wykresie 20.

Tabela 24. Charakterystyka wskaźnika rentowności operacyjnej sprzedaży [WO/(PO + PPO)] w okresie (-/+) 3 lat przed/po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej

Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik rentowności operacyjnej sprzedaży [WO/(PO+PPO)]						
Interwał: (-/+) 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	80	89	141	2	0	0	0
	tR = 2018	94	81	79	140	10	0	0
	tR = 2017	113	97	59	54	124	6	0
	tR = 2016	79	74	56	45	39	55	2
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		366	341	335	241	173	61	2

Charakterystyka opisowa wskaźnika		Wskaźnik rentowności operacyjnej sprzedaży [WO/(PO+PPO)]						
		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
QI – kwartył pierwszy		-0,00	-0,01	-0,24	-0,54	-0,55	-0,74	b.d.
Me – mediana		0,02	0,02	-0,05	-0,12	-0,09	-0,03	b.d.
QIII – kwartył trzeci		0,07	0,07	0,02	0,00	0,05	0,18	b.d.
<i>IRQ – rozstęp międzykwartyłowy</i>		<i>0,07</i>	<i>0,08</i>	<i>0,26</i>	<i>0,55</i>	<i>0,60</i>	<i>0,92</i>	<i>-</i>
<i>Dolny zakres wartości nietypowych <QI - 1,5 × IRQ></i>		<i>-0,11</i>	<i>-0,14</i>	<i>-0,63</i>	<i>-1,36</i>	<i>-1,45</i>	<i>-2,12</i>	<i>-</i>
<i>Górny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ></i>		<i>0,17</i>	<i>0,20</i>	<i>0,40</i>	<i>0,82</i>	<i>0,95</i>	<i>1,56</i>	<i>-</i>
Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)	tR = 2019	0,02	0,02	-0,07	-0,34	b.d.	b.d.	b.d.
	tR = 2018	0,03	0,02	-0,08	-0,18	-0,47	b.d.	b.d.
	tR = 2017	0,04	0,03	-0,04	-0,12	-0,09	0,43	b.d.
	tR = 2016	0,03	0,04	-0,09	-0,23	-0,06	-0,09	b.d.
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.		0,03	0,03	-0,07	-0,18	-0,10	-0,06	b.d.

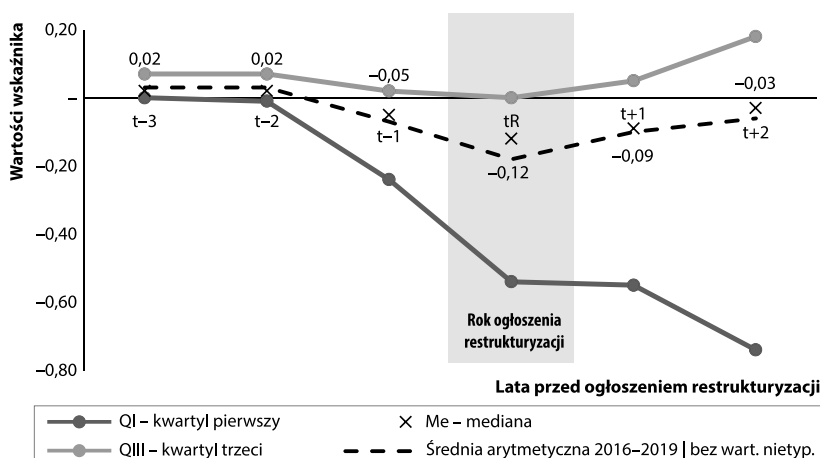
Liczba objętych badaniami jg.	ROK [tR]	Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)						
207	2019	127	118	66	205	207	207	207
247	2018	153	166	168	107	237	247	247
225	2017	112	128	166	171	101	219	225
141	2016	62	67	85	96	102	86	139
820	OGÓŁEM	454	479	485	579	647	759	818

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

¹⁸⁵ M. Sierpińska zauważa, iż rentowność operacyjna jest zazwyczaj niższa niż rentowność sprzedaży w związku z tym, iż pozostałe przychody operacyjne przedsiębiorstw w praktyce częściej są niższe niż pozostałe koszty operacyjne. M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 198.

¹⁸⁶ L. Gąsior-kiewicz, *Analiza ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 67.

Wykres 20. Charakterystyka typowego przedziału zmienności rentowności operacyjnej sprzedaży [WO/(PO + PPO)] na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wskaźnik rentowności operacyjnej sprzedaży w przypadku restrukturyzowanych przedsiębiorstw „zachowuje się” podobnie jak omówiony wcześniej wskaźnik rentowności sprzedaży, co oznacza, iż operacje przeprowadzane w zakresie pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych nie zmieniają w istotny sposób tendencji malejącej w kształtowaniu się rentowności sprzedaży analizowanych podmiotów (do roku ogłoszenia restrukturyzacji). Tutaj również na rok przed ogłoszeniem restrukturyzacji omawiany miernik w większości przedsiębiorstw przyjmuje wartości ujemne – mediana (-0,05), a średnia arytmetyczna (-0,07). Ponadto, podobnie jak w przypadku rentowności sprzedaży, obserwowany jest wysoki rozstęp międzykwartyłowy (0,55 w roku ogłoszenia restrukturyzacji), który wskazuje na wysokie przeciętne zróżnicowanie wokół mediany badanych podmiotów gospodarczych. Wśród restrukturyzowanych podmiotów znajdują się bowiem zarówno te, które osiągają dodatni wynik na działalności operacyjnej, jak i te, które ponoszą stratę w tym obszarze. Niewielkim optymizmem napawa fakt, iż po ogłoszeniu restrukturyzacji mediana wskaźnika zaczyna przyjmować stopniowo nieco wyższe wartości (choć nadal jeszcze ujemne).

Rentowność sprzedaży netto¹⁸⁷, określana również jako zwrot ze sprzedaży, wyraża udział zysku netto w wartości sprzedaży¹⁸⁸. Przedstawia on zatem zrealizowaną przez przedsiębiorstwo marżę na wypracowanej wielkości przychodów ze sprzedaży. Im wyższy poziom przyjmuje wskaźnik, tym niższa wartość sprzedaży pozwoli na osiągnięcie danej kwoty zysku. Pożądanym poziomem wskaźnika jest zatem wartość powyżej zera, przy czym R. Kowalak¹⁸⁹ na podstawie swoich obserwacji wskazuje na postulowany poziom przekraczający 0,05¹⁹⁰. Dodatkowo sugeruje on, iż otrzymany wynik można porównać z kategoriami takimi jak stopa zwrotu z bezpiecznych instrumentów finansowych czy stopa inflacji.

Kształtowanie się wskaźnika rentowności sprzedaży netto w restrukturyzowanych podmiotach gospodarczych zostało zaprezentowane w tabeli 25. oraz na wykresie 21.

Tabela 25. Charakterystyka wskaźnika rentowności sprzedaży netto [WFN/(PO + PPO + PF + ZN)] w okresie (-/+) 3 lat przed/po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej

Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		Wskaźnik rentowności sprzedaży netto [WFN/(PO + PPO + PF + ZN)]						
Interwał: (-/+) 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	80	89	141	2	0	0	0
	tR = 2018	94	81	79	141	10	0	0
	tR = 2017	113	97	59	54	124	6	0
	tR = 2016	79	74	57	45	40	61	2
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		366	341	336	242	174	67	2

Charakterystyka opisowa wskaźnika	Wskaźnik rentowności sprzedaży netto [WFN/(PO + PPO + PF + ZN)]						
	t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
QI – kwartył pierwszy	-0,01	-0,03	-0,32	-0,59	-0,61	-0,91	b.d.
Me – mediana	0,01	0,01	-0,07	-0,16	-0,10	-0,06	b.d.
QIII – kwartył trzeci	0,05	0,04	0,00	-0,01	0,03	0,11	b.d.

¹⁸⁷ W praktyce często spotyka się również wersję brutto omawianego wskaźnika, który w liczniku zawiera zysk brutto. Różnica pomiędzy rentownością sprzedaży netto i brutto odzwierciedla politykę fiskalną państwa i jest konsekwencją stopy podatkowej, albo wynika z kosztów, których prawo podatkowe nie kwalifikuje do kosztów uzyskania przychodów.

¹⁸⁸ W przypadku tego miernika również obserwuje się zależność, iż przedsiębiorstwa z branż kapitałochłonnych, charakteryzujące się długim cyklem operacyjnym oraz angażujące wysoki kapitał obrotowy, osiągają omawiany wskaźnik na niższym poziomie niż podmioty gospodarcze z branż pracochłonnych i o krótkim cyklu operacyjnym.

¹⁸⁹ R. Kowalak, *Ocena...*, op. cit., s. 71.

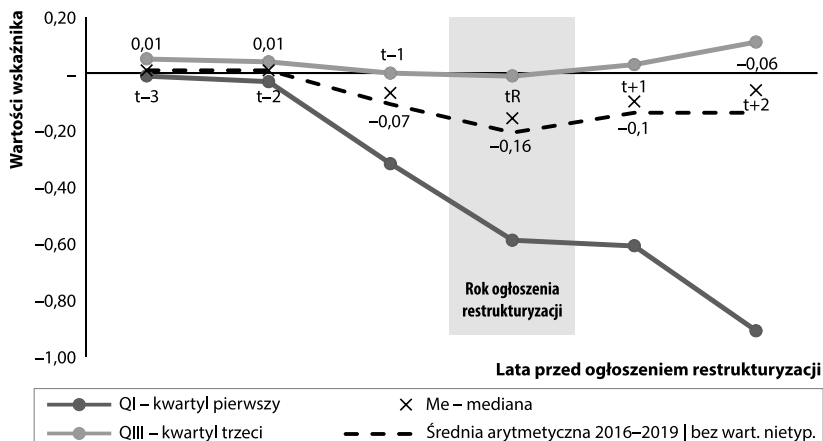
¹⁹⁰ R. Kowalak zauważa, iż przeciętne wartości wskaźników rentowności sprzedaży netto polskich przedsiębiorstw są bardzo niskie, czasami ujemne, przy czym wysoki stopień zróżnicowania obserwuje się w poszczególnych branżach. R. Kowalak, *Ocena...*, op. cit., s. 72.

Charakterystyka opisowa wskaźnika		Wskaźnik rentowności sprzedaży netto [WFN/(PO + PPO + PF + ZN)]						
		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
IRQ – rozstęp międzykwartylowy		0,06	0,08	0,32	0,58	0,64	1,02	–
Dolny zakres wartości nietypowych <QI – 1,5 × IRQ>		-0,10	-0,15	-0,79	-1,45	-1,56	-2,44	–
Górny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ>		0,13	0,16	0,48	0,85	0,99	1,64	–
Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)	tR = 2019	0,01	0,01	-0,12	-0,36	b.d.	b.d.	b.d.
	tR = 2018	0,02	0,00	-0,11	-0,20	-0,49	b.d.	b.d.
	tR = 2017	0,02	0,01	-0,05	-0,18	-0,14	-0,38	b.d.
	tR = 2016	0,01	0,01	-0,17	-0,29	-0,06	-0,12	b.d.
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.		0,01	0,01	-0,11	-0,21	-0,14	-0,14	b.d.

Liczba objętych badaniami jg.	ROK [tR]	Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)							
207	2019	127	118	66	205	207	207	207	207
247	2018	153	166	168	106	237	247	247	247
225	2017	112	128	166	171	101	219	225	225
141	2016	62	67	84	96	101	80	139	139
820	OGÓŁEM	454	479	484	578	646	753	818	818

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wykres 21. Charakterystyka typowego przedziału zmienności rentowności sprzedaży netto [WFN/(PO + PPO + PF + ZN)] na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Uwzględnienie w analizie przychodów oraz kosztów finansowych, jak również wyniku z operacji nadzwyczajnych, nie zmienia w istotny sposób obrazu rentowności podmiotów poddanych restrukturyzacji. Wyraźnie widać, iż problem w obszarze rentowności sprzedaży netto pojawia się na rok przed restrukturyzacją – na trzy

i dwa lata wcześniej zarówno mediana jak i średnia arytmetyczna wskaźnika przyjmują jeszcze niewielką wartość dodatnią (0,01). W roku ogłoszenia restrukturyzacji wszystkie obliczone miary statystyczne osiągają ujemny poziom (nawet kwartył trzeci przyjmuje wartość ujemną). Jest to konsekwencją ponoszenia przez analizowane podmioty straty na poziomie netto. Podobnie jak w przypadku wcześniej analizowanego wskaźnika rentowności operacyjnej sprzedaży, deficytowość na poziomie netto wydaje się delikatnie ograniczać po uruchomieniu procesów restrukturyzacyjnych – mediana wzrasta z (-0,16) do (-0,06), przy czym bardzo duże dysproporcje w tym obszarze występują pomiędzy poszczególnymi podmiotami – rozstęp międzykwartyłowy, obrazujący typowy obszar zmienności wskaźnika, osiąga wartość 0,58 w roku ogłoszenia restrukturyzacji i zwiększa się do 1,02 (dwa lata później).

Zaprezentowane wskaźniki są jedynie kilkoma z licznej grupy mierników rentowności obrotu. Wielkości wyniku ujmowanego w liczniku oraz przychodów w mianowniku mogą mieć tyle wersji, ile szczebli tworzenia wyniku i poziomów przychodów można odczytać z rachunku zysków i strat. Wszystkie te kombinacje będą miały uzupełniającą pojemność informacyjną względem podstawowego wskaźnika ROS. W. Gabrusewicz¹⁹¹ podaje, iż w ten sposób można utworzyć kilkadziesiąt wskaźników rentowności sprzedaży, lecz wartość poznawcza niektórych z nich może być niewielka, jeżeli przy ich konstruowaniu nie będzie przestrzegana zasada współmierności, która w tej sytuacji sprowadza się do zestawiania we wskaźniku określonego rodzaju zysku z danym rodzajem przychodów, który wygenerował ten zysk. Niezależnie jednak od poziomu analizy rentowności sprzedaży, im wyższy poziom będą przyjmowały wskaźniki, tym sytuację przedsiębiorstwa należy ocenić korzystniej¹⁹². Dodatkowo zmiany wskaźników w czasie mogą być przez przedsiębiorstwo osiągnięte zarówno poprzez powiększenie wolumenu sprzedaży, jak i poprzez osiągnięcie korzystniejszych cen, bądź obniżenie kosztów działalności. Niemniej jednak wielkości normatywne nie są w przypadku tej grupy mierników z góry określone. Kształtowanie się poziomu rentowności sprzedaży jest bowiem zależne od warunków makroekonomicznych, determinuje je również branża, a także przedmiot działalności przedsiębiorstwa. Przykładowo, w przedsiębiorstwach o krótkim cyklu produkcyjnym oczekiwana rentowność sprzedaży może być niższa niż w przypadku przedsiębiorstw charakteryzujących się długim cyklem produkcyjnym, gdzie zarówno ryzyko, jak i koszty zamrożenia środków są większe¹⁹³.

¹⁹¹ W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 308.

¹⁹² W literaturze można spotkać również wskaźniki rentowności obrotu, które w mianowniku uwzględniają koszty działalności. Konstrukcja ta pozwala na ocenę efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa w przeliczeniu na jednostkę poniesionych kosztów. Ta grupa wskaźników wykazuje wyższą wrażliwość na zmiany w poziomie kosztów własnych niż na zmiany wielkości sprzedaży.

¹⁹³ M. Zaleska, *Ocena...*, op. cit., s. 84; M. Dynus, B. Kołosowska, P. Prewysz-Kwinto, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 87.

Rentowność jest kategorią ekonomiczną odnoszoną nie tylko do sprzedaży, ale również do agregatów takich jak aktywa czy kapitały. Najogólniej rzecz ujmując, rentowność aktywów dostarcza informacji o wysokości zysku netto przypadającego na jednostkę źródeł finansowania, które zostały zaangażowane w majątek przedsiębiorstwa¹⁹⁴. Wskaźnik rentowności aktywów (ROA – *return on assets*), określane również jako stopa zwrotu z aktywów, stanowi relację wyniku finansowego netto do średniego stanu aktywów¹⁹⁵. Jest on miarą zwrotu kapitału, którą można porównać chociażby z oprocentowaniem lokat bankowych, obligacji czy bonów skarbowych. ROA jest ogólnym miernikiem podnoszenia efektywności gospodarowania w przedsiębiorstwie; innymi słowy – wskazuje na zdolność majątku podmiotu gospodarczego do generowania zysków¹⁹⁶. W opinii L. Bednarskiego¹⁹⁷ wskaźnik rentowności aktywów jest „syntezą efektywności finansowej przedsiębiorstwa z całokształtu działalności”. M. Zaleska¹⁹⁸ z kolei określa ROA jako „najlepszy indywidualny wskaźnik kompetencji kierownictwa w zarządzaniu”. Oczywiście im wyższa jest wartość wskaźnika, tym korzystniej prezentuje się sytuacja finansowa przedsiębiorstwa. Rentowność aktywów uzależniona jest zarówno od poziomu generowanego zysku, jak i zaangażowanych w ten proces aktywów, w związku z czym wykorzystanie przez podmiot gospodarczy majątku w sposób nieefektywny, bądź utrzymywanie jego zbędnych elementów, będą obniżały poziom analizowanego wskaźnika¹⁹⁹. Rosnące poziomy wskaźnika będą więc konsekwencją maksymalizacji obrotu, racjonalizacji kosztów²⁰⁰, jak również efektów działalności inwestycyjnej²⁰¹. Rozwinięciem omawianego wskaźnika może

¹⁹⁴ W sytuacji, gdy badany podmiot ponosi stratę na poziomie netto, istnieje możliwość ustalenia rentowności aktywów poprzez umieszczenie w liczniku wskaźnika zysku z działalności operacyjnej, jeżeli na tym poziomie wynik ma wartość dodatnią.

¹⁹⁵ W praktyce zdarza się, iż w liczniku omawianego wskaźnika zamiast zysku netto uwzględnia się tzw. zdolność do samofinansowania, czyli wynik netto powiększony o amortyzację. Do porównań międzynarodowych użyteczna jest natomiast postać wskaźnika, w której liczniku umieszczony jest EBIT lub EBITDA. W literaturze amerykańskiej z kolei popularnością cieszy się wskaźnik rentowności skumulowanej aktywów, zawierający w liczniku zysk zatrzymany.

¹⁹⁶ ROA pozwala również na ocenę efektów ekonomicznych działalności inwestycyjnej, bowiem w ujęciu dynamicznym powiększanie zasobów majątkowych przez przedsiębiorstwo będzie uzasadnione tylko wtedy, gdy zysk będzie rósł co najmniej w takim samym tempie jak poziom aktywów.

¹⁹⁷ L. Bednarski, *Analiza...*, op. cit., s. 109.

¹⁹⁸ M. Zaleska, *Ocena...*, op. cit., s. 84.

¹⁹⁹ W opinii M. Zaleskiej licznik i mianownik wskaźnika ROA są „w pewnym sensie nieporównywalne”, gdyż poziom licznika zazwyczaj wzrasta szybciej niż mianownika, który jest z reguły „bardziej constans”. M. Zaleska, *Ocena...*, op. cit., s. 85.

²⁰⁰ Kształtowanie się wskaźnika rentowności aktywów może stanowić dla zarządzających przedsiębiorstwem stymulantę do eliminowania nadmiernych zapasów, jak również zbędnych środków trwałych.

²⁰¹ Z. Leszczyński, A. Skowronek-Mielczarek, *Analiza ekonomiczno-finansowa...*, op. cit., s. 141.

być obliczanie go odrębnie dla aktywów trwałych i obrotowych, co pozwala na ocenę efektywności finansowej poszczególnych grup majątku²⁰². Działanie to należy uznać za zasadne w szczególności, gdy zróżnicowany jest udział tych grup majątku w kształtowaniu poziomu ogólnego wskaźnika rentowności aktywów²⁰³. W przypadku wskaźników rentowności bazujących na aktywach również istotne jest porównanie ich poziomu z wynikami przedsiębiorstw reprezentujących tę samą branżę²⁰⁴.

Kształtowanie się wskaźnika rentowności aktywów w restrukturyzowanych podmiotach gospodarczych zostało zaprezentowane w tabeli 26. oraz na wykresie 22.

Tabela 26. Charakterystyka wskaźnika rentowności aktywów (WFN/A) w okresie (-/+) 3 lat przed/po ogłoszeniu sądowej ścieżki restrukturyzacyjnej

Charakterystyka podmiotów objętych sądową restrukturyzacją (N = 820 jg. z lat: 2016–2019)		ROA – Wskaźnik rentowności aktywów (WFN/A) – z uśrednieniem danych bilansowych						
Interwał: (-/+) 3 lata przed/po tR		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3
Liczba obliczonych wskaźników, gdzie: tR – rok restrukturyzacji t-3, t-2, t-1 – liczba lat przed tR t+1, t+2, t+3 – liczba lat po tR	tR = 2019	80	89	141	2	0	0	0
	tR = 2018	94	81	79	142	10	0	0
	tR = 2017	114	97	59	54	125	6	0
	tR = 2016	79	74	57	45	40	68	3
OGÓŁEM OBLICZONYCH WSKAŹNIKÓW		367	341	336	243	175	74	3

Charakterystyka opisowa wskaźnika		ROA – Wskaźnik rentowności aktywów (WFN/A) – z uśrednieniem danych bilansowych							
		t-3	t-2	t-1	tR	t+1	t+2	t+3	
QI – kwartył pierwszy		-0,02	-0,04	-0,28	-0,29	-0,15	-0,09	b.d.	
Me – mediana		0,02	0,01	-0,07	-0,10	-0,04	-0,02	b.d.	
QIII – kwartył trzeci		0,07	0,06	0,01	-0,01	0,02	0,06	b.d.	
<i>IRQ – rozstęp międzykwartyłowy</i>		<i>0,09</i>	<i>0,10</i>	<i>0,28</i>	<i>0,28</i>	<i>0,17</i>	<i>0,14</i>	<i>-</i>	
<i>Dolny zakres wartości nietypowych <QI – 1,5 × IRQ></i>		<i>-0,15</i>	<i>-0,19</i>	<i>-0,70</i>	<i>-0,71</i>	<i>-0,40</i>	<i>-0,31</i>	<i>-</i>	
<i>Górny zakres wartości nietypowych <QIII + 1,5 × IRQ></i>		<i>0,20</i>	<i>0,21</i>	<i>0,43</i>	<i>0,41</i>	<i>0,28</i>	<i>0,27</i>	<i>-</i>	
<i>Średnia arytmetyczna (bez wartości nietypowych)</i>		tR = 2019	0,02	0,01	-0,12	-0,33	b.d.	b.d.	b.d.
		tR = 2018	0,03	0,01	-0,13	-0,12	-0,04	b.d.	b.d.
		tR = 2017	0,03	0,03	-0,11	-0,12	-0,04	-0,02	b.d.
		tR = 2016	0,03	0,01	-0,11	-0,19	-0,05	-0,01	b.d.
Średnia arytmetyczna 2016–2019 bez wart. nietyp.		0,03	0,02	-0,12	-0,13	-0,04	-0,01	b.d.	

²⁰² Relacje określające zdolność odrębnie aktywów trwałych i obrotowych do generowania zysku netto (odpowiednio: ang. *return on fixed assets* oraz *return on current assets*) są wykorzystywane m.in. do oceny zdolności przedsiębiorstwa do zwrotu długów. A. Ejsmont, D. Ostrowska, *Analiza wskaźnikowa...*, op. cit., s. 18–19.

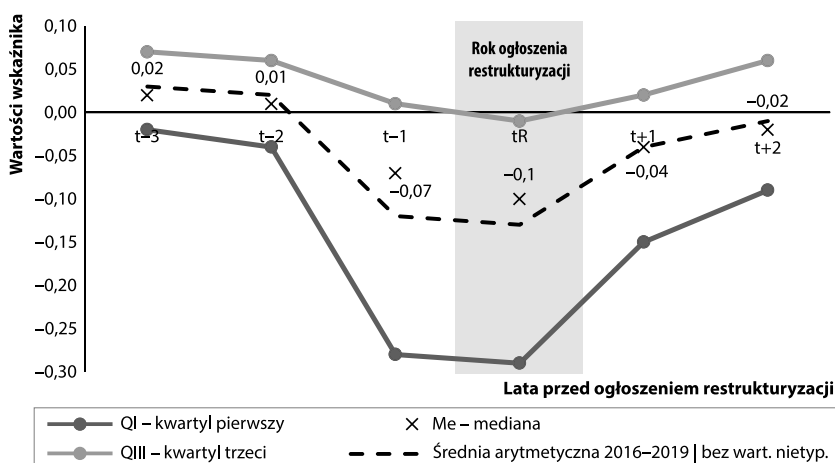
²⁰³ Możliwe jest też obliczanie wskaźników jeszcze bardziej szczegółowych, tj. ukazujących rentowność np. samych środków trwałych lub towarów.

²⁰⁴ Przykładowo, niższy poziom wskaźnika rentowności aktywów na tle podmiotów funkcjonujących w tej samej branży może sugerować niewykorzystywanie przez poddany analizie podmiot pełnych mocy wytwórczych.

Liczba objętych badaniami jg.	ROK [tR]	Tablica liczebności braków danych (braków obliczonych wskaźników)						
207	2019	127	118	66	205	207	207	207
247	2018	153	166	168	105	237	247	247
225	2017	111	128	166	171	100	219	225
141	2016	62	67	84	96	101	73	138
820	OGÓLEM	453	479	484	577	645	746	817

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Wykres 22. Charakterystyka typowego przedziału zmienności rentowności aktywów (WFN/A) na 3 lata przed oraz 2 lata po ogłoszeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw w latach 2016–2019



Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych z próby 820 jednostek gospodarczych objętych postępowaniami restrukturyzacyjnymi w Polsce w latach 2016–2019.

Rentowność aktywów, podobnie jak wcześniej omówione wskaźniki z grupy rentowności sprzedaży, jest determinowana przez ujemny poziom wyniku finansowego osiąganego przez restrukturyzowane podmioty. W większości z nich na rok przed restrukturyzacją wskaźnik rentowności majątku ma już charakter „deficytowy” – mediana na poziomie $(-0,07)$, a średnia arytmetyczna na poziomie $(-0,12)$. W roku ogłoszenia restrukturyzacji, jak i w roku ją poprzedzającym, wyraźnie widoczne jest duże zróżnicowanie badanych podmiotów w zakresie kształtowania się rentowności aktywów – rozstęp międzykwartyłowy na poziomie 0,28. Po rozpoczęciu procesu restrukturyzacji zauważalna jest delikatna poprawa w zakresie kształtowania się wartości omawianego wskaźnika – część podmiotów osiąga już wielkości dodatnie (kwartył trzeci ma poziom dodatni, mediana i średnia arytmetyczna nadal na poziomie ujemnym).

W obszarze zainteresowań inwestorów leży przede wszystkim rentowność finansowa przedsiębiorstwa, czyli rentowność zaangażowanego kapitału własnego (ROE – *return on equity*). Stanowi ona relację wyniku finansowego netto do średniego stanu kapitału własnego^{205, 206}. Pozwala zatem określić poziom stopy zysku, jaką daje inwestycja w akcje czy udziały danego podmiotu gospodarczego. L. Bednarski²⁰⁷ podkreśla, iż wskaźnik rentowności kapitału własnego, w odróżnieniu od wskaźnika rentowności aktywów, jest wyrazem efektywności, nie całości kapitału ulokowanego w aktywach przedsiębiorstwa, a jedynie jego części niefinansowanej przy wykorzystaniu kapitału obcego²⁰⁸. Według W. Gabrusewicza²⁰⁹ wskaźnik rentowności kapitału własnego określa zdolność przedsiębiorstwa do wypracowania zysku z każdej złotówki zaangażowanego kapitału własnego, zarówno tego, który został wniesiony przez właścicieli, jak i tego, który został wypracowany przez przedsiębiorstwo i w nim zatrzymany. Naturalnie, im wyższy poziom przyjmuje wskaźnik, tym lepsza sytuacja finansowa przedsiębiorstwa, a tym samym jego akcjonariuszy czy udziałowców²¹⁰. Wysoka rentowność kapitału własnego pozwala przedsiębiorstwu na rozwój poprzez nowe inwestycje finansowane ze środków własnych pochodzących w wypracowanego zysku. W opinii Z. Dreslera²¹¹ ROE należy do „najważniejszych miar w gospodarce rynkowej”, a według R. Kowalaka²¹² jest jednym z „najważniejszych wskaźników związanych z oceną przedsiębiorstwa”²¹³, czego przejawem jest m.in. częste publikowanie jego

²⁰⁵ W przypadku wskaźnika ROA M. Zaleska również podkreśla prawidłowość, iż poziom mianownika jest „bardziej constans” niż licznika, za wyjątkiem sytuacji, gdy przedsiębiorstwo w analizowanym okresie wyemitowało akcje lub podjęło decyzję o zatrzymaniu znacznej części zysku”. M. Zaleska, *Ocena...*, op. cit., s. 86.

²⁰⁶ Niekiedy badaniu poddaje się również rentowność kapitału stałego, gdyż dla zachowania równowagi finansowej podmiotu gospodarczego ważne jest, by odpowiedni udział w kapitałach przedsiębiorstwa miały zobowiązania długoterminowe. Jak zauważa M. Sierpińska, w dobrze prosperującym przedsiębiorstwie rentowność kapitału własnego powinna być wyższa od rentowności kapitału całkowitego (własnego i obcego). M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 208.

²⁰⁷ L. Bednarski, *Analiza...*, op. cit., s. 113.

²⁰⁸ Oczywiście w sytuacji gdyby całość aktywów przedsiębiorstwa znalazła pokrycie w kapitale własnym, rentowność kapitałów własnych byłaby równa rentowności majątku.

²⁰⁹ W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 318.

²¹⁰ R. Kowalak zauważa, iż analiza średnich arytmetycznych oraz median wskaźnika ROE dla polskich spółek giełdowych wskazuje, iż przyjmują one wartości z przedziału od 0,05 do 0,23. R. Kowalak, *Ocena...*, op. cit., s. 74.

²¹¹ J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami...*, op. cit., s. 218.

²¹² R. Kowalak, *Ocena...*, op. cit., s. 73.

²¹³ Wskaźnik rentowności netto kapitału własnego stanowi syntezę innych wskaźników finansowych, co z resztą odzwierciedla model Du Pont'a, w którym przyjmuje się założenie, że ROE jest wskaźnikiem „największej pojemności informacyjnej”. Jest on odzwierciedleniem nie tylko zależności zysku i kapitału własnego, lecz również wyrazem przychodu ze sprzedaży oraz całości majątku zaangażowanego w działalność przedsiębiorstwa.

wartości przez giełdy papierów wartościowych. O ile omawiana wcześniej grupa wskaźników rentowności obrotu nie ma granicznych poziomów uznawanych jako krytyczne, tak w przypadku wskaźnika rentowności kapitałów własnych zasadnym jest porównanie jego poziomu do stopy procentowej długoterminowych lokat bankowych i obligacji, gdyż te kierunki lokowania środków stanowią dla inwestorów punkt odniesienia w ocenie zasadności angażowania kapitałowego w postaci akcji czy udziałów. Częstokwątą postacią wskaźnika ROE jest wskaźnik rentowności kapitału akcyjnego (udziałowego), stanowiący relację wyniku finansowego netto wyłącznie do kapitału akcyjnego (udziałowego)²¹⁴. Wskaźnik tej konstrukcji²¹⁵ znajduje się w kręgu zainteresowań przede wszystkim akcjonariuszy (udziałowców), informując ich o potencjalnych korzyściach, jakie mogą się pojawić w postaci dywidend lub wzrostu ceny akcji/udziału²¹⁶.

Pomijamy w tym miejscu analizę kształtowania się wskaźnika rentowności kapitału własnego w restrukturyzowanych podmiotach gospodarczych, gdyż otrzymane wyniki obciążone są możliwością dużego błędu interpretacji. Jest to spowodowane faktem, iż zarówno wynik finansowy, jak i kapitał własny w przypadku restrukturyzowanych przedsiębiorstw bardzo często przyjmują wielkości ujemne. Różnorodności kombinacji wartości podstawianych do licznika i mianownika (dwie dodatnie, dwie ujemne, dodatnia i ujemna, ujemna i dodatnia) nie pozwala na uogólnianie wyników dla całej próby badawczej.

M. Zaleska²¹⁷ zwraca uwagę na fakt, iż pomiędzy omówionymi wskaźnikami rentowności w prawidłowo funkcjonującym przedsiębiorstwie zaobserwować można zależność, że wskaźnik rentowności kapitałów własnych jest większy od

²¹⁴ Konstrukcja tego wskaźnika może być odpowiedzią na kontrowersje, jakie są związane z całkowitą kwotą kapitałów własnych umieszczaną w mianowniku ROE. Dotyczą one faktu, iż nie każdy kapitał zaliczany do kapitałów własnych przedsiębiorstwa został wniesiony przez inwestorów. Dotyczy to kapitału z aktualizacji wyceny aktywów trwałych (który pojawia się w efekcie przeszacowania wartości aktywów trwałych), a także bieżącego wyniku finansowego, którego moment podziału jeszcze nie nastąpił. Szerzej: J. Tuczko (2000). *Zrozumieć finanse firmy*. Warszawa: Difin. s. 47.

²¹⁵ Poziom wskaźnika rentowności kapitału podstawowego zależy w znacznym stopniu od relacji kapitału podstawowego do kapitału własnego ogółem. W. Gabrusewicz zauważa, że jeśli udział kapitału podstawowego w kapitale własnym jest niski, wówczas rentowność kapitału podstawowego jest wysoka i odwrotnie. W. Gabrusewicz, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 319.

²¹⁶ Analizę rentowności dopełnia wskaźnik rentowności aktywów operacyjnych (ROI – return on investment), stanowiący relację zysku z działalności operacyjnej do średniego stanu aktywów operacyjnych. Zysk operacyjny jest wynikiem tego, co zostało przez przedsiębiorstwo wygoszparowane, z pominięciem rynku finansowego oraz różnego rodzaju zdarzeń o charakterze losowym. Za operacyjne natomiast należy uznać te aktywa, które są finansowane kapitałami stałymi, a także te, które są finansowane kapitałami własnymi oraz zobowiązaniami odsetkowymi. Zalicza się do tej grupy: kredyty, pożyczki, emisje obligacji i innych papierów dłużnych, innymi słowy – wszystkie zobowiązania generujące koszty odsetkowe.

²¹⁷ M. Zaleska, *Ocena...*, op. cit., s. 86.

wskaźnika rentowności aktywów, który z kolei jest większy od wskaźnika rentowności sprzedaży, czyli $ROE > ROA > ROS$.

Same poziomy wskaźników rentowności trudno ocenić jako „zbyt niskie” lub „zbyt wysokie”, gdyż nie istnieją normatywne granice przedziału ich wielkości. Wskaźniki rentowności są miarami względnymi, a poziom ich interpretować należy, mając na uwadze również informacje o charakterze jakościowym, takie jak plany, jakie przedsiębiorstwo przyjęło do realizacji w okresie sprawozdawczym, a także cele, którym wygenerowana nadwyżka finansowa powinna służyć²¹⁸.

W rozdziale niniejszym omówiono jedynie wybrane wskaźniki analizy ekonomiczno-finansowej pozwalające na ocenę funkcjonowania przedsiębiorstwa w obszarach takich jak: płynność finansowa, wspomaganie finansowe, efektywność gospodarowania oraz rentowność. Literatura przedmiotu dostarcza znacznie szerszego katalogu mierników, które mogą posłużyć wnioskowaniu o standingu ekonomiczno-finansowym zarówno restrukturyzowanych podmiotów, jak i ogółu przedsiębiorstw. Należy mieć jednak na uwadze, iż zasadniczo nadmiar wskaźników utrudnia wnioskowanie dla potrzeb podejmowanych na ich podstawie decyzji. Słusznie bowiem zauważa E. Mączyńska²¹⁹ w swojej maksymie dotyczącej „syndromu lasu i drzew”, według której tak jak z gąszczu drzew nie widać lasu, tak z gąszczu wskaźników nie wyłania się wyraźny obraz sytuacji finansowej przedsiębiorstwa.

²¹⁸ J. Dyktus, M. Gaertner, B. Malik, *Sprawozdawczość...*, op. cit., s. 119.

²¹⁹ E. Mączyńska (1994). Ocena kondycji przedsiębiorstwa. *Życie Gospodarcze*, 38, 42.

Rozdział IV

Wczesne ostrzeżenie przed zagrożeniem utraty zdolności do kontynuacji działalności przedsiębiorstw

Dla każdego ekonomisty, a już w szczególności absolwenta kierunków związanych z dyscypliną nauk o zarządzaniu i jakości oraz ekonomią i finansami, znana jest problematyka analizy finansowej. Ta jednak na przestrzeni lat uległa dość znaczącym zmianom. Dostrzegane są one z jednej strony poprzez coraz powszechniejszy dostęp do sprawozdań finansowych¹, z drugiej zaś – być może poprzez nieco mniej widoczną, ale mającą jednak miejsce w badaniach naukowych i piśmiennictwie ekonomicznym zmianę orientacji analizy z *ex post* na *ex ante*. Analiza finansowa

¹ M.in. dzięki wdrożeniu i udostępnieniu przez Ministerstwo Sprawiedliwości platformy tzw. E-KRS, czyli zdalnego dostępu do sprawozdań finansowych podmiotów publikujących bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów finansowych, zestawienie zmian w kapitale (funduszu) własnym, informację dodatkową. *De facto* platforma elektroniczna działa już od czerwca 2012 r., kiedy to umożliwione zostało bezpłatne pobranie dokumentu Centralnej Informacji KRS, stanowiące odpis z rejestru przedsiębiorców i stowarzyszeń. Relatywnie łatwy dostęp do sprawozdań finansowych, będących podstawą przeprowadzenia analizy finansowej, umożliwia również działalność wywiadowni gospodarczych, które oferując dostęp do bazy danych finansowych, na podstawie kooperacji z sądami gospodarczymi (KRS), stale aktualizują bazy i umożliwiają online odpłatny dostęp do szerokiego spektrum danych finansowych podmiotów gospodarczych.

sporządzana *post factum* służyła jedynie ocenie stanu historycznego i pozwalała wyciągnąć wnioski na temat kondycji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa w momencie, gdy *de facto* wiadomo było „jaka ona jest”. Nie można oczywiście deprecjonować tego etapu rozwoju analizy wskaźnikowej. Pozwalał on bowiem m.in. doskonale prowadzić analizy międzyzakładowe mające na celu określenie np. pozycji konkurencyjnej podmiotów ściśle ze sobą konkurujących. Nie zmienia to jednak faktu, że analiza *post factum* dotyczyła w głównej mierze zdarzeń gospodarczych z przeszłości. Nowy nurt analizy, pośrednio powiązany z rozwojem metod wczesnego ostrzegania przed upadłością przedsiębiorstw², położył nacisk na badania, których wyniki pozwalają odnosić („benchmarkować”) uzyskiwane wyniki analizowanego przedsiębiorstwa do wartości normatywnych. I właśnie w tych punktach odniesienia istnieje potencjał interpretacyjny, którym kiedyś nie dysponowaliśmy. Mając na myśli tzw. „benchmarki pozytywne”, stanowiące wyniki badań realizowanych na dużych próbach przedsiębiorstw, pogrupowanych na sektory, zgodnie z klasyfikacją PKD – Głównego Urzędu Statystycznego, należy wskazać bardzo wartościowe i cykliczne opracowania realizowane co roku na łamach „Rachunkowości” jako „sektorowe wskaźniki finansowe”, stanowiące wynik badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce. Autorami tych badań są prof. Tadeusz Dudycz z Politechniki Wrocławskiej i prof. Wanda Skoczylas z Uniwersytetu Szczecińskiego³. Do wyników tych będziemy odnosić się w dalszej części niniejszego rozdziału. Na bazie 14 corocznie analizowanych w SKwP wskaźników finansowych przeprowadzone zostały przez autorów niniejszej monografii badania własne, oparte na sprawozdaniach finansowych podmiotów upadających w Polsce w latach 2016–2019. Wyniki tych badań nazwane zostały jako tzw. „benchmarki negatywne”.

²Jedną z najczęściej stosowanych metod wyprzedzającej oceny zagrożenia niewypłacalnością przedsiębiorstw jest analiza dyskryminacyjna. Jest to wielowymiarowa metoda klasyfikacyjna pozwalająca na (zazwyczaj dychotomiczną) ocenę zagrożenia niewypłacalnością (upadłością) badanego obiektu, który na drodze zastosowania modelu klasyfikowany jest do jednego z dwóch zbiorów jednostek – zagrożonych lub niezagrażonych upadłością. Szerszy przegląd piśmiennictwa i koncepcji organizacji reaktywnie zorientowanej na zarządzanie antykryzysowe: P. Antonowicz, J. Siciński (2020). Rozwój organizacji ukierunkowanej na reaktywne zarządzanie odchyleniami – typologia i rola systemów wczesnego ostrzegania przed upadłością przedsiębiorstw. [w:] P. Antonowicz, J. Próchniak, J. Sadkowska (red.), *Zarządzanie rozwojem przedsiębiorstwa – perspektywa nauki i praktyki gospodarczej – Tom II* (s. 65–84). Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.

³Najnowsze badania opublikowane zostały w: T. Dudycz, W. Skoczylas (2020). Wskaźniki finansowe przedsiębiorstw według działów (sektorów) za 2018 r. Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP. [w:] *Rachunkowość*, 4, 67–94.

4.1. Prospektywna analiza finansowa we wczesnym ostrzeżeniu przed sądową restrukturyzacją zadłużenia i niewypłacalnością przedsiębiorstw

Z przedstawionej w rozdziale I (tabela 1.) statystyki ogłoszonych 2308 upadłości przedsiębiorstw z lat 2016–2019 zostały pozyskane sprawozdania finansowe (w postaci bilansów oraz rachunków zysków i strat) z wywiadowni gospodarczej Info Veriti Sp. z o.o.⁴ za okres 5 lat poprzedzających sądowe ogłoszenie upadłości 1561 jednostek gospodarczych, stanowiących odpowiednio:

- 367 upadłości przedsiębiorstw z 2019 r.,
- 414 upadłości przedsiębiorstw z 2018 r.,
- 400 upadłości przedsiębiorstw z 2017 r.,
- 380 upadłości przedsiębiorstw z 2016 r.

Z populacji upadłości przedsiębiorstw w ostatnich czterech latach (dane z COIG⁵) usunięte zostały spółki powtarzające się, tj. ponownie ogłaszające upadłość (23 jg.). Zostały także usunięte osoby fizyczne nieprowadzące działalności gospodarczej (upadłość konsumencka), rolnicze zrzeszenia branżowe, osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą (z uwagi na to, że najczęściej prowadzą ewidencję poza księgami rachunkowymi), wspólnicy spółki jawnej (bez KRS, bez możliwości pozyskania sprawozdań), a także spółki cywilne (wspólnicy spółek cywilnych). Sprawozdania finansowe tych podmiotów stanowiły podstawę do obliczenia kolejnych 14 wskaźników analizy finansowej, pogrupowanych w następujących obszarach:

- płynności finansowej,
- poziomu i zdolności obsługi zadłużenia,
- rotacji należności, zobowiązań i zapasów, a więc składowych cyklu konwersji gotówki,
- rentowności sprzedaży i produktywności majątku.

Wskaźniki finansowe tych obszarów, analizowane w dalszej części rozdziału, zostały obliczone na: cztery, trzy, dwa lata oraz rok przed sądowym ogłoszeniem upadłości. Stąd też można potraktować je jako wzorce zmienności wybranych parametrów finansowych dla przedsiębiorstw, które w cyklu swojego życia przeżywają

⁴ Info Veriti Polska Sp. z o.o. jest jednym z największych dostawców informacji gospodarczej w Polsce, którego udziałowcem jest Info Veriti Capital Investments Ltd. z Londynu. Wywiadownia gospodarcza, zgodnie z informacjami podawanymi w serwisach online, posiada dostęp do informacji o ponad 500 mln podmiotów gospodarczych z całego świata; szerzej: <http://www.infoveriti.pl/> (dostęp: 01.05.2020).

⁵ Centralny Ośrodek Informacji Gospodarczej; szerzej: <https://www.coig.com.pl/>

na tyle istotny kryzys, że zagraża im utrata zdolności do kontynuacji działalności gospodarczej. Potraktowanie wyników badań *ex post* upadłych w latach 2016–2019 przedsiębiorstw daje asumpt do wykorzystania ich w interpretacji *ex ante*, tj. przy ocenie wyników badań wybranych przedsiębiorstw, które mogą być zestawione ze zmiennością prezentowanych w książce mierników finansowych, która w sposób charakterystyczny zachowuje się w jednostkach zbliżających się do upadłości.

Badania te mogą być również pomocne w ustalaniu zmiennych do modeli wczesnego ostrzegania, opartych m.in. na analizie dyskryminacyjnej⁶, bowiem wskazują na kierunek i siłę zmiany tych wskaźników, tu w badaniach – jako ich potencjalnych jednowymiarowych predyktorów upadłości przedsiębiorstw, a w zastosowaniu analizy dyskryminacyjnej – jako wielowymiarowej wiązki zmiennych składających się na określony model klasyfikacyjny.

W przedmiotowym dyskursie naukowym obecny jest wątek badawczy, który nie jest bez znaczenia dla wiarygodności badań sprawozdań finansowych, w szczególności właśnie obejmujących próbę jednostek upadłych. Należy o tym wspomnieć, bowiem podmioty te, z uwagi na wyjątkowy (często przełomowy) etap w cyklu życia, nie dopełniają obowiązku sprawozdawczego, albo też realizują go z opóźnieniem. To wpływa z jednej strony na transparentność i zdolność wczesnego wykrywania symptomów upadłości kooperantów w biznesie, ale także niestety – na zwiększenie możliwości defraudacji i manipulacji danymi finansowymi.

4.2. Sprawozdawczość finansowa – źródła informacji zarządczej w procesie określania wiarygodności finansowej kooperantów na rynku

Podstawą wnioskowania w analizie finansowej jest rzetelne i otrzymane na czas sprawozdanie finansowe. Rachunkowość wykształciła szereg zasad sporządzania oraz audytu sprawozdań finansowych, mając na celu poprawność metodologiczną i zgodność z wykładnią prawa, ale przede wszystkim – rzetelność danych w nich prezentowanych. Istnieje również w końcu i kodeks etyki zawodowej samych księgowych.

⁶Szerzej na temat rysu historycznego statystycznej analizy wielowymiarowej m.in. w: A. Balicki (2009). *Statystyczna analiza wielowymiarowa i jej zastosowania społeczno-ekonomiczne*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego. s. 16–23. Natomiast doskonała synteza przeprowadzonych badań nad wykorzystaniem analizy dyskryminacyjnej w prognozowaniu (wyprzedzającym klasyfikowaniu) upadłości (niewypłacalności) przedsiębiorstw została przeprowadzona przez: J. Kitowski (2015). *Metody dyskryminacyjne jako instrument oceny zagrożenia upadłością przedsiębiorstwa*. Rzeszów: Wydawnictwo Uniwersytetu Rzeszowskiego. s. 11–207. W przedmiotowym nurcie badań w piśmiennictwie polskim ostatniej dekady istnieje również bardzo interesująca pozycja przekrojowa autorstwa: J. Pocięcha, B. Pawełek, M. Baryła, S. Augustyn (2014). *Statystyczne metody prognozowania bankructwa w zmieniającej się koniunkturze gospodarczej*. Kraków: Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie. s. 7–170.

Problemy te doskonale syntetyzuje B. Micherda⁷. Jednak historia wielkich kryzysów uczy nas, że weryfikacja ta może nie przynosić oczekiwanych skutków, a informacja o prawdziwym standingu finansowym lawinowo zmierzających ku upadłości gigantów (dawno już przecież obalony paradygmat: ang. *too big to fail* – tzw. TBTF⁸) może być celowo wyjawiana interesariuszom z opóźnieniem. Z drugiej strony ostatni kryzys gospodarczy, wywołany przez COVID-19 (z 2020 r.) pokazuje również, że interwencjonizm państwowy polegający na uruchamianiu zarządzania w okresie kryzysu w postaci programów wsparcia powoduje, że przedsiębiorstwa mają również tendencję do okresowego zaniżania przychodów (przenosząc je na okresy późniejsze), aby otrzymywać na działalność operacyjną oferowane przez rząd wsparcie finansowe. Wszystko to sprawia, że w powszechnym przekonaniu, a także zdaniem wielu przedstawicieli teorii, jak i samych przedsiębiorców – sprawozdania finansowe mogą być podstawą manipulacji finansowych, *notabene* niesłusznie nazywanych zamiast „agresywnej” – „kreatywną” rachunkowością⁹.

Na temat tego, czy sprawozdania finansowe zapewniają w istocie rzetelny obraz finansów podmiotu, mogący służyć jego analizie wskaźnikowej, a także mogący być podstawą określenia pozycji ratingowej można by napisać odrębną publikację, w której nie zabrakłoby bynajmniej licznych studiów przypadków pokazujących, w jak dalece wyrafinowanej postaci w praktyce gospodarczej mają miejsce nadużycia (w skrajnych przypadkach – i oszustwa) finansowe. Zapewne również i sama pandemia COVID-19 przyniesie bezprecedensowe przykłady takiego działania.

⁷ B. Micherda (2006). *Problemy wiarygodności sprawozdania finansowego*. Warszawa: Difin. s. 11–23.

⁸ Szerzej m.in.: A. Dąbkowska (2019). Problem Too Big to Fail – czy istnieją sposoby jego rozwiązania? *Przedsiębiorczość i zarządzanie 2019*, 1(1), tom XX, 259–271; C. Stypułkowski (2010). Too Big to Fail – różne koncepcje działań. *Bezpieczny Bank*, 3(42), 92–100.

⁹ Kreatywność w rachunkowości, jak i w innych obszarach życia zawodowego, jest z etymologicznego punktu widzenia cechą pozytywną i słowo to nie powinno być synonimem defraudacji sprawozdań finansowych, manipulacji czy malwersacji finansowych. Zdecydowanie poprawną formą określenia działań na granicy prawa bądź noszących znamiona przestępcze jest sformułowanie „agresywnej” rachunkowości. Bardzo dobre konkluzje w tym nurcie rozważań opublikowane zostały w: D. Król (2015). Rachunkowość kreatywna a rachunkowość agresywna. *Nauki o Finansach*, 2(23), 11–21, gdzie autorka słusznie podsumowuje, iż: „rachunkowość kreatywna, w pozytywnym znaczeniu, to świadomy wybór rozwiązań dopuszczonych przez ustawę o rachunkowości, który ma na celu jak najbardziej obiektywne (tj. w sposób rzetelny i jasny) zaprezentowanie liczb w sprawozdaniu finansowym oraz ujawnienie tzw. transakcji pozabilansowych w informacji dodatkowej do sprawozdania tak, aby odbiorca sprawozdania finansowego miał jak najbardziej prawdziwy obraz sytuacji finansowej i majątkowej”. Z tym samym zrozumieniem granic pomiędzy znaczeniem przymiotnikowym określeń rachunkowości spotykamy się w publikacji: A. Wiercińska (2008). Granice między kreatywną, agresywną i oszukańczą rachunkowością. *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, 2, 141–150.

4.3. Istota oceny płynności finansowej w procesie oceny zagrożenia utratą zdolności do ciągłości funkcjonowania przedsiębiorstw

W procesie szacowania prawdopodobieństwa utraty zdolności podmiotu do dalszego funkcjonowania, czyli *de facto* w procesie oceny zagrożenia niewypłacalnością (upadłością) przedsiębiorstwa, istotna jest ocena płynności finansowej. Mówi o tym wprost art. 10 PU, który wskazuje: „Upadłość ogłasza się w stosunku do dłużnika, który stał się niewypłacalny”. Ten zaś posiada taki przymiot, gdy (art. 11.1 PU) „utracił zdolność do wykonywania swoich wymagalnych zobowiązań pieniężnych”. Logika interpretacji ekonomicznej takiego zapisu prawnego nakazuje nam stawiać na pierwszym miejscu właśnie obszar płynności finansowej jako ten, który w najwyższym stopniu powinien być barometrem pozwalającym na ocenę zdolności do kontynuacji działalności gospodarczej. I tak w istocie jest. Badania związane z częstością występowania w strukturze funkcji dyskryminacyjnych (modeli wczesnego ostrzegania) różnych grup wskaźników¹⁰ zdecydowanie pokazały, że właśnie wskaźniki z grupy płynności finansowej stanowią jedne z najczęściej wprowadzanych do modeli zmiennych, co wynika z faktu, iż są one dobrymi predyktorami upadłości przedsiębiorstw.

Podstawowy wskaźnik z tego obszaru, nazywany *notabene* w literaturze przedmiotu alternatywnie jako: wskaźnik płynności ogólnej, wskaźnik płynności bieżącej, podstawowy wskaźnik płynności finansowej, czy też wskaźnik płynności I stopnia, stanowi relację wartości aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych. Jego zmienność w okresie 4 lat poprzedzających sądowe orzeczenie o upadłości została przedstawiona na rys. 1.

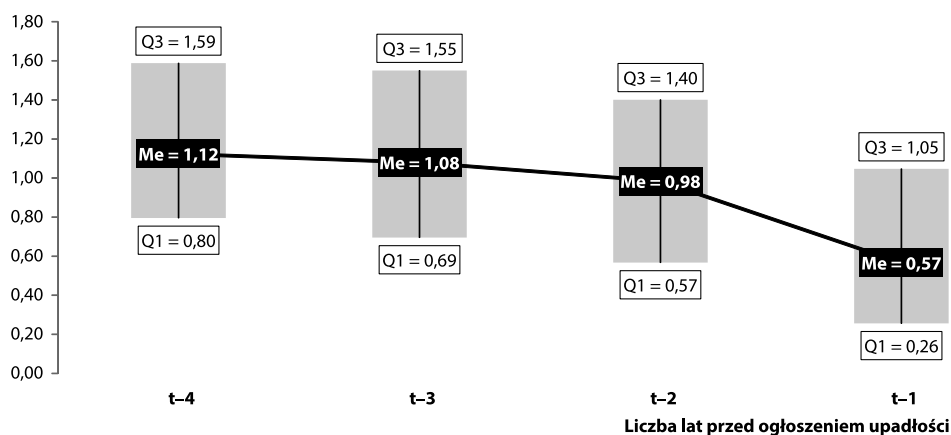
Wskaźnik ten został obliczony na grupie 413 upadłych podmiotów (dane na rok przed sądowym ogłoszeniem upadłości). Próba ta wraz ze zwiększaniem horyzontu prognostycznego ulegała powiększeniu (do 621 jg. na 4 lata przed upadłością). We wskaźniku przyjęto wartości aktywów na koniec roku obrotowego, tj. bez przyjmowania ich stanu uśrednionego. Na rok przed upadłością przedsiębiorstwa te są w stanie pokryć w 63% zapadalne w krótkim okresie zobowiązania bieżące z posiadanych aktywów obrotowych. Tempo zmian przeciętnej wartości tego wskaźnika znacząco nabiera dynamiki właśnie na rok przed orzeczeniem o upadłości (średnia jego wartość obniża się o 33,99%, podczas gdy zmienność ta w poprzednich okresach była na poziomie 4,90% – z okresu t-4 do t-3, a także 9,08% – z okresu t-3 do t-2).

¹⁰ P. Antonowicz (2010). Zmienne egzogeniczne funkcji dyskryminacyjnych w polskich modelach prognozowania upadłości przedsiębiorstw. [w:] A.P. Balcerzak, E. Rogalska (red.), *Stymulowanie innowacyjności i konkurencyjności przedsiębiorstwa w otoczeniu globalnej gospodarki wiedzy* (s. 203–215). Toruń: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika; P. Antonowicz (2015). *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw. Teoria – praktyka gospodarcza – studia regionalne*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego. s. 204–207.

Zmienność wszystkich najważniejszych (jednowymiarowych) predyktorów upadłości przedsiębiorstw jest najwyższa właśnie w okresie t-1. Stąd też zdecydowania większość, a *de facto* wszystkie – poza nielicznymi (głównie nieudanymi) próbami budowania funkcji prognostycznych ukierunkowanych na wczesne wykrywanie sygnałów wskazujących na zagrożenie niewypłacalnością – oszacowane są z rocznym horyzontem prognostycznym. Ta reguła niestety¹¹ ma swoje odniesienie do innych wskaźników analizy finansowej i jak dotąd nie udało się autorom SWO opracować funkcji o wystarczających zdolnościach klasyfikacyjnych w przypadku prognozy 2-letniej bądź dłuższej.

Aby móc odnieść podstawowe statystyki opisujące przebieg zmienności tego (zob. rys. 1.) oraz pozostałych analizowanych w książce wskaźników, należy odnieść je do wartości normatywnych, które na potrzeby realizowanych badań stanowią syntezę opracowań SKwP (zob. tabela 1. i dalsze). Przeciętnie w latach 2015–2018 przedsiębiorstwa w Polsce (średnio poddanych było badaniom w tym okresie 58 750 jg.) utrzymywały płynność na poziomie 2,60. Były zatem w stanie utrzymywać relatywnie wysoką rezerwę płynności finansowej, wynoszącą około 130% wartości zobowiązań wymaganych do spłaty w krótkim okresie.

Rys. 1. Płynność pierwszego stopnia w okresie 4 lat przed ogłoszeniem upadłości przedsiębiorstw w Polsce.



¹¹ Pisząc „niestety”, mamy na myśli wciąż niewystarczające dla potrzeb praktyki gospodarczej wyprzedzenie prognostyczne na poziomie 1 roku. Rozumiejąc utratę zdolności klasyfikacyjnych modeli dyskryminacyjnych, która ma miejsce wraz z wydłużeniem horyzontu prognostycznego, warto pamiętać, że skuteczność/aplikacyjność tych systemów radykalnie by uległa zwiększeniu, gdyby udało się zbudować system dający zadowalające zdolności klasyfikacyjne na 2 lata przed upadłością. W praktyce bowiem taki właśnie okres należy przyjąć, aby móc wnioskować (biorąc pod uwagę opóźnienia w publikowaniu sprawozdań finansowych) o 1-rocznym prospektywnym wnioskowaniu.

Pozostałe statystyki dla danego wskaźnika w próbie $N_0 = 1\,561$ jg.	t-4	t-3	t-2	t-1
Liczba obserwacji (dostępnych na podstawie sprawozdań finansowych podmiotów upadłych)	621	570	548	413
Liczba ważnych obserwacji (obliczonych wskaźników z próby N_0 bez wart. nietypowych i b.d.)	560	521	501	385
Liczba ważnych obserwacji w stosunku do zgromadzonych danych finansowych	90,18%	91,40%	91,42%	93,22%
Średnia arytmetyczna z zakresu bez wartości nietypowych $<Q1 - 1,5 \times IRQ; Q3 + 1,5 \times IRQ>$	1,10	1,05	0,95	0,63
Odchylenie standardowe z zakresu bez wartości nietypowych	0,56	0,57	0,56	0,50
Minimum z zakresu bez wartości nietypowych	0,00	0,00	0,00	0,00
Maximum z zakresu bez wartości nietypowych	2,76	2,82	2,64	2,20

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania sprawozdań finansowych 1 561 jg. postawionych w stan upadłości w latach 2016–2019 (dane finansowe za okres 4 lat poprzedzających upadłość, tj. za lata 2011–2018).

Tabela 1. Wskaźnik płynności bieżącej w przedsiębiorstwach w Polsce w latach 2015–2018 na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce

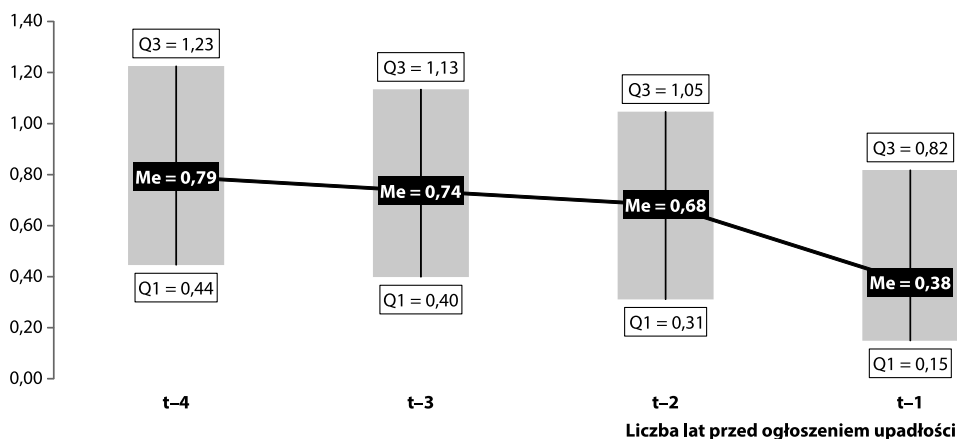
Podstawowe statystyki wskaźnika w gospodarce polskiej na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce (T. Dudycz, W. Skoczylas – badania prowadzone w latach 2015–2020)	PŁYNNOŚĆ I STOPNIA [AO/ZKT] – bez uśr. wart. bilans.			
	2015	2016	2017	2018
Liczba obserwacji	45 328	36 893	54 021	98 759
Średnia arytmetyczna	2,64	2,49	2,37	2,91
Odchylenie standardowe	2,45	2,16	1,97	2,89
1 kwartyl (25% obserwacji)	0,73	0,66	0,62	0,82
Mediana	1,92	1,85	1,79	2,03
3 kwartyl (75% obserwacji)	2,31	2,01	1,79	2,83

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań: T. Dudycz, W. Skoczylas. Wskaźniki finansowe przedsiębiorstw według działów (sektorów) za 2015 r./2016 r./2017 r./2018 r. Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP. [w:] *Rachunkowość*, Nr-y: 4/2020 (s. 67–94); 4/2019 (s. 57–84); 4/2018 (s. 62–88); 4/2017 (s. 74–100).

Pogłębieniem oceny płynności ogólnej jest badanie płynności szybkiej, nazywanej również płynnością II stopnia. Uwzględniając redukcję w liczniku tego wskaźnika poziomu zapasów, zbliżamy się do coraz bardziej realnego obrazu przedstawiającego faktyczne możliwości spłaty zobowiązań, jakie upadające w Polsce przedsiębiorstwa traciły wraz ze zbliżaniem się do ostatecznego stanu ich niewypłacalności (t_0). Mając na uwadze oczekiwane inkaso należności tych jednostek, przeciętnie na rok przed upadłością przedsiębiorstwa w Polsce są w stanie spłacić zaledwie 46% swoich zobowiązań krótkoterminowych (zob. rys. 2.). Waga tych zobowiązań pozostaje, tak samo jak we wskaźniku poprzednim, bardzo duża.

Stanowią one bowiem w głównej mierze trzy kategorie wymaganych obciążeń, tj. środków wobec: (1) kooperantów (zapłata za świadczone przez nich dostawy i usługi); (2) pracowników (wynagrodzenia); (3) US i ZUS (podatki i ubezpieczenia). Brak ich terminowej spłaty skutkuje bardzo poważnymi konsekwencjami, mającymi wpływ na zdolność jednostki do dalszego funkcjonowania, co – uwiarygodniając tę opinię – doskonale przedstawiają statystyki zobrazowane na rys. 2.

Rys. 2. Płynność drugiego stopnia w okresie 4 lat przed ogłoszeniem upadłości przedsiębiorstw w Polsce.



Pozostałe statystyki dla danego wskaźnika w próbie $N_0 = 1\ 561$ jg.	t-4	t-3	t-2	t-1
Liczba obserwacji (dostępnych na podstawie sprawozdań finansowych podmiotów upadłych)	621	569	547	410
Liczba ważnych obserwacji (obliczonych wskaźników z próby N_0 bez wart. nietypowych i b.d.)	565	521	506	382
Liczba ważnych obserwacji w stosunku do zgromadzonych danych finansowych	90,98%	91,56%	92,50%	93,17%
Średnia arytmetyczna z zakresu bez wartości nietypowych $\langle Q1 - 1,5 \times IRQ; Q3 + 1,5 \times IRQ \rangle$	0,78	0,73	0,66	0,46
Odchylenie standardowe z zakresu bez wartości nietypowych	0,48	0,47	0,46	0,41
Minimum z zakresu bez wartości nietypowych	0,00	0,00	0,00	0,00
Maximum z zakresu bez wartości nietypowych	2,36	2,15	2,15	1,77

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania sprawozdań finansowych 1 561 jg. postawionych w stan upadłości w latach 2016–2019 (dane finansowe za okres 4 lat poprzedzających upadłość, tj. za lata 2011–2018).

Tabela 2. Wskaźnik płynności szybkiej w przedsiębiorstwach w Polsce w latach 2015–2018 na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce

Podstawowe statystyki wskaźnika w gospodarce polskiej na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce (T. Dudycz, W. Skoczylas – badania prowadzone w latach 2015–2020)	PŁYNNOŚĆ II STOPNIA [(AO – ZAP – Rm/o)/ZKT] – bez uśr. wart. bilans.			
	2015	2016	2017	2018
Liczba obserwacji	45 249	36 851	53 979	98 598
Średnia arytmetyczna	1,98	1,86	1,77	2,30
Odchylenie standardowe	2,04	1,81	1,65	2,49
1 kwartył (25% obserwacji)	0,65	0,61	0,57	0,73
Mediana	1,41	1,36	1,33	1,58
3 kwartył (75% obserwacji)	1,91	1,62	1,42	2,38

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań: T. Dudycz, W. Skoczylas. Wskaźniki finansowe przedsiębiorstw według działów (sektorów) za 2015 r./2016 r./2017 r./2018 r. Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP. [w:] *Rachunkowość*, Nr-y: 4/2020 (s. 67–94); 4/2019 (s. 57–84); 4/2018 (s. 62–88); 4/2017 (s. 74–100).

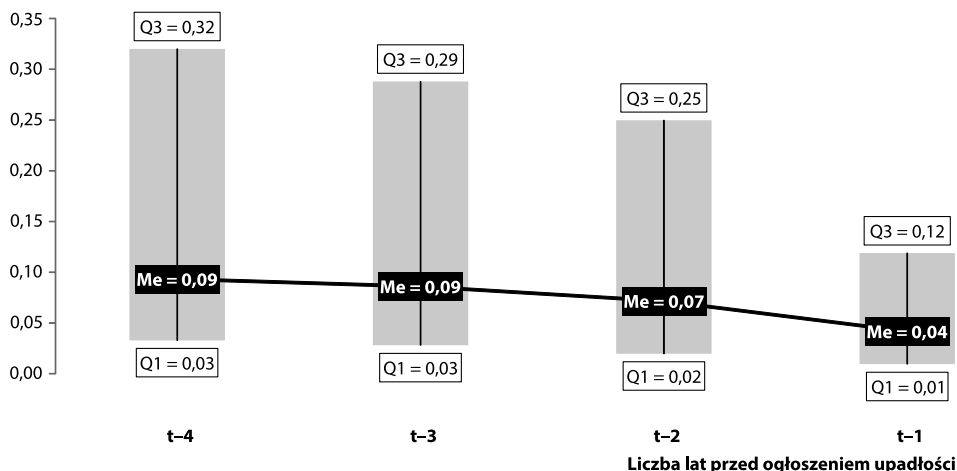
Na uwagę zasługuje w tym miejscu fakt, że zauważalny jest relatywnie duży wzrost pomiędzy średnimi wartościami płynności szybkiej w jednostkach upadających oraz w próbie podmiotów losowo wyłonionych z REGON (zob. tabela 2.). Przeciętnie przedsiębiorstwa w Polsce ten stopień płynności utrzymują w ostatnich 4 latach na poziomie 1,98, zaś podmioty upadające na rok przed sądowym orzeczeniem ich niewypłacalności (tj. w okresie $t-1$) wykazują pokrycie płynnymi aktywami obrotowymi niespełna połowy zapadalnych w krótkim okresie zobowiązań (tj. 0,46). Statystyki te wymownie wskazują na podkreślaną wcześniej w książce zasadność nadrzędnego traktowania tej grupy wskaźników finansowych, jak jednych z najwyższej ocenianych jako jedno- bądź wielowymiarowe predyktory upadłości.

Trzecim i ostatnim w tym zestawieniu wskaźników płynności finansowej jest wskaźnik płynności natychmiastowej, określanej również wskaźnikiem płynności gotówkowej bądź wskaźnikiem płynności III stopnia. Względem poprzedniej miary, w liczniku jest on pozbawiony kolejnej pozycji aktywów obrotowych, którą stanowią należności krótkoterminowe. Wskaźnik ten informuje o faktycznych zdolnościach do pokrycia (wg stanu na dany dzień) zapadalnych zobowiązań ze środków finansowych utrzymywanych w kasie bądź na rachunkach bankowych, lub też możliwych do zbycia papierów wartościowych. W literaturze przedmiotu problematykę tę opisuje również zagadnienie nazywane transakcyjną rezerwą płynności finansowej¹².

¹²Szerzej m.in.: F. Mirola, N. Nehrebecka (2018). Determinanty transakcyjnej rezerwy płynności finansowej w spółkach giełdowych w Polsce. *Gospodarka Narodowa. The Polish Journal of Economics*, 295(3), 75–102; F. Mirola (2019). Zastosowanie metaanalizy w badaniu dynamiki dostosowań transakcyjnej rezerwy płynności przedsiębiorstw. *Wiadomości Statystyczne. The Polish Statistician*, 64(5), 48–73; A. Parakitna, A. Górski (2008). Czynniki wpływające na zarządzanie gotówką operacyjną w mikro- i małych przedsiębiorstwach. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 47, 109–119.

Na rys. 3. zaprezentowane zostały obniżające się możliwości realnej spłaty zobowiązań przez zbliżające się ku upadłości przedsiębiorstwa w Polsce. Ocenę przeciętnego poziomu analizowanego miernika w jednostkach ogółem przedstawia natomiast tabela 3.

Rys. 3. Płynność trzeciego stopnia w okresie 4 lat przed ogłoszeniem upadłości przedsiębiorstw w Polsce.



Pozostałe statystyki dla danego wskaźnika w próbie $N_0 = 1\ 561$ jg.	t-4	t-3	t-2	t-1
Liczba obserwacji (dostępnych na podstawie sprawozdań finansowych podmiotów upadłych)	621	568	541	400
Liczba ważnych obserwacji (obliczonych wskaźników z próby N_0 bez wart. nietypowych i b.d.)	551	508	481	338
Liczba ważnych obserwacji w stosunku do zgromadzonych danych finansowych	88,73%	89,44%	88,91%	84,50%
Średnia arytmetyczna z zakresu bez wartości nietypowych $\langle Q1 - 1,5 \times IRQ; Q3 + 1,5 \times IRQ \rangle$	0,15	0,14	0,11	0,05
Odchylenie standardowe z zakresu bez wartości nietypowych	0,18	0,16	0,13	0,06
Minimum z zakresu bez wartości nietypowych	0,00	0,00	0,00	0,00
Maximum z zakresu bez wartości nietypowych	0,75	0,67	0,58	0,28

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania sprawozdań finansowych 1 561 jg. postawionych w stan upadłości w latach 2016–2019 (dane finansowe za okres 4 lat poprzedzających upadłość, tj. za lata 2011–2018).

Tabela 3. Wskaźnik płynności natychmiastowej w przedsiębiorstwach w Polsce w latach 2015–2018 na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce

Podstawowe statystyki wskaźnika w gospodarce polskiej na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce (T. Dudycz, W. Skoczylas – badania prowadzone w latach 2015–2020)	PŁYNNOŚĆ III STOPNIA [(AO – ZAP – NKT – Rm/o)/ZKT] – bez uśr. wart. bilans.			
	2015	2016	2017	2018
Liczba obserwacji	44 693	36 412	53 421	97 195
Średnia arytmetyczna	0,86	0,78	0,70	1,03
Odchylenie standardowe	1,24	10,09	0,96	1,47
1 kwartył (25% obserwacji)	0,36	0,32	0,29	0,44
Mediana	0,45	0,41	0,37	0,55
3 kwartył (75% obserwacji)	1,22	1,04	0,91	1,46

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań: T. Dudycz, W. Skoczylas. Wskaźniki finansowe przedsiębiorstw według działów (sektorów) za 2015 r./2016 r./2017 r./2018 r. Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP. [w:] *Rachunkowość*, Nr-y: 4/2020 (s. 67–94); 4/2019 (s. 57–84); 4/2018 (s. 62–88); 4/2017 (s. 74–100).

Wskaźnik płynności natychmiastowej w próbie podmiotów gospodarki narodowej wylosowanej z REGON (badania T. Dudycza i W. Skoczylas; zob. tabela 3.) ulega pewnej zmianie w zależności od roku prowadzonych badań. Autorzy w komentarzach zwracali słusznie uwagę, że płynność ta jest poniekąd barometrem tego, co dzieje się w makrootoczeniu (w gospodarce). Podkreślić należy bowiem, że podmioty reaktywnie zarządzane, tj. uwzględniające konieczność buforowania powiększonego poziomu rezerw finansowych w okresach dekoniunktury, wykazują właśnie podwyższone poziomy wskaźników płynności finansowej. Nie można wówczas mówić o ich nieefektywnym gospodarowaniu zasobami obrotowymi, a raczej o prewencyjnym utrzymywaniu akceptowanego poziomu niewielkiej nadpłynności, co jest w pełni uzasadnione właśnie w okresie kryzysu. Stąd też średni poziom płynności gotówkowej w Polsce w przedsiębiorstwach raportujących dane finansowe za rok 2018 wynosił 103%, podczas gdy na rok przed ogłoszeniem upadłości podmioty *de facto* już znajdujące się na skraju niewypłacalności były w stanie utrzymywać zaledwie 5 zł na każde 100 zł koniecznych do spłaty w krótkim okresie zobowiązań. Nic więc dziwnego, że przy tak niskiej zdolności płatniczej jednostki te upadły rok później (zob. rys. 3.).

Płynność finansowa wiąże się z innymi bardzo ważnymi wskaźnikami analizy finansowej. Jej ocena jest pochodną polityki utrzymywania określonego poziomu kapitału pracującego w przedsiębiorstwie, a także uzależniona jest od tego, jakie kierunkowe decyzje podejmowane są przez menedżerów w zakresie finansowania działalności gospodarczej. Ta bowiem nie pozostaje bez wpływu na poziom oraz zdolność obsługi zadłużenia. Z jednej strony oczywiste wydaje się, że przy

wyższej od WACC¹³ stopie rentowności działalności, warto korzystać z finansowania zewnętrznego, z drugiej jednak strony przekroczenie pewnego limitu tego finansowania naraża przedsiębiorstwo na niski rating (również m.in. w ocenie zdolności kredytowej), wynikający właśnie z niskiego poziomu samofinansowania majątku i działalności gospodarczej. Zgodnie z teorią długoterminowo związany kapitał jednostki powinien wystarczać na pokrycie aktywów trwałych. Oznacza to, że tzw. kapitał stały – stanowiący sumę kapitałów własnych oraz zobowiązań długoterminowych – powinien pozostawać w ścisłej relacji z wartością aktywów trwałych.

4.4. Poziom i zdolność obsługi zadłużenia przedsiębiorstw upadających i zmienności ich struktury finansowania

Edward I. Altman¹⁴ w swojej wypowiedzi z 2020 r. zauważył, że: „spółki robią przeciwieństwo tego, co powinny robić, czyli delewarować się (...). Kiedy rośnie ryzyko niewypłacalności, to czego nie powinno się robić, to zwiększać dług. Powinno się go zmniejszać”¹⁵. Ta reguła na poziomie myślenia dedukcyjnego nie powinna budzić żadnych zastrzeżeń, jednak jak pokazuje indukcja (czyli wnioskowanie przez przypadki) – nie ma to niestety zawsze miejsca w praktyce gospodarczej. Podchodząc bardzo optymistycznie do rozwiązania trudnej sytuacji, w jakiej znajduje się przedsiębiorstwo doświadczające problemów płatniczych, zarząd podejmuje bowiem często decyzję o posiłkowaniu się kolejnym finansowaniem zewnętrznym. Problem polega na tym, że w zależności od perspektywności sektora, a także endogenicznej zdolności organizacji do przezwyciężenia kryzysu, decyzje te powinny zmierzać właśnie albo w kierunku pozyskania kapitału w krótkim okresie na odbicie z bessy (wyłącznie w sytuacji, gdy istnieje duże prawdopodobieństwo restrukturyzacji i wyjścia z kryzysu), albo w kierunku stosowania narzędzi z obszaru *lean management* ukierunkowanych na uszczuplenie majątku jednostki o najmniej produktywną część, w połączeniu z rzetelną analizą możliwych konsekwencji uelastyczenia

¹³ WACC – (przypomnienie) średnioważony koszt kapitału.

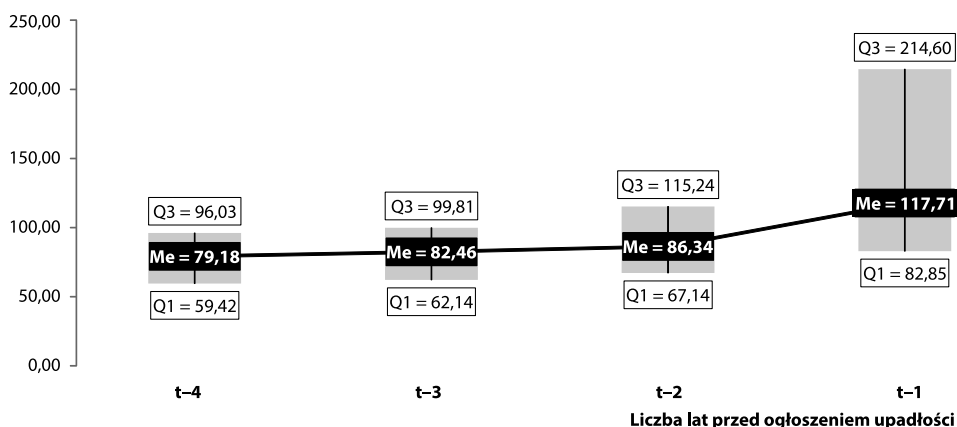
¹⁴ Edward Altman – (ur. 1941), profesor New York University’s Stern School of Business, autor prekursorskiego modelu prognozowania upadłości przedsiębiorstw (1968). Wielokrotnie nagradzamy w światowych rankingach i konkursach za działalność naukową i popularyzacyjną w nurcie badań nad bankructwami i upadłościami przedsiębiorstw, m.in. doktor honoris causa SGH w Warszawie (2015) – szerzej na temat biografii na stronie: <https://www.stern.nyu.edu/faculty/bio/edward-altman> (dostęp: 20.09.2020).

¹⁵ M. Druś (2020). Twórca wskaźnika Altmana oczekuje serii wielkich bankructw. *Puls Biznesu*, z dnia 15-07-2020, <https://www.pb.pl/tworca-wskaznika-altmana-oczekuje-serii-wielkich-bankructw-996813> (dostęp: 15.07.2020).

działalności, m.in. poprzez *outsourcing*. Uszczuplenie majątku nie może jednak być oderwane od oceny zdolności jednostki do kontynuacji działalności i utrzymania w przyszłości pozycji konkurencyjnej przy założeniu pozbycia się części jej aktywów. Nie można bowiem ulegać złudzeniu, że środki te w przyszłości będą wykorzystane, gdyż *de facto* zostaną skonsumowane na krótkookresowe zaspokojenie potrzeb bieżących podmiotu.

O tym, jak bliski prawdy jest prof. Altman w cytowanej wypowiedzi świadczy rys. 4., na którym zobrazowane zostało kształtowanie się wskaźnika zadłużenia ogólnego w podmiotach zbliżających się nieuchronnie przez 4 lata swojej działalności do upadłości (niewypłacalności).

Rys. 4. Wskaźnik zadłużenia ogólnego w okresie 4 lat przed ogłoszeniem upadłości przedsiębiorstw w Polsce.



Pozostałe statystyki dla danego wskaźnika w próbie $N_0 = 1\,561$ jg.	t-4	t-3	t-2	t-1
Liczba obserwacji (dostępnych na podstawie sprawozdań finansowych podmiotów upadłych)	629	574	572	459
Liczba ważnych obserwacji (obliczonych wskaźników z próby N_0 bez wart. nietypowych i b.d.)	588	513	511	404
Liczba ważnych obserwacji w stosunku do zgromadzonych danych finansowych	93,48%	89,37%	89,34%	88,02%
Średnia arytmetyczna z zakresu bez wartości nietypowych $<Q1 - 1,5 \times IRQ; Q3 + 1,5 \times IRQ>$	75,14	79,08	83,69	128,44
Odchylenie standardowe z zakresu bez wartości nietypowych	27,47	28,26	34,51	80,63
Minimum z zakresu bez wartości nietypowych	4,67	8,71	0,00	0,00
Maximum z zakresu bez wartości nietypowych	150,61	155,80	185,77	399,51

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania sprawozdań finansowych 1 561 jg. postawionych w stan upadłości w latach 2016–2019 (dane finansowe za okres 4 lat poprzedzających upadłość, tj. za lata 2011–2018).

Nieco ponad 5-procentowe tempo zmian wskazujące na rokroczne zwiększanie poziomu zadłużenia względem wartości sumy bilansowej upadających przedsiębiorstw radykalnie zmienia się w okresie t-1, tj. na rok przed sądowo orzeczoną niewypłacalnością. Zmiana wskaźnika względem roku poprzedniego średnio bowiem wynosi 53,46%. Na rok przed upadłością przedsiębiorstwa są zadłużone średnio na poziomie 128,44% sumy bilansowej. Jak to możliwe? Dzieje się tak dlatego, że w wielu z tych przypadków dochodzi do tzw. upadłości bilansowej, która ma miejsce wówczas, gdy zgodnie z art. 11.1. PU „dłużnik będący osobą prawną albo jednostką organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej, której odrębna ustawa przyznaje zdolność prawną, jest niewypłacalny także wtedy, gdy jego zobowiązania pieniężne przekraczają wartość jego majątku, a stan ten utrzymuje się przez okres przekraczający dwadzieścia cztery miesiące”. Ekonomiczna analiza tego zapisu prawa upadłościowego prowadzi nas zatem do stwierdzenia, że sytuacja ta jest możliwa z algebraicznego i logicznego zarazem punktu widzenia wyłącznie w jednej sytuacji: gdy kapitały własne tych podmiotów są ujemne¹⁶. Zgodnie z załącznikiem do ustawy o rachunkowości¹⁷ – kapitały własne, składające się z: (I) kapitału podstawowego; (II) kapitału zapasowego; (III) kapitału z aktualizacji wyceny; (IV) pozostałych kapitałów zapasowych; (V) wyniku z lat ubiegłych; (VI) wyniku netto z bieżącego roku obrotowego; a także (VII) odpisów z zysku netto w ciągu roku obrotowego – mogą w niektórych pozycjach przyjmować wartości ujemne. Jeżeli sumarycznie kapitał własny przyjmuje wartość ujemną, to ma miejsce sytuacja związana z takim ukształtowaniem się struktury pasywów jednostki, która opisana została w wyżej cytowanym art. 11.1. PU. Co ciekawe, liberalność tego zapisu PU została dokonana w wyniku jednej z ostatnich nowelizacji PU, w której dodany (uszczegółowiony) został zapis dotyczący wymaganego okresu 24 miesięcy, w trakcie których stan ten musi się utrzymywać, aby możliwe było (przy spełnieniu również i innych warunków) określenie niewypłacalności jednostki.

Rosnące zadłużenie upadających w Polsce przedsiębiorstw jest, jak zostało to przedstawione na rys. 4., bezsprzeczne. Jednak o tym, jak dalece stan ten różni się od przeciętnego poziomu zadłużenia jednostek w gospodarce narodowej może nam powiedzieć analiza danych zawartych w tabeli 4.

¹⁶Szerzej problematykę tę omówiono na przykładzie formy prawnej spółki z ograniczoną odpowiedzialnością w rozdziale: P. Antonowicz, A. Antonowicz (2019). Zaprzeczenie idei społecznej odpowiedzialności biznesu w kontekście utrzymywania minimalnego poziomu kapitału zakładowego w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością. [w:] E. Mazur-Wierzbička, D. Janczewska (red.), *Spółeczna odpowiedzialność biznesu – perspektywa zarządzania i ekonomii* (s. 9–23). Łódź: Wydawnictwo Społecznej Akademii Nauk.

¹⁷Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 1994 nr 121 poz. 591.

Tabela 4. Zadłużenie w relacji do aktywów w przedsiębiorstwach w Polsce w latach 2015–2018 na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce

Podstawowe statystyki wskaźnika w gospodarce polskiej na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce (T. Dudycz, W. Skoczylas – badania prowadzone w latach 2015–2020)	OGÓLNE ZADŁUŻENIE [(ZDT + ZKT + R) × 100/A] – bez uśr. wart. bilans.			
	2015	2016	2017	2018
Liczba obserwacji	51 409	41 645	60 913	134 202
Średnia arytmetyczna	43,05	44,70	46,06	42,99
Odchylenie standardowe	28,32	27,93	27,51	29,70
1 kwartył (25% obserwacji)	23,32	23,05	23,02	24,67
Mediana	41,50	43,58	45,43	40,77
3 kwartył (75% obserwacji)	24,67	23,97	23,27	27,14

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań: T. Dudycz, W. Skoczylas, Wskaźniki finansowe przedsiębiorstw według działów (sektorów) za 2015 r./2016 r./2017 r./2018 r., Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP, [w:] *Rachunkowość*, Nr-y: 4/2020 (s. 67–94); 4/2019 (s. 57–84); 4/2018 (s. 62–88); 4/2017 (s. 74–100).

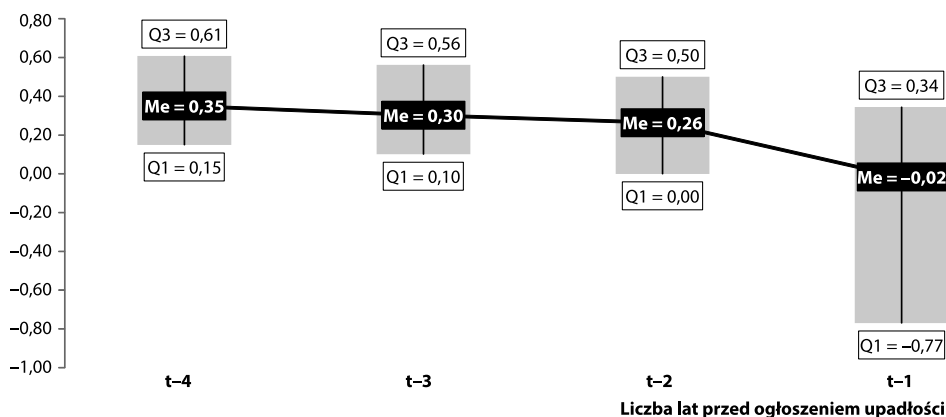
Podczas gdy aż 75% upadających w Polsce przedsiębiorstw wykazuje na rok przed niewypłacalnością zadłużenie sięgające do 214,60% ich sumy bilansowej¹⁸, w próbie ponad 134 tys. jednostek gospodarczych z REGON przeciętnie poziom ten oscyluje (w ostatnich czterech latach analizy, zob. tabela 4.) na poziomie 44,20%. Ponadto warto wskazać, że charakteryzuje się on (poziom wskaźnika ogólnego zadłużenia) względną stabilizacją na przestrzeni analizowanego okresu. Średnia arytmetyczna dla lat 2015–2018 oscyluje w okolicach 43–46% i wykazuje pewne zmiany (które teoretycznie można powiązać z obniżeniem stóp procentowych¹⁹), jednak poziom ten charakteryzuje się pewną stabilnością. Co więcej, można stwierdzić, że stopień ogólnego zadłużenia na poziomie w okolicach 40% jest wręcz konserwatywną wartością wskaźnika, szczególnie w warunkach działania w obszarze kontynentalnego modelu nadzoru właścicielskiego opartego o finansowanie dłużne. Optymalna wartość wskaźnika ogólnego zadłużenia jest silnie zdeterminowana branżą, w jakiej działa przedsiębiorstwo, niemniej z dużą dawką pewności można powiedzieć, że finansowanie działalności w głównej mierze kapitałem własnym (wskaźnik poniżej 50%) jest zjawiskiem bezpiecznym, a wręcz konserwatywnym. Co warto uwagi – to bardziej tendencja do zadłużania, a więc zmienność wskaźnika zadłużenia w okresie roku do dwóch przed ogłoszeniem

¹⁸ Tak dalece ujemny bowiem musi być w tych podmiotach poziom kapitału własnego, który w głównej mierze jest wynikiową ponoszonej straty netto w bieżącym roku oraz w poprzednich lat obrotowych.

¹⁹ W 2015 r. obniżono w Polsce stopę referencyjną NBP do poziomu 1,5%, co mając na względzie opóźnienia w transmisji polityki monetarnej, można próbować odszukiwać również w stopniu zadłużenia przedsiębiorstw.

niewypłacalności, powinna być przedmiotem głębszej analizy i w niej powinno się rozpatrywać ewentualny walor predykcyjny w zakresie niewypłacalności i utraty płynności przez przedsiębiorstwa. Warto przy tym przyrzeć się zmienności struktury finansowania, która wykazuje pewną lekką tendencję na 2 lata do roku przed ogłoszeniem niewypłacalności podmiotu, jednak najbardziej wyraźna zmienność (wyrażona przede wszystkim rozstępem) jest zauważalna na rok przed upadłością. Mało tego, jeśli interpretować jedynie medianę – trudno zauważyć dramatyczny wzrost zmienności, niemniej warto przy tym przyrzeć się właśnie jednemu ze wskaźników ryzyka, jakim jest rozstęp. Przykładowo, w pierwszych latach poprzedzających ogłoszenie niewypłacalności rozstęp w tym obszarze wynosił ok. 0,5, natomiast w samym roku poprzedzającym upadłość (rys. 5.) zmienność wzrosła ponad dwukrotnie i wyniosła ok. 1,1 – przy silnym, lecz nie tak znaczącym spadku mediany. Pytaniem zasadniczym jednak jest, czy wzrastające, nadmierne zadłużenie jest efektem utraty płynności, czy też przyczyną trudnej sytuacji dłużników. Pytanie to zdaje się być kluczowe z punktu widzenia interpretacji m.in. wskaźników zadłużenia i struktury finansowania. Jeśli bowiem to nadmierne zadłużenie byłoby efektem utraty źródeł dochodów i w ten sposób konieczności finansowania działalności np. kredytami kupieckimi – będzie to stanowiło skutek głębszej zmiany prowadzącej do kryzysu w przedsiębiorstwie. Jeśli jednak rozpatrywać znaczący wzrost zobowiązań jako przyczynę utraty płynności – wówczas należałoby poszukiwać innych źródeł prowadzących do niemożności regulowania ww. wierzytelności. Obie potencjalne konkluzje prowadzą do wniosku, że o ile samo zadłużenie przedsiębiorstwa jest warunkiem *sine qua non* wystąpienia niewypłacalności dłużnika, to nie jest warunkiem jedynym i determinującym kryzys w przedsiębiorstwie.

Rys. 5. Zmienność struktury finansowania w okresie 4 lat przed ogłoszeniem upadłości przedsiębiorstw w Polsce.



Pozostałe statystyki dla danego wskaźnika w próbie $N_0 = 1\,561$ jg.	t-4	t-3	t-2	t-1
Liczba obserwacji (dostępnych na podstawie sprawozdań finansowych podmiotów upadłych)	629	574	572	459
Liczba ważnych obserwacji (obliczonych wskaźników z próby N_0 bez wart. nietypowych i b.d.)	601	541	522	409
Liczba ważnych obserwacji w stosunku do zgromadzonych danych finansowych	95,55%	94,25%	91,26%	89,11%
Średnia arytmetyczna z zakresu bez wartości nietypowych $<Q1 - 1,5 \times IRQ; Q3 + 1,5 \times IRQ>$	0,40	0,35	0,29	-0,10
Odchylenie standardowe z zakresu bez wartości nietypowych	0,31	0,33	0,36	0,72
Minimum z zakresu bez wartości nietypowych	-0,54	-0,56	-0,75	-2,40
Maximum z zakresu bez wartości nietypowych	1,00	1,07	1,04	0,99

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania sprawozdań finansowych 1 561 jg. postawionych w stan upadłości w latach 2016–2019 (dane finansowe za okres 4 lat poprzedzających upadłość, tj. za lata 2011–2018).

Następny analizowany wskaźnik przyjmuje formę ilorazu kapitałów zaangażowanych długoterminowo (tzw. kapitałów stałych) w stosunku do sumy bilansowej podmiotu. Tak skonstruowany miernik, ukazujący trwałość struktury finansowania to ważny barometr bezpieczeństwa finansowego podmiotu. Podstawowe statystyki dla tego wskaźnika ujęto w tabeli 5. W badanych latach wartość środkowa tego indikatora oscylowała w granicy 0,70, co oznacza, że połowa diagnozowanych podmiotów wykazywała udział kapitałów stałych na poziomie nie większym niż 70% sumy bilansowanej, a druga połowa – na poziomie nie mniejszym niż 70%. Obserwując zarówno wskazania średniej klasycznej, jak i średniej pozycyjnej, można dojść do wniosku, iż w analizowanym okresie wskaźnik ten cechował się stabilizacją, bez wyraźnego trendu. Stabilne jest także jego rozproszenie – we wszystkich badanych latach dyspersja mierzona odchyleniem standardowym nie uległa zmianie. Stabilność tego miernika można tłumaczyć tym, iż lata 2015–2018 można za czas niejako umownego *prosperity*. Był to okres regularnych i niemalże liniowych wzrostów podstawowych parametrów gospodarczych nie tylko w ujęciu mikro-, ale i również makroekonomicznym. Indukowało to, iż podmioty gospodarujące, średnio rzecz biorąc, nie miały bodźca do nagłych i radykalnych zmian w strukturze kapitałowej, a szczególnie nie było tu motywacji do redefinicji strategicznych poziomów kapitału stałego. W literaturze przedmiotu generalnie nie podejmuje się ponadto prób estymacji uogólnionych przedziałów optymalnych dla tego wskaźnika (tak jak ma to miejsce chociażby przy analizie płynności), lecz zakłada się, iż jego wyższa wartość stanowić może odpowiednie zabezpieczenie w przededniu kryzysu. Z drugiej strony nawet w czasie umownego *prosperity*, jego wyższa wartość może świadczyć o możliwej przewadze konkurencyjnej. Dzieje się tak, gdyż wyższa wartość tego miernika oznacza, iż podmiot dysponuje większą przestrzenią do podejmowania agresywnych działań w obszarze krótkoterminowego lewarowania w przyszłości, w przypadku gdy np. na rynku pojawi się istotne zagrożenie ze strony konkurencji. Wyższa wartość tego miernika to ponadto korzystniejszy

krańcowy koszt pozyskania kapitału²⁰, gdyż wyższa wskazania płynące z trwałości struktury finansowania korelują ujemnie z poziomem indykatora D/E (dług/kapitał własnych). Jak wiadomo bowiem, przy niższych odczytach z trwałości struktury finansowania, podmiot nasycany będzie ryzykiem finansowym, co przyczyni się do wyższych oczekiwań kapitałodawców w zakresie ich wynagrodzenia za dostarczone do podmiotu finansowanie.

Tabela 5. Wskaźnik trwałości struktury finansowania przedsiębiorstw w Polsce w latach 2015–2018 na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce

Podstawowe statystyki wskaźnika w gospodarce polskiej na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce (T. Dudycz, W. Skoczylas – badania prowadzone w latach 2015–2020)	TRWAŁOŚĆ STRUKTURY FINANSOWANIA [(KW + RDT + ZDT)/A] – bez uśr. wart. bilans.			
	2015	2016	2017	2018
Liczba obserwacji	52 273	42 370	61 230	144 211
Średnia arytmetyczna	0,68	0,67	0,68	0,69
Odchylenie standardowe	0,23	0,23	0,23	0,23
1 kwartył (25% obserwacji)	0,24	0,24	0,24	0,28
Mediana	0,73	0,70	0,68	0,73
3 kwartył (75% obserwacji)	0,17	0,18	0,18	0,19

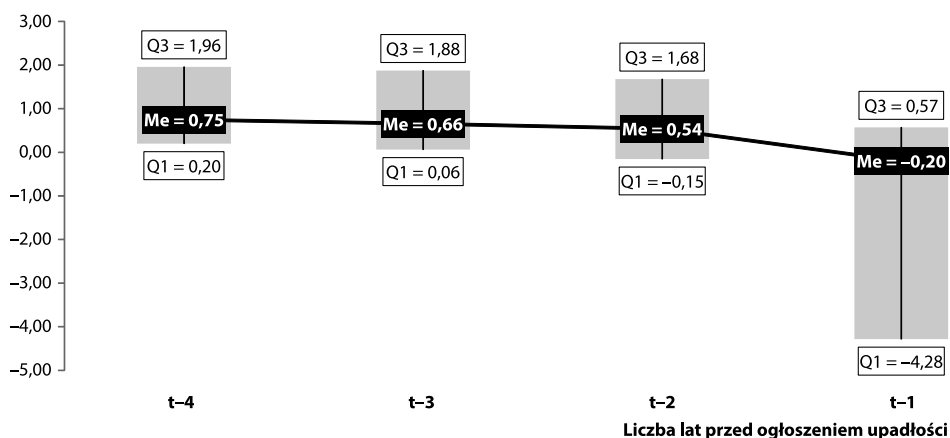
Źródło: opracowanie własne na podstawie badań: T. Dudycz, W. Skoczylas. Wskaźniki finansowe przedsiębiorstw według działów (sektorów) za 2015 r./2016 r./2017 r./2018 r. Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP. [w:] *Rachunkowość*, Nr-y: 4/2020 (s. 67–94); 4/2019 (s. 57–84); 4/2018 (s. 62–88); 4/2017 (s. 74–100).

Nadchodzącej upadłości przedsiębiorstwa z reguły towarzyszy rosnąca tendencja do oddalania się zagrożonego przedsiębiorstwa od tzw. złotych i srebrnych reguł bilansowych. Na rysunku 6. zaprezentowano wskaźnik pokrycia aktywów trwałych za pomocą kapitałów długoterminowych. Wskaźnik ten pełni immanentną rolę informacyjną w obszarze diagnozy prawidłowości sfinansowania aktywów, choć sam w sobie, według wielu badań z zakresu ilościowej szkoły wczesnego ostrzegania przed niewypłacalnością, nie wnosi znaczącej mocy dyskryminacyjnej do modeli scoringowych (przynajmniej w ujęciu wczesnych sygnałów ostrzegawczych). Jak można zauważyć (zob. rys. 6.), w okresie t–4, t–3 oraz t–2 nie odnotowano spektakularnych zmian ani typowych, postępujących „załamań”, jak ma to miejsce chociażby w obszarze wskaźników płynności jako mierników wczesnego ostrzegania. Radykalne pogorszenie sytuacji, w ujęciu przeciętnym, ale i z punktu widzenia innych, pozycyjnych miar położenia, obserwowano dopiero na rok przed

²⁰ Krańcowy koszt pozyskania kapitału to koszt związany z pozyskaniem ostatniej jednostki pieniężnej nowego kapitału.

ogłoszeniem upadłości. Oznacza to, iż bardzo wyraźne dewiacje w obszarze prawidłowości sfinansowania aktywów trwałych mają miejsce dopiero bezpośrednio przed wkroczeniem w apogeum kryzysu (czyli ogłoszeniem upadłości). Dowodem tego w świetle statystyk opisowych jest nie tylko kształt linii agregującej w czasie wskazania mediany, ale również względnie powolna erozja średniej arytmetycznej skorygowanej o wartości nietypowe – na 4, 3 oraz 2 lata przed ogłoszeniem upadłości malała ona przeciętnie o około 20% rocznie, natomiast rok przed ogłoszeniem upadłości już o ponad 200% (z 0,58 do -0,64). Tłumaczyć to można m.in. tym, iż w latach bardziej oddalonych od faktycznej upadłości, kiedy to natężenie kryzysu nie jest jeszcze z reguły tak intensywne, podmioty próbują stabilizować sytuację finansową poprzez zarządzanie aktywami obrotowymi (ze względu na ich wyższą płynność) oraz często równolegle wykazują jeszcze rentowność na poziomie netto. W miarę rozwoju sytuacji kryzysowej i zbliżania się do upadłości, zakumulowane straty netto i tym samym, ujemne zyski zatrzymane powodują erozję kapitałów własnych, co w połączeniu z wyprzedają aktywów mniej płynnych (trwałych) odciska znaczące piętno na tym wskaźniku, kierując go nierzadko we wskazania poniżej zera. Warto wskazać, iż w dobie zagrożenia upadłością niebagatelny jest tutaj również wpływ utraty zdolności kredytowej podmiotu (szczególnie w kwestii zaciągania nowych zobowiązań długoterminowych), co ponadto wzmacnia radykalne ubytki wartości tego miernika bezpośrednio przed upadłością (t-1).

Rys. 6. Pokrycie aktywów trwałych kapitałem długoterminowym w okresie 4 lat przed ogłoszeniem upadłości przedsiębiorstw w Polsce.



Pozostałe statystyki dla danego wskaźnika w próbie $N_0 = 1\ 561$ jg.	t-4	t-3	t-2	t-1
Liczba obserwacji (dostępnych na podstawie sprawozdań finansowych podmiotów upadłych)	594	547	526	386
Liczba ważnych obserwacji (obliczonych wskaźników z próby N_0 bez wart. nietypowych i b.d.)	480	428	394	295
Liczba ważnych obserwacji w stosunku do zgromadzonych danych finansowych	80,81%	78,24%	74,90%	76,42%
Średnia arytmetyczna z zakresu bez wartości nietypowych $<Q1 - 1,5 \times IRQ; Q3 + 1,5 \times IRQ>$	0,90	0,72	0,58	-0,64
Odchylenie standardowe z zakresu bez wartości nietypowych	1,09	1,20	1,16	2,85
Minimum z zakresu bez wartości nietypowych	-2,28	-2,41	-2,90	-11,39
Maximum z zakresu bez wartości nietypowych	4,44	4,53	4,36	6,96

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania sprawozdań finansowych 1 561 jg. postawionych w stan upadłości w latach 2016–2019 (dane finansowe za okres 4 lat poprzedzających upadłość, tj. za lata 2011–2018).

Kolejnym obszarem analizy pokazującym w szczególności trwałość finansowania jest zbadanie wartości wskaźnika trwałości finansowania. Jest to ważny obszar analityczny, zwłaszcza w przedsiębiorstwach, w których występuje znaczna ilość aktywów trwałych, czyli wśród przedsiębiorstw kapitałochłonnych, przemysłowych, produkcyjnych. Jego waga wynika z faktu, że mierzy on stopień pokrycia długoterminowych aktywów (aktywów trwałych) kapitałem o najdłuższym (nieokreślonym) terminie zapadalności, a więc kapitałem własnym. Ciężko bowiem wyobrazić sobie sytuację, w której przedsiębiorstwo nabywa środek trwały, a jednocześnie finansuje go kapitałem o krótkim terminie zapadalności – np. kredytem obrotowym w rachunku bieżącym²¹. Wskaźnik trwałości finansowania jest związany ze zjawiskiem dopasowywania terminów zapadalności. Niezmiernie ważnym jest bowiem, aby aktywa o dłuższej użyteczności ekonomicznej były finansowane ze źródeł również o charakterze trwałym. W przeciwnym wypadku potencjalne korzyści ekonomiczne wypracowane przez takie aktywo będą w krótkim okresie zbyt niewielkie, aby wygenerować taką wartość środków finansowych, by móc dokonać spłaty zobowiązania, które zostało zaciągnięte na jego nabycie. Dlatego bardzo istotne jest, by wartość kapitałów własnych w stosunku do wartości aktywów trwałych wynosiła co najmniej 1²². W praktyce jednak, z uwagi na fakt, że poza środkami trwałymi, przedsiębiorstwa dysponują również innymi aktywami

²¹ Takie zjawisko jednak jest obserwowalne, szczególnie wśród przedsiębiorstw mikro i małych, w ramach których przedsiębiorcy podejmują często decyzje intuicyjnie, nie mając zwykle wystarczającej wiedzy w obszarze ekonomiczno-finansowym umożliwiającej przewidzenie negatywnych skutków takiego działania. Często również takie ryzyko jest podejmowane przez przedsiębiorców, nawet gdy zdają sobie sprawę z możliwych negatywnych konsekwencji, jednak podejmują je z myślą o możliwości szybkiej realizacji potencjalnego przedsięwzięcia, nie do końca kalkulując skutki ewentualnego niepowodzenia, które mogłyby doprowadzić do konieczności szybkiej sprzedaży (często ze stratą) nabytego aktywa trwałego w celu spłaty zobowiązania, a trudność w jego odsprzedaży również może prowadzić często do utraty płynności.

²² Jest to absolutne minimum, bowiem fundusze własne powinny finansować nie tylko aktywa trwałe, ale również co najmniej inne długoterminowe aktywa, jak np. inwestycje i należności długoterminowe.

o charakterze długoterminowym – a one także powinny być finansowane środkami długoterminowymi (lub na czas nieokreślony), wartość powinna przyjmować co najmniej 1, ale w odniesieniu do sumy środków trwałych, należności i inwestycji długoterminowych. Tabela 6. prezentuje wartości wskaźnika pokrycia kapitałem własnym aktywów trwałych. Warto zauważyć, że w badanej próbie wskaźnik ten przez badany okres przyjmował wartość w przedziale 2,64–3,40. Jest to wartość, którą należy określić jako wysoką i co do zasady wystarczającą. Drugi wniosek, jaki należy wyciągnąć z analizy tego zjawiska, to fakt, że następował dynamiczny wzrost wskaźnika, szczególnie w roku 2018, w którym wzrósł on o kilkadziesiąt procent w stosunku do okresu poprzedzającego. Jest to pozytywna tendencja i może wynikać ze spadku wartości aktywów trwałych (zjawisko niekorzystne) lub wzrostu kapitału własnego – co do zasady zjawisko korzystne – które w połączeniu z potencjalnym zwiększeniem płynności w badanych przedsiębiorstwach może świadczyć o przygotowywaniu się przedsiębiorstw do inwestycji lub pokrycia oczekiwanych strat w przyszłości.

Tabela 6. Pokrycie aktywów trwałych z kapitałów własnych przedsiębiorstw w Polsce w latach 2015–2018 na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce

Podstawowe statystyki wskaźnika w gospodarce polskiej na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce (T. Dudycz, W. Skoczylas – badania prowadzone w latach 2015–2020)	POKRYCIE ATRW z KW i RDT [[KW + RDT]/(ATRW + NDT)] – bez uśr. wart. bilans.			
	2015	2016	2017	2018
Liczba obserwacji	40 643	33 409	49 649	95 647
Średnia arytmetyczna	2,64	2,77	2,86	3,40
Odchylenie standardowe	3,11	3,34	3,52	4,64
1 kwartył (25% obserwacji)	0,70	0,74	0,76	0,83
Mediana	1,63	1,68	1,70	1,77
3 kwartył (75% obserwacji)	3,20	3,48	3,70	5,05

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań: T. Dudycz, W. Skoczylas. Wskaźniki finansowe przedsiębiorstw według działów (sektorów) za 2015 r./2016 r./2017 r./2018 r. Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP. [w:] *Rachunkowość*, Nr-y: 4/2020 (s. 67–94); 4/2019 (s. 57–84); 4/2018 (s. 62–88); 4/2017 (s. 74–100).

4.4.1. Cykl konwersji gotówki i jego znaczenie dla wczesnego ostrzegania przed utratą zdolności kontynuacji działalności gospodarczej

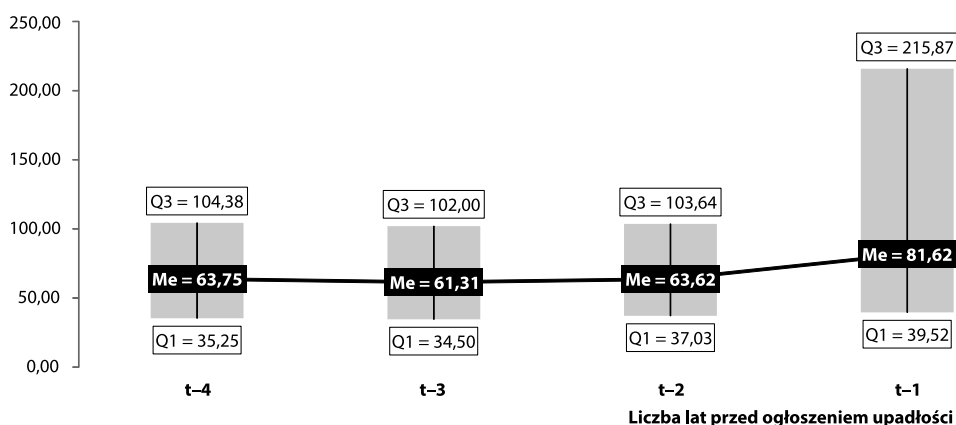
Poza omawianymi „klasycznymi” źródłami finansowania działalności gospodarczej (kapitałem własnym, zadłużeniem), które mają swój wymiar księgowy – niebagatelne znaczenie w ujęciu przepływów pieniężnych ma konwersja należności i zobowiązań. Można sobie bowiem wyobrazić sytuację, w której przedsiębiorstwo

posiada dodatni wynik finansowy, jednak nie jest w stanie regulować swoich płatności ze względu na opóźnienia w upływnianiu swojego majątku, które w przypadku aktywów obrotowych jest rozpoznawane jako zjawisko konwersji gotówki. Z drugiej strony przedsiębiorstwo może mieć znakomitą relację aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych (optymalną wartość wskaźnika płynności I st.), a ze względu na niemożność dokonania efektywnej konwersji należności na gotówkę, nie będzie w stanie sfinansować swoich zobowiązań. Sama analiza wskaźników bilansowych zatem jest niewystarczająca w przypadku oceny wypłacalności przedsiębiorstwa, bowiem nie porusza ona takich zagadnień jak np. przytoczona zdolność do zamiany należności (i innych aktywów płynnych) na gotówkę, przy pomocy której następnie przedsiębiorstwo jest w stanie regulować swoje zobowiązania. Co ważne, zjawisko utrudnienia w konwersji gotówki jest w przypadku należności związane z opóźnieniami w spłacie i jest niezwykle niebezpieczne, gdyż wiąże się ono ze zjawiskiem znanym jako „lawina niewypłacalności”. Polega ono na zatorach płatniczych między poszczególnymi przedsiębiorstwami wynikającymi z niemożności lub utrudnień w ściąganiu należności od kontrahentów. Z kolei wierzyciele (kontrahenci finansujący) nie mogący dokonać konwersji tychże należności sami mają utrudnienia w finansowaniu własnych zobowiązań, a to w konsekwencji może prowadzić do bardzo dużego ryzyka systemowych zatorów płatniczych, które z kolei mogą prowadzić do serii upadłości. Ważne jest zatem badanie tendencji tak, by system ściągalności należności w przedsiębiorstwach utrzymywał stan uznawany za efektywny lub nawet go zwiększał, natomiast wydłużanie czasu konwersji gotówki jest zjawiskiem, które powinno być sygnałem ostrzegawczym mogącym sygnalizować potencjalne problemy płynnościowe przedsiębiorstwa w przyszłości²³. W badanym okresie przeanalizowano cykl konwersji gotówki i w ramach tego stwierdzono, że przez trzy okresy poprzedzające rok przed zidentyfikowaniem niewypłacalności, cykl konwersji gotówki był dla badanej próby na stałym poziomie ok. 63. Jednak na rok przed wystąpieniem niewypłacalności dramatycznie wzrosła wartość wskaźnika w szczególności w ujęciu maksimów przedziałów. Zjawisko to można interpretować w taki sposób, że wiele z analizowanych przedsiębiorstw utraciło płynność finansową rozumianą jako zdolność do regulowania zobowiązań m.in. wskutek znacznego wydłużenia okresu ściągalności należności. Zjawisko to może mieć potencjalnie dwie grupy przyczyn. Po pierwsze, mogą wystąpić zdarzenia zewnętrzne, które powodują, że kontrahenci nie regulują

²³ Warto przy tym wskazać, że dopóki kontrahenci charakteryzują się umiarkowaną wiarygodnością, przedsiębiorstwa mogą, i w niektórych branżach nawet powinni, stosować instrumenty finansowe zabezpieczające wydłużanie się cyklu konwersji gotówki. Być może nie zabezpieczają one ryzyka w całości, bowiem występuje w nich prawo regresu, jednak (przynajmniej częściowe) stosowanie factoringu powinno być rozpatrywane przez przedsiębiorstwa, które zauważają ryzyko wydłużania się cyklu konwersji gotówki.

swoich zobowiązań w terminie. Z drugiej strony jednak ewentualne trudności finansowe przedsiębiorstwa w kryzysie mogą skłaniać kontrahentów do celowego niewywiązywania się ze swoich zobowiązań lub opóźnienia terminów płatności, znając znacznie pogarszającą się sytuację przetargową przedsiębiorstwa w kryzysie. Nie można wykluczyć także nieefektywności w działalności o charakterze windykacyjnym prowadzonej przez zarządzających podmiotami w kryzysie, którzy mogą być zbyt skupieni na realizowaniu operacji do osiągnięcia jakiegokolwiek przychodu, nie zwracając należytej uwagi na ewentualną terminowość rozliczeń czy wypłacalność nowych kontrahentów.

Rys. 7. Cykl inkasa należności w okresie 4 lat przed ogłoszeniem upadłości przedsiębiorstw w Polsce.



Pozostałe statystyki dla danego wskaźnika w próbie $N_0 = 1\,561$ jg.	t-4	t-3	t-2	t-1
Liczba obserwacji (dostępnych na podstawie sprawozdań finansowych podmiotów upadłych)	489	408	337	304
Liczba ważnych obserwacji (obliczonych wskaźników z próby N_0 bez wart. nietypowych i b.d.)	434	367	297	266
Liczba ważnych obserwacji w stosunku do zgromadzonych danych finansowych	88,75%	89,95%	88,13%	87,50%
Średnia arytmetyczna z zakresu bez wartości nietypowych $<Q1 - 1,5 \times IRQ; Q3 + 1,5 \times IRQ>$	64,04	64,54	63,61	103,91
Odchylenie standardowe z zakresu bez wartości nietypowych	43,32	43,16	42,06	98,32
Minimum z zakresu bez wartości nietypowych	0,38	1,58	0,56	0,00
Maximum z zakresu bez wartości nietypowych	205,84	201,48	203,08	471,39

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania sprawozdań finansowych 1 561 jg. postawionych w stan upadłości w latach 2016–2019 (dane finansowe za okres 4 lat poprzedzających upadłość, tj. za lata 2011–2018).

Cykl inkasa należności sygnalizuje o przeciętnej oczekiwanej liczbie dni, jaka jest niezbędna do upłynnienia należności krótkoterminowych. Szacowany na odpowiednio licznej próbie, przy odgórnym założeniu, iż większość płatności ze strony

odbiorców realizowana jest na czas, powinien on w pewnym stopniu aproksymować typowy czas kredytowania faktur sprzedaży. Niemniej jednak zazwyczaj znaczący odsetek płatności za odroczoną sprzedaż spływa do przedsiębiorstwa ze znacznym opóźnieniem. Zarządzanie odchyleniami od tego wskaźnika stanowi ważną podstawę do ewaluacji skuteczności działań windykacji oraz, co ważne, pozwala ocenić efektywność funkcjonowania całej polityki kredytowania sprzedaży. W tabeli 7. zestawiono wybrane statystyki opisowe dotyczące cyklu inkasa należności w latach 2016–2018 dla polskich przedsiębiorstw. Średnia arytmetyczna w roku 2015 wynosiła 45,19, co oznacza, że konwersja należności do wpływów w wybranej zbiorowości podmiotów zajmowała przeciętnie 46 dni. Interesujące jest również to, że wskaźnik ten wykazuje dodatni trend, co jest podstawą by domniemywać, że oczekiwana liczba dni na odzyskanie należności konsekwentnie się wydłuża. Na uwadze należy mieć jednak fakt, iż prawidłowość ta nie powinna mieć uogólnienia na całą gospodarkę, gdyż może być ciągniona przez wybrane sektory, które mogą zakłócać odczyt ze średniej arytmetycznej.

Tabela 7. Cykl inkasa należności przedsiębiorstw w Polsce w latach 2015–2018 na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce

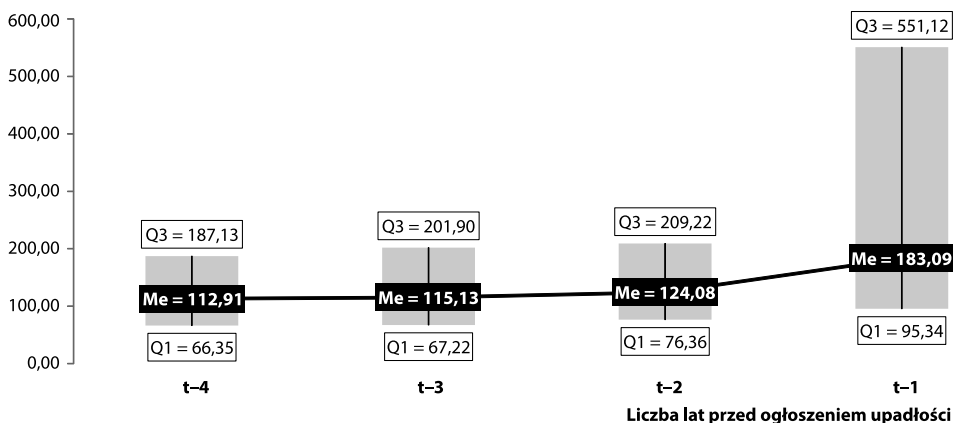
Podstawowe statystyki wskaźnika w gospodarce polskiej na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce (T. Dudycz, W. Skoczylas – badania prowadzone w latach 2015–2020)	SPŁYW NALEŻNOŚCI [NKT × 365/PS] – z uśr. wart. bilans.			
	2015	2016	2017	2018
Liczba obserwacji	38 124	30 438	47 532	76 394
Średnia arytmetyczna	45,19	46,83	48,07	49,54
Odchylenie standardowe	36,28	37,13	38,24	42,20
1 kwartył (25% obserwacji)	19,39	19,82	20,29	21,01
Mediana	38,95	40,46	41,38	41,81
3 kwartył (75% obserwacji)	26,78	27,23	27,90	32,07

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań: T. Dudycz, W. Skoczylas. Wskaźniki finansowe przedsiębiorstw według działów (sektorów) za 2015 r./2016 r./2017 r./2018 r. Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP. [w:] *Rachunkowość*, Nr-y: 4/2020 (s. 67–94); 4/2019 (s. 57–84); 4/2018 (s. 62–88); 4/2017 (s. 74–100).

Cykl rotacji zobowiązań stanowi przeciwieństwo wskaźnika spływu należności i wyraża przeciętną liczbę dni, jaka jest potrzebna przedsiębiorstwu na obsługę zobowiązań krótkoterminowych. Miernik ten z reguły nie stanowi precyzyjnego barometru dla wczesnego ostrzegania przed upadłością z powodu jego niejednoznaczności w kontekście traktowania jako potencjalną stymulantę. Zwyczajowo odczyty z tego wskaźnika rosną dynamicznie bezpośrednio przed samym ogłoszeniem upadłości, przy czym w odleglejszych latach poprzedzających to zdarzenie

miernik ten nie cechuje się znacznymi odchyleniami. Tezy tej dowodzi m.in. rozkład statystyk opisowych zaprezentowanych na rysunku 8. Ponadto, co warto dodać, sam wzrost wskaźnika powiązany może być naturalnie z wartością generowanych przychodów jako naturalna pochodna wzrostu. W innych przypadkach jego przyrost to również dowód zajmowania coraz to mocniejszej pozycji konkurencyjnej na rynku, kiedy to rozpatrywane przedsiębiorstwo zyskuje wyższą siłę rynkową do korzystniejszego negocjowania warunków spłaty kredytu handlowego. Jak podkreślono wcześniej, w przypadku analizy podmiotów zagrożonych upadłością, obserwowany jest zazwyczaj radykalny wzrost miernika bezpośrednio w okresie poprzedzającym upadłość. Dowodem tego jest skokowy wzrost statystyk opisowych reprezentujących sferę położenia (rysunek 8.) – m.in. niemalże półtorakrotny przyrost mediany w okresie t-1 w porównaniu do względnej stabilnej średniej pozycyjnej w latach wcześniejszych (t-2, t-3 oraz t-4).

Rys. 8. Cykl rotacji zobowiązań w okresie 4 lat przed ogłoszeniem upadłości przedsiębiorstw w Polsce.



Pozostałe statystyki dla danego wskaźnika w próbie $N_0 = 1\,561$ jg.	t-4	t-3	t-2	t-1
Liczba obserwacji (dostępnych na podstawie sprawozdań finansowych podmiotów upadłych)	489	408	337	304
Liczba ważnych obserwacji (obliczonych wskaźników z próby N_0 bez wart. nietypowych i b.d.)	426	354	287	254
Liczba ważnych obserwacji w stosunku do zgromadzonych danych finansowych	87,12%	86,76%	85,16%	83,55%
Średnia arytmetyczna z zakresu bez wartości nietypowych $\langle Q1 - 1,5 \times IRQ; Q3 + 1,5 \times IRQ \rangle$	115,29	117,56	125,33	228,66
Odchylenie standardowe z zakresu bez wartości nietypowych	73,26	76,54	74,79	232,55
Minimum z zakresu bez wartości nietypowych	0,00	1,29	0,57	0,00
Maximum z zakresu bez wartości nietypowych	366,15	402,97	378,89	1 186,88

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania sprawozdań finansowych 1 561 jg. postawionych w stan upadłości w latach 2016–2019 (dane finansowe za okres 4 lat poprzedzających upadłość, tj. za lata 2011–2018).

Cykl rotacji zobowiązań jest wskaźnikiem silnie korespondującym ze wskaźnikiem cyklu rotacji należności, czy też cyklu konwersji gotówki. Wyraża on średnią liczbę dni, tygodni lub innych podokresów (najczęściej dni), w których następuje spłacenie zobowiązania lub uregulowanie należności. Oczekiwana wartość wskaźnika jest różna dla poszczególnych branż. Najogólniej rzecz biorąc, wartość wskaźnika będzie tym wyższa, im dłużej przedsiębiorstwo będzie utrzymywać średnią wartość zobowiązań, a więc im dłuższy będzie termin zapadalności poszczególnych zobowiązań lub wręcz okres od powstania zobowiązania do momentu jego uregulowania. Generalnie zatem im dłuższy cykl rotacji zobowiązań, tym lepsza sytuacja płynnościowa przedsiębiorstwa, bowiem średni termin zapadalności jest dłuższy, a finansowanie bardziej stabilne *ceteris paribus*. Nie można jednak interpretować tego wskaźnika jednowymiarowo, gdyż jego wzrost nie musi wynikać z wydłużenia terminów płatności, a może wynikać z trudności w regulowaniu ww. zobowiązań. Innymi słowy, wzrost długości rotacji zobowiązań nie musi oznaczać, że przedsiębiorstwo dokonało renegocjacji warunków handlowych, na podstawie których wydłużono okresy płatności – a może wynikać z nieterminowych płatności badanego przedsiębiorstwa²⁴. Nie będzie to widoczne w bilansie, w szczególności w początkowym okresie, bowiem niespłacone, a wymagalne zobowiązania krótkoterminowe bez względu na ich terminową płatność będą jednolicie wykazane w poszczególnych częściach pasywów. Co warte uwagi w kontekście zagrożenia wynikającego z wydłużania cyklu rotacji zobowiązań to po pierwsze wzrost wartości zobowiązań ogółem, które mogą wynikać z zaciągania nowych kredytów kupieckich, a po drugie obserwacja, czy nie zmienia się relacja pomiędzy zobowiązaniami długo- a krótkoterminowymi. Jeśli potencjalnemu wzrostowi cyklu rotacji zobowiązań towarzyszyć będzie jednocześnie spadek wartości zobowiązań długoterminowych – będzie to zjawisko bardzo niepokojące i może świadczyć o wypowiedaniu długoterminowych zobowiązań przedsiębiorstwu. Interpretacja ww. wskaźnika może być zatem niejednoznaczna i może świadczyć zarówno o pozytywnej, jak i negatywnej tendencji.

W tabeli 8. zaprezentowano wartości wskaźnika cyklu rotacji zobowiązań przedsiębiorstw w Polsce w latach 2015–2018. Średnia wartość wskaźnika charakteryzowała się niską zmiennością i wynosiła ok. 34 dni, co świadczy o umiarkowanym okresie rotacji²⁵. Badanie nie wykazało istotnych zmienności tendencji w tym zakresie.

²⁴ Brak wykazywania zapadłych należności i zobowiązań odrębnie od należności i zobowiązań krótkoterminowych jest jedną z niedogodności i dysfunkcjonalności analizy finansowej opartej o analizę bilansową. Nie można bowiem na podstawie samej analizy opartej o aktywa i pasywa oraz rachunek zysków i strat wyciągnąć wniosków dotyczących m.in. niespłacalności zobowiązań i należności w przedsiębiorstwie.

²⁵ Za krótki okres należałoby uznawać cykl rotacji znajdujący się w przedziale (7;10) świadczący o terminach płatności w wysokości 7–10 dni. Wartość powyżej 30 dni świadczy o stabilnych warunkach rozliczeniowych i umiarkowanie długich terminach płatności.

Tabela 8. Cykl rotacji zobowiązań przedsiębiorstw w Polsce w latach 2015–2018 na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce

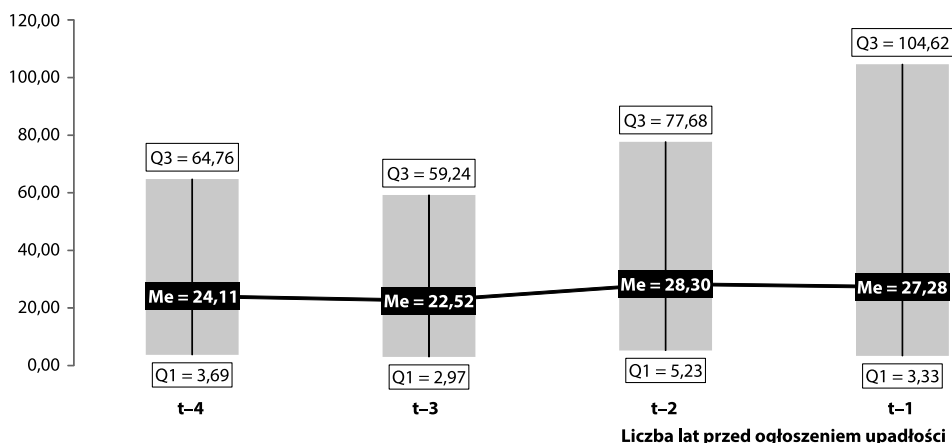
Podstawowe statystyki wskaźnika w gospodarce polskiej na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce (T. Dudycz, W. Skoczylas – badania prowadzone w latach 2015–2020)	SPŁYW ZOBOWIĄZAŃ [ZKT × 365/PS] – z uśr. wart. bilans.			
	2015	2016	2017	2018
Liczba obserwacji	39 028	31 225	48 753	80 912
Średnia arytmetyczna	33,01	34,17	34,88	34,52
Odchylenie standardowe	29,10	29,27	29,52	32,18
1 kwartył (25% obserwacji)	14,13	14,50	14,57	14,93
Mediana	26,36	27,70	28,38	27,17
3 kwartył (75% obserwacji)	23,29	22,85	23,17	26,26

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań: T. Dudycz, W. Skoczylas. Wskaźniki finansowe przedsiębiorstw według działów (sektorów) za 2015 r./2016 r./2017 r./2018 r. Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP. [w:] *Rachunkowość*, Nr-y: 4/2020 (s. 67–94); 4/2019 (s. 57–84); 4/2018 (s. 62–88); 4/2017 (s. 74–100).

Kolejnym ze wskaźników rotacji aktywów jest wskaźnik rotacji zapasów. Jest on relacją pomiędzy średnim stanem zapasów a wartością rozchodu magazynowego w badanym okresie przemnożoną przez 365 dni. Jego treść ekonomiczną stanowi informacja o tym, ile dni średnio zajmuje przedsiębiorstwu przekształcenie zapasów w wyroby gotowe, które zostają sprzedane. Co do zasady zatem, im krótsza wartość cyklu – tym szybciej przedsiębiorstwo wykorzystuje posiadane zapasy i tym mniejsze koszty ponosi z tytułu magazynowania m.in. materiałów i półproduktów. Generalnie rzecz biorąc, im krótszy cykl rotacji, tym lepsza sytuacja finansowa przedsiębiorstwa *ceteris paribus*. Odnosząc powyższą interpretację do możliwych dysfunkcyjności mogących prowadzić do kryzysu w przedsiębiorstwie – może on ulec wydłużeniu, jeśli średni stan zapasów się zwiększa lub/i spada wartość zamówień, co w konsekwencji może przełożyć się na trudną sytuację płynnościową. Niemniej jeśli gospodarka magazynowa jest prowadzona prawidłowo, zarządzający odpowiednio dopasowują średni stan zapasów do sytuacji sprzedażowej, a wskaźnik powinien charakteryzować się pewną stałością. Rysunek 9. przedstawia długość cyklu rotacji zapasów w badanej próbie przedsiębiorstw w okresie czterech lat od momentu ogłoszenia niewypłacalności. Wyniki badania nie wykazują jednak oczywistej tendencji pomiędzy długością cyklu rotacji zapasów (mierzonym zarówno przez średnią, jak i medianę) w analizowanym okresie. Na uwagę zasługuje podwyższona zmienność wskaźnika w roku poprzedzającym ogłoszenie niewypłacalności mierzona odchyleniem standardowym i rozstępem, niemniej wartość ta nie musi być zauważalna przez badających sytuację ekonomiczno-finansową zagrożonych podmiotów i może być stosunkowo łatwo

pominięta. Konkludując, wskaźnik rotacji zapasów można ocenić jako wskaźnik o umiarkowanej wartości w zakresie predykcji potencjalnych upadłości.

Rys. 9. Cykl rotacji zapasów w okresie 4 lat przed ogłoszeniem upadłości przedsiębiorstw w Polsce.



Pozostałe statystyki dla danego wskaźnika w próbie $N_0 = 1\ 561$ jg.	t-4	t-3	t-2	t-1
Liczba obserwacji (dostępnych na podstawie sprawozdań finansowych podmiotów upadłych)	489	408	337	304
Liczba ważnych obserwacji (obliczonych wskaźników z próby N_0 bez wart. nietypowych i b.d.)	448	372	309	275
Liczba ważnych obserwacji w stosunku do zgromadzonych danych finansowych	91,62%	91,18%	91,69%	90,46%
Średnia arytmetyczna z zakresu bez wartości nietypowych $<Q1 - 1,5 \times IRQ; Q3 + 1,5 \times IRQ>$	33,71	30,47	38,61	48,75
Odchylenie standardowe z zakresu bez wartości nietypowych	38,80	35,65	42,88	62,24
Minimum z zakresu bez wartości nietypowych	0,00	0,00	0,00	0,00
Maximum z zakresu bez wartości nietypowych	154,91	143,47	178,27	255,24

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania sprawozdań finansowych 1 561 jg. postawionych w stan upadłości w latach 2016–2019 (dane finansowe za okres 4 lat poprzedzających upadłość, tj. za lata 2011–2018).

Cykl rotacji zapasów z reguły nie posiada znaczącej mocy separującej w ilościowych systemach wczesnego ostrzegania przed upadłością. Dowodem tego jest to, że w żadnym kluczowym modelu predykcji niewypłacalności nie znalazł on zastosowania jako zmienna niezależna. Wynika to, jak wcześniej podkreślono, z jego ogólnej niejednoznaczności interpretacyjnej. Należy również podkreślić, iż w dobie pandemii COVID-19, zarysowuje się wyraźna zmiana biegunów w kontekście operacyjnego traktowania zapasów. O ile jeszcze do niedawna zapasy uznawane były za przejaw marnotrawstwa i za wszelką cenę dążono do ich minimalizacji oraz jednoczesnej stymulacji przychodów (co prowadziło do pożądanego spadku wskaźnika cyklu rotacji zapasów w dniach), to dziś posiadanie niektórych grup

zapasów (w wybranych branżach) jest wyrazem bezpieczeństwa operacyjnego. Trafnym przykładem tego jest chociażby branża budowlana oraz elektroniczna, w której dąży się obecnie do maksymalizacji zapasu kluczowych surowców w celu zachowania ciągłości działalności operacyjnej w dobie problemów z dostawami (szoki popytowo-podażowe). W tabeli 9. zestawiono podstawowe statystyki wskaźnika cyklu rotacji zapasów dla szerokiej zbiorowości przedsiębiorstw w Polsce. Obserwacja średniej pozycyjnej pozwala stwierdzić, iż w badanych latach poziom tego miernika dla ogólnej zbiorowości przedsiębiorstw przeciętnie nie ulegał zmianie. Wartość mediany ujęta w tabeli 9. pozwala zauważyć, iż w latach 2015–2018 połowa przedsiębiorstw reprezentujących zbiorowość benchmarkową wyprzedawała średni poziom magazynu w czasie nie krótszym niż ok. 28 dni, a druga połowa – w czasie nie dłuższym niż 28 dni.

Tabela 9. Cykl rotacji zapasów w przedsiębiorstwach w Polsce w latach 2015–2018 na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce

Podstawowe statystyki wskaźnika w gospodarce polskiej na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce (T. Dudycz, W. Skoczylas – badania prowadzone w latach 2015–2020)	SZYBKOŚĆ OBROTU ZAPASAMI [ZAP × 365/ZKT] – z uśr. wart. bilans.			
	2015	2016	2017	2018
Liczba obserwacji	31 838	27 250	40 683	61 315
Średnia arytmetyczna	39,74	40,70	40,02	42,59
Odchylenie standardowe	44,12	45,09	44,89	50,77
1 kwartył (25% obserwacji)	19,78	20,37	19,74	20,89
Mediana	27,54	28,30	27,01	27,94
3 kwartył (75% obserwacji)	36,42	36,38	37,46	44,06

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań: T. Dudycz, W. Skoczylas. Wskaźniki finansowe przedsiębiorstw według działów (sektorów) za 2015 r./2016 r./2017 r./2018 r. Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP. [w:] *Rachunkowość*, Nr-y: 4/2020 (s. 67–94); 4/2019 (s. 57–84); 4/2018 (s. 62–88); 4/2017 (s. 74–100).

4.4.2. Rentowność sprzedaży i produktywność majątku w przedsiębiorstwach zagrożonych niewypłacalnością

Jedną z podstawowych grup wskaźników oceny efektywności finansowej są wskaźniki rentowności²⁶. Pozwalają one ocenić kilka bardzo istotnych kwestii związanych z działalnością badanego podmiotu, w tym przede wszystkim:

- ocenić, czy przedsiębiorstwo zwiększyło wartość swojego majątku w badanym okresie;

²⁶ Czasem zamiennie używa się wobec nich sformułowania „wskaźniki zyskowności”.

- ocenić stopień, w jakim przedsiębiorstwo pomnaża bądź zmniejsza wartość aktywów (majątku) w analizowanym okresie.

Wydaje się, że tak sformułowane cele stojące przed analizą rentowności adekwatnie odpowiadają treści, jaką reprezentują wskaźniki zyskowości. Umożliwiają one bowiem ocenę, czy i w jakiej wysokości przedsiębiorstwo zwiększyło wartość aktywów w badanym okresie, a także pozwalają ustalić zmianę wynikającą ze zmiany struktury finansowania przedsiębiorstwa (pasywów) powstałej w wyniku osiągnięcia wyniku finansowego. Wyżej wymieniona dychotomia pozwala konkludować, że działalność gospodarcza, odzwierciedlona rachunkiem przychodów i kosztów (rachunkiem zysków i strat²⁷) zawsze będzie miała wpływ nie tylko na wartość i strukturę majątku przedsiębiorstwa, ale również na strukturę źródeł jego finansowania²⁸. Nie można jednak utożsamiać uzyskanego wyniku finansowego z możliwością regulowania bieżących zobowiązań, czy wypłacalnością w ogóle. Jest to związane z faktem, że ww. zwiększenie majątku wcale nie musi mieć wymiaru finansowego²⁹, a może mieć charakter rzeczowy. Może zajść bowiem sytuacja (i niejednokrotnie takowa zachodzi), że przedsiębiorstwo uzyskało w drodze darowizny lub wymiany barterowej rzeczowy majątek trwały – tym samym zwiększając wartość majątku (aktywów) *per se*. Wykaże wszak zysk, który w analizowanym przypadku może być nawet pokaźny. Czy jednak dzięki tej działalności zwiększy możliwości płatnicze? Bezpośrednio nie będzie to miało żadnego wpływu na zwiększenie możliwości płatniczej w kontekście regulowania własnych zobowiązań. Podobnie w przypadku gdyby przedsiębiorstwo uzyskało przychód o charakterze pieniężnym, jednak ulokowało te środki w aktywa trwałe – inwestując ww. przychód – pomimo wygenerowania dochodu, nie zwiększy swoich zdolności płatniczych, a to one bezpośrednio ostatecznie decydują o tym, czy przedsiębiorstwo zostanie postawione w stan upadłości, likwidacji lub restrukturyzacji. Wyżej wymienione zjawiska prowadzą do często pojawiającej się w literaturze konkluzji zawierającej się w sentencji: „zysk to opinie, gotówka to fakt”³⁰. Pomimo tego, że ocena rentowności jest niewystarczająca w przewidywaniu potencjału płatniczego w krótkim okresie, to nie można nie zauważać tej grupy wskaźników – w szczególności w średnim, jak i długim

²⁷ W przypadku podmiotów stosujących się do ustawy o rachunkowości.

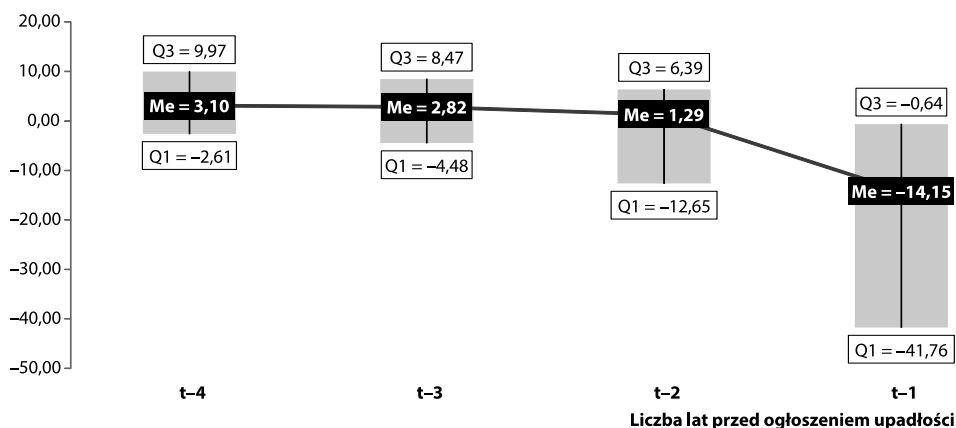
²⁸ W analizie finansowej często pomija się ten fakt, skupiając uwagę na zmianach w zakresie zwiększania majątku przedsiębiorstwa, pomijając przy tym lub niedostatecznie skupiając uwagę na efekcie samofinansowania, który jest możliwy do uzyskania dzięki kumulowaniu majątku wypracowanego w poprzednich okresach.

²⁹ Rozumianego jako zwiększenie środków pieniężnych.

³⁰ Zob. M. Panfil, A. Szablewski (red.). (2011). *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*. Warszawa: Wydawnictwo Poltext. s. 26.

okresie. Nie można bowiem bagatelizować związku pomiędzy zdolnością do generowania majątku przez przedsiębiorstwo (nawet, jeśli miałyby ono charakter niepieniężny) z potencjałem gotówkowym, jaki może być wygenerowany dzięki możliwości spieniężenia ww. aktywów. Stąd należy zawsze badać wskaźniki rentowności najlepiej uzupełniając je o analizę przepływów pieniężnych. Rysunek 10. przedstawia rentowność operacyjną³¹ przedsiębiorstw zagrożonych upadłością w okresie 4 lat od momentu ogłoszenia niewypłacalności.

Rys. 10. Rentowność operacyjna aktywów w okresie 4 lat przed ogłoszeniem upadłości przedsiębiorstw w Polsce.



Pozostałe statystyki dla danego wskaźnika w próbie $N_0 = 1\,561$ jg.	t-4	t-3	t-2	t-1
Liczba obserwacji (dostępnych na podstawie sprawozdań finansowych podmiotów upadłych)	494	416	345	326
Liczba ważnych obserwacji (obliczonych wskaźników z próby N_0 bez wart. nietypowych i b.d.)	426	345	298	294
Liczba ważnych obserwacji w stosunku do zgromadzonych danych finansowych	86,23%	82,93%	86,38%	90,18%
Średnia arytmetyczna z zakresu bez wartości nietypowych $<Q1 - 1,5 \times IRQ; Q3 + 1,5 \times IRQ>$	3,55	2,66	-0,53	-18,80
Odchylenie standardowe z zakresu bez wartości nietypowych	9,41	9,77	13,36	27,67
Minimum z zakresu bez wartości nietypowych	-20,28	-23,65	-40,33	-99,46
Maximum z zakresu bez wartości nietypowych	28,23	27,78	33,71	51,67

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania sprawozdań finansowych 1 561 jg. postawionych w stan upadłości w latach 2016–2019 (dane finansowe za okres 4 lat poprzedzających upadłość, tj. za lata 2011–2018).

Dane prezentują przede wszystkim dwa zjawiska. Po pierwsze przedsiębiorstwa poddane analizie osiągały wyniki finansowe oscylujące na granicy dodatniej

³¹ Mierzoną jako relacja zysku operacyjnego i przychodów ze sprzedaży (operacyjnych).

rentowności³². Oznacza to, że nie generowały nadwyżki, która mogłaby stanowić zabezpieczenie przed niepożądanymi sytuacjami mogącymi wynikać w przeszłości. Pokazuje to, że odpowiednio wcześniej antycypując balansowanie na granicy rentowności przez menedżerów podmiotu – można było próbować przewidzieć ewentualne kłopoty z wypłacalnością przedsiębiorstwa. Po drugie zaś można zauważyć skokowy spadek rentowności w okresie poprzedzającym ogłoszenie niewypłacalności, co pokazuje, że prawdopodobnie zaistniał negatywny scenariusz rynkowy, który nie mógł być (co pokazała analiza płynności) zamortyzowany nadwyżkami gotówkowymi (lub nadwyżkami majątkowymi możliwymi do spieniężenia) wypracowanymi w poprzedzających okresach. Tabela 10. przedstawia rentowność operacyjną aktywów w wybranych przedsiębiorstwach w Polsce w latach 2015–2018. Wynika z niej, że przedsiębiorstwa w Polsce w analizowanym okresie charakteryzowały się umiarkowaną (lub niską – w zależności od branży) rentownością operacyjną. Rentowność ta jednak, po pierwsze, wykazywała niewielką tendencję wzrostową, a po drugie – charakteryzowała się wysoką stabilnością (niską zmiennością). Ponadto w każdym z analizowanych okresów rentowność ta była co najmniej kilkakrotnie wyższa od tej uzyskanej przez przedsiębiorstwa upadłe, co pokazuje, że istnieje możliwość próby identyfikacji przedsiębiorstw zagrożonych niewypłacalnością nawet na bazie analizy rentowności. Niemniej należałoby to badać w dłuższym horyzoncie czasowym.

Tabela 10. Rentowność operacyjna aktywów w przedsiębiorstwach w Polsce w latach 2015–2018 na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce

Podstawowe statystyki wskaźnika w gospodarce polskiej na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce (T. Dudycz, W. Skoczylas – badania prowadzone w latach 2015–2020)	RENTOWNOŚĆ OPERACYJNA AKTYWÓW [WO × 100/A] – z uśr. wart. bilans.			
	2015	2016	2017	2018
Liczba obserwacji	49 719	40 375	58 736	127 151
Średnia arytmetyczna	8,32	8,58	8,88	8,52
Odchylenie standardowe	14,97	14,67	14,28	18,76
1 kwartył (25% obserwacji)	5,44	5,34	5,27	5,50
Mediana	5,78	6,07	6,29	5,10
3 kwartył (75% obserwacji)	9,94	10,01	9,85	13,02

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań: T. Dudycz, W. Skoczylas. Wskaźniki finansowe przedsiębiorstw według działów (sektorów) za 2015 r./2016 r./2017 r./2018 r. Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP. [w:] *Rachunkowość*, Nr-y: 4/2020 (s. 67–94); 4/2019 (s. 57–84); 4/2018 (s. 62–88); 4/2017 (s. 74–100).

³² Zysku ekonomicznego.

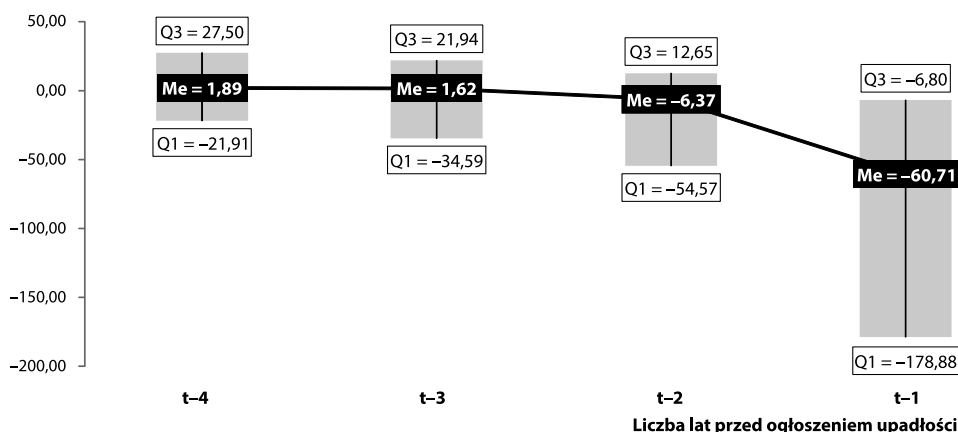
W obliczeniach wskaźnika rentowności kapitału własnego przyjęto regułę, że w sytuacji występowania ujemnego wyniku finansowego netto oraz ujemnej średniej wartości kapitałów własnych – we wskaźniku uwzględniany był mnożnik (-1).

Wskaźnik rentowności kapitałów własnych stanowi główny punkt zainteresowania akcjonariuszy w kontraście do pozostałych wskaźników klasycznej analizy finansowej. Dzieje się tak, ponieważ informuje on bezpośrednio o zwrocie netto z wniesionego kapitału własnego. Niemniej jednak współcześnie rekomenduje się, by odczyty z jego wartości traktować, przynajmniej w kontekście kreacji bogactwa dla akcjonariuszy, z odpowiednią dozą ostrożności i konserwatyizmu. Korelacja tego wskaźnika z kreacją wartości dla akcjonariuszy nie jest bowiem udowodniona empirycznie³³. Co równie ważne, wskaźnik ten nie jest uznanym miernikiem wczesnego ostrzegania przed upadłością. Składa się na to co najmniej kilka czynników. Po pierwsze, z racji uwzględniania zysku netto w liczniku, może podlegać łatwym zniekształceniom, inicjowanym przez działy finansowo-księgowo³⁴. Wskaźnik ten, niejako może być również często dopasowywany do wewnętrznych potrzeb sprawozdawczych przedsiębiorstwa, gdyż innym instrumentem wpływu na niego jest szeroko rozumiane zarządzanie strukturą kapitałową. Ponadto kolejnym problemem jest istnienie zjawiska jego nieciągłości matematycznej, co jeszcze bardziej zaburza wykorzystanie go jako miernika separującego grupę przedsiębiorstw upadłych od tzw. podmiotów „zdrowych”. W tabeli 11. zestawiono podstawowe statystyki opisowe dotyczące tego wskaźnika oraz zwizualizowano jego zmienność w latach poprzedzających upadłość. Jak wynika z analizy rysunku 11., miernik ten cechował się wyraźnym spadkiem dopiero na rok przed upadłością. W latach bardziej oddalonych od upadłości jego spadek jest dostrzegalny, lecz nie jest on radykalny. To, co szczególnie zwraca uwagę w perspektywie statystycznej, to fakt, iż wraz ze zbliżaniem się momentu upadłości, pogłębia się dyspersja tego wskaźnika. Tłumaczyć to można m.in. tym, iż wzrost erozji finansowej w nadchodzącej upadłości prowadzi do różnych dysfunkcji w kapitale własnym w tym np. do osiągnięcia jego wartości zerowych czy nawet ujemnych ze względu na rosnący „nawis” nierozliczonych, zatrzymanych strat bilansowych netto.

³³ B. Lepczyński (2015). Pomiar kreacji wartości dla akcjonariuszy. [w:] L. Pawłowicz, J.K. Bielecki (red.), *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej* (s. 125–126). Warszawa: CeDeWu.

³⁴ Zysk księgowy to opinia, *Cashflow* to fakt.

Rys. 11. Rentowność kapitału własnego w okresie 4 lat przed ogłoszeniem upadłości przedsiębiorstw w Polsce.



Pozostałe statystyki dla danego wskaźnika w próbie $N_0 = 1\ 561$ jg.	t-4	t-3	t-2	t-1
Liczba obserwacji (dostępnych na podstawie sprawozdań finansowych podmiotów upadłych)	494	416	345	326
Liczba ważnych obserwacji (obliczonych wskaźników z próby N_0 bez wart. nietypowych i b.d.)	402	329	295	292
Liczba ważnych obserwacji w stosunku do zgromadzonych danych finansowych	81,38%	79,09%	85,51%	89,57%
Średnia arytmetyczna z zakresu bez wartości nietypowych $\langle Q1 - 1,5 \times IRQ ; Q3 + 1,5 \times IRQ \rangle$	4,61	-0,61	-12,91	-79,22
Odchylenie standardowe z zakresu bez wartości nietypowych	34,64	39,37	47,16	106,95
Minimum z zakresu bez wartości nietypowych	-94,66	-113,57	-149,84	-422,16
Maximum z zakresu bez wartości nietypowych	100,59	106,02	109,14	183,77

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania sprawozdań finansowych 1 561 jg. postawionych w stan upadłości w latach 2016–2019 (dane finansowe za okres 4 lat poprzedzających upadłość, tj. za lata: 2011–2018).

Wskaźnik rentowności w kapitałach własnych w przypadku analizy zbiorowości benchmarkowej charakteryzuje się zupełnie inną osobliwością statystyczną. Analiza zbiorowości podmiotów w latach 2015–2018 pozwala stwierdzić, iż podmioty w ujęciu średnim pozycyjnym generowały przeciętnie ok. 9–10 zł zysku netto z każdego 100 zł kapitału wniesionego przez właścicieli. Godnym podkreślenia i tym samym – dalszych analiz strukturalnych jest skokowy wzrost dyspersji bezwzględnej w 2018 (odchylenie standardowe wzrosło o ok. 10 p.p). Obserwacja ta jest tym bardziej interesująca, iż w latach 2015–2017 odchylenie standardowe nie wykazywało praktycznie żadnych wahań. Stan ten może być uwarukowany zmianami w otoczeniu gospodarczym lub wynikać może ze skokowego wzrostu zbiorowości ujętej w badaniu w roku 2018.

Tabela 11. Rentowność kapitału własnego w przedsiębiorstwach w Polsce w latach 2015–2018 na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce

Podstawowe statystyki wskaźnika w gospodarce polskiej na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce (T. Dudycz, W. Skoczylas – badania prowadzone w latach 2015–2020)	RENTOWNOŚĆ KAPITAŁU WŁASNEGO [WN × 100/KW] – z uśr. wart. bilans.			
	2015	2016	2017	2018
Liczba obserwacji	49 111	39 877	58 104	128 412
Średnia arytmetyczna	15,06	16,05	16,87	17,41
Odchylenie standardowe	29,07	29,32	29,87	39,04
1 kwartył (25% obserwacji)	9,01	9,52	9,77	10,01
Mediana	9,44	10,37	10,98	9,45
3 kwartył (75% obserwacji)	19,99	19,67	20,21	27,07

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań: T. Dudycz, W. Skoczylas. Wskaźniki finansowe przedsiębiorstw według działów (sektorów) za 2015 r./2016 r./2017 r./2018 r. Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP. [w:] *Rachunkowość*, Nr-y: 4/2020 (s. 67–94); 4/2019 (s. 57–84); 4/2018 (s. 62–88); 4/2017 (s. 74–100).

Jednym z najbardziej podstawowych z grupy omawianych wskaźników rentowności jest wskaźnik rentowności netto. Informuje on o tym, ile zysku po opodatkowaniu (lub straty) przypada na każdą złotówkę wygenerowanego przychodu ze sprzedaży. O jego wadze decyduje fakt, że uwzględnia on wszystkie elementy rachunku przychodów i kosztów (zysków i strat) przedsiębiorstwa, a więc umożliwia ocenę całej działalności podmiotu w badanym okresie. To, co jest jego zaletą, a więc ocena, czy działalność gospodarcza przedsiębiorstwa przynosi efekt w postaci zwiększenia wartości majątku w odniesieniu do wielkości sprzedaży (przychodów operacyjnych) może być jednak utrudnieniem w przypadku poszukiwania źródeł nieefektywności podczas pogłębionej analizy. Wskaźnik ten oparty jest bowiem na najbardziej zagregowanych danych dotyczących przychodów i ich efektów. Bez wątplenia jednak jego uniwersalizm umożliwia całościową ocenę działalności, co powinno być pierwszym i podstawowym etapem analizy rentowności. Na rysunku 12. zaprezentowano zmianę wartości wskaźnika rentowności netto w okresie poprzedzającym 4 lata przed ogłoszeniem niewypłacalności. Dane zaprezentowane na rysunku wskazują, że analizowane przedsiębiorstwa charakteryzowały się względną stabilnością wskaźnika rentowności netto w pierwszych trzech okresach. Rentowność ta w wartości średniej była na granicy osiągnięcia zysku ekonomicznego, co powinno być postrzegane jako silny sygnał ostrzegawczy dla osób analizujących sytuację przedsiębiorstwa. Hipotetycznie można założyć, że po kilku okresach ewentualne wypracowane nadwyżki gotówkowe lub majątek ogółem z okresów poprzednich (po spieniężeniu) mogłyby i zapewne finansowały działalność przedsiębiorstwa. Z reguły niedopasowanie terminu zapadalności należności i zobowiązań w powiązaniu z osiągnięciem nawet dodatniego, lecz niewielkiego

zysku wymaga spieniężania (konwersji) części niepieniężnych aktywów. To z kolei może utrudniać dalsze funkcjonowanie przedsiębiorstwa³⁵. O ile nadchodzący kryzys w działalności przedsiębiorstwa zostanie zidentyfikowany odpowiednio szybko, a działania korygujące zostaną podjęte efektywnie – nawet ewentualne spieniężenie części aktywów obrotowych może być oceniane pozytywnie. Jeśli jednak takie działanie zaczyna mieć charakter systemowy, a co gorsza dotyczy coraz stabilniejszych aktywów – takie działanie może nie mieć nie tylko efektu korygującego, ale wręcz pogłębić kryzys przedsiębiorstwa³⁶. Analizowane dane pokazują, że o ile średnia rentowność nie zmienia się mocno w przeciągu pierwszych trzech okresów – to już w trzecim okresie widać zauważalny spadek istotnie poniżej granicy rentowności i przypuszczalnie może być to jeden z ostatnich momentów na podjęcie działań korygujących. Okres ostatni (t-1) na rok przed ogłoszeniem niewypłacalności to moment, w którym – po pierwsze – rentowność netto spada znacząco, po drugie – rozstęp pomiędzy podmiotami o najgorszej i najlepszej sytuacji znacznie się zwiększa. W tym punkcie warto stwierdzić, że w kontekście analizy rentowności netto należy badać ogólną tendencję i próbować antycypować ewentualny kryzys w przedsiębiorstwie niekoniecznie próbując zarysować trend³⁷. Ważniejsze w tym obszarze jest oszacowanie luki pomiędzy zapotrzebowaniem na kapitał obrotowy a wypracowanym zyskiem netto. Jeśli bowiem zysk netto (nawet gdyby w całości był pokryty gotówką) jest mniejszy niż zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto, to przedsiębiorstwo zmuszone jest zmniejszać wartość aktywów, nawet ponosząc nadmiarowe koszty transakcyjne. Absolutne minimum w tym obszarze powinno wyrażać się relacją wyrażoną wzorem poniżej:

$$\text{KON} - \text{ZN} \geq 1$$

gdzie:

KON – kapitał obrotowy netto

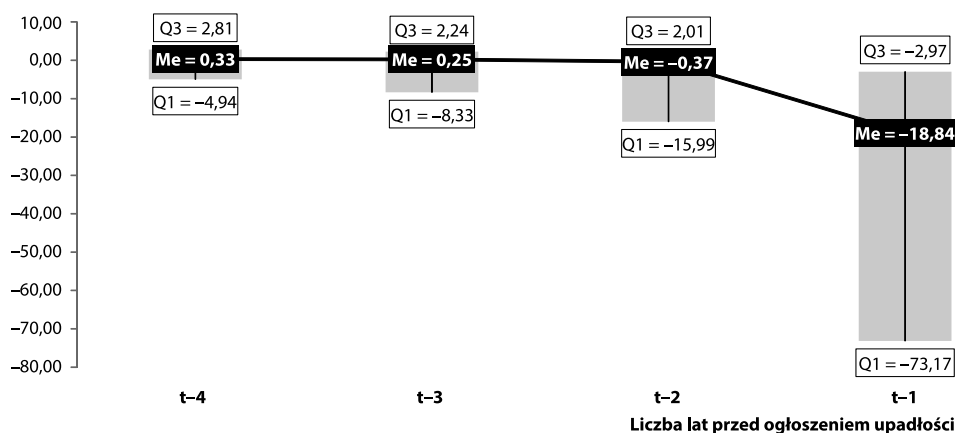
ZN – zysk netto

³⁵ Wymienione spieniężenie (konwersja) w pierwszej kolejności dotyczy najbardziej płynnych aktywów (zapasów, należności). Ewentualne pozbywanie się należności (z dyskontem) czy redukcja zapasów z kolei może prowadzić do dalszego pogarszania się sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstwa. Redukuje bowiem możliwości produkcyjne, a zmniejszenie wartości zapasów powoduje zwiększenie ryzyka rynkowego wynikającego z potencjanego wzrostu cen rynkowych. Dodatkowo sprzedaż należności, czy też wprowadzenie polityki handlowej polegającej na udzielaniu rabatów przy szybszej płatności umożliwia co prawda utrzymanie płynności w krótkim okresie, w dłuższym jednak pogarsza utrudnioną sytuację finansową podmiotu.

³⁶ O ile ewentualna sprzedaż (konwersja) części majątku obrotowego może w szczególnych okolicznościach mieć charakter korygujący, o tyle sprzedaż (części) majątku trwałego może być dla przedsiębiorstwa znamienna w skutkach w średnim i długim okresie. Co prawda w przypadku podjętego planu naprawczego i ewentualnym zidentyfikowaniu trwałych aktywów nieprodukcyjnych takie działanie może pomóc przedsiębiorstwu wyjść z kryzysu, jednak gdy już takie działania muszą być podjęte – przedsiębiorstwo z reguły wymaga wdrożenia holistycznego planu restrukturyzacyjnego.

³⁷ Jak pokazują wyniki badania – w średnim okresie przedsiębiorstwa charakteryzowały się stabilną, jednak znikomą rentownością.

Rys. 12. Rentowność netto w okresie 4 lat przed ogłoszeniem upadłości przedsiębiorstw w Polsce.



Pozostałe statystyki dla danego wskaźnika w próbie $N_0 = 1\,561$ jg.	t-4	t-3	t-2	t-1
Liczba obserwacji (dostępnych na podstawie sprawozdań finansowych podmiotów upadłych)	622	567	557	431
Liczba ważnych obserwacji (obliczonych wskaźników z próby N_0 bez wart. nietypowych i b.d.)	490	450	460	373
Liczba ważnych obserwacji w stosunku do zgromadzonych danych finansowych	78,78%	79,37%	82,59%	86,54%
Średnia arytmetyczna z zakresu bez wartości nietypowych $\langle Q1 - 1,5 \times IRQ ; Q3 + 1,5 \times IRQ \rangle$	0,13	-0,49	-2,78	-26,44
Odchylenie standardowe z zakresu bez wartości nietypowych	5,01	6,99	11,64	42,41
Minimum z zakresu bez wartości nietypowych	-16,39	-24,13	-42,88	-171,59
Maximum z zakresu bez wartości nietypowych	14,13	17,68	27,72	100,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania sprawozdań finansowych 1 561 jg. postawionych w stan upadłości w latach 2016–2019 (dane finansowe za okres 4 lat poprzedzających upadłość, tj. za lata 2011–2018).

Tabela 12. przedstawia rentowność netto przedsiębiorstw rocznie w latach 2015–2018. Analiza pokazuje, że w badanym okresie przedsiębiorstwa w ujęciu netto charakteryzowały się umiarkowaną rentownością, jednak zachowując bufor umożliwiający swobodne działanie i zachowanie płynności³⁸. Po drugie rentowność ta przez większość okresu charakteryzowała się wysoką stabilnością. Dopiero w roku 2018 przedsiębiorstwa zwiększyły swoją średnią rentowność netto w sposób znaczący, co może mieć związek z silnym ożywieniem gospodarczym, które wystąpiło w latach 2017–2018. Badanie pokazuje, że o ile 75% najbardziej efektywnych przedsiębiorstw w Polsce można traktować jako efektywne, bezpieczne i wypłacalne, o tyle próg rentowności umożliwiający zakwalifikowanie przedsiębiorstwa

³⁸ Bufor ten, choć jego wartość winna być ustalona indywidualnie dla każdego przedsiębiorstwa, intuicyjnie można ustalić na poziomie kilku (2–3, w zależności od branży) punktów procentowych. Umożliwia on zachowanie zyskowności i płynności nawet w sytuacji zaistnienia niekorzystnych warunków rynkowych i materializacji nałożonych na siebie ryzyk.

względem tego wskaźnika do tej grupy wynosi ok. 2,5 pkt. procentowego. Nadwyżka ponad ten pułap może być traktowana, zdaniem autorów niniejszego opracowania, jako jedna z konkluzji badawczych – jako bufor zabezpieczający przedsiębiorstwo przed pogorszeniem warunków rynkowych, a ewentualne zejście poniżej ww. progu może być sygnałem ostrzegawczym.

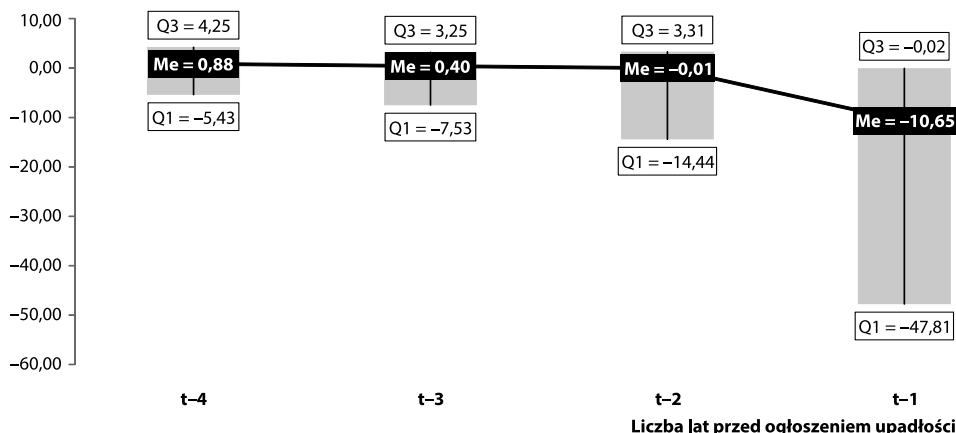
Tabela 12. Rentowność netto w przedsiębiorstwach w Polsce w latach 2015–2018 na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce

Podstawowe statystyki wskaźnika w gospodarce polskiej na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce (T. Dudycz, W. Skoczylas – badania prowadzone w latach 2015–2020)	RENTOWNOŚĆ NETTO [WN × 100/(PS + PPO + PF)]			
	2015	2016	2017	2018
Liczba obserwacji	44 524	36 949	55 269	110 240
Średnia arytmetyczna	4,62	4,50	4,56	6,10
Odchylenie standardowe	7,98	7,68	7,81	11,86
1 kwartył (25% obserwacji)	2,53	2,52	2,50	3,23
Mediana	2,85	2,91	2,93	3,31
3 kwartył (75% obserwacji)	5,61	5,38	5,48	8,32

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań: T. Dudycz, W. Skoczylas. Wskaźniki finansowe przedsiębiorstw według działów (sektorów) za 2015 r./2016 r./2017 r./2018 r. Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP. [w:] *Rachunkowość*, Nr-y: 4/2020 (s. 67–94); 4/2019 (s. 57–84); 4/2018 (s. 62–88); 4/2017 (s. 74–100).

Rentowność sprzedaży to jeden z kluczowych indyktorów reprezentujących obszar rentowności przedsiębiorstwa. Dzieje się tak, gdyż sprzedaż uznawana jest za podstawowy nośnik wartości przedsiębiorstwa, a z drugiej strony cały czas stanowi podstawowy barometr wzrostu i kwantyfikacji powodzenia całej organizacji. Miernik ten nierzadko znajduje zastosowanie we wczesnym ostrzeganiu, choć wyraźnie wyżej ceniona jest moc dyskryminacyjna jego rewizji w ujęciu operacyjnym (zastosowanie wyniku operacyjnego zamiast wyniku ze sprzedaży). Jak wykazano na rysunku 13., wskaźnik ten wraz z nadchodzącą upadłością dobitnie sygnalizuje o kryzysie, choć jego skokowe załamanie nadchodzi dopiero bezpośrednio przed ogłoszeniem wyroku sądowego. Wraz z intensyfikacją kryzysu znacząco przyspiesza również rozproszenie statystyczne tego wskaźnika, co widoczne jest nie tylko w szerokości „skrzynki” zaprezentowanej na rysunku 13., ale również wynika z odczytów odchylenia standardowego. Erozja tego wskaźnika uwarunkowana jest dwoma czynnikami, po pierwsze – utratą zleceń, które powodują obniżenie przychodów, a ponadto z reguły ponad proporcjonalną reakcją na tę zmianę – wyników ze sprzedaży, co wzmocnione jest nierzadko efektem dźwigni połączonej (DTL).

Rys. 13. Rentowność sprzedaży w okresie 4 lat przed ogłoszeniem upadłości przedsiębiorstw w Polsce.



Pozostałe statystyki dla danego wskaźnika w próbie $N_0 = 1\ 561$ jg.	t-4	t-3	t-2	t-1
Liczba obserwacji (dostępnych na podstawie sprawozdań finansowych podmiotów upadłych)	611	554	537	411
Liczba ważnych obserwacji (obliczonych wskaźników z próby N_0 bez wart. nietypowych i b.d.)	491	442	460	352
Liczba ważnych obserwacji w stosunku do zgromadzonych danych finansowych	80,36%	79,78%	85,66%	85,64%
Średnia arytmetyczna z zakresu bez wartości nietypowych $<Q1 - 1,5 \times IRQ; Q3 + 1,5 \times IRQ>$	0,68	0,11	-2,61	-17,14
Odchylenie standardowe z zakresu bez wartości nietypowych	6,52	7,33	12,64	30,82
Minimum z zakresu bez wartości nietypowych	-19,77	-23,19	-41,00	-118,75
Maximum z zakresu bez wartości nietypowych	18,70	19,23	27,39	64,04

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania sprawozdań finansowych 1 561 jg. postawionych w stan upadłości w latach 2016–2019 (dane finansowe za okres 4 lat poprzedzających upadłość, tj. za lata 2011–2018).

Zgodnie z wynikami zestawiono w tabeli 13. rentowność sprzedaży; w zbiorowości analizowanej w kontraście do grupy podmiotów upadłych kształtowała się ona na średnim poziomie (w ujęciu pozytywnym) – ok. 3,2%–3,6%. Oznacza to, że 50% diagnozowanych w tej zbiorowości podmiotów cechowało się w roku 2018 poziomem rentowności sprzedaży nie mniejszym niż 3,6%, a pozostałe 50% – nie większym niż 3,6%. Interpretując ponadto ten wskaźnik, szczególnie dla zbiorowości rozproszonych sektorowo, należy uwzględnić fakt, iż w ujęciu branżowym cechuje się on znaczącą dyspersją. Obserwacja statystyk opisowych i dodatkowe uwzględnienie skokowego wzrostu liczebności zbiorowości w 2018 r. pozwalają ocenić, iż w analizowanym okresie rentowność sprzedaży pozostawała stabilna zarówno w wymiarze miar położenia, jak i wskaźników dyspersji.

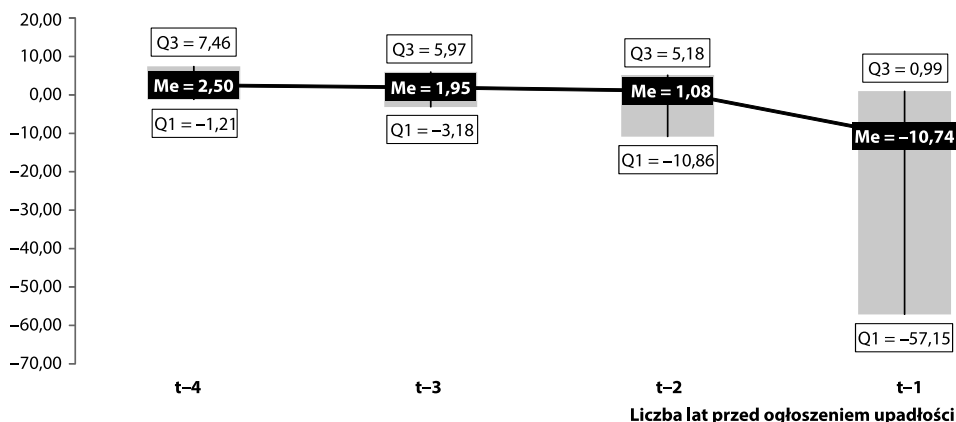
Tabela 13. Rentowność sprzedaży w przedsiębiorstwach w Polsce w latach 2015–2018 na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce

Podstawowe statystyki wskaźnika w gospodarce polskiej na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce (T. Dudycz, W. Skoczylas – badania prowadzone w latach 2015–2020)	RENTOWNOŚĆ SPRZEDAŻY [WS × 100/PS]			
	2015	2016	2017	2018
Liczba obserwacji	43 511	36 205	54 461	106 273
Średnia arytmetyczna	4,73	4,70	4,68	6,09
Odchylenie standardowe	9,50	9,14	9,28	13,29
1 kwartył (25% obserwacji)	3,22	3,16	3,17	4,21
Mediana	3,20	3,21	3,21	3,64
3 kwartył (75% obserwacji)	5,99	5,87	5,95	8,52

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań: T. Dudycz, W. Skoczylas. Wskaźniki finansowe przedsiębiorstw według działów (sektorów) za 2015 r./2016 r./2017 r./2018 r. Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP. [w:] *Rachunkowość*, Nr-y: 4/2020 (s. 67–94); 4/2019 (s. 57–84); 4/2018 (s. 62–88); 4/2017 (s. 74–100).

Rentowność ekonomiczna sprzedaży to wartościowy (choć nie tak popularny w podstawowej ocenie kondycji finansowej) miernik sfery zyskowności. Jego walor wynika z tego, iż po pierwsze uwzględnia on wynik operacyjny (czyli bezpośredni obraz efektywności działalności operacyjnej), a ponadto, co wysoce zalecane z punktu widzenia zasady memoriałowej, uwzględnia korektę wyniku o amortyzację. Skorygowanie licznika formuły o odpis zużycia środków trwałych wynika z tego, iż stanowi ona koszt niepieniężny, czyli umowne, księgowo zużycie zasobów, które nie przybierze w przyszłości postaci wydatku. Tak skonstruowany indyktor, z dodatkową zmianą w mianowniku (powiększenie przychodów o sferę pozostałej działalności operacyjnej) pozwala na bardziej horyzontalną i holistyczną diagnozę kondycji przedsiębiorstwa. Jak wynika z rysunku 14., w zbiorowości podmiotów upadłych zauważyć można konsekwentny jego spadek w ujęciu średnim (zarówno w perspektywie klasycznej, jak i pozycyjnej), co świadczy o tym, iż sygnalizuje on nadchodzący kryzys. Na rok przed upadłością wskaźnik ten cechuje się bardzo wysoką dyspersją, przyjmując zarazem głęboko ujemne wartości przeciętne. Po odpowiednich zabiegach statystycznych, m.in. eliminacji wartości nietypowych, miernik ten wykazuje prawdopodobny potencjał we wczesnym ostrzeganiu, choć zwrócić należy uwagę na jego potencjalną wrażliwość na inne zakłócenia. Przykładem takiego zdarzenia mogą być transfery i dotacje z tytułu tarcz antykryzysowych, gdzie wybrane komponenty takiej dotacji (w zależności od wariantu wsparcia) mogą być ewidencjonowane w pozostałych przychodach. Oznacza to, że transfery te mogą zakłócać kształt tego miernika, co, w szczególności w dobie pandemii COVID-19 i towarzyszącym jej dysfunkcjom finansowym, prowadzić może do błędnych wniosków z analizy w oparciu o ten wskaźnik.

Rys. 14. Rentowność ekonomiczna sprzedaży w okresie 4 lat przed ogłoszeniem upadłości przedsiębiorstw w Polsce.



Pozostałe statystyki dla danego wskaźnika w próbie $N_0 = 1\ 561$ jg.	t-4	t-3	t-2	t-1
Liczba obserwacji (dostępnych na podstawie sprawozdań finansowych podmiotów upadłych)	621	565	557	428
Liczba ważnych obserwacji (obliczonych wskaźników z próby N_0 bez wart. nietypowych i b.d.)	486	441	453	367
Liczba ważnych obserwacji w stosunku do zgromadzonych danych finansowych	78,26%	78,05%	81,33%	85,75%
Średnia arytmetyczna z zakresu bez wartości nietypowych $<Q1 - 1,5 \times IRQ ; Q3 + 1,5 \times IRQ>$	3,17	2,21	0,08	-17,85
Odchylenie standardowe z zakresu bez wartości nietypowych	6,00	6,39	10,78	34,51
Minimum z zakresu bez wartości nietypowych	-14,10	-16,53	-33,61	-136,97
Maximum z zakresu bez wartości nietypowych	20,04	19,46	27,21	72,71

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania sprawozdań finansowych 1 561 jg. postawionych w stan upadłości w latach 2016–2019 (dane finansowe za okres 4 lat poprzedzających upadłość, tj. za lata 2011–2018).

Zgodnie z wynikami zaprezentowanymi w tabeli 14. w zbiorowości przedsiębiorstw grupy będącej benchmarkiem, zauważyć można stabilność analizowanego miernika. Rentowność ekonomiczna sprzedaży w okresie 2015–2018 kształtowała się na poziomie oscylującym w przedziale 8%–10% dla średniej arytmetycznej oraz około 6% dla mediany. Oznacza to, iż w ujęciu pozycyjnym 50% podmiotów notowało rentowność ekonomiczną sprzedaży na poziomie nie mniejszym niż ok. 6%, a pozostałe 50% diagnozowanych podmiotów – na poziomie nie większym niż ok. 6%. Stabilność tego wskaźnika w ujęciu przeciętnym oraz stosunkowo niewielka zmiana dyspersji bezwzględnej (wzrost odchylenia standardowego w roku 2018 jest prawdopodobnie wynikiem zwiększenia zbiorowości badanej i nie wynika z radykalnych zmian w kondycji finansowej reprezentantów zbiorowości) pozwalają domniemywać, iż lata 2015–2018 były okresem zrównoważonego wzrostu sprzedaży w rewizji ekonomicznej. Kontrastując wyniki zaprezentowane w tabeli 14.

w stosunku do odczytu dla podmiotów upadłych (rysunek 14.), zauważyć można, iż wskaźnik ten może cechować się dobrym walorem dyskryminującym grupę upadłych od podmiotów „zdrowych”.

Tabela 14. Rentowność ekonomiczna sprzedaży w przedsiębiorstwach w Polsce w latach 2015–2018 na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce

Podstawowe statystyki wskaźnika w gospodarce polskiej na podstawie badań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce (T. Dudycz, W. Skoczylas – badania prowadzone w latach 2015–2020)	RENTOWNOŚĆ EKONOMICZNA SPRZEDAŻY [[WO + AM) × 100/(PS + PPO)]			
	2015	2016	2017	2018
Liczba obserwacji	45 172	37 483	56 088	111 961
Średnia arytmetyczna	8,39	8,15	8,19	9,99
Odchylenie standardowe	11,33	10,80	10,89	15,56
1 kwartył (25% obserwacji)	4,07	3,98	3,98	5,01
Mediana	5,75	5,75	5,77	6,01
3 kwartył (75% obserwacji)	8,05	7,57	7,73	10,71

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań: T. Dudycz, W. Skoczylas. Wskaźniki finansowe przedsiębiorstw według działów (sektorów) za 2015 r./2016 r./2017 r./2018 r. Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP. [w:] *Rachunkowość*, Nr-y: 4/2020 (s. 67–94); 4/2019 (s. 57–84); 4/2018 (s. 62–88); 4/2017 (s. 74–100).

Analiza wskaźnikowa *ex post* daje bardzo duże możliwości interpretacyjne w zakresie oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej podmiotów gospodarczych będącej niskopoziomowym³⁹ badaniem bieżącej sytuacji przedsiębiorstwa. Umożliwia ocenę tego, w jakiej sytuacji przedsiębiorstwo znajduje się obecnie i jak dotychczas realizowało swoją działalność gospodarczą. W pewnym stopniu analiza ta oczywiście posiada również walor prognostyczny i umożliwia ocenę szans i zagrożeń stojących przed przedsiębiorstwem. Analiza „negatywnych benchmarków” wykazała, że dokonując głębszej oceny, można poszukiwać sygnałów mogących świadczyć o zbliżającym się kryzysie finansowym w przedsiębiorstwie, jednak wymaga to od analityka dużego doświadczenia i pogłębionej wiedzy. Ponadto wskaźniki te – o ile posiadają w niektórych przypadkach atrybuty umożliwiające ich wykorzystanie do prognozy zdolności przetrwania jednostki na rynku (zdolności kontynuacji działalności gospodarczej) – często możliwe są do obserwacji dopiero w okresie

³⁹ W rozumieniu badania efektywności działalności podmiotu w różnych jego sferach, analiza wskaźnikowa, czy w tym ujęciu analiza finansowa, jest kwantyfikowalnym odzwierciedleniem dotychczas realizowanej działalności jednostki i wspiera proces odpowiedzi na pytanie: jak optymalnie prowadziła ona działalność gospodarczą? Jednak stosowanie jej do udzielenia odpowiedzi na pytanie: dlaczego w badanych sferach jednostka zachowuje takie, a nie inne wskaźniki, w oderwaniu od analizy strategicznej, operacyjnej, zarządczej, a także szeroko definiowanej perspektywy procesowej – jest bardzo trudne lub wręcz niemożliwe.

bezpośrednio poprzedzającym utratę wypłacalności, stąd również podjęcie działań korygujących jest często po prostu trudne.

Dlatego też na bazie tego typu analiz opartych na danych historycznych, a także wzbogacając je zbiorem dostępnych informacji rynkowych i tworzonych analiz scenariuszowych – należy wzmacniać organizację w obszarze zarządzania anty-kryzysowego. To sprawi, iż z określonym prawdopodobieństwem możliwe będzie planowanie działań strategicznych, które mogą prowadzić do uniknięcia błędów zarządczych w przyszłości. Analiza finansowa *ex post* uzupełniona analizą rynkową, strategiczną i odpowiednim monitoringiem procesów w przedsiębiorstwie może umożliwić prognozę zbliżającego się kryzysu, który może mieć odzwierciedlenie w postaci wystąpienia ww. negatywnego benchmarku; może jednak jeszcze nie mieć tego niskopoziomowego wymiaru i być możliwym do identyfikacji jedynie na poziomie procesowym lub/i strategicznym. Poszukiwanie dysfunkcyjności na tych dwóch poziomach – strategicznym i zarządczym (finansowym, operacyjnym) jest jedną z cech dobrego planu restrukturyzacyjnego, którego celem jest zdefiniowanie dysfunkcyjności, korekta strategii i przywrócenie zdolności konkurencyjnej i płatniczej podmiotowego przedsiębiorstwa. Wpływ prognozowanego kryzysu w przedsiębiorstwie na poszczególne podsystemy zarządzania, a także charakterystyka danych elementów planu restrukturyzacyjnego umożliwiającego przywrócenie efektywności przedsiębiorstwa stanowi przedmiot rozważań zawarty w kolejnym rozdziale monografii.

Rozdział V

Praktyczny wymiar planu restrukturyzacyjnego – studia przypadków

5.1. Analiza przyczyn i konsekwencje pogarszającej się sytuacji przedsiębiorstw przed restrukturyzacją

Działanie w warunkach wolnorynkowych jest funkcjonowaniem w obszarze niepewności i ryzyka. Powoduje to konieczność rozważnego i ostrożnego podejmowania decyzji przez menedżerów – uwzględniając możliwe do realizacji scenariusze wydarzeń – szczególnie w warunkach dynamicznych zmian w otoczeniu¹. Niezachowanie należytej rozwagi może skutkować nieuwzględnieniem niektórych ryzyk zarówno w wymiarze prawdopodobieństwa wystąpienia, jak i możliwych do realizacji strat. Jednym z najskuteczniejszych i najbardziej podstawowych sposobów mitygacji ryzyka rynkowego jest dywersyfikacja działalności. Stąd najbardziej narażone na uwarunkowania zewnętrzne są te podmioty, które zbyt mocno skoncentrowały swoją działalność wokół jednego obszaru rynkowego. Można to rozpatrywać z perspektywy określonej branży, grupy produktów, dostawców, segmentu

¹ Zob. A. Gruba i in. (2016). Menedżer w procesie zarządzania zmianą we współczesnym przedsiębiorstwie. *Gospodarka, Rynek, Edukacja*, 17(2), 11.

klientów, a także innych obszarów działalności przedsiębiorstwa. Ponadto zbyt duża koncentracja działalności wokół pojedynczego obszaru nie tylko zbyt mocno naraża przedsiębiorstwo na ryzyko koncentracji, ale również ogranicza jego zdolności do ograniczania ryzyka rynkowego. Niepodjęcie działań korygujących w odpowiednim czasie może powodować wystąpienie trwałego kryzysu w przedsiębiorstwie, który może skutkować utratą płynności i w konsekwencji – wypowiedzeniem finansowania przez wierzycieli przedsiębiorstwa. To z kolei prowadzi do konieczności wstąpienia na drogę restrukturyzacji lub nawet likwidacji przedsiębiorstwa. Restrukturyzacja mająca za zadanie doprowadzić do przywrócenia zdolności płatniczej przedsiębiorstwa zagrożonego upadłością, jednak rokującego co do możliwości wytwarzania nadwyżki finansowej, mająca jednocześnie za zadanie wdrożenie planu restrukturyzacyjnego zatwierdzonego przez wierzycieli to restrukturyzacja sanacyjna. Wpływ restrukturyzacji na poszczególne podsystemy przedsiębiorstwa został zaprezentowany w tabeli 1.

Tabela 1. Restrukturyzacja w podsystemach przedsiębiorstwa

Podsystem przedsiębiorstwa	Przedsięwzięcia restrukturyzacyjne i ich cele
Bazowa strategia	Poprawa bieżącej sytuacji finansowej. Przetrawanie na rynku. Adaptacyjny i operacyjny charakter większości proponowanych zmian. Defensywne i mało rozwojowe cele.
Zasoby ludzkie	Redukcja zatrudnienia, w pierwszej kolejności pracowników nieprodukcyjnych z likwidowanych części przedsiębiorstwa. Ograniczanie lub nawet obniżanie płac. Programy dobrowolnych odejść.
Struktura organizacyjna	Wyszczuplanie struktur organizacyjnych. Wydzielanie zorganizowanych części przedsiębiorstwa. Ograniczanie procesów pomocniczych. Wdrażanie controllingu. Wzmacnianie niektórych służb (np. marketingowych i finansowych).
Majątek i technologia	Efektywniejsze wykorzystanie posiadanego majątku. Wstrzymywanie realizacji rozpoczętych inwestycji. Dywestycje (sprzedaż majątku produkcyjnego i nieprodukcyjnego). Likwidacja nieefektywnych zdolności produkcyjnych.
Finanse	Finansowanie działalności zobowiązaniami. Negocjacje z wierzycielami w sprawie zmiany warunków spłaty zobowiązań. Poszukiwanie środków finansowych z pomocy publicznej.

Źródło: J. Grynchyszyn (2015). Restrukturyzacja jako narzędzie zarządzania antykryzysowego przedsiębiorstw. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego w Siedlcach. Seria: Administracja i Zarządzanie*, 33(106), 56; za: J. Brzoska (2010). *Praktyka restrukturyzacji – za i przeciw*. [w:] *Akademia Przedsiębiorczych. Poradnik: Załóż firmę i nią zarządzaj*. Katowice: Górnośląska Agencja Rozwoju Regionalnego.

Autor powyższego zestawienia przedstawia obszary (podsystemy przedsiębiorstwa), które powinny być przedmiotem analizy lub/i restrukturyzacji. Przede wszystkim należy skupić się na takich obszarach jak: strategia przedsiębiorstwa, kapitał ludzki, struktura organizacyjna, majątek i technologia, finanse. Autor

ponadto przedstawia proponowany przegląd potencjalnych działań restrukturyzacyjnych w ramach poszczególnych obszarów. Inne szerokie omówienie wieloaspektowych obszarów i działań restrukturyzacyjnych zostało zaproponowane przez M. Podobińską-Staniec i M. Celeja w pracy „Kapitał intelektualny a restrukturyzacja przedsiębiorstw”², w ramach którego autorzy prezentują również rozwiązania możliwe do podjęcia w ramach restrukturyzacji w poszczególnych obszarach przedsiębiorstwa, a w ramach nich:

1. zmiana formy organizacyjno-prawnej (komercjalizacja);
2. dobór adekwatnych rozwiązań organizacyjnych:
 - prywatyzacja;
 - racjonalizacja poziomu zatrudnienia;
 - restrukturyzacja finansowa;
 - racjonalizacja zakresu działania;
 - segmentacja strategiczna (funkcje podstawowe, pomocniczo-obsługowe, pozaoperacyjne);
 - dywersyfikacja/specjalizacja;
 - outsourcing/insourcing;
3. dobór adekwatnych rozwiązań organizacyjnych:
 - just in time;
 - alians strategiczny;
 - sieć (organizacja wirtualna);
 - restrukturyzacja organizacyjna;
 - racjonalizacja formy organizacyjnej;
 - tworzenie centrów kosztów / zysków;
 - podział przedsiębiorstwa i tworzenie samodzielnych podmiotów gospodarczych;
4. dobór adekwatnych rozwiązań organizacyjnych:
 - struktura dywizjonalna;
 - struktura projektowa;
 - struktura macierzowa;
 - holding;
 - organizacja sieciowa (wirtualna);
 - doskonalenie struktury organizacyjnej;
 - diagnoza struktury organizacyjnej;
 - projektowanie usprawnionej struktury organizacyjnej;
 - wdrażanie zmian w rozwiązaniu strukturalnym;
 - usprawnienie zasad i metod funkcjonowania;
 - lean management;

²M. Podobińska-Staniec, M. Celej (2013). *Kapitał intelektualny a restrukturyzacja przedsiębiorstw*.

- reengineering;
- TQM;
- koszty docelowe (target costing);
- Kaizen.

Powyższe szerokie omówienie działań restrukturyzacyjnych można syntetycznie ująć w następujących obszarach: dobór formy organizacyjno-prawnej, redefinicja strategii przedsiębiorstwa, restrukturyzacja finansowa, racjonalizacja struktury organizacyjnej, cykliczny przegląd i monitoring realizacji planu restrukturyzacyjnego. Opracowanie każdego z ww. obszarów³ powinno stanowić proces, którego efektem jest stworzenie planu restrukturyzacyjnego umożliwiającego przywrócenie przedsiębiorstwu przewagi konkurencyjnej i efektywności działania (zarówno w wymiarze ekonomicznym, jak i finansowym). Przyporządkowanie poszczególnych (potencjalnych) rodzajów działań oraz możliwości organizacyjnych w poszczególnych najważniejszych obszarach działalności zostało przedstawione w tabeli 2.

Tabela 2. Obszary planu restrukturyzacyjnego

Obszar	Wyszczególnienie
Dobór formy organizacyjno-prawnej	Spółka z o.o., spółka cywilna, indywidualna działalność gospodarcza, spółka akcyjna, spółka komandytowo-akcyjna, spółka partnerska, spółka jawna, spółdzielnia, fundacja, stowarzyszenie.
Redefinicja strategii	W tym: dywersyfikacja/koncentracja w różnych przekrojach marketingowych, przegląd działań marketingowych w ujęciu funkcjonalnym, analiza kosztów produkcji i in.
Restrukturyzacja finansowa	Dostosowanie płatności zobowiązań do możliwych przepływów pieniężnych, umorzenie części kapitału i odsetek, dostosowanie odpowiedniej możliwej struktury finansowania do możliwości przedsiębiorstwa, skrócenie cyklu należności.
Racjonalizacja struktury organizacyjnej	Zmiana formy organizacyjnej przedsiębiorstwa, redefinicja obszarów odpowiedzialności, ścisłe przyporządkowanie obszarów decyzyjnych.
Cykliczny przegląd i monitoring planu	Cykliczne monitorowanie efektów działalności organizacji, w tym przede wszystkim wartości zdefiniowanych mierników, celów i wyników finansowych względem harmonogramowanych działań i prognoz.

Źródło: opracowanie własne.

Powyżej zdefiniowane obszary działań restrukturyzacyjnych pozwalają na uporządkowanie aktywności związanych z zaplanowaniem działań restrukturyzacyjnych. Podstawowym i fundamentalnym działaniem jest dobór odpowiedniej formy prawnej względem efektywności działań i przede wszystkim odpowiedniemu

³Co do zasady opracowywanie działań w wymienionych obszarach powinno odbywać się według przytoczonej kolejności, a działania te winny tworzyć spójny proces, jednak w wyjątkowych okolicznościach możliwe jest realizowanie niektórych z nich symultanicznie.

delegowaniu odpowiedzialności. Powinna ona wynikać z jednej strony z uwarunkowań zewnętrznych (branżowych), z drugiej zaś – z uwarunkowań wewnętrznych, które umożliwiają odpowiednie zarządzanie podmiotem w taki sposób, który z jednej strony daje możliwość sprawnego podejmowania decyzji, a z drugiej – umożliwia kontrolę nadzorczą (sanacyjną) nad realizowanym planem.

Drugim obszarem kluczowym pod względem poszukiwania możliwości generowania nadwyżek finansowych restrukturyzowanego podmiotu jest przegląd i redefinicja strategii organizacji. Jest to działanie niezbędne w każdym działaniu restrukturyzacyjnym, bowiem „jej celowy i długookresowy charakter wiąże pojęcie restrukturyzacji z procesem kształtowania strategii organizacji gospodarczej oraz podejmowaniem działań zorientowanych na realizację niezbędnych i radykalnych zmian w tym zakresie”⁴. To właśnie odpowiedź na pytanie, czy menedżerowie i nadzorca są zdolni do podjęcia takich działań zmierzających do zredefiniowania strategii organizacji dopasowanej do aktualnych warunków rynkowych, by móc przywrócić przedsiębiorstwu możliwość generowania nadwyżek finansowych i w konsekwencji spłaty przynajmniej części zobowiązań. Odpowiedź ta jest kluczowa względem decyzji o wszczęciu postępowania restrukturyzacyjnego. Jeśli jest pozytywna, należy podjąć próbę znalezienia obszarów, w których (projektowane) przedsiębiorstwo będzie posiadało największą przewagę konkurencyjną umożliwiającą generowanie zysku (nadwyżek finansowych). Skupienie działalności w tym obszarze, a także redukcja nadmiernych kosztów niewiązanych się bezpośrednio z produkcją są najważniejszymi wyzwaniem, przed którymi stoją menedżerowie w ramach redefinicji strategii. W przypadku pozytywnej próby jej sformułowania, można przejść do kolejnych etapów planowania – w tym do próby odnalezienia odpowiedniej struktury finansowej.

Planowanie jest jednym z podstawowych atrybutów funkcjonowania przedsiębiorstwa. Rozumienie planowania jako modelowania przyszłości umożliwia działanie w dynamicznie zmieniających się warunkach, w jakich funkcjonują przedsiębiorstwa – warunkach niepewności i ryzyka. Planowanie umożliwia i wspomaga proces podejmowania decyzji, który jest niezbędny do skutecznego zarządzania przedsiębiorstwem i będący podstawową funkcją zarządzania. Planowanie w tym rozumieniu ma umożliwić⁵:

- funkcjonowanie w warunkach konkurencji,
- osiąganie większej wiarygodności w środowisku gospodarczym i finansowym,
- lepsze i pełniejsze diagnozowanie szans i zagrożeń rozwojowych firmy,

⁴ A. Jaki (2015). Restrukturyzacja – od transformacji do globalizacji. *Przegląd Organizacji*, 9(908), 4.

⁵ J. Kowalczyk (red.). (2010). *Biznesplan*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego. s. 7.

- świadome i celowe sterowanie kierunkiem rozwoju firmy,
- zapewnienie harmonijnego działania i trwania na rynku,
- rozpoznanie złożoności projektowanych procesów,
- efektywne prowadzenie działalności i osiągnięcie zamierzonych celów.

Co więcej, niekorzystne sytuacje, w jakich znajdują się przedsiębiorstwa, które wymagają podjęcia działań restrukturyzacyjnych wynikają w dużej mierze z niewłaściwych decyzji podejmowanych często *ad hoc*, nie opierających się na planie działalności (biznesplanie) lub opierających się na niewłaściwie sformułowanym planie. Jest to zatem bardzo ważny instrument, jakim dysponują zarządzający i nadzorcy podmiotów, wobec których podejmuje się działania naprawcze. Do podstawowych celów planowania zalicza się, obok reorganizacji działalności, także szereg innych efektów, które umożliwiają skuteczną działalność zarządzanych podmiotów, w tym⁶:

- osiągnięcie określonej w planie nadwyżki finansowej,
- realizacja ustalonej ilości i wartości sprzedaży produkcji na poszczególnych rynkach,
- obniżenie poziomu kosztów,
- opanowanie nowych rynków sprzedaży,
- uruchomienie nowych kanałów dystrybucji,
- poprawa jakości produktów,
- opracowanie i wdrożenie nowych produktów,
- przeprowadzenie restrukturyzacji produktowej,
- przeprowadzenie modernizacji techniczno-technologicznej,
- wykonanie konkretnych projektów techniczno-inwestycyjnych.

Wspomniany biznesplan pełni szereg istotnych funkcji związanych z zarządzaniem przedsiębiorstwem. Dość wskazać, że jego istnienie jest zdeterminowane kluczową funkcją zarządzania, jaką jest planowanie. Jednak *par excellence* biznesplan stał się sformalizowanym dokumentem umożliwiającym nakreślenie poszczególnych działań w obszarze operacyjnym wynikającym ze zdefiniowanej strategii⁷.

⁶Ibidem, s. 8.

⁷Por. J. Pasieczny (2013). *Biznesplan*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne. s. 11. Co do zasady biznesplan powinien odpowiadać konkretnym przedsięwzięciom. Nie powinien on definiować holistycznej strategii przedsiębiorstwa, gdyż ta powinna być sformalizowana i zdefiniowana w osobnym procesie, na bazie którego powstaje odrębny dokument zarządczy i nadzorczy, jakim jest Strategia. Niemniej powinien on nawiązywać do uwarunkowań strategicznych i na bazie podjętej strategii i taktyki – definiować działania zaplanowane do podjęcia, a także projektować wyniki na bazie celów i ich mierników, które są do zrealizowania przez przedsiębiorstwo. Zatem najczęściej (duże) przedsiębiorstwo będzie realizowało jednocześnie wiele biznesplanów odpowiadających poszczególnym projektom, które wyznaczono do wykonania.

Prawidłowo sporządzony biznesplan wypełnia następujące charakterystyki⁸:

- stanowi narzędzie wspomagające przedsiębiorcę w rozwoju jego pomysłów oraz projektów przedstawianych mu do realizacji;
- stanowi podstawę do rozmów z wszelkiego rodzaju kontrahentami i decydentami (interesariuszami), takimi jak: wiodący akcjonariusze, banki, potencjalni współinwestorzy, agencje finansowe państwowe i prywatne, fundusze inwestycyjne;
- stanowi spójną i logiczną strukturę, zgodnie z którą przedsiębiorstwo powinno się rozwijać w ciągu kilku następujących lat;
- dostarcza narzędzi do bieżącego monitorowania, dokonywania przeglądów i korekt zarówno w okresie tworzenia, jak i w okresie eksploatacji.

Opracowanie biznesplanu w perspektywie prognostycznej, a także w przypadku analizy dotychczasowej działalności przedsiębiorstwa może przynieść zarządzającym szereg korzyści. Wynika to z faktu, że tworzenie biznesplanu umożliwia zebranie wielu informacji, które – poddane analizie – umożliwiają decydentom wybór odpowiedniego wariantu działania. Ponadto, wysiłek i czas niezbędny do sporządzenia poprawnego biznesplanu powodują, że decyzje te są co do zasady podejmowane w sposób bardziej złożony i uporządkowany, co z jednej strony może przyczynić się do bardziej racjonalnego działania, z drugiej zaś – jest mniej elastyczne i wymaga bardziej stabilnych warunków działania. Można wymienić również następujące korzyści o charakterze wewnętrznym wynikające ze sporządzania biznesplanu⁹:

- uniknięcie wielu błędów podczas prowadzenia działalności, zapobiegając im poprzez zmianę taktyki działania czy pozyskanie dodatkowych środków finansowych;
- ocena własnych predyspozycji do założenia lub prowadzenia jednostki;
- nakreślenie kierunków rozwoju przedsiębiorstwa;
- rozdysponowanie swoich środków finansowych w czasie planowania, dzięki czemu redukuje się niepowodzenie związane z niedoborem kapitału podczas inwestowania;
- wyznaczenie mapy działań, dzięki którym kierownictwo będzie wiedziało, jak postępować, by zrealizować cele;
- analiza dotychczasowych działań w przedsiębiorstwie;
- przygotowanie planu działań marketingowych i operacyjnych;
- ocena możliwości pozyskiwania zewnętrznych środków finansowych.

⁸ K. Grzesiuk (2010). *Biznesplan – wprowadzenie do części opisowej*. [w:] A. Przybyła, W. Wytrążek (red.), *Prawne i gospodarcze aspekty działalności w turystyce* (s. 99–100).

⁹ K. Cyran (2018). Rola biznesplanu w zarządzaniu małym i średnim przedsiębiorstwem. *Modern Management Review*, 25(3), 49; za: T. Hermaniuk (2014). *Biznesplan. Pytania i odpowiedzi*. Warszawa: Difin. s. 55.

Najogólniej można przyjąć, że biznesplan spełnia dwie najważniejsze funkcje w systemie zarządzania: funkcja wewnętrzna, która umożliwia właściwe podejmowanie decyzji w trakcie operacji gospodarczych i funkcja zewnętrzna, pozwalająca na dokonanie próby identyfikacji możliwych szans i zagrożeń płynących z otoczenia w przyszłości oraz umożliwiającą nawiązanie relacji z kapitałodawcami i innymi zewnętrznymi interesariuszami¹⁰. Bez wątplenia obie wymienione funkcje umożliwiają skuteczną realizację projektów prowadzonych przez przedsiębiorstwo, w tym – procesu restrukturyzacyjnego. Z tego punktu widzenia plan restrukturyzacyjny należy rozpatrywać jako szczególną formę biznesplanu, która z jednej strony realizuje funkcję wewnętrzną i umożliwia podjęcie odpowiednich działań zmierzających do przywrócenia przedsiębiorstwu zdolności do generowania dodatnich przepływów pieniężnych i odzyskanie rentowności, z drugiej zaś pozwala na podjęcie skutecznej próby zawarcia układu z wierzycielami – w ten sposób realizując funkcję zewnętrzną.

Zawartość planu restrukturyzacyjnego

Zgodnie z art. 10 ustawy Prawo restrukturyzacyjne – plan restrukturyzacyjny zawiera co najmniej¹¹:

1. opis przedsiębiorstwa dłużnika wraz z informacją o aktualnym oraz przyszłym stanie podaży i popytu w sektorze rynku, na którym przedsiębiorstwo działa;
2. analizę przyczyn trudnej sytuacji ekonomicznej dłużnika;
3. prezentację proponowanej przyszłej strategii prowadzenia przedsiębiorstwa dłużnika oraz informację na temat poziomu i rodzaju ryzyka;
4. pełny opis i przegląd planowanych środków restrukturyzacyjnych i związanych z nimi kosztów;
5. harmonogram wdrożenia środków restrukturyzacyjnych oraz ostateczny termin wdrożenia planu restrukturyzacyjnego;
6. informację o zdolnościach produkcyjnych przedsiębiorstwa dłużnika, w szczególności o ich wykorzystaniu i redukcji;
7. opis metod i źródeł finansowania, w tym wykorzystania dostępnego kapitału, sprzedaży aktywów w celu finansowania restrukturyzacji, finansowych zobowiązań udziałowców i osób trzecich, w szczególności banków lub innych kredytodawców, wielkości udzielonej i wnioskowanej pomocy publicznej oraz pomocy *de minimis* lub pomocy *de minimis* w rolnictwie lub rybołówstwie i wykazania zapotrzebowania na nią;

¹⁰ Zob. Ibidem, s. 47–48.

¹¹ Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne, Dz.U. 2020.814

8. projektowane zyski i straty na kolejne pięć lat oparte na co najmniej dwóch prognozach;
9. imiona i nazwiska osób odpowiedzialnych za wykonanie układu;
10. imiona i nazwiska autorów planu restrukturyzacyjnego;
11. datę sporządzenia planu restrukturyzacyjnego.

Jednakże w szczególnych przypadkach (gdy wielkość lub charakter działalności dłużnika uniemożliwia ustalenie wszystkich informacji lub nie jest to niezbędne do dokonania oceny możliwości wykonania układu) możliwe jest ograniczenie przedmiotowe ww. planu¹².

Po sporządzeniu planu składa się go w formie elektronicznej i umieszcza w Centralnym Rejestrze Restrukturyzacji i Upadłości¹³. Rejestr ten, utworzony na podstawie art. 5 ustawy Prawo restrukturyzacyjne, służy z jednej strony umieszczeniu informacji niezbędnych stronom postępowania, jak również – udostępnianiu danych dotyczących postępowania. Dodatkową zaletą istnienia rejestru jest wspomaganie organizacji procesu restrukturyzacyjnego i upadłościowego dzięki m.in. umożliwieniu składania za jego pośrednictwem pism procesowych, a także dokonywanie doręczeń¹⁴. W dalszej części tego podrozdziału zostaną omówione poszczególne elementy składowe planu restrukturyzacyjnego z punktu widzenia teorii i praktyki.

5.2. Plan restrukturyzacyjny jako narzędzie planowania strategicznego

Zawartość planu restrukturyzacyjnego, jakkolwiek uporządkowana w sposób umożliwiający odpowiedni dobór środków restrukturyzacji i nadzoru, spełnia dwie podstawowe funkcje, które koresponują wprost z podsystemem zarządzania przedsiębiorstwem:

- funkcja planistyczna,
- funkcja organizacyjno-kontrolna.

Choć można uznać, że plan spełnia wszystkie funkcje zarządzania (planowanie, organizowanie, motywowanie, kontrola¹⁵), zasadnym zdaje się być podzielenie modelowego planu restrukturyzacyjnego na dwie części, które charakteryzują się spełnianiem przeważającej funkcji – z jednej strony funkcji planowania strategicznego,

¹² Art. 10 ust. 2 ustawy z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne, Dz.U. 2020.814.

¹³ Art. 10 ust. 3 ustawy z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne, Dz.U. 2020.814.

¹⁴ Art. 5 ustawy z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne, Dz.U. 2020.814.

¹⁵ H. Fayol (1909). *L'exposee des principes generaux d'administration*.

z drugiej – organizowania i kontroli realizacji planu. Pierwsza część, zawierająca się w pierwszych trzech punktach planu restrukturyzacyjnego (opis przedsiębiorstwa, zdefiniowanie przyczyn trudnej sytuacji dłużnika, prezentacja przyszłej proponowanej strategii działalności dłużnika i ryzyk), z pewnością dotyczy diagnozy trudnej sytuacji, poszukiwania rozwiązań i definiowania modelu biznesowego. Można zatem uznać, że jej główną funkcją jest planowanie strategiczne. Z tego punktu widzenia zostaną zaprezentowane poszczególne punkty planu, z ich omówieniem, mając na względzie treść ekonomiczną, jaką powinny sobą prezentować.

Opis przedsiębiorstwa dłużnika wraz z informacją o aktualnym oraz przyszłym stanie podaży i popytu w sektorze rynku, na którym przedsiębiorstwo działa

W tym punkcie sporządzający plan powinien umieścić informacje, które umożliwią sądowi identyfikację przedsiębiorstwa oraz ogólne umiejscowienie przedsiębiorstwa w otoczeniu rynkowym, w tym przede wszystkim informacje o branży w jakiej działa, przeważającym i dodatkowym obszarze działalności (zgodnie z PKD), ale również informacje zawierające ogólną charakterystykę przedsiębiorstwa (np. formę prawną, strukturę własnościową, strukturę organizacyjną), krótką historię działalności i podjęte działania rozwojowe.

Drugim obszarem opisowym i analitycznym w ramach tego punktu planu jest ocena aktualnego i prognozowanego stanu popytu i podaży na produkty działalności przedsiębiorstwa w sektorze rynku, w którym przedsiębiorstwo działa. Wymaga to wykonania co najmniej uproszczonej analizy marketingowej i rynkowej – w celu oceny, w jaki sposób przedsiębiorstwo produkuje i sprzedaje produkty i usługi odbiorcom. Najczęściej w tym obszarze wykonuje się analizę marketingową marketingu mix 4P¹⁶. Pozwala ona ocenić cztery kluczowe obszary działalności przedsiębiorstwa z punktu widzenia budowania wartości, tj. produkcji, strategii cenowej, dystrybucji, promocji. Jest ona w tym obszarze również pewnym wprowadzeniem, pomostem pomiędzy opisem działalności przedsiębiorstwa a jego funkcjonowaniem w ściśle określonym otoczeniu rynkowym. Dalsza część rozwinięcia tego punktu planu restrukturyzacyjnego, bardzo ważna z punktu widzenia dłużników, to określenie, w jakim otoczeniu działa przedsiębiorstwo, tzn. jak wygląda struktura popytu i podaży, konkurencja, otoczenie prawne i administracyjne i inne kluczowe determinanty funkcjonowania¹⁷. Pozwala to ocenić – wraz z dostarczonymi informacjami o działalności marketingowej – na ile

¹⁶E.J. McCarthy (1960). *Basic Marketing: A Managerial Approach*. Homewood: Irwin. Praca autora wywarła ogromny wpływ na postrzeganie działań marketingowych w przedsiębiorstwie. Doczekała się wielu rozwinięć, w tym koncepcji 7P, 4C, 4E i innych, jednak do dziś jest podstawą budowania strategii marketingowych, a także inspiracją dla dalszych badań.

¹⁷W tym obszarze często stosowanym narzędziem jest analiza sił rynkowych Portera.

działalność przedsiębiorstwa w obecnej formie może przynieść pozytywny skutek w postaci wartości sprzedaży umożliwiającej (przy pozytywnej marżowości) skuteczne i efektywne funkcjonowanie na rynku, a w konsekwencji – realizacji planu restrukturyzacyjnego. Ta część planu zasadniczo odnosi się do przeszłej i obecnej sytuacji wewnątrz przedsiębiorstwa oraz obecnej i prognozowanej sytuacji w otoczeniu rynkowym. Może jednak być obarczona pewnymi komentarzami i hipotezami (wskazówkami) dotyczącymi ewentualnych działań korekcyjnych, które swoje rozwinięcie będą miały w części planu dotyczącej środków restrukturyzacyjnych.

Analiza przyczyn trudnej sytuacji ekonomicznej dłużnika

Po wykonaniu wstępnego opisu działalności przedsiębiorstwa oraz charakterystyki rynku, na którym działa bardzo ważnym elementem planu jest wykonanie odpowiedniej diagnozy przedsiębiorstwa, która – jeśli jest poprawnie wykonana – może umożliwić zdefiniowanie odpowiednich działań korygujących będących podstawą do wdrożenia środków restrukturyzacyjnych. W tym obszarze podstawowym kryterium oceny potencjalnych przyczyn jest sklasyfikowanie ich na endo- i egzogeniczne (wewnętrzne i zewnętrzne). Pozwala to odpowiednio dostosować działania korygujące oraz – co ważniejsze – w pierwszym etapie ocenić, czy możliwa jest skuteczna restrukturyzacja. Z tego punktu widzenia można rozróżnić przyczyny zewnętrzne związane z makrootoczeniem oraz przyczyny zewnętrzne związane z otoczeniem konkurencyjnym (mikrootoczenie). Szczegółową klasyfikację potencjalnych przyczyn kryzysów w przedsiębiorstwach z punktu widzenia przyczyn zewnętrznych przedstawiono w tabeli 3.

W przypadku dokonywania oceny czynników zewnętrznych należy zwrócić uwagę, że co do zasady przedsiębiorstwo albo nie ma możliwości oddziaływania na nie (makrootoczenie), albo ma je w sposób bardzo ograniczony (mikrootoczenie). W związku z powyższym, ocena – przede wszystkim czynników makrootoczenia – powinna być pierwszym elementem analizy złej sytuacji dłużnika. Być może rzeczywisty, zdefiniowany odpowiednio stan otoczenia uniemożliwia skuteczne i efektywne funkcjonowanie przedsiębiorstwa w tym obszarze rynku albo należałoby (jeśli to możliwe) zredefiniować produkt oferowany przez przedsiębiorstwo, by znaleźć się w innym otoczeniu lub nawet pojąć decyzję o likwidacji przedsiębiorstwa, gdyż niemożliwe jest efektywne wdrożenie jakichkolwiek środków restrukturyzacyjnych umożliwiających przywrócenie przedsiębiorstwu efektywności i płynności finansowej.

Tabela 3. Przyczyny trudnej sytuacji w przedsiębiorstwie

Przyczyny zewnętrzne	
Makrootoczenie	Mikrootoczenie (otoczenie konkurencyjne)
<ul style="list-style-type: none"> - kryzys makroekonomiczny, - niskie tempo wzrostu gospodarczego kraju, regionu, - zmiana polityki ekonomicznej wobec przedsiębiorstw w zakresie: polityki celnej, antytrustowej, koncesyjnej itp., - liberalizacja i deregulacja rynku, - restrykcyjna polityka fiskalna, - wysokie stopy procentowe, - spadek poziomu dochodów ludności, - poziom bezrobocia, - większa skłonność do oszczędzania niż konsumowania dochodów, - zmiany w modelu konsumpcji, - zmiany w zakresie popytu i podaży, - szybkie tempo zmian technologicznych, powodujące skracanie cyklu życia produktów i konieczność kosztownych wdrożeń, - restrykcyjny kodeks pracy, - zmiany w regulacjach prawnych, - czynniki losowe. 	<ul style="list-style-type: none"> - niekorzystne zmiany w kondycji partnerów przedsiębiorstw, - zatory płatnicze kontrahentów, - kłopoty z instytucjami państwowymi (np. Urzędem Skarbowym), - spadek popytu na produkty firmy lub zmiany w jego strukturze, - starzenie się rynku (sektora), - natężenie walki konkurencyjnej w sektorze, - wysoka presja konkurencji potencjalnej – nasilony napływ kapitału do branży, - zwiększenie siły oddziaływania dostawców, - zwiększenie siły oddziaływania producentów substytutów, - niekorzystne zmiany cen towarów.

Źródło: R. Grądzki, A. Zakrzewska-Bielawska (2009). Przyczyny i objawy kryzysu w polskich przedsiębiorstwach. *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, 3(2), 13–14.

Należy przy tym również zwrócić uwagę, że o ile nawet znajdzie się potencjał do wypracowania nadwyżki ekonomicznej wynikającej z przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa – to należy ostrożnie podchodzić do dynamicznie zmieniającej się sytuacji zewnętrznej, a także podejmować działania zabezpieczające przedsiębiorstwo przed materializacją wstępnie zdefiniowanych ryzyk związanych z otoczeniem. Ten element stanowi również pewien zaczątek analizy ryzyka, która znajdzie swoje rozwinięcie w dalszej części planu restrukturyzacyjnego.

O ile jednak wobec sytuacji związanej z otoczeniem przedsiębiorstwo jest reaktywne i co do zasady powinno się do niej dostosowywać – również podejmując działania zabezpieczające – o tyle wewnętrzne (endogeniczne) przyczyny kryzysu są w większości możliwe do skorygowania poprzez podjęcie odpowiednich środków. Przyczyny wewnętrzne występowania kryzysów w polskich przedsiębiorstwach można przydzielić do pięciu najważniejszych obszarów¹⁸ (strategia, ludzie, finanse, struktura organizacyjna, technika). Najważniejsze potencjalne wewnętrzne przyczyny kryzysów w polskich przedsiębiorstwach przedstawiono w tabeli 4.

Zdefiniowanie wewnętrznych przyczyn kryzysu jest kluczowe z punktu widzenia przedsiębiorstwa, bowiem to właśnie ta grupa czynników jest możliwa do

¹⁸ Szerzej to zagadnienie zostało omówione w części dotyczącej istoty ekonomicznej restrukturyzacji.

skorygowania w celu wytworzenia dodatkowej wartości rynkowej. Poprzednie kroki podjęte w celu przygotowania planu restrukturyzacyjnego, a więc opis przedsiębiorstwa, w tym obszarów marketingowych oraz rynku, na jakim funkcjonuje, przy zastosowaniu analizy 4P, a także modelu pięciu sił Portera umożliwiają wstępną identyfikację wartości, jaką tworzy przedsiębiorstwo, jego procesów i sytuacji rynkowej. Na tej bazie, przechodząc przez odpowiednie przekroje działalności (np. zaproponowany układ: strategia, ludzie, finanse, strategia organizacyjna, technika), można systematycznie przejść przez wszystkie obszary działalności przedsiębiorstwa w kryzysie w celu:

- identyfikacji potencjalnych przyczyn kryzysu,
- ustalenia i próby pomiaru skutków finansowych stanu faktycznego,
- próby zdefiniowania działań korygujących i związanych z nimi środków restrukturyzacyjnych.

Tabela 4. Podział przyczyn kryzysu w przedsiębiorstwie

Przyczyny wewnętrzne	
strategia	<ul style="list-style-type: none"> – niejasna polityka przedsiębiorstwa, – błędne lub nieostre cele firmy, – twarde trzymanie się wypróbowanych recept na sukces, – brak zrozumienia dla misji organizacji, – błędnie przyjęte kompetencje przedsiębiorstwa, – niedostosowanie strategii: rozwoju, funkcjonalnych, instrumentalnych do warunków wewnętrznych i zewnętrznych funkcjonowania firmy, – nieumiejętność unowocześniania i dopasowywania.
ludzie	<ul style="list-style-type: none"> – duża fluktuacja kadry kierowniczej, – systemy wartości i motywacji kadry kierowniczej, – zły (fałszywy) styl zarządzania, – błędne ocenianie możliwości pracowników, – niezdecydowanie w zarządzaniu i podejmowaniu decyzji, – zbyt późna zmiana wiekowa w organizacji, – brak identyfikacji zatrudnionych z przedsiębiorstwem, co ogranicza ich aktywność, przedsiębiorczość i siłę motywacyjnego oddziaływania bodźców, – konflikty wewnątrzorganizacyjne.
finanse	<ul style="list-style-type: none"> – błędy w budżetowaniu, – wysokie koszty, – błędne inwestycje wskutek niewystarczającego planowania (wielkie inwestycje, fuzje, przejęcia), – słabe zarządzanie kapitałem obrotowym, – skala działalności przekraczająca możliwości finansowe, – niedostateczny controlling.
struktura organizacyjna	<ul style="list-style-type: none"> – braki w organizacji zarządzania, – błędne rozwiązania organizacyjne, niedopasowane do strategii, – konserwatywne metody organizacji, – brak bądź niespójne działania międzyfunkcjonalne, – zły przepływ informacji.

Przyczyny wewnętrzne	
technika	<ul style="list-style-type: none"> - niska jakość bazy materialno-produkcyjnej, - przestarzała technologia, - techniczne błędy produktów, - awarie ciągów technologicznych, - niewykorzystane moce produkcyjne, - braki w automatyzacji produkcji.

Źródło: R. Grądzki, A. Zakrzewska-Bielawska (2009). Przyczyny i objawy kryzysu w polskich przedsiębiorstwach. *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, 3(2), 13–14.

Prezentacja proponowanej przyszłej strategii prowadzenia przedsiębiorstwa dłużnika oraz informacje na temat poziomu i rodzaju ryzyka

Przeprowadzenie analizy przyczyn złej sytuacji przedsiębiorstwa kończy w pewien sposób etap analizy dotyczący sytuacji przeszłej i obecnej funkcjonowania przedsiębiorstwa. Co prawda część związana z bieżącą i przyszłą sytuacją na rynku zawiera element dotyczący próby prognozowania sytuacji ekonomicznej na rynku, na jakim przedsiębiorstwo funkcjonuje, jednak dotąd był to jedyny obszar, który determinował proces restrukturyzacyjny w ujęciu *ex ante*, a nie *ex post*. Pierwszym konstruktywnym elementem związanym z wyciąganiem wniosków dotyczących obecnej sytuacji, obecnego i potencjalnego przyszłego obrazu rynku (popytu i podaży) jest propozycja przyszłej strategii przedsiębiorstwa. Literatura przedmiotu przewiduje wiele możliwych sposobów i metod przygotowywania strategii przedsiębiorstwa. Jednym z najbardziej podstawowych i najczęściej stosowanych w przypadku biznesplanów i planów restrukturyzacyjnych jest analiza strategiczna SWOT¹⁹. Strukturę analizy SWOT zaprezentowano w tabeli poniżej.

Tabela 5. Analiza SWOT

	pozytywne	negatywne
Wnętrze organizacji	mocne strony	słabe strony
Otoczenie organizacji	szanse	zagrożenia

Źródło: opracowanie własne.

Analiza SWOT zasadniczo składa się z określenia (zdefiniowania) najważniejszych mocnych i słabych stron wewnątrz organizacji, a także szans i zagrożeń płynących z otoczenia. Należy jednak podkreślić, że prawidłowo przeprowadzona analiza SWOT po pierwsze w obszarze słabych i mocnych stron skupia się na wnętrzu organizacji. W tym obszarze poszukuje się najważniejszych walorów

¹⁹ A. Learned, C. Christensen, R.S. Andrews, D. Guth (1965). *Business Policy: Text and Cases*. Homewood: Irwin.

przedsiębiorstwa z punktu widzenia budowania przewagi konkurencyjnej i budowania wartości przedsiębiorstwa. Szuka się także najsłabszych stron przedsiębiorstwa w celu ich poprawy lub zmniejszenia zaangażowania menedżerów i innych pracowników w obszary, które nie przyczyniają się do budowania wartości firmy. Co ważne, najbardziej wartościowa analiza SWOT nie tylko pozwala zidentyfikować powyższe, ale również powinna uwzględniać istotność poszczególnych aspektów strategicznych. Można bowiem zdefiniować takie, które są silną stroną przedsiębiorstwa, jednak nie przyczyniają się do znacznego wzrostu wartości firmy; z drugiej strony zaś można zdefiniować najsłabsze strony przedsiębiorstwa, co nie oznacza, że skupienie działalności w celu ich poprawy musi być efektywne, gdyż mogą charakteryzować się one niską istotnością. Zatem najważniejszym zadaniem w przypadku tej metody jest poszukiwanie tych obszarów, które, po pierwsze, są istotne z punktu widzenia przedsiębiorstwa, z drugiej strony zaś – wymagają największej poprawy lub/i dalszej ekspansji (istotne słabe strony i istotne mocne strony).

Drugim obszarem objętym analizą powinna być ocena potencjalnego ryzyka (zarówno w ujęciu pozytywnym, jak i negatywnym), które jest związane z działalnością organizacji, a następnie – analogicznie do mocnych i słabych stron – próba oceny jego istotności i ewentualny (w przypadku materializacji) wpływ na przyszłą sytuację przedsiębiorstwa tak, by zdefiniowana strategia odpowiednio traktowała potencjalne korzyści i straty w przypadku realizacji określonych scenariuszy. Takie uszeregowanie potencjalnych zdarzeń *ex ante* ma swój ważny walor prognostyczny, który jest niezbędny do dalszej części analizy w ramach punktu, jakim jest ocena ryzyka, jak i tworzenie bazowych scenariuszy prognostycznych rozwijanych w dalszym etapie planu restrukturyzacyjnego. W odniesieniu do konkretnej relacji (odpowiednio przewagi słabych lub silnych stron, szans i zagrożeń) można wyróżnić następujące rodzaje strategii:

- strategia agresywna (przeważają mocne strony i szanse),
- strategia konserwatywna (przeważają mocne strony i zagrożenia),
- strategia konkurencyjna (przeważają słabe strony i szanse),
- strategia defensywna (przeważają słabe strony i zagrożenia).

Trzeba podkreślić, że niezależnie od obszaru strategicznego, w jakim znajduje się przedsiębiorstwo, a także klasycznej strategii wyjścia z kryzysu – możliwa jest skuteczna restrukturyzacja nawet w przypadku gdy przedsiębiorstwo charakteryzuje się słabymi stronami, a otoczenie, w którym działa – zagrożeniami. Jest to jednak strategia trudna i wymaga od menedżerów (nadzorców) odpowiednich działań w celu minimalizacji słabych stron i odpowiedniego zabezpieczenia przed skutkami ryzyka.

Po zdefiniowaniu strategii, która będzie dopasowana do warunków rynkowych i wewnętrznych organizacyjnych należy zdefiniować odpowiednie ryzyka związane z wdrożeniem strategii i działalnością operacyjną przedsiębiorstwa. W ramach tego obszaru niezbędne do wykonania czynności składają się na proces zarządzania ryzykiem, a są nimi²⁰:

- identyfikacja ryzyka,
- pomiar i ocena ryzyka,
- sterowanie ryzykiem²¹,
- monitorowanie i kontrola ryzyka.

W ramach etapu identyfikacji ryzyka wykorzystuje się metody mające na celu znalezienie jak największej obszarów, które generują ryzyko. Wykonuje się to zarówno poprzez analizę zdarzeń przeszłych (*ex post*), jak i próbując antycypować przyszłość (*ex ante*). Do najważniejszych metod związanych z identyfikacją ryzyka (oprócz wspomnianej analizy SWOT) należą²²:

- ankieta ekspercka,
- metoda SWIFT,
- burza mózgów,
- wykres Ishikawy,
- porównanie analogii,
- metoda 5x WHY.

Ankieta ekspercka (czasem zwana metodą delficką) polega na przygotowaniu ankiety, na bazie której próbuje się uporządkować przewidywania i intuicje ekspertów związanych z określonym obszarem działań. Jest to metoda ważna, jednak powinna stanowić uzupełnienie analizy oddolnej, nie bazującej jedynie na doświadczeniu ekspertów, gdyż może ono nie uwzględniać niestandardowych i nieszablonowych sytuacji, które mogą wystąpić. Uzupełnieniem tej metody w tym zakresie może być metoda burzy mózgów. Umożliwia ona przytaczanie jak największej liczby potencjalnych pomysłów, również takich, które w dalszym etapie procesu identyfikacji zostaną odrzucone i ocenione jako nieistotne. Jednak

²⁰ K. Jajuga (red.). (2007). *Zarządzanie ryzykiem*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN. s. 15. W zakresie procesu zarządzania ryzykiem panuje wśród naukowców znaczny poziom zgodności. Wielu autorów akceptuje taki kształt procesu, który proponuje m.in. prof. Jajuga.

²¹ Czasem arbitralnie podawane jest w tym punkcie ograniczanie (mitygowanie) ryzyka. Jednak z uwagi na możliwość podejmowania różnych czynności (włącznie z podejmowaniem) ryzyka, zależnego od apetytu na ryzyko danej organizacji, jest to podejście węższe i rzadziej stosowane.

²² K. Czajkowska (2017). Metody identyfikacji ryzyka w zarządzaniu ryzykiem w przedsiębiorstwie. *Journal of Modern Management Process*, 1(2), 44.

dzięki uzupełnieniu jej o metodę ekspercką, umożliwia znalezienie zarówno czysto potencjalnych jak i bardzo prawdopodobnych obszarów i czynników ryzyka.

Kolejnym etapem, po identyfikacji ryzyk (czynników ryzyka), jest określenie (zmierzenie) prawdopodobieństwa wystąpienia zidentyfikowanych zdarzeń (zagrożeń), a także ich potencjalnego wpływu na wynik finansowy przedsiębiorstwa. Spośród metod szacowania ryzyka można wyróżnić najbardziej podstawowe (standardowe narzędzia statystyczne) jak:

- rozstęp,
- odchylenie standardowe,
- wariancja,
- średnie odchylenie bezwzględne,

a także bardziej zaawansowane metody jak:

- metoda wartości zagrożonej VaR,
- metoda oczekiwanej straty warunkowej (*Expected Shortfall*).

Po pomiarze prawdopodobieństwa wystąpienia zdarzenia (istotności), a także potencjalnych skutków, jakie może dany czynnik ryzyka wywołać – jednym z najprostszych, a jednocześnie najważniejszych narzędzi zarządczych jest opracowanie mapy ryzyka. Jest ona narzędziem macierzowym, które z jednej strony na osi odciętych prezentuje wielkość prawdopodobieństwa (częstość), z drugiej zaś – na osi rzędnych potencjalną stratę wynikającą z materializacji ryzyka. W pierwszym etapie należy sporządzić skalę (zindywidualizowaną dla potrzeb danego przedsiębiorstwa), która będzie określać, kiedy oceniamy częstość jako wysoką, a kiedy niską, tak by móc porównywać dane czynniki i przyporządkować je do danej klasy. Równolegle sporządza się przedziały potencjalnych strat, aby móc ocenić proggi poszczególnych strat i przyporządkować je do grup w zależności od wielkości oddziaływania (niskie, średnie, wysokie). Po tym etapie należy umiejscowić wszystkie zidentyfikowane ryzyka w określonej podgrupie na osi współrzędnych (mapie), żeby móc określić, które ryzyka są kluczowe z punktu widzenia działalności przedsiębiorstwa (istotne, powodujące wysokie straty), a które są nieistotne oraz potencjalnie powodują niewielkie straty. Pozwala to poszukiwać najważniejszych ryzyk i określić odpowiednią strategię działania wobec poszczególnych czynników i grup ryzyka – co będzie istotą następnego kroku w procesie zarządzania ryzykiem²³. Przykład mapy ryzyka zaprezentowano poniżej.

²³ Zob. J. Ziemiński (2016). Mapa ryzyka jako mieszana metoda oceny ryzyka w przedsiębiorstwie. *Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej, Organizacja i Zarządzanie*, z. 96, 552–555.

Tabela 6. Mapa ryzyka

		Prawdopodobieństwo (częstość)			
		niskie	średnie	wysokie	krytyczne
Następstwa (skutki)	bardzo wysokie				
	wysokie				
	średnie				
	niskie				

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: J. Ziemiński (2016). Mapa ryzyka jako mieszana metoda oceny ryzyka w przedsiębiorstwie. *Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej, Organizacja i Zarządzanie*, z. 96, 552–555.

Pomiar ryzyka jest bardzo ważnym i często skomplikowanym procesem wymagającym zbierania wielu informacji o częstości, prawdopodobieństwie i skutkach określonych zdarzeń. Wymagane jest często zaawansowane oprogramowanie matematyczne i statystyczne w celu określonego obliczania wymogów kapitałowych i potencjalnej wartości zagrożonej. Jednak metoda mapy ryzyka jest prostym, a jednocześnie wszechstronnym narzędziem, które bez angażowania bardzo dużych zasobów może być (i często jest) jednym z głównych narzędzi identyfikacji ryzyka i określenia sposobu postępowania wobec nich – stąd często stosuje się je w przypadku biznesplanów i planów restrukturyzacyjnych.

Po klasyfikacji zdarzeń względem prawdopodobieństwa i potencjalnych strat należy przystąpić do określenia sposobu postępowania wobec ryzyka. Generalnie możemy wyróżnić dwie grupy działań²⁴:

- unikanie ryzyka (działania polegające na niepodjęciu działalności związanej z wystąpieniem ryzyka),
- kształtowanie (modelowanie) ryzyka, w tym: zmniejszanie ryzyka, podział wtórny, kompensata ryzyka, gotowość do ponoszenia ryzyka.

Stworzona we wcześniejszym etapie mapa ryzyka umożliwia dopasowanie jednej z katalogu czynności sterowania ryzykiem do określonego rodzaju ryzyka w zależności od jego umiejscowienia na mapie.

W ostatnim kroku monitoruje się wynik działań związanych z zarządzaniem ryzykiem. Rewiduje się zidentyfikowane wcześniej ryzyka, weryfikuje sporządzone założenia i próbuje antycypować nowe zjawiska. Ostatni etap zarządzania ryzykiem, czyli monitoring i kontrola, to etap nierozdzielnie związany nie tylko z tym obszarem zarządzania, ale również z przeprowadzaniem restrukturyzacji, zarządzaniem projektem restrukturyzacyjnym i wdrażaniem planu restrukturyzacyjnego *par excellence*.

²⁴ Zob. O. Rusak (2015). Ryzyko kredytowe jako jedno z ryzyk w działalności banku. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego w Siedlcach* nr 104, 275.

5.3. Plan restrukturyzacyjny jako zarządcze narzędzie restrukturyzacji

Kolejne punkty planu restrukturyzacyjnego odpowiadają za definiowanie konkretnych działań związanych z wdrożeniem zaplanowanej nowej strategii przedsiębiorstwa. Charakteryzują się większą operatywnością i szczegółowością, pomagają w doprecyzowaniu poszczególnych działań i definiowaniu ich w czasie, a następnie umożliwiają sprawowanie kontroli nad wdrożeniem planu restrukturyzacyjnego. Z tego punktu widzenia uznano za zasadne wydzielenie tej części modelowego planu restrukturyzacyjnego i traktowanie jej jako zarządcze narzędzie restrukturyzacji, bowiem w przeciwieństwie do części pierwszej – strategicznej, ta część charakteryzuje się ww. operatywnością. W ramach niej wyróżnia się takie punkty jak m.in. opis i przegląd planowanych środków restrukturyzacyjnych, harmonogram ich wdrożenia, informacja o zdolnościach produkcyjnych, opis źródeł finansowania, prognozowane wyniki finansowe – zatem są to elementy niezbędne do bieżącego wdrażania strategii i monitorowania jej efektów. W dalszej części omówiono poszczególne punkty planu, uwzględniając ich charakterystykę.

Pełny opis i przegląd planowanych środków restrukturyzacyjnych i związanych z nimi kosztów

Jest to jedno z najbardziej kluczowych i twórczych (konstruktywnych) zagadnień związanych z restrukturyzacją przedsiębiorstwa. Po pierwszych etapach analizy i diagnozy sytuacji podmiotu sporządzający plan na tym etapie powinien już posiadać informacje o tym:

1. na czym polega działalność przedsiębiorstwa;
2. jaka jest geneza i przyczyna złej sytuacji dłużnika (podmiotu w restrukturyzacji);
3. jak wygląda otoczenie przedsiębiorstwa (zarówno makrootoczenie, jak i otoczenie konkurencyjne), jaki jest stan popytu i podaży na rynku oraz jakie są przewidywania w tym zakresie;
4. jakie są mocne i słabe strony przedsiębiorstwa oraz szanse i zagrożenia wynikające z otoczenia;
5. jaką strategię będzie wdrażało przedsiębiorstwo w swojej działalności w celu zbudowania (odbudowania) przewagi rynkowej;
6. jakie ryzyka są kluczowe i jakie działania podjąć wobec oblicza ich materializacji.

Zatem sporządzający powinien mieć dostateczną ilość informacji w celu sprecyzowania konkretnych działań (operacji), aby rozpocząć wdrażanie nowej strategii i podjąć próbę zniwelowania (ograniczenia) przyczyn złej sytuacji. Istotą tego punktu jest zdefiniowanie zadań, podzadań i działań mających na celu przywrócenie

płynności finansowej przedsiębiorstwu i wygenerowanie przepływów finansowych umożliwiających skuteczne i efektywne wdrożenie planu restrukturyzacyjnego jako całości, a także – spłatę zobowiązań wobec wierzycieli przedsiębiorstwa. Jest to zatem sprecyzowany zakres działań o charakterze strategicznym – z reguły do podjęcia w ciągu najbliższych 12 miesięcy w celu przywrócenia zdolności płatniczej przedsiębiorstwa (co najmniej umożliwiającej realizację planu). Definiując konieczne działania restrukturyzacyjne, dobrze jest podchodzić analogicznie – obszaro-wo jak w przypadku definiowania wewnętrznych przyczyn kryzysu w przedsiębiorstwie, bowiem to właśnie te działania powinny eliminować zdefiniowane wcześniej przyczyny wystąpienia sytuacji kryzysowej i zbudować podstawy do implementacji zdefiniowanej strategii. Można zatem próbować szukać odpowiedzi na przyczyny kryzysu w następujących obszarach: strategia, ludzie, finanse, struktura organizacyjna, technika. Niezmiernie trudno jest podać katalog czynności związanych z działaniami restrukturyzacyjnymi, jako że mogą nimi być praktycznie wszystkie aktywności związane ze zdarzeniami gospodarczymi, a ich charakter zależy w dużej mierze od specyfiki branży, w jakiej działa przedsiębiorstwo lub od specyfiki samego przedsiębiorstwa. Niemniej można próbować zdefiniować typowe, częste działania związane z uzdrawianiem sytuacji w podmiotach dotkniętych kryzysem. Przykładowe środki restrukturyzacyjne przedstawiono w tabeli poniżej.

Tabela 7. Wybrane środki restrukturyzacyjne

Obszar	Przyczyna kryzysu	Środek restrukturyzacyjny
Strategia	– nadmierna ekspansja rynkowa w załamującej się gospodarce	– zmiana struktury sprzedaży – skupienie się na innych produktach
Ludzie	– przerost zatrudnienia nieprodukcyjnego	– redukcja etatów
Finanse	– nadmierne zadłużenie – zła struktura zobowiązań – długi okres konwersji należności	– restrukturyzacja długu – umorzenie części długu – stosowanie przedpłat/factoringu – sprzedaż części majątku (nieprodukcyjnego)
Struktura organizacyjna	– nieadekwatna do sytuacji rynkowej struktura organizacyjna	– przebudowanie struktury organizacyjnej (np. z dywizjonalnej w macierzową)
Technika	– przestarzała infrastruktura informatyczna	– zakup nowoczesnego oprogramowania

Źródło: Opracowanie własne.

Dobrze, jeśli zdefiniowane działania (środki) restrukturyzacyjne są przedsięwzięte w korespondencji do zdefiniowanych w określonych obszarach przyczyn kryzysu w przedsiębiorstwie. Pozwala to w systematyczny sposób znaleźć odpowiedź (rozwiązanie) na problem, który spowodował, że przedsiębiorstwo utraciło zdolność płatniczą i operacyjną. Niezbędne do tego jest posiadanie wszechstronnej

wiedzy dotyczącej aktywów (majątku) przedsiębiorstwa, jak i jego źródeł finansowania (pasywów). Dlatego ważne jest, aby na jednym z początkowych etapów tworzenia planu restrukturyzacyjnego należycie poznać sytuację ekonomiczno-finansową podmiotu (a nie tylko organizacyjną) i przeprowadzić choćby krótki audyt, który umożliwi dokonanie poprawnego spisu składników majątku dłużnika (co jest też niezbędne do sporządzenia wniosku o wszczęcie postępowania restrukturyzacyjnego), jak i wszelkich zobowiązań podmiotu. Dzięki tej wiedzy można sklasyfikować składniki majątku niezbędne do dalszego funkcjonowania przedsiębiorstwa i generowania przez niego nadwyżki ekonomicznej, jak i te, które w sposób nikły przyczyniają się do wzrostu wartości. Następnie można je przeznaczyć do sprzedaży, aby wygenerować środki finansowe na spłaty zobowiązań, które z kolei umożliwią porządkowanie pasywów przedsiębiorstwa. W zakresie analizy źródeł finansowania należy zbadać, ile z zobowiązań ma charakter przeterminowany, ile jest zabezpieczonych hipotecznie, a ile wynika z płatności publicznoprawnych. To przyporządkowanie pozwala poprawnie dokonać spisu wierzycieli i podjąć próbę układu, którego wdrożenie może umożliwić przedsiębiorstwu uzyskanie umorzenia części zadłużenia, co również jest jednym z ważnych środków restrukturyzacyjnych.

Harmonogram wdrożenia środków restrukturyzacyjnych oraz ostateczny termin wdrożenia planu restrukturyzacyjnego

Wdrożenie planu, zarówno w szerokim ujęciu (biznesplanu), jak i ściślej – planu restrukturyzacyjnego, zgodnie z poprawną metodyką powinno być określone w czasie. Definiowanie celów i działań zmierzających do ich osiągnięcia wymaga, według obecnej teorii i praktyki zarządczej opartej o koncepcję SMART, aby charakteryzowały się następującymi cechami²⁵:

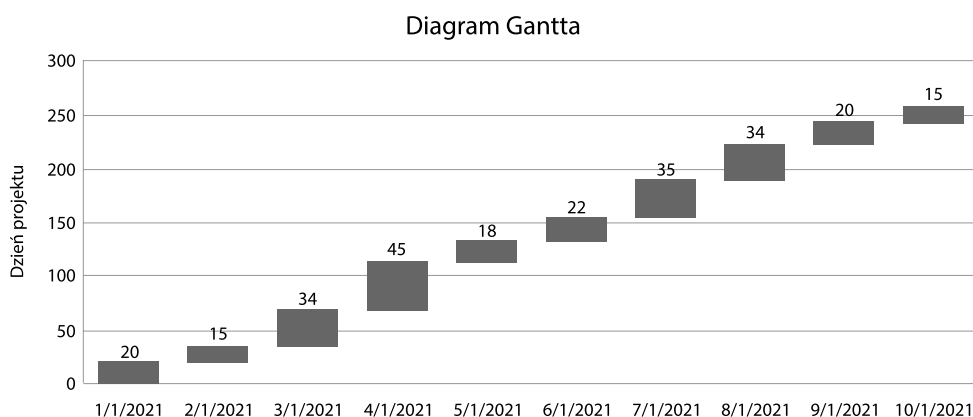
- konkretny (*specific*),
- mierzalny (*measurable*),
- osiągalny (*achievable*),
- istotny (*relevant*),
- określony w czasie (*time-bound*).

Cele i działania zmierzające do ich osiągnięcia sformułowane zgodnie z metodą SMART wymagają, by były one konkretne, mierzalne i osiągalne, ale również – co istotne z punktu widzenia planu restrukturyzacyjnego – określone w czasie.

²⁵ Metoda SMART została wprowadzona po raz pierwszy w latach 80. XX w. przez koncern General Electric. Uniwersalność i skuteczność metody spowodowała, że jest ona szeroko stosowana przez praktyków w wielu branżach i krajach również współcześnie. Doczekała się ona rozwinięć, m.in. koncepcji SMARTER, która uzupełnia metodę o dodatkowe dwa walory – ekscytujący (*exciting*) i zapisany (*recorded*).

Jest to bardzo ważne, bowiem umożliwia sprawowanie kontroli nad realizacją planu i daje możliwość monitorowania efektów zmierzających do jego realizacji. Po wszechnie stosowanym narzędziem do rozplanowania zadań w czasie i mierzenia efektów – szczególnie przydatnym w zarządzaniu projektami – jest harmonogram. Jednym z twórców harmonogramu jest Karol Adamiecki, który w 1896 r. (choć pracą opublikowano dopiero w 1932) stworzył narzędzie, które później nazwano Harmonogramem Adamieckiego²⁶. Umożliwia ono umiejscowienie na osi czasu równoległe i synchronicznie wielu zadań zmierzających do osiągnięcia celu. Obecnie rozwinięte narzędzia tego typu, np. diagram Gantta, pozwalają rozróżnić zadania krytyczne od niekrytycznych, a także umiejscowić na osi czasu punkty kluczowe zwane w zarządzaniu projektami kamieniami milowymi²⁷. Przykład diagramu Gantta zaprezentowano poniżej.

Rys. 1. Przykład diagramu Gantta.



Źródło: opracowanie własne.

Wykres (diagram) Gantta jest prostym i przejrzystym narzędziem, które może być używane do projektów restrukturyzacyjnych. Stosowanie tego narzędzia nie jest konieczne, jeśli harmonogram zadań jest prosty i nie powoduje konieczności wykonywania wielu zadań jednocześnie. Ważne jest jednak, aby najważniejsze zadania były co najmniej umiejscowione w czasie w formie tabelarycznej, tak by możliwa była weryfikacja ich realizacji – najlepiej uwzględniając również efekty w formie wartości zdefiniowanych mierników zadań (celów).

²⁶ K. Adamiecki (1932). *Nauka organizacji i jej rola w życiu gospodarczym*. Warszawa.

²⁷ M. Lis (red.). (2014). *Zarządzanie projektami i funduszami unijnymi w świetle standardów międzynarodowych*. Prace Naukowe Wyższej Szkoły Biznesu w Dąbrowie Górniczej. s. 103.

Informacja o zdolnościach produkcyjnych przedsiębiorstwa dłużnika, w szczególności o ich wykorzystaniu i redukcji

Potencjał dochodowy przedsiębiorstwa w normalnych okolicznościach jest warunkowany z jednej strony sytuacją zewnętrzną, w tym przede wszystkim relacją popytu i podaży na produkty i usługi oferowane przez przedsiębiorstwo, z drugiej strony zaś – uwarunkowaniami wewnętrznymi determinującymi maksymalne możliwości produkcyjne. W sytuacji posiadania dodatniej marży operacyjnej, umożliwiającej uzyskiwanie co najmniej zysku normalnego, przedsiębiorstwo co do zasady będzie zmierzało do zwiększania wykorzystania mocy produkcyjnych, a także potencjału produkcyjnego poprzez zwiększanie zatrudnienia i realizowanie inwestycji.

Jednak w sytuacji nieefektywnie działającego przedsiębiorstwa, w tym przede wszystkim takiego, które generuje ujemną marżę operacyjną, zwiększanie produkcji może nie tylko zmniejszać efektywność przedsiębiorstwa, ale również przyczynić się do generowania strat. Potencjalnych przyczyn takiego zjawiska można dostrzekać w następujących kwestiach:

- niewystarczające lub kosztowne zasoby magazynowe,
- nadmierne koszty produkcji,
- niewydolne kanały dystrybucji,
- zaspokojony lokalnie popyt na dane produkty.

W sytuacji restrukturyzacji przedsiębiorstwa może być konieczne redukcje produkcji, aby zmniejszyć jednostkowe koszty produkcji (zmniejszyć nadmierne zatrudnienie), zmniejszyć nasycenie rynku – w celu ustabilizowania cen, ograniczyć koszty magazynowe i inne związane z działalnością produkcyjną. Jest to działanie, które w normalnie rozwijającym się przedsiębiorstwie kłóci się z efektem ekonomiki skali umożliwiającej ograniczanie jednostkowych kosztów produkcji, jednak w przypadku przedsiębiorstwa działającego nieefektywnie, to właśnie nadmiar zatrudnienia czynników produkcji może przyczynić się do zmniejszenia efektywności. Z tego punktu widzenia należy podjąć działania, które z jednej strony będą odpowiadały zdefiniowanej sytuacji na lokalnym rynku (w tym sytuacji popytowo-podażowej określonej w początkowej części planu restrukturyzacyjnego), z drugiej zaś – podjętej strategii działania, która może prowadzić (i często prowadzi) do ograniczania działalności do jedynie najbardziej rentownych gałęzi produkcji.

Mając na uwadze powyższe, ta część planu ma charakter informacyjny, który umożliwia odbiorcom dokumentu ocenę ewentualnego bufora produkcyjnego na przyszłość, a także przedstawia, czy i w jaki sposób zostanie zredukowana produkcja w zależności od uwarunkowań rynkowych i wewnętrznych w przedsiębiorstwie.

Opis metod i źródeł finansowania, w tym wykorzystania dostępnego kapitału, sprzedaży aktywów w celu finansowania restrukturyzacji, finansowych zobowiązań udziałowców i osób trzecich, w szczególności banków lub innych kredytodawców, wielkości udzielonej i wnioskowanej pomocy publicznej oraz pomocy *de minimis* lub pomocy *de minimis* w rolnictwie lub rybołówstwie i wykazania zapotrzebowania na nią

Jednym z ostatnich etapów przygotowywania planu restrukturyzacji – jak i planu działalności przedsiębiorstwa ogółem – jest opracowanie struktury finansowania. Generalnie jest to działanie, które należy uwzględniać na wcześniejszych etapach przygotowywania projektu, niemniej co do zasady strukturę finansowania należałoby dopasować do planu działalności w ramach zdefiniowanej strategii. Jest ona zatem pochodną planu strategicznego i należy ją dopasować do uwarunkowań wewnętrznych i zewnętrznych. Jest to bardzo ważny element planu, bowiem uporządkowuje informacje o udzielonych zobowiązaniach podmiotu, jak i jego właścicieli wobec wierzycieli. Pozwala – po uwzględnieniu wcześniej zakładanych (w ramach środków restrukturyzacyjnych) umorzeń – na kontynuowanie działalności w trakcie realizacji planu restrukturyzacyjnego. Odpowiednio zdefiniowana struktura finansowania umożliwia ponadto utrzymanie płynności finansowej podmiotu w restrukturyzacji, a przez to – realizację całego planu restrukturyzacyjnego i powrotu przedsiębiorstwa do rentownej działalności. Jednym z najważniejszych i najbardziej podstawowych elementów jest takie dopasowanie struktury kapitału, aby:

- utrzymać wskaźniki płynności przedsiębiorstwa na oczekiwanym poziomie²⁸,
- utrzymać stabilne finansowanie (wysokość kapitału stałego),
- dopasować wskaźniki zadłużenia do oczekiwanych poziomów.

W tym obszarze najbardziej podstawowym zadaniem jest również wyznaczenie średniego ważonego kosztu kapitału, który może być odpowiednim wskaźnikiem do dyskontowania przepływów pieniężnych w ewentualnej dalszej analizie finansowej. Metodę wyznaczania średniego ważonego kosztu kapitału (*Weighted Average Cost of Capital* – WACC) przedstawiono poniżej²⁹:

$$WACC = \left(\frac{E}{V}\right) \times r_E + \left(\frac{D}{V}\right) \times r_D \times (1 - T_c)$$

gdzie: D – wartość zobowiązań, T_c – stopa podatku,
 E – kapitał własny, r_D – koszt kapitału obcego (odsetki),
 V – kapitał ogółem, r_E – koszt kapitału własnego.

²⁸ W tym przede wszystkim płynność bieżącą (CR), szybkość (QR), gotówkową (CSHR).

²⁹ P. Waśniewski (2011). Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jako narzędzie sterowania jego działalnością. *Studia i prace wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania*, 21, 127–128.

Drugim elementem rozpatrywanym w tym punkcie planu jest poszukiwanie źródeł finansowania pochodzących ze sprzedaży majątku przedsiębiorstwa. Musi to być realizowane w korespondencji do punktu zawierającego środki restrukturyzacyjne, bowiem ewentualna sprzedaż majątku (z reguły nieprodukcyjnego) to istotny element restrukturyzacji majątkowej przedsiębiorstwa. Oczywiście w momencie zdefiniowania większych potrzeb związanych ze spieniężeniem majątku i niedoborem płynnego kapitału własnego – możliwe jest zrewidowanie środków restrukturyzacyjnych i ich skorygowanie o sprzedaż kolejnych elementów majątku przedsiębiorstwa, jak też podjęcie decyzji o zaniechaniu takiej sprzedaży.

Ostatnim elementem, a zarazem wymogiem ustawowym, jest umieszczenie w ramach tego punktu informacji o wielkości udzielonej i wnioskowanej pomocy publicznej oraz pomocy *de minimis*, a także wykazanie zapotrzebowania na nią. Należy wykazać, że taka pomoc jest niezbędna w celu utrzymania działalności przez przedsiębiorstwo – w tym punkcie także wykonuje się test prywatnego wierzyciela³⁰.

Projektowane zyski i straty na kolejne pięć lat oparte na co najmniej dwóch prognozach

Każde przedsięwzięcie gospodarcze – w tym przedsięwzięcie restrukturyzacyjne – musi mieć swoje odzwierciedlenie w wymiarze finansowym. To w tym obszarze menedżerowie i inni interesariusze mogą ocenić skuteczność i efektywność działania przedsiębiorstwa i projektu, jego płynność finansową i strukturę kapitałową. W ostateczności to właśnie wartość i struktura majątku decyduje o tym, czy przedsiębiorstwo posiada zdolność płatniczą i czy jest w związku z tym zdolne do dalszego funkcjonowania na rynku. Dlatego ostatecznym krokiem tworzenia planu restrukturyzacyjnego jest jego umiejscowienie w kontekście finansowym. Niezbędnym działaniem związanym z realizacją planu, a także jego oceną – również w ujęciu *ex ante* – jest stworzenie prognozy ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa, która jest elementem planu restrukturyzacyjnego. Wymaga to swoistej konwersji założeń o charakterze jakościowym i ilościowym (niepieniężnym) na wymiar finansowy – oceny potencjalnych skutków finansowych podjętych (zaplanowanych) działań i ich wpływu na sytuację finansową przedsiębiorstwa. Jest to zadanie niezmiernie wymagające ze względu na trudność oceny wszystkich czynników wpływających na wynik finansowy, a także ze względu na zmieniające się otoczenie. Dlatego ustawodawca wymaga, by ocena ta była sporządzona w minimum dwóch

³⁰ Art. 140. Ustawy prawo restrukturyzacyjne definiuje istnienie instrumentu (mechanizmu) testu prywatnego wierzyciela lub prywatnego inwestora. Pozwala on na dokonanie oceny, czy pomoc udzielona przedsiębiorstwu w ramach postępowania restrukturyzacyjnego będzie stanowiła pomoc publiczną.

wariantach. Stąd w praktyce wyróżnia się najczęściej scenariusze, które bazują na określonych założeniach prognostycznych. Można wyszczególnić:

- scenariusz optymistyczny,
- scenariusz pesymistyczny (konserwatywny).

Bardzo ważnym zagadnieniem w tym zakresie jest dobór metody prognostycznej. Jest to zjawisko powiązane z metodami budżetowania (tabela 8) – które również stanowią plan realizacji celów przedsiębiorstwa (podmiotu) z uwzględnieniem ich aspektów finansowych.

Tabela 8. Metody budżetowania

Kryterium podziału	Rodzaj metody budżetowania
Sposób uzgadniania budżetu	– metoda „budżetowania od dołu” – metoda „budżetowania od góry” – metoda „mieszana”
Przesunięcia w czasie między budżetami	– metoda „stacyczna” – metoda „dynamiczna”
Częstotliwość tworzenia budżetu	– metoda „budżetowania konwencjonalnego” – metoda „budżetowania kroczącego”
Podejścia do budżetowania	– metoda „przyrostowa” – metoda „programowania budżetu” – metoda „budżetowania od zera” – metoda „procentu od sprzedaży” – metoda „budżetowania opartego na działaniach” – metoda „budżetowania opartego na priorytetach”

Źródło: M. Ossowski (2005). Metody budżetowania. *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, 2, 161.

W literaturze znanych jest wiele metod opracowywania budżetu (budowania prognoz finansowych). Jednym z głównych kryteriów związanych z ich podziałem jest kryterium sposobu uzgadniania budżetu (od góry do dołu i od dołu do góry), w zależności od tego, czy jednostki operacyjne opracowują budżety własnych komórek organizacyjnych a następnie budżet jest agregowany, czy też jest on opracowywany na podstawie ogólnofirmowych założeń a następnie przekazywany do wykonania kierownikom poszczególnych części budżetowych. Drugie kryterium związane jest z podejściem do budżetowania, a mianowicie: czy budżet będzie opracowywany na podstawie dotychczasowych danych historycznych, czy też będzie opracowywany „od nowa” .

Dobór odpowiedniej metody budżetowania (prognozowania) jest uzależniony od wielu uwarunkowań i nie ma jednej uniwersalnej metody, która mogłaby być predestynowana do realizacji w przypadku projektów restrukturyzacyjnych. Warto jednak, aby tak jak w przypadku analizy przyczyn sytuacji kryzysowej, jak i podejmowanych środków restrukturyzacyjnych, korespondowała ona z nimi w taki sposób, by częściowo (w części działalności przedsiębiorstwa, która nie jest dotknięta działalnością restrukturyzacyjną bezpośrednio) była oparta o dane historyczne (dotyczy to przede wszystkim wielu kosztów stałych), a częściowo – o budżetowanie od zera. Budżetowanie od zera posiada znaczny walor analityczny, bowiem umożliwia poszukiwanie potencjalnych źródeł nieefektywności kosztowej – jednak jest czasochłonne i kosztowne. Tam gdzie jest to możliwe, a także tam gdzie podejmowane są działania restrukturyzacyjne należy próbować budżetować „od zera” na podstawie założeń wynikających z analizy sporządzającego plan, przy zachowaniu zasady ostrożności i istotności. Elementy prognozy finansowej w ww. wariantach, które powinny znaleźć się w planie restrukturyzacyjnym (niezależnie od formy ewidencji rachunkowej) to przede wszystkim:

- rachunek zysków i strat,
- bilans,
- rachunek przepływów pieniężnych.

Dodatkowo warto dla celów analitycznych poszerzyć przedmiot prognozy o wykonanie analizy finansowej *ex ante* co najmniej w obszarach: płynności, obsługi długu i rentowności. Pozwoli to ocenić prawidłowość założeń prognostycznych, a także potencjalną efektywność środków restrukturyzacyjnych – a także to, czy podjęte założenia nie są zbyt optymistyczne, co jest jednym z najczęstszych błędów prognostycznych.

Wiele badań na przestrzeni lat dotyczy poszukiwań wartości predykcji niewypłacalności poszczególnych pozycji sprawozdań finansowych i wyliczanych na ich podstawie wskaźników. Niezależnie od wybranych rodzajów wskaźników, niezbędne jest wykonanie co najmniej podstawowej analizy pionowej i poziomej bilansu i rachunku zysków i strat. Pozwoli to na ocenę kierunku rozwoju sytuacji w przedsiębiorstwie. Najważniejsze walory płynące z analizy składowych sprawozdań finansowych przedstawiono w tabeli poniżej:

Tabela 9. Wybrane elementy sprawozdania finansowego

Element sprawozdania	Zawarte informacje	Możliwości predykcyjne płynące z poszczególnych składników sprawozdań
Bilans	Prezentacja składników aktywów oraz zachodzących w nich zmian	<ul style="list-style-type: none"> – ocena stanu majątku, – ocena sposobu zarządzania majątkiem obrotowym, w tym gotówką, – ocena efektywności gospodarowania aktywami – ich produktywności i rentowności, – ocena struktury wewnętrznej i zewnętrznej aktywów – analiza elastyczności i płynności.
	Prezentacja składników pasywów oraz zachodzących w nich zmian	<ul style="list-style-type: none"> – ocena sposobu finansowania majątku, – ocena wypłacalności i wiarygodności kredytowej, – ocena wskaźników zadłużenia, – ocena samodzielności decyzyjnej, – ocena stopnia spełnienia „złotej” i „srebrnej” reguły bilansowej.
	Prezentacja powiązań kapitałowo-majątkowych	<ul style="list-style-type: none"> – ocena wskaźników płynności finansowej, – ocena „złotej” reguły finansowania, – ocena strategii finansowania AO, – ocena zapotrzebowania na KON.
Rachunek zysków i strat	Prezentacja struktury i wielkości poszczególnych składników kosztów i przychodów	<ul style="list-style-type: none"> – ocena wyniku finansowego w ujęciu bezwzględnym, – ocena wpływu wielkości zysku/straty netto na dalszy rozwój, – ocena wpływu poszczególnych obszarów działalności na zysk netto i jego zmiany, – ocena kosztów generowanych w poszczególnych obszarach działalności na kształt ostatecznego wyniku, ocena sfery operacyjnej przedsiębiorstwa.
	Prezentacja analizy rentowności	<ul style="list-style-type: none"> – ocena dynamiki rentowności, – ocena rentowności przedsiębiorstwa na tle konkurentów.
Rachunek przepływów pieniężnych	Prezentacja struktury i wielkości poszczególnych przepływów gotówkowych	<ul style="list-style-type: none"> – ocena, który z poszczególnych segmentów działalności generuje gotówkę, a który ją pochłania – ocena efektywności sprzedaży, – ocena relacji pomiędzy wartością gotówki operacyjnej a strumieniami pieniężnymi finansowymi i inwestycyjnymi, możliwość pokrycia gotówką operacyjną pozostałych wydatków.
	Prezentacja wydajności gotówkowej i wystarczalności gotówkowej	<ul style="list-style-type: none"> – ocena relacji gotówki operacyjnej do innych kategorii ekonomicznych, – ocena zdolności <i>cash flow</i> operacyjnego do spłaty zobowiązań, wypłaty dywidend, – ocena, czy przedsiębiorstwo musi sięgać po zewnętrzne źródła finansowania.

Źródło: S. Bajon (2018). Sprawozdawczość finansowa jako źródło wiedzy o zagrożeniu niewypłacalnością przedsiębiorstwa w kontekście ustawy Prawo restrukturyzacyjne. *Przedsiębiorstwo we współczesnej gospodarce – teoria i praktyka*, 4, 7–17.

Możliwość wnioskowania na temat bieżącej i przyszłej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa na podstawie elementów sprawozdań finansowych są oczywistym paradygmatem współczesnej ekonomii. Badanie wskaźników na podstawie dokumentów finansowych jest podstawą diagnostyki i można ją porównać do oceny sytuacji pacjenta w placówce medycznej na podstawie wskaźników płynących z wyników badań krwi (w tym: morfologii). Analogia ta jest, naszym zdaniem, trafna, bowiem porównywalnie do sytuacji medycznej, na podstawie oceny sprawozdań finansowych można doszukiwać się źródeł ewentualnego kryzysu przedsiębiorstwa, kierunków rozwoju sytuacji i, co najważniejsze – możliwa jest identyfikacja źródeł nieprawidłowości. Dlatego właśnie jednym z elementów planu restrukturyzacyjnego jest sporządzenie prognozy sytuacji majątkowej i finansowej przedsiębiorstwa, niezależnie od jego formy sprawozdawczości³¹. Najważniejsze elementy prognostyczne związane z projekcją sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa w restrukturyzacji zaprezentowano w tabeli poniżej.

Tabela 10. Elementy prognozy finansowej

Rachunek zysków i strat	Przychody	Koszty
	a) przychody ze sprzedaży b) pozostałe przychody operacyjne c) przychody finansowe	a) amortyzacja b) zużycie materiałów i energii c) wynagrodzenia i pochodne d) podatki i opłaty e) usługi obce f) pozostałe koszty rodzajowe g) pozostałe koszty operacyjne h) koszty finansowe
	Zysk/strata brutto Podatek dochodowy Zysk/strata netto	
Bilans	Aktywa	Pasywa
	Aktywa trwałe a) środki trwałe – budynki – grunty – środki transportu – urządzenia techniczne i maszyny b) wartości niematerialne i prawne c) należności długoterminowe	Kapitał własny a) kapitał podstawowy b) kapitał zapasowy c) zysk/strata z lat ubiegłych d) zysk/strata netto Zobowiązania długoterminowe a) z tytułu kredytów i pożyczek b) z innych tytułów

³¹ Dobrą praktyką jest, aby nawet podmioty jednoosobowe, nie prowadzące ksiąg rachunkowych dokonały prognozy sytuacji majątkowej i finansowej przedsiębiorstwa w ujęciu rachunkowym, bowiem umożliwia to uzyskanie znacznie szerszej informacji o przyszłej sytuacji przedsiębiorstwa, aniżeli byłoby to prowadzone na podstawie jedynie rachunku przychodów i rozchodów.

Bilans	Aktywa	Pasywa
	Aktywa obrotowe a) zapasy b) należności krótkoterminowe c) środki pieniężne w kasie i na rachunkach d) krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	Zobowiązania krótkoterminowe a) z tytułu dostaw i usług b) z tytułu kredytów i pożyczek Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe
Rachunek przepływów pieniężnych	a) przepływy z działalności operacyjnej b) przepływy z działalności inwestycyjnej c) przepływy z działalności finansowej	
Analiza wskaźnikowa	a) wskaźniki rentowności b) wskaźniki zadłużenia c) wskaźniki płynności	

Źródło: opracowanie własne.

Ponadto prawidłowo sporządzony plan restrukturyzacyjny powinien być zakończony informacjami zawierającymi:

- imiona i nazwiska osób odpowiedzialnych za wykonanie układu,
- imiona i nazwiska autorów planu restrukturyzacyjnego,
- datę sporządzenia planu restrukturyzacyjnego.

5.4. Skuteczna restrukturyzacja – studia przypadków

Potencjalnie największą wrażliwością na oddziaływanie czynników zewnętrznych charakteryzują się podmioty niewielkie – w tym przede wszystkim mikro- i małe przedsiębiorstwa, gdyż ich działalność pozostaje silnie reaktywna względem otoczenia i jest często uzależniona od niezdywersyfikowanych aktywów niematerialnych, takich jak np. zdolności i umiejętności właściciela, kontrakty z głównymi odbiorcami, kontrakty z głównym dostawcą itp. Dodatkowo, jeśli takie podmioty działają w warunkach, w których ich siła oddziaływania na rynek jest znikoma (jak np. w rolnictwie czy handlu paliwami ciekłymi i stałymi), są one w ogromnej części uzależnione od bieżącej sytuacji rynkowej, a ich funkcjonowanie (rentowność, płynność) jest wypadkową aktualnych warunków cenowych i konkurencyjnych. O ile jednak nie są one w stanie uniknąć sytuacji materializacji ryzyka, menedżerowie powinni próbować wykorzystywać instrumenty mitygacji ryzyka tak, by zabezpieczyć się przed jego realizacją np. poprzez stosowanie ubezpieczeń, instrumentów pochodnych (w tym kontraktów terminowych i opcji), czy też – stosować rezerwy umożliwiające przedsiębiorstwu przetrwanie w przypadku zaistnienia skrajnie niekorzystnego scenariusza rynkowego. Dlatego szczególnie ważne jest, aby w sytuacji tak dużej wrażliwości na czynniki zewnętrzne zarządzanie wewnętrznymi

czynnikami generującymi wzrost przedsiębiorstwa było realizowane w sposób wyjątkowo ostrożny i profesjonalny.

Powyższe przesłanki, w tym w szczególności:

- działalność wykonywana w branży wysoko narażonej na ryzyko rynkowe (hodowla zwierząt i produkcja rolna, handel paliwami),
- niewielka skala działalności (mikro- i małe przedsiębiorstwa),
- zawiła struktura właścicielska (działalność w formie spółek prawa handlowego i cywilnego, w tym zwłaszcza spółki jawne i cywilne)

spowodowały wyselekcjonowanie kilku podmiotów, w których rozpoczęto proces restrukturyzacyjny, a także rozpoczęto wdrażanie planu restrukturyzacyjnego, co do których studium przypadku jest potencjalnym ważnym źródłem informacji o przyczynach i skutkach wystąpienia i eliminacji kryzysu w przedsiębiorstwie. Zgodnie z powyższym wyszczególniono następujące przedsiębiorstwa – przypadki badawcze:

- przedsiębiorstwo hodowlano-rolne, prowadzone w ramach spółki cywilnej – przedsiębiorstwo A,
- przedsiębiorstwo paliwowo-handlowe, prowadzone w ramach spółki cywilnej – przedsiębiorstwo B,
- przedsiębiorstwo rolne, prowadzone w ramach spółki cywilnej – przedsiębiorstwo C.

Następnie poddano analizie przyczyny trudnej sytuacji dłużników, zaplanowane środki restrukturyzacyjne i ich wpływ na prognozowaną sytuację ekonomiczno-finansową. Analizę kończą wnioski badawcze, które syntetyzują konkluzje związane z analizą studiów przypadku.

Przedsiębiorstwo A

W tabeli 11 przedstawiono najważniejsze dane dotyczące branży, formy prawnej i wielkości analizowanego przedsiębiorstwa.

Tabela 11. Dane przedsiębiorstwa A

Nazwa:	Przedsiębiorstwo A
Branża:	PKD 0150.Z uprawy rolne połączone z chowem i hodowlą zwierząt (działalność mieszana).
Forma prawna:	Osoba fizyczna prowadząca działalność gospodarczą
Wielkość:	Mikroprzedsiębiorstwo

Źródło: Opracowanie własne.

Przyczyny trudnej sytuacji:

Przyczyny zewnętrzne:

- zmiany na rynku (nadpodaż) i związane z nią następstwa cenowe,
- susza,
- zmiany cen rynkowych półproduktów i materiałów.

Przyczyny wewnętrzne:

- wypowiedzenie umów kredytowych,
- utrata zdolności i wiarygodności kredytowej i związane z nią brak możliwości bieżącego i długoterminowego finansowania działalności,
- niepodjęcie działań korygujących zabezpieczających przed złą sytuacją rynkową (brak systemu zarządzania ryzykiem),
- nadmierna koncentracja działalności w głównych obszarach produktowych (brak dywersyfikacji).

Działania restrukturyzacyjne:

- zwiększenie produkcji roślinnej, która umożliwiałaby uzyskanie większego efektu dywersyfikacji działalności,
- zmiana gospodarki magazynowania produktów i ich dystrybucji w lepszej sytuacji cenowej (rynkowej),
- rozpoczęcie zawiązywania rezerw na okres suszy,
- restrukturyzacja zobowiązań wraz z przedstawieniem propozycji układowych zakładających umorzenie części zadłużenia.

Analiza finansowa:

W tabeli 12 przedstawiono wyniki obliczonych wskaźników rentowności dla analizowanego przedsiębiorstwa A, gdzie:

ROE – wskaźnik rentowności kapitałów własnych wyrażony wzorem:

$$ROE = \frac{\text{zysk netto}_n}{\text{kapitał własny}_n}$$

ROA – wskaźnik rentowności aktywów wyrażony wzorem:

$$ROA = \frac{\text{zysk netto}_n}{\text{aktywa ogółem}_n}$$

n – numer okresu

Tabela 12. Wskaźniki rentowności

n	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
ROE	-37%	-189%	173%	63%	39%	28%	23%	19%
ROA	14%	22%	25%	23%	21%	20%	20%	19%

Źródło: Opracowanie własne.

W tabeli 13 przedstawiono wyniki obliczonych wskaźników płynności dla analizowanego przedsiębiorstwa A, gdzie:

CR – wskaźnik płynności bieżącej (ang. *current ratio*) wyrażony wzorem:

$$CR_n = \frac{\text{aktywa bieżące}_n}{\text{zobowiązania bieżące}_n}$$

CSHR – wskaźnik płynności natychmiastowej (ang. *cash ratio*) wyrażony wzorem:

$$CSHR_n = \frac{\text{środki pieniężne}_n}{\text{zobowiązania bieżące}_n}$$

n – numer okresu

Tabela 13. Wskaźniki płynności

n	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
CR	1,82052	1,220295	1,930114	2,429485	2,817065	3,315835	3,84495	-
CSHR	0,40341	0,275403	1,010061	1,910004	2,35365	2,876811	3,431003	-

Źródło: Opracowanie własne.

W tabeli 14 przedstawiono wyniki obliczonych wskaźników zadłużenia dla analizowanego przedsiębiorstwa A, gdzie:

TDR – wskaźnik ogólnego zadłużenia (ang. *total debt ratio*) wyrażony wzorem:

$$TDR_n = \frac{\text{zobowiązania ogółem}_n}{\text{pasywa ogółem}_n}$$

STD – wartość zobowiązań krótkoterminowych,

TA – aktywa ogółem (ang. *total assets*),

STD/TA – wskaźnik zobowiązań krótkoterminowych wyrażony wzorem:

$$TDR_n = \frac{\text{zobowiązania krótkoterminowe}_n}{\text{aktywa ogółem}_n}$$

Tabela 14. Wskaźniki zadłużenia

n	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
TDR	1,373942	1,116314	0,854782	0,64041	0,453527	0,283639	0,132294	-
STD/TA	0,103624	0,172058	0,155755	0,152603	0,151092	0,141702	0,132294	-

Źródło: Opracowanie własne.

Przedsiębiorstwo B

W tabeli 15 przedstawiono najważniejsze dane dotyczące branży, formy prawnej i wielkości analizowanego przedsiębiorstwa.

Tabela 15. Dane przedsiębiorstwa B

Nazwa:	Przedsiębiorstwo B
Branża:	paliwo/handel
Forma prawna:	spółka cywilna
Wielkość:	małe przedsiębiorstwo

Źródło: Opracowanie własne.

Przyczyny trudnej sytuacji:

Przyczyny zewnętrzne:

- zmiany cen rynkowych towarów,
- nieodpowiedni dobór dostawców i franczyzodawcy.

Przyczyny wewnętrzne:

- niesformalizowane stosunki i przepływy pieniężne między przedsiębiorcami tworzącymi spółkę,
- nieefektywne zarządzanie kosztami przedsiębiorstwa,
- nadmierne i dynamicznie zwiększane zadłużenie,
- wypowiedzenie finansowania przez wierzycieli.

Działania restrukturyzacyjne:

- zmiany systemowe w postaci zmiany marki, głównych dostawców, warunków kontraktacji,
- dywersyfikacja sprzedaży,
- likwidacja części majątku nieprodukcyjnego,
- poniesienie nakładów inwestycyjnych w celu optymalizacji kosztów i zwiększenia przyszłych dochodów,
- zmiany organizacyjne i zarządcze (w tym: przypisanie obszarów odpowiedzialności, ograniczenie nierotowanego asortymentu, ograniczenie zatrudnienia),
- restrukturyzacja (w tym umorzenie części) zobowiązań.

Analiza finansowa:

W tabeli 16 przedstawiono wyniki obliczonych wskaźników rentowności dla analizowanego przedsiębiorstwa B, gdzie:

ROE – wskaźnik rentowności kapitałów własnych wyrażony wzorem:

$$ROE = \frac{\text{zysk netto}_n}{\text{kapitał własny}_n}$$

ROA – wskaźnik rentowności aktywów wyrażony wzorem:

$$ROA = \frac{\text{zysk netto}_n}{\text{aktywa ogółem}_n}$$

n – numer okresu

Tabela 16. Wskaźniki rentowności

n	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
ROE	-6,12%	3,01%	9,84%	10,89%	11,55%	11,89%	12,00%	11,96%
ROA	-3,56%	1,78%	6,05%	6,99%	7,99%	8,82%	9,46%	9,95%

Źródło: Opracowanie własne.

W tabeli 17 przedstawiono wyniki obliczonych wskaźników płynności dla analizowanego przedsiębiorstwa B, gdzie:

CR – wskaźnik płynności bieżącej (ang. *current ratio*) wyrażony wzorem:

$$CR_n = \frac{\text{aktywa bieżące}_n}{\text{zobowiązania bieżące}_n}$$

CSHR – wskaźnik płynności natychmiastowej (ang. *cash ratio*) wyrażony wzorem:

$$CSHR_n = \frac{\text{środki pieniężne}_n}{\text{zobowiązania bieżące}_n}$$

n – numer okresu

Tabela 17. Wskaźniki płynności

n	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
CR	-	-	-	2,458556	3,507809	4,942567	6,761993	8,983288
CSHR	-	-	-	2,458556	3,507809	4,942567	6,761993	8,983288

Źródło: Opracowanie własne.

W tabeli 18 przedstawiono wyniki obliczonych wskaźników zadłużenia dla analizowanego przedsiębiorstwa B, gdzie:

TDR – wskaźnik ogólnego zadłużenia (ang. *total debt ratio*) wyrażony wzorem:

$$TDR_n = \frac{\text{zobowiązania ogółem}_n}{\text{pasywa ogółem}_n}$$

STD – wartość zobowiązań krótkoterminowych,

TA – aktywa ogółem (ang. *total assets*),

STD/TA – wskaźnik zobowiązań krótkoterminowych wyrażony wzorem:

$$TDR_n = \frac{\text{zobowiązania krótkoterminowe}_n}{\text{aktywa ogółem}_n}$$

Tabela 18. Wskaźniki zadłużenia

n	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
TDR	0,417726	0,410311	0,385488	0,358554	0,307955	0,258448	0,211578	0,168403
STD/TA	0	0	0	0,035855	0,034217	0,032306	0,030225	0,028067

Źródło: Opracowanie własne.

Przedsiębiorstwo C

W tabeli 19 przedstawiono najważniejsze dane dotyczące branży, formy prawnej i wielkości analizowanego przedsiębiorstwa.

Tabela 19. Dane przedsiębiorstwa C

Nazwa:	Przedsiębiorstwo C
Branża:	produkcja drobiu
Forma prawna:	spółka cywilna
Wielkość:	mikroprzedsiębiorstwo

Źródło: Opracowanie własne.

Przyczyny trudnej sytuacji:

Przyczyny zewnętrzne:

- złe warunki atmosferyczne i nieodpowiednie zabezpieczenie zasiewów,
- zmiany cen rynkowych półproduktów,
- choroby inwentarza żywego.

Przyczyny wewnętrzne:

- niesformalizowane stosunki i przepływy pieniężne między przedsiębiorcami tworzącymi spółkę,
- nieodpowiednio sformalizowane i niedoprecyzowane zakresy odpowiedzialności za poszczególne obszary zarządzania przedsiębiorstwem,
- konflikty wewnętrzne,
- niekorzystne warunki kontraktacji z dostawcami,
- wypowiedzenie finansowania przez wierzycieli.

Działania restrukturyzacyjne:

- wieloobszarowa zmiana strategii przedsiębiorstwa,
- renowacja umów z kluczowymi dostawcami i odbiorcami,
- zawarcie nowych umów z pracownikami,
- zwiększenie produkcji żywności,
- inwestycje infrastrukturalne zwiększające efektywność produkcji,
- sprzedaż części majątku nieprodukcyjnego,
- redukcja (umorzenie) części zadłużenia.

Analiza finansowa:

W tabeli 20 przedstawiono wyniki obliczonych wskaźników rentowności dla analizowanego przedsiębiorstwa B, gdzie:

ROE – wskaźnik rentowności kapitałów własnych wyrażony wzorem:

$$ROE = \frac{\text{zysk netto}_n}{\text{kapitał własny}_n}$$

ROA – wskaźnik rentowności aktywów wyrażony wzorem:

$$ROA = \frac{\text{zysk netto}_n}{\text{aktywa ogółem}_n}$$

n – numer okresu

Tabela 20. Wskaźniki rentowności

n	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
ROE	-4,16%	-15,38%	-17,13%	-24,10%	-29,71%	-42,13%	-87,90%	-765,87%
ROA	24,94%	29,34%	36,61%	37,43%	32,87%	30,43%	32,22%	30,94%

Źródło: Opracowanie własne.

W tabeli 21 przedstawiono wyniki obliczonych wskaźników płynności dla analizowanego przedsiębiorstwa B, gdzie:

CR – wskaźnik płynności bieżącej (ang. *current ratio*) wyrażony wzorem:

$$CR_n = \frac{\text{aktywa bieżące}_n}{\text{zobowiązania bieżące}_n}$$

CSHR – wskaźnik płynności natychmiastowej (ang. *cash ratio*) wyrażony wzorem:

$$CSHR_n = \frac{\text{środki pieniężne}_n}{\text{zobowiązania bieżące}_n}$$

n – numer okresu

Tabela 21. Wskaźniki płynności

n	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
CR	-	0,73	0,25	0,70	1,25	1,72	2,03	2,24
CSHR	-	0,73	0,25	0,70	1,25	1,72	2,03	2,24

Źródło: Opracowanie własne.

W tabeli 22 przedstawiono wyniki obliczonych wskaźników zadłużenia dla analizowanego przedsiębiorstwa B, gdzie:

TDR – wskaźnik ogólnego zadłużenia (ang. *total debt ratio*) wyrażony wzorem:

$$TDR_n = \frac{\text{zobowiązania ogółem}_n}{\text{pasywa ogółem}_n}$$

STD – wartość zobowiązań krótkoterminowych,

TA – aktywa ogółem (ang. *total assets*),

STD/TA – wskaźnik zobowiązań krótkoterminowych wyrażony wzorem:

$$TDR_n = \frac{\text{zobowiązania krótkoterminowe}_n}{\text{aktywa ogółem}_n}$$

Tabela 22. Wskaźniki zadłużenia

n	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
TDR	4,374218	2,715286	1,863907	1,296189	0,929675	0,666215	0,461244	0,304672
STD/TA	0	0,301698	0,232988	0,18517	0,154946	0,133243	0,115311	0,101557

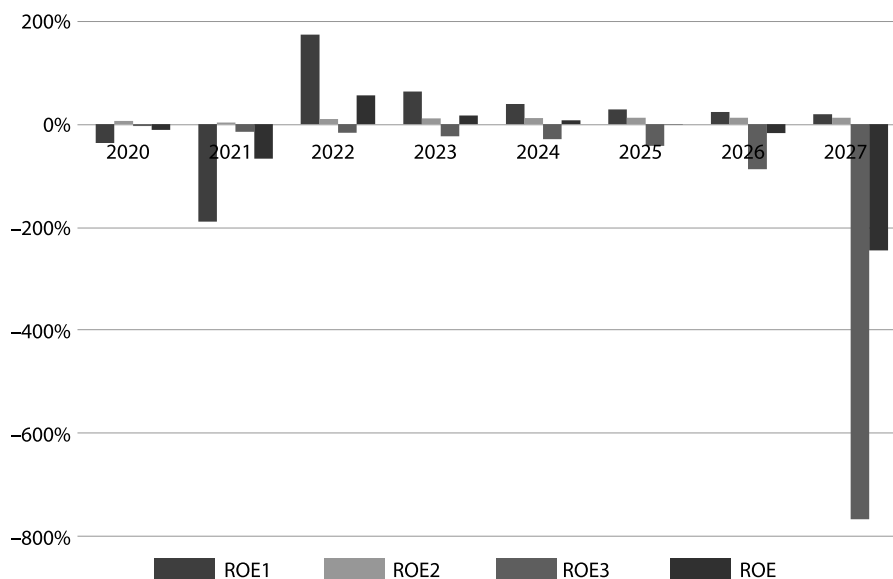
Źródło: Opracowanie własne.

Przeanalizowano prognozy wyników finansowych badanych przedsiębiorstw przygotowanych w ramach planów restrukturyzacyjnych. Do analizy wykorzystano bardziej optymistyczne scenariusze bazowe³², wykorzystano najważniejsze wskaźniki analizy finansowej zaliczane do grup wskaźników rentowności, płynności oraz zadłużenia. Wykorzystanie innych, bardziej zaawansowanych grup wskaźników mogłoby zaburzyć wyniki badań w związku z różnorodną formą sprawozdawczości finansowej prowadzoną przez ww. podmioty, a także oparcie się jedynie o prognozy wyników.

Najbardziej oczywisty wniosek, który wysnuwa się z analizy to wniosek dotyczący trudnej, nieprawidłowej w normalnym funkcjonowaniu przedsiębiorstw wartości kapitałów własnych (rys. 2).

³² Jak wskazano w części dotyczącej planu restrukturyzacyjnego, powinien on zawierać dwie prognozy wyników finansowych opartych o dwa scenariusze.

Rys. 2. Wskaźnik rentowności kapitałów własnych (ROE).



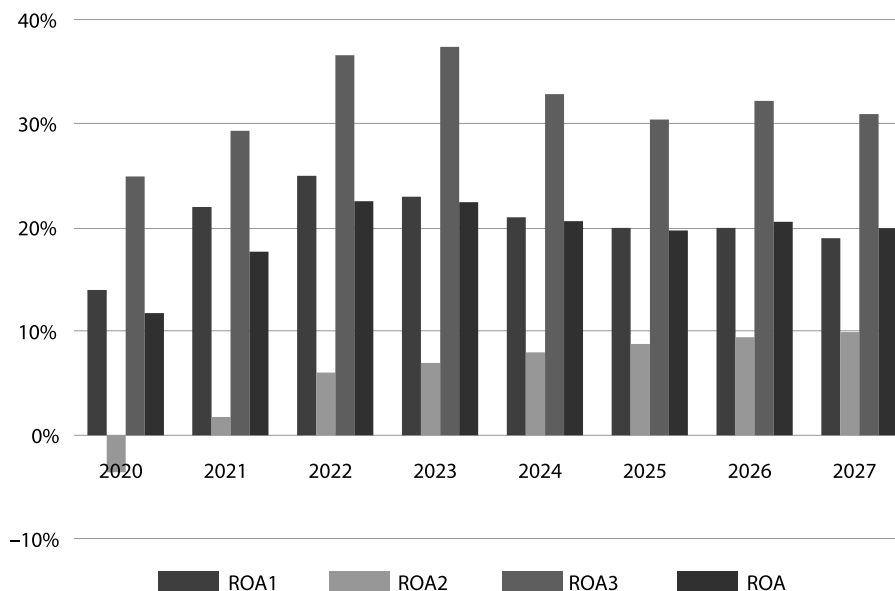
Źródło: Opracowanie własne.

Otóż w wyniku doprowadzenia przedsiębiorstwa do sytuacji utraty wypłacalności w krótkim terminie, strata, którą przedsiębiorstwo wygenerowało w poprzedzających okresach przekraczała w analizowanych przypadkach wartość kapitałów³³. Oczywiście analizowane przypadki, w związku z formą prawną działalności, nie stosują przepisów ustawy KSH, stąd traktowanie ww. kategorii kapitałów własnych jest umowne, niemniej podkreślić należy, że przedsiębiorstwa te w okresie objętym prognozą mają przede wszystkim pokryć straty wynikające z przeszłych okresów w celu zaspokojenia wierzycieli i przywrócenia generowania nadwyżek finansowych dla właścicieli. W związku z tym analiza rentowności kapitału własnego jest bardzo trudna, a wręcz niemożliwa. W większości przypadków (i okresów) zaprognozowane (oszacowane) kapitały własne były ujemne, stąd badanie wskaźników rentowności jest zaburzone interpretacyjnie.

W związku z powyższym bardziej zasadne zdaje się być analizowanie rentowności pod względem aktywów ogółem (rys. 3).

³³Niezbędne jest jednak zaznaczenie, że analizowane przypadki nie działały w oparciu o ustawę Kodeks Spółek Handlowych; w związku z tym traktowanie kapitału własnego jest umowne – nie w ścisłym znaczeniu ustaw.

Rys. 3. Wskaźnik rentowności aktywów (ROA).

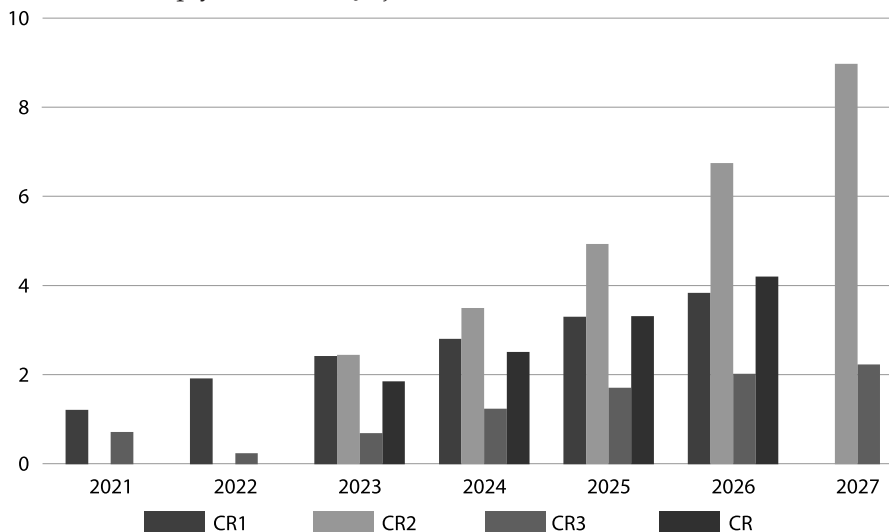


Źródło: Opracowanie własne.

Rentowność w analizowanych przypadkach była zróżnicowana i znajdowała się w przedziale od kilku do kilkudziesięciu procent w skali roku. Średnio przedsiębiorstwa prognozowały dość stabilną rentowność aktywów ogółem – oscylującą wokół 20% w skali roku. Warto zaznaczyć, że jest to dość wysoka rentowność. Wskazuje to na potencjalną możliwość generowania dodatnich wyników finansowych nawet stosując założenie, że prognozy były zbyt optymistyczne. Tak wysoki wskaźnik potencjalnej rentowności wskazuje zarazem, że planowane działania restrukturyzacyjne mogą doprowadzić do przywrócenia przedsiębiorstwu zdolności konkurencyjnej i efektywności finansowej. Stanowi to również przesłankę do twierdzenia, że podjęcie działań restrukturyzacyjnych wobec badanych podmiotów było zasadne.

Drugą grupą analizowanych wskaźników były wskaźniki płynności (rys. 4). Wśród nich wyszczególniono wskaźnik płynności bieżącej (ang. *current ratio*) oraz wskaźnik płynności gotówkowej (ang. *cash ratio* – rys. 5).

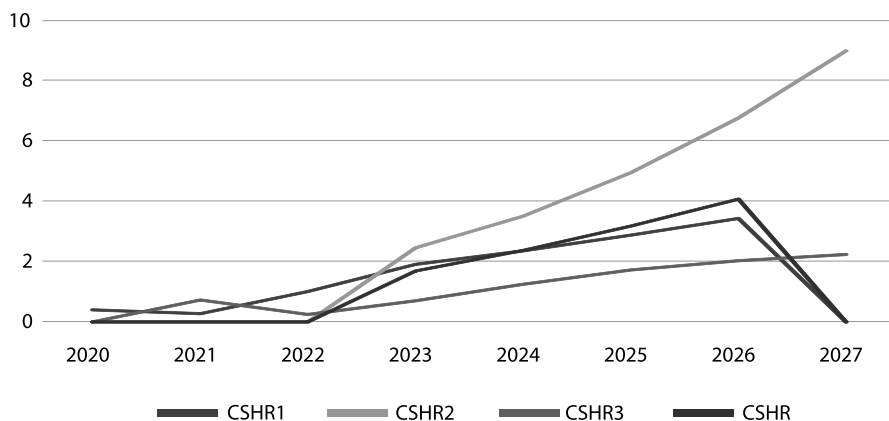
Rys. 4. Wskaźnik płynności bieżącej (CR).



Źródło: Opracowanie własne.

Z analizy tego obszaru można wyciągnąć następujące wnioski. Po pierwsze, podjęte działania restrukturyzacji zadłużenia znacząco przyczyniły się do poprawy przyszłych wskaźników płynności. Przedsiębiorstwa, mając możliwość uzyskania karencji w spłacie zadłużenia, a także umorzenia części kapitału, mają możliwość wygenerowania takich środków finansowych, które umożliwiają regulowanie przyszłych zobowiązań zgodnie z propozycjami układowymi.

Rys. 5. Wskaźnik płynności natychmiastowej (CSHR).

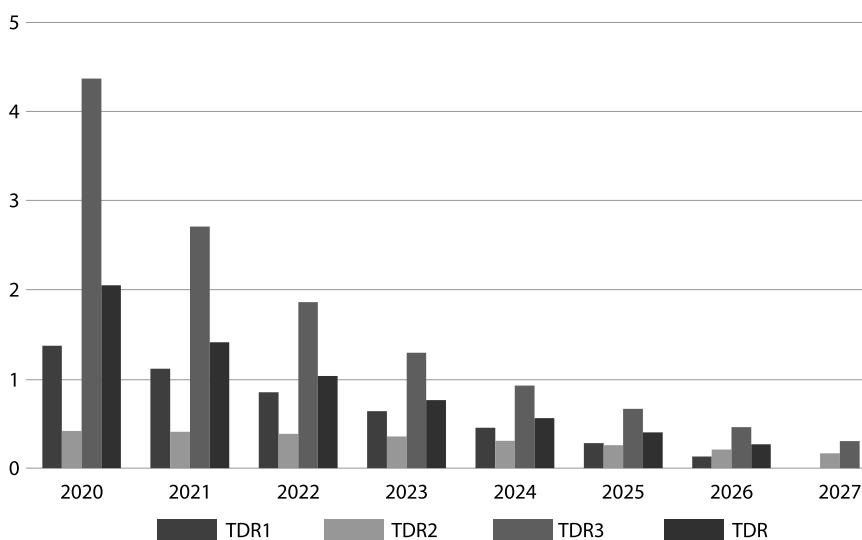


Źródło: Opracowanie własne.

Wskaźnik bieżącej płynności po kilku pierwszych okresach, w ramach których przedsiębiorstwa wdrażały środki restrukturyzacyjne, wynosił od jedno- do nawet kilkukrotności, co należy interpretować jako wysoką płynność i relację zadowalającą. Oznacza to zarazem, że przedsiębiorstwo ma potencjalnie możliwość regulowania zobowiązań zgodnie z planem, nawet gdyby założenia prognostyczne okazały się zbyt optymistyczne w stosunku do sytuacji faktycznej. Drugi wskaźnik – wskaźnik płynności gotówkowej świadczy o możliwości natychmiastowej spłaty zobowiązań bieżących środkami najbardziej płynnymi – gotówką i jej bliskimi ekwiwalentami. Również w tym obszarze³⁴ widać zadowalającą tendencję zmierzającą do kilkukrotnego pokrycia zobowiązań bieżących środkami znajdującymi się w kasie przedsiębiorstw.

Trzecia grupa wskaźników – równie ważna z punktu widzenia planu restrukturyzacyjnego – to grupa wskaźników oparta o strukturę finansowania dłużnego (rys. 6).

Rys. 6. Wskaźnik ogólnego zadłużenia (TDR).



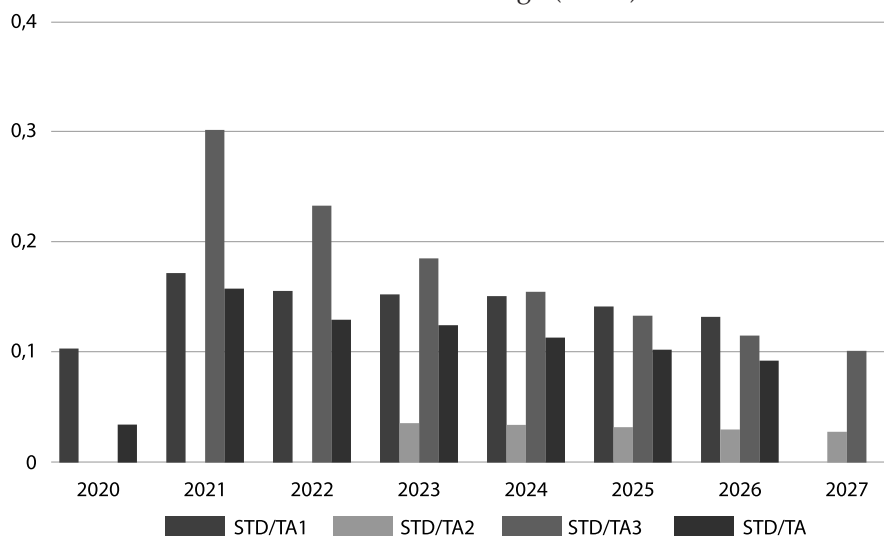
Źródło: Opracowanie własne.

W tym zakresie zdecydowano się na zbadanie i analizę wskaźnika ogólnego zadłużenia TDR (ang. *total debt ratio*) oraz wskaźnika zadłużenia krótkoterminowego STDR (ang. *short-term debt ratio*). Jest to ważna grupa wskaźników, która informuje analityków o wielkości zadłużenia przedsiębiorstwa w stosunku do aktywów

³⁴ Analizowane przedsiębiorstwa w znaczącej mierze charakteryzowały się przewagą gotówki w aktywach obrotowych lub wykazywaniem wyłącznie jej w tej części bilansu.

ogółem. Innymi słowy, wskazuje, jaka część majątku jest finansowana długiem – zatem potrafi wskazać na ryzyko zadłużenia. Analiza tego obszaru dostarcza również bardzo ciekawych wniosków. Otóż w sytuacji normalnej³⁵ wartość tych wskaźników nie powinna przekraczać jedności, jednak ze względu na wskazane wcześniej uwarunkowania związane z ujemną wartością kapitałów własnych taka sytuacja hipotetycznie może mieć miejsce – tak właśnie stwierdzono w analizowanym badaniu.

Rys. 7. Wskaźnik zadłużenia krótkoterminowego (STDR).



Źródło: Opracowanie własne.

W kilku przypadkach wartość zadłużenia potrafiła przekraczać dwu- lub trzykrotnie wartość majątku ogółem. Oczywiście wraz z każdym okresem generowania dodatnich przepływów i zwiększania wartości aktywów ogółem, a także zmniejszania wartości zobowiązań – wskaźnik ten po kilku badanych okresach wraca do oczekiwanych wartości (w zależności od branży od 0,5 do 1,0), jednak początkowy etap prognostyczny wskazuje, w jak trudnej pod względem zadłużenia sytuacji znalazły się analizowane podmioty. To właśnie ten punkt analityczny jest, być może, kluczowy z punktu widzenia prowadzonych badań, bowiem pokazuje, jak ważnym elementem doprowadzającym do utraty płynności operacyjnej było nadmierne zadłużenie.

Drugim wnioskiem, który należy wyciągnąć z analizy zadłużenia badanych podmiotów to fakt poprawnego dopasowania struktury zadłużenia w okresie

³⁵ Przedsiębiorstwa działające efektywnie w warunkach utrzymania płynności finansowej.

prognozowanym. Wartość zadłużenia krótkoterminowego w większości przypadków nie przekracza 10%–15% w stosunku do aktywów ogółem i jest również poprawnie dopasowana do generowanych planowo przepływów pieniężnych.

Pomimo różnych charakterów działalności analizowanych przedsiębiorstw, można zauważyć istnienie szeregu podobieństw w zakresie przyczyn trudnej sytuacji dłużników. Wśród najważniejszych przyczyn, które doprowadziły do zagrożenia upadłością analizowanych podmiotów wymienić należy przede wszystkim następujące czynniki:

- brak podjęcia działań zabezpieczających przed nadejściem pogorszenia koniunktury rynkowej,
- niedostateczny (lub zerowy) poziom dywersyfikacji działalności gospodarczej,
- stosowanie nadmiernej dźwigni finansowej,
- nieodpowiedni moment zaciągania zobowiązań finansowych,
- lokowanie środków finansowych pochodzących z kredytów i pożyczek niezgodnie z ich przeznaczeniem (w tym: przeznaczanie środków obrotowych na wydatki niezwiązane z regulowaniem zobowiązań lub nabywanie towarów i materiałów),
- niedopasowanie terminów płatności zobowiązań i należności,
- nieodpowiednie zarządzanie, w tym przede wszystkim brak odpowiednio zdefiniowanych obszarów odpowiedzialności,
- brak rozróżnienia między finansowymi środkami prywatnymi i firmowymi,
- nieodpowiednia ochrona ubezpieczeniowa i prawna.

Zdaniem autorów niniejszego opracowania należy jednak zwrócić uwagę przede wszystkim na następujące czynniki, które według autorów były kluczowe w kontekście doprowadzenia do konieczności przeprowadzenia restrukturyzacji. Po pierwsze, przedsiębiorcy prowadzący analizowane działalności gospodarcze nieodpowiednio gospodarowali środkami finansowymi. Przede wszystkim nie rozróżniali najczęściej środków prywatnych od firmowych, stąd często ze środków prywatnych finansowali konsumpcję i prywatne zobowiązania, co nie jest niezgodne z obowiązującym prawem, niemniej najczęściej prowadzi do utraty kontroli nad majątkiem i płynnością finansową przedsiębiorstwa. Po drugie, prowadzili działalność, stosując paradygmat kontynuacji działalności. Jest to typowe, szczególnie w przypadku przedsiębiorstw opartych o własność wielopokoleniową (w tym uprawę roli), jednak uniemożliwiało posiadanie obiektywnego oglądu sytuacji rynkowej i, tym samym, prowadzenie działalności w sposób efektywny. Z tym zagadnieniem związane jest zjawisko braku dostatecznej dywersyfikacji działalności. Analizowane podmioty przede wszystkim opierały swoje działalności na jednej tracącej rentowność branży – próbując co prawda podejmować działania

zmierzające do dywersyfikacji, jednak najczęściej zbyt późno lub nieskutecznie. Po trzecie, analizowane przedsiębiorstwa charakteryzowały się przerostem zadłużenia (kryzysem zadłużenia). Ponadto większość z tych zobowiązań to zobowiązania krótko- i średnioterminowe, niezwiązane z poniesieniem nakładów inwestycyjnych umożliwiających zwiększenie konkurencyjności rynkowej lub/i efektywności kosztowej. To często przerost zadłużenia i niemożność spłacania kapitału oraz kosztów finansowych bezpośrednio prowadziły do konieczności wszczęcia restrukturyzacji analizowanych przedsiębiorstw.

W wyniku istnienia podobieństw w zakresie przyczyn złej sytuacji zagrożonych upadłością analizowanych przedsiębiorstw – również zastosowane środki restrukturyzacyjne charakteryzowały się pewnymi podobieństwami (choć nie tak istotnymi, jak w przypadku przyczyn złej sytuacji). Ogółem podjęte działania restrukturyzacyjne (środki restrukturyzacyjne) można przydzielić do następujących grup:

- działania systemowe (związane z zarządzaniem),
- działania wobec majątku,
- działania finansowe.

Do działań systemowych można zaliczyć działania, które mają zastosowanie do ogólnej sytuacji przedsiębiorstwa w ujęciu strategicznym i operacyjnym zarówno w ujęciu wewnętrznym, jak i zewnętrznym. Zaliczyć do nich można zredefiniowanie strategii, renegocjowanie warunków dostaw, podjęcie dywersyfikacji działalności, redukcję zatrudnienia, zmianę marki i inne. Są to działania niezbędne do prawidłowego funkcjonowania przedsiębiorstwa w średnim i długim terminie i są kluczowe z punktu widzenia przywrócenia zdolności przedsiębiorstwa do konkurencji na rynku.

Drugi rodzaj środków to działania wobec majątku (aktywów). W tym zakresie istotne jest przede wszystkim określenie kluczowych czynników (ang. *key performance indicators*) sukcesu z punktu widzenia posiadanego majątku. Powinny one być kluczowe przy odbudowywaniu pozycji konkurencyjnej i przywrócenia generowania wartości przez przedsiębiorstwo. Niemniej jednak najczęściej do tych działań zalicza się działania o charakterze krótkoterminowym, które skupiają się na podziale majątku na majątek produkcyjny i nieprodukcyjny oraz zdefiniowanie grup aktywów, które są absolutnie niezbędne do kontynuowania podstawowej działalności w krótkim okresie. Pozostały (nieprodukcyjny) majątek najczęściej przeznaczony jest do sprzedaży w celu uzyskania środków pieniężnych, które w krótkim okresie ułatwią (pozwolą) utrzymać płynność przez przedsiębiorstwo lub zostają w całości przeznaczone na spłatę części (lub całości) zobowiązań przez dłużnika. W przypadku podejmowania tego typu działań trzeba jednak poświęcić szczególną uwagę na odpowiednie przyporządkowania rodzaju aktywów, które nie

przyczynią się w średnim okresie do generowania wartości rynkowej przez przedsiębiorstwo, bowiem ewentualna sprzedaż majątku, który okazałby się niezbędny do produkcji lub przyczyniałby się do istotnego wzrostu wartości dóbr finalnych (lub redukcji kosztów produkcji) mogłaby wprost prowadzić do likwidacji tego przedsiębiorstwa. Nieprawidłowe zdefiniowanie majątku nieprodukcyjnego może zatem być przeciwnie skutecznym działaniem (środkiem) restrukturyzacyjnym i może w konsekwencji prowadzić do likwidacji działalności (upadłości dłużnika).

Trzecią grupą działań, niezmiernie ważną w kontekście przywrócenia zdolności płatniczej zarówno w krótkim, jak i w długim terminie, jest grupa działań o charakterze finansowym. W ramach niej w analizowanych przedsiębiorstwach podjęto działania, które miały na celu dopasowanie terminów zapadalności należności i zobowiązań w celu utrzymania płynności. W tym celu podjęto działania zmierzające do restrukturyzacji zobowiązań oraz renegocjacji terminów płatności z odbiorcami. W zakresie restrukturyzacji zobowiązań zaproponowano propozycje układowe, które zmierzały do zaspokojeniu potrzeb wierzycieli przy zachowaniu przez przedsiębiorstwo zdolności płatniczej i operacyjnej. W tym zakresie propozycje układowe zawierały w sobie przede wszystkim następujące elementy:

- umorzenie części zadłużenia (kapitału),
- umorzenie części odsetek,
- zamiana finansowania krótkoterminowego na długoterminowe,
- dopasowanie terminów i kwot płatności do prognozowanych w planie restrukturyzacyjnym przepływów pieniężnych (wygenerowanych nadwyżek pieniężnych),
- dopasowanie harmonogramu płatności do specyfiki konkretnych przedsiębiorstw (w tym wykorzystanie niestandardowych rozwiązań jak np. płatności półroczne, kwartalne, z różną strukturą kapitałowo-odsetkową).

Odpowiednio zdefiniowane propozycje układowe, dopasowane do realnych prognoz finansowych zawartych w planie restrukturyzacyjnym, stanowią warunek konieczny do skutecznego przeprowadzenia postępowania. Propozycje układowe stanowią syntezę (kompromis) pomiędzy interesami wierzycieli, którzy są zainteresowani zaspokojeniem zadłużenia w jak największym stopniu a interesem dłużnika, jakim jest możliwość kontynuowania działalności i doprowadzenia do odzyskania rentowności i płynności finansowej.

W ramach działań o charakterze finansowym wymienić należy jednak działania niezwiązane ściśle ze zdefiniowaniem propozycji układowych. Znajdują się tu również wszelkie te działania, które zmierzają do zabezpieczenia przyszłej działalności przedsiębiorstwa przed zdefiniowanymi w planie restrukturyzacyjnym ryzykami. W tym zakresie w analizowanych przedsiębiorstwach zastosowano m.in. utworzenie rezerw ogólnych na ryzyko związane z sytuacją rynkową (pogodową),

zaplanowanie akumulacji części środków pieniężnych na rachunku bankowym i w kasie przedsiębiorstwa (w celu zastosowania bufora prognostycznego, który w przypadku zbyt optymistycznych założeń prognostycznych stanowił element amortyzujący ewentualny wpływ na wygenerowane środki finansowe przeznaczone na spłatę zobowiązań w propozycjach układowych). Do tej grupy środków zaliczyć można także ubezpieczenia, które również zostały zastosowane w analizowanych przypadkach.

Konkludując, analizowane podmioty charakteryzowały się podobieństwami w szczególności w zakresie przyczyn trudnej sytuacji i popełnionych błędów zarządczych, które doprowadziły w konsekwencji do utraty płynności i efektywności finansowej. Należały do nich przede wszystkim: brak działań wyprzedzających, tj. np. restrukturyzacja działalności, jak i zbyt późno podejmowane lub niepodejmowane w ogóle próby ograniczenia konsekwencji kryzysu w przedsiębiorstwie, które doprowadzały najczęściej do nadmiernego zadłużenia i utraty płynności finansowej. Zaplanowane działania restrukturyzacyjne mogą przyczynić się do przywrócenia płynności i efektywności finansowej analizowanych przedsiębiorstw – co wykazało badanie prognoz finansowych – jednak wymaga to odpowiedniego doświadczenia i konsekwencji w realizowaniu nowej strategii i planu restrukturyzacyjnego.

Rozdział VI

Koncepcje i modele wyceny wartości przedsiębiorstw w restrukturyzacji

6.1. Modele wyceny przedsiębiorstwa (ujęcie statyczne, ujęcie dynamiczne, ujęcie hybrydowe)

Proces gospodarowania towarzyszy cywilizacji od zarania dziejów. Aktywność ta jest fundamentalnym przymiotem gatunku ludzkiego, a jej nadrzędnym celem jest efektywne łączenie dostępnych człowiekowi zasobów a następnie przekształcanie ich w szeroko rozumiane efekty pracy¹. Procesy te, niegdyś prymitywne i skupione wokół zaspokajania najbardziej fundamentalnych potrzeb, które piramidalna hierarchia A. Masłowa sprowadza m.in. do fizjologii², wraz z rozwojem cywilizacyjnym zaczęły obejmować coraz szersze spektrum działań. Pomimo że krystalizacja poszczególnych klas społecznych, do których przypisana z reguły była ówczesna lokalizacja jednostki w hierarchii gospodarczej, miała miejsce już w średniowieczu, to kolejno następujące po sobie rewolucje przemysłowe stały się swoistym motorem napędowym ekstrakcji niezależnego systemu działalności gospodarczej.

¹J. Penc (2001). *Strategiczny system zarządzania*. Warszawa: Agencja Wydawnicza Placet. s. 23.

²A.H. Maslow (1943). A theory of human motivation. *Psychological Review*, 50(4), 370–396.

W związku z tym, jak i rosnącą potrzebą sporządzania niezbędnych statystyk ekonomicznych, pojawiła się konieczność formalizowania aktywności gospodarczej człowieka w uporządkowane strukturalnie formy. Warianty te współczesne znane są jako organizacyjno-prawne formy działania przedsiębiorstw. Powołanie pierwszej nowoczesnej formy prowadzenia działalności gospodarczej, którą uznać można za zbliżoną do współczesnych realiów, nastąpiło w Stanach Zjednoczonych na początku XIX w.³ Od tamtego czasu minęło już ponad 200 lat, a prymat sformalizowanych struktur prowadzenia aktywności biznesowej przybrał efekt „kuli śnieżnej” i stał się jednym najważniejszych elementów globalnej gospodarki. Przedsiębiorstwa, szczególnie te o charakterze spółek, przestały być tylko warunkiem administracyjno-prawnym *sine qua non* do podejmowania aktywności biznesowej, a przybrały formę „towaru”, który podlega rynkowym procesom jak inne dobra, czego wyrazistym dowodem jest dynamicznie rozwijająca się sfera M&A⁴. Czynnikiem ten stał się jedną z najważniejszych przesłanek, aby regularnie sporządzać wyceny wartości przedsiębiorstw. W związku z tym, w szeroko rozumianej problematyce finansów, ekonomii i zarządzania, w XX w. zaczęła dynamicznie rozwijać się problematyka szacowania wartości przedsiębiorstw. Oprócz wcześniej wspomnianego obszaru fuzji i przejęć (M&A), istotny wpływ na wzrost znaczenia problematyki wyceny miały również przesłanki ekonomiczne wskazane przez C. Helbinga, takie jak⁵:

- wycena na potrzeby restrukturyzacji przedsiębiorstwa,
- wdrażanie nowoczesnych metod zarządzania takich jak MBO⁶ czy VBM⁷,
- pozyskiwanie kapitału własnego i obcego,
- przesłanki spadkowe i podatkowe,
- szacowanie wartości odszkodowań i wycena wywłaszczeń.

Działania związane z restrukturyzacją wymagają często m.in. wdrożenia zmian majątkowych, a tym samym – wygaszenia pewnej sfery aktywności biznesowej. Wiąże się to nierzadko z koniecznością wyprzedaży aktywów – w związku z tym pojawia się tutaj silna potrzeba wykorzystania rachunków matematycznych zorientowanych na poznanie wartości przedmiotu restrukturyzacji. Wdrażanie nowych instrumentów zarządzania, np. **zarządzania przez wartość**, stanowi współcześnie już

³R.E. Seavoy (1972). Laws to Encourage Manufacturing: New York Policy and the 1811 General Incorporation Statute. *The Business History Review*, 46(1), 85–95.

⁴M&A – *Mergers and Acquisitions* – fuzje i przejęcia, czyli szeroko rozumiane procesy konsolidacji przedsiębiorstw.

⁵A. Jaki (2004). *Wycena przedsiębiorstw. Przesłanki, procedury, metody*. Warszawa: Oficyna Ekonomiczna. s. 53.

⁶MBO (*management by objectives*) – zarządzanie przez cele.

⁷VBM (*value-based management*) – zarządzanie wartością przedsiębiorstwa.

nie tylko opcję rozwojową czy fakultatywną możliwość, a jest niemalże obowiązkiem zarządów, który pozwala ochronić wypracowany wcześniej agregat przewag konkurencyjnych. Koncepcja zarządzania ta, jak i wiele innych instrumentów nadzoru nad efektywnością organizacji, wykazuje silne skorelowanie z problematyką wynagradzania zarządów za efekty ich prac. W tym miejscu należy podkreślić, iż najbardziej uznanym współcześnie podejściem jest kojarzenie efektów zarządzania kadry menedżerskiej z poziomem wartości przedsiębiorstwa⁸. Długoterminowy cel, jakim jest ukierunkowanie na wzrost wartości przedsiębiorstwa (które indukuje równoległe pomnażanie bogactwa właścicieli) jest współcześnie najszerzej akceptowanym paradygmatem funkcjonowania przedsiębiorstwa. Niemniej jednak, dalece nieostrożnym byłoby formułowanie podglądów, iż koncepcja VBM wolna jest od wszelkich wad, o czym szerszy dyskurs podjęto w dalszej części niniejszej monografii.

Budowa wiarygodnej pozycji podmiotu na rynku pozyskania kapitału łączy się nierozdzielnie również z aspektem sporządzania wycen, o czym w wyżej wymienionych przesłankach informuje C. Helbing. Kalkulacje te, podejmowane najczęściej przez jednostki udzielające finansowania, stanowią integralny element raportu scoringowego, którego celem jest ocena zdolności płatniczej przedsiębiorstwa (potencjalnego kapitałobiorcy). Estymacja wartości podmiotu, który jest zainteresowany pozyskaniem finansowania, ma więc niebagatelny wpływ na późniejszy charakter decyzji kredytowej, a ponadto odciska szczególne piętno na finalnych warunkach umowy, w tym w szczególności na wysokości kosztu kapitału.

Ostatnie dwie przesłanki, a mianowicie sfera podatkowo-spadkowa oraz kwestie odszkodowań, są również ściśle skojarzone z procedurą realizacji szeroko rozumianych wycen. Przedsiębiorstwa, rozumiane zgodnie z ustawą⁹ jako zorganizowana całość, lub nawet w ujęciu fragmentarycznym, mogą być bowiem dziedziczone i są przedmiotem sukcesji, z czym wiąże się szerokie spektrum wyzwań¹⁰. Podmioty i majątek w nie wchodzący to również częsty przedmiot sporów majątkowych i spraw sądowych, stąd konieczność sporządzania wycen dla celów administracyjnych jest nieodłącznym warunkiem efektywnego przeprowadzenia postępowania. Z drugiej strony niezwykle wymagające i zyskujące na popularności są przypadki tzw. wyceny wstecznej, czyli konieczności oszacowania wartości przedsiębiorstw nieistniejących, które operowały w zupełnie innych

⁸J. Siciński (2020). Tworzenie i przechwytywanie wartości jako czynnik rozwoju przedsiębiorstwa. [w:] M. Wiśniewska, P. Antonowicz, M. Szymańska-Brałkowska (red.), *Zarządzanie rozwojem przedsiębiorstwa: perspektywa nauki i praktyki gospodarczej*, t. 1 (s. 47–60). Gdańsk, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.

⁹Dz.U. 2020.0.1740 tj. Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny

¹⁰O problematyce sukcesji i dziedziczenia traktuje artykuł poparty wartościowym badaniem empirycznym; szerzej: J. Sadkowska, J. Klimek, B. Żelazko, K. Leszczewska (2018). Postawy sukcesyjne studentów kierunków ekonomicznych – aspekt teoretyczny i wyniki badania pilotażowego. *Przedsiębiorczość i Zarządzanie*, t. 19, z. 7, cz. 1. *Firmy rodzinne – zarządzanie, rozwój, przedsiębiorczość*. s. 41–56.

realiach czasowo-przestrzennych. Wiedza ta jest niezbędna do sądowego wyjaśniania spraw związanych z problematyką wyłączeń, czyli ustalania wysokości wypłaty ekwiwalentów za straty związane z bezprawnym odebraniem tytułu do przedsiębiorstwa lub danej grupy aktywów w przeszłości.

Zrozumienie istoty wyżej wymienionych i opisanych przesłanek jest niezwykle ważne dla prawidłowego uprawiania sztuki wyceny¹¹ w praktyce. Dzieje się tak, gdyż przesłanki i otoczenie towarzyszące procesowi wyceny, które składają się łącznie na tzw. **środowisko realizacji wyceny**, jest z reguły heterogeniczne. Oznacza to, że bardzo rzadko spotkać się można z identycznym zestawem uwarunkowań towarzyszącym analitykowi w tworzeniu raportu na temat estymowanej wartości przedsiębiorstwa. Zmianie ulegać mogą nie tylko przesłanki czy przedmiot wyceny, ale również dane makroekonomiczne towarzyszące parametryzacji założeń czy dojrzałość podmiotu, który tym szacunkom podlega. Ponadto rosnąca niepewność biznesowa i turbulentność otoczenia skutecznie zakłócają algorytmy prognostyczne, które wykorzystywane są do podejmowania analiz zorientowanych na wartość¹². W związku z tym zrozumienie systematyki metod wyceny wartości przedsiębiorstw, a co najważniejsze – dobór odpowiednich narzędzi i trafne sformułowanie założeń wsadowych, wymagają odpowiedniej dozy holizmu i pieczołowitego podejścia w zakresie wyżej opisanej teorii. W opinii autorów jest to jeden z dwóch podstawowych warunków, dzięki którym analityk nabywa umiejętność swobodnej selekcji technik wyceny w celu dokonania optymalnego wyboru na potrzeby konkretnego przypadku. Drugim czynnikiem stanowiącym o jakości podjętej wyceny jest należyte rozróżnienie kilku pozornie substytucyjnych pojęć, które są nieodłącznym elementem nomenklatury tej problematyki. Mowa tutaj o pojęciach: **wartość wewnętrzna akcji**, **cena akcji** oraz **wartość inwestycyjna**. Paradoksalnie, zdefiniowanie terminu „wartość” nie należy do zadań tak prostych, jak mogłaby sugerować częstość posługiwania się tym pojęciem w sferze ekonomii, finansów i zarządzania. Wartość z pewnością inaczej postrzegana będzie w umyśle pracownika działu marketingu, który powiąże ją z zestawem propozycji dla konsumenta, a zupełnie odmienne przez maklera, który swoje życie poświęca rynkowi kapitałowemu. Niemniej jednak podejmowanie jakichkolwiek wycen wymaga sprecyzowania definicji istoty wartości, gdyż w przeciwnym wypadku, tak naprawdę

¹¹ Prof. Aswath Damodaran, uznawany zgodnie przed środowisko naukowe za jednego z najbardziej zasłużonych naukowców w problematyce wyceny przedsiębiorstw, nadmienia wielokrotnie na łamach swych publikacji, iż zasadnym jest określanie wyceny przedsiębiorstwa mianem „sztuki” a nie techniki, metody czy umiejętności. Szerzej: A. Damodaran (2017). *Storytelling i liczby*. Warszawa: Wydawnictwo Poltext.

¹² E. Mączyńska (2009). Dylematy prognozowania a wycena przedsiębiorstw i nieruchomości (refleksje na tle analiz dotyczących kształtowania standardów wyceny). *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 17, 127.

rozmyty zostaje cel działań związanych z podejmowanymi szacunkami. Z punktu widzenia procesu wyceny punkt ciężkości koncentruje się jednak najczęściej na wartości wewnętrznej (intrinsic value), która najczęściej rozumiana jest jako suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych w dającej się przewidzieć przyszłości po korekcie o ekwiwalent wartości spoza okresu prognozy, czyli tzw. wartością rezidualną (terminal value). Co istotne, jak podkreśla D. Zarzecki, przedmiotem wyceny przedsiębiorstwa jest wyodrębniona w ujęciu prawnym, jak i ekonomicznym jednostka, która w obrębie swej kontroli posiada szereg aktywów materialnych i niematerialnych¹³. Stwierdzenie D. Zarzeckiego jest o tyle istotne, iż odmienny przebieg ma wycena przedsiębiorstwa, a inny wycena marki (znaku towarowego). Wartość rozumiana zatem w wymiarze **wewnętrznym** jest finalnym celem działań podejmowanych w ramach analizy fundamentalnej podmiotu. Szczególną czujność należy ponadto zachować przy definiowaniu terminu **cena przedsiębiorstwa** (co najczęściej sprawdza się do pojęcia **cena akcji**). W tym wypadku miejscem najczęstszej ekspozycji tego pojęcia będzie rynek kapitałowy i związane z nim notowania rynkowe, które są efektem działania sił popytu i podaży na akcje. D. Siudak wyjaśnia, że cena rynkowa (notowanie giełdowe) powinna w zasadzie reprezentować pewne przybliżenie wartości wewnętrznej, jeśli zapewniony zostanie odpowiednio rozległy horyzont czasowy analizy¹⁴. Wahania pojawiające się w krótkim okresie są pochodną oczekiwań i czynników niefundamentalnych. Zalicza się do nich m.in. niestanna estymacja ryzyka przez inwestorów w kontekście szans jego materializacji poprzez wpływ czynników losowych na siły rynkowe, które rządzą giełdą¹⁵. Zrozumienie pojęć: **wartość wewnętrzna** i **cena rynkowa** leży zatem w interesie interesariuszy świata finansów, gdyż permanentne zestawienie ze sobą tych dwóch kategorii jest bezsprzecznym *clou* obowiązków maklera giełdowego,

¹³ D. Zarzecki (1999). *Metody wyceny przedsiębiorstw*. Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce. s. 39.

¹⁴ D. Siudak (2013). *Pomiar procesów migracji wartości przedsiębiorstw na polskim rynku kapitałowym*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.

¹⁵ Do czynników, które uwzględnia wycena rynkowa na rynku kapitałowym, a które ignoruje wartość wewnętrzna, zalicza się przede wszystkim: oczekiwania, odczucia, jak i sentyment. Siły te, pomimo posiadania charakteru niefundamentalnego, dysponują znaczącą „siłą rażenia”, czego wynikiem są ekstremalne dyspersje notowań rynkowych, które w żadnym stopniu nie są indukowane zmianami w wewnętrznym potencjale wartościotwórczym. Przykładem tego typu zdarzeń są chociażby incydenty, gdy kapitalizacje podmiotów ulegają kilkunastoprocentowym dziennym wahaniom na podstawie korzystnego lub niekorzystnego wpisu na portalach społecznościowych przez osoby, co do których istnieje uzasadniona przesłanka, iż mogą posiadać większą wiedzę aniżeli pozostali uczestnicy rynku (zjawisko tzw. asymetrii informacji). Nie tak dawnym incydemtem był nagły wzrost notowań podmiotu CD-Projekt po serii pozytywnych komunikatów ze strony głównego zarządzającego firmy Tesla, Elona Muska; szerzej: <https://businessinsider.com.pl/cd-projekt-drozeje-przez-elona-muska-ktory-wciaz-cos-pisze-o-cyberpunku/52ff5q7> (dostęp: 26.02.2020).

jak i każdego, kto poszukuje możliwości pomnożenia majątku na rynku kapitałowym. Informacja o wartości każdej z nich otwiera bowiem pole do podjęcia decyzji, czy dane przedsiębiorstwo (rozumiane po części symbolicznie poprzez walor, jakim jest akcja) wykazuje znamiona przewartościowania czy niedowartościowania. Wynik tego dychotomizmu reguluje bezpośrednio proces decyzyjny odnośnie do kupna czy też sprzedaży akcji. Wyjaśnione wcześniej pojęcia: wartość wewnętrzna i cena akcji stanowią zatem fundamentalny przyczynek do zrozumienia natury procesów odbywających się na rynku kapitałowym; ponadto wspierają analityka w poprawnym stosowaniu technik wyceny przedsiębiorstwa. Katalog pojęciowy w obrębie istoty wartości jest jednak znaczenie szerszy, a przybliżenie metod wyceny przedsiębiorstw, w opinii autorów monografii, wymaga jego dokładnego poznania. Zestawienie różnic w obrębie tej nomenklatury bowiem przyczyni się do wzrostu komfortu czytelnika w dziedzinie eksploracji metod szacowania wartości podmiotu. Pozwoli to również autorom na podjęcie szerszej dyskusji naukowej połączonej z analizą porównawczą w obszarze wad i zalet poszczególnych metod, co zrealizowano w dalszej części niniejszego rozdziału. Katalog z wybranymi definicjami wartości wraz z niezbędną ich interpretacją uporządkował wyczerpująco m.in. D. Zarzecki. Główne wnioski zaprezentowano w tabeli 1.

Tabela 1. Definicje wartości w procesie wyceny przedsiębiorstw

Lp.	Ujęcie wartości	Definicja
1.	Wartość użytkowa (w ujęciu księgowym)	Bieżąca wartość przyszłych przepływów pieniężnych, które oczekiwane są z racji kontynuacji działalności przedsiębiorstwa.
2.	Wartość właściciela	Wyraża wartość dla aktualnego (lub przyszłego) właściciela aktywów. Reprezentuje to, ile wynosi wartość pozbawienia właściciela składników jego majątku.
3.	Wartość księgową	Oparta o zasady rachunkowości różnica między aktywami a zobowiązaniami. Oszacowana w oparciu o kwoty wykazywane w bilansie przedsiębiorstwa.
4.	Wartość rynkowa	Jest to cena będąca reprezentacją wartości w ujęciu wymiany rynkowej. W praktyce przedsiębiorstw może być rozumiana jako wartość (notowanie) akcji na rynku kapitałowym.
5.	Wartość godziwa (w ujęciu księgowym)	Wyraża ona kwotę, która zaistniałaby przy transakcji, gdzie dane dobro (aktywo) zmienia właściciela przy założeniu, że obydwie strony umowy są dobrze poinformowane (brak asymetrii informacji).
6.	Wartość odtworzeniowa	Przybliża ona koszt, jaki trzeba ponieść, aby zastąpić posiadany majątek aktywami o takim samym walorze ekonomiczno-użytkowym.
7.	Wartość inwestycji	Suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych dla przedsięwzięcia, gdzie stopę dyskonta stanowi z reguły koszt kapitału finansującego daną inwestycję.
8.	Wartość likwidacyjna	Reprezentuje wartość części lub całości aktywów w przypadku zaistnienia scenariusza ich likwidacji.

Lp.	Ujęcie wartości	Definicja
9.	Wartość <i>goodwill</i>	Stanowi wartość rynkową skorygowaną (pomniejszoną) o wartość godziwą.
10.	Wartość biznesu w działaniu	Wyraża wartość przedsiębiorstwa, jeśli założymy, że względnie pewnym jest to, iż będzie ono w najbliższym czasie kontynuowało swą działalność operacyjną.
11.	Wartość kapitalizacji rynkowej	Jest to iloczyn ceny rynkowej akcji (notowanie giełdowe) i liczby akcji (kapitalizacja).
12.	Wartość podatkowa	Wartość, która reprezentuje wycenę do celów podatkowych.
13.	Wartość zabezpieczenia	Oszacowana wartość aktywa/przedsiębiorstwa wykorzystywana na potrzeby zabezpieczenia np. w przypadku finansowania obcego.
14.	Wartość bilansowa	Jest to wartość, według której dane aktywo wykazywane jest w bilansie przedsiębiorstwa. Dla środków trwałych z reguły oznacza wartość brutto po korekcie o naliczone umorzenie i odpisy z tytułu utraty wartości.

Źródło: D. Zarzecki (1999). *Metody wyceny przedsiębiorstw*. Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce. s. 29.

Jak wynika z tabeli 1., wstępnie zarysowany dychotomiczny podział terminologii wartości (na wartość wewnętrzną i cenę) może być poddany znacznemu rozszerzeniu. Systematyka ujęta w tabeli 1. jest dowodem na to, jak wysokiego holizmu wymaga sztuka wyceny przedsiębiorstwa. Umiejętność posługiwania się tym aparatem pojęciowym jest zatem istotną determinantą sukcesu procesu oszacowania wartości podmiotu – gdyż zarówno analityk jak i odbiorca wyceny (np. inwestor) musi być w pełni świadomy, czego dotyczy przedstawiony raport i informacja w nim zawarta.

Przybliżenie istoty różnych wariantów definicji „wartości” otwiera możliwość dla zaprezentowania różnych technik wyceny wartości przedsiębiorstwa. Podstawowa systematyka metod wyceny, według A. Damadorana sprowadza się do czterech gałęzi¹⁶. Pierwszą grupę stanowią metody oparte o majątek (*asset-based approach*). W metodach tych przyjęte jest uproszczone założenie, iż źródeł wartości należy doszukiwać się przede wszystkim w tym, ile warte jest to, co przedsiębiorstwo aktualnie posiada¹⁷ i wykazuje w sprawozdaniu z sytuacji finansowej (bilans). Do kategorii drugiej zaliczyć można zbiór metod porównawczych (*relative valuation*). Wykorzystują one zestaw wybranych wskaźników rynkowych (np. w odniesieniu do notowania rynkowego), które następnie odnoszone są do średnich klasycznych lub pozycyjnych w sektorze najbliższej konkurencji przedsiębiorstwa wycenianego.

¹⁶ A. Damodaran (1995). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Nowy Jork: John Wiley & Sons.

¹⁷ Sprecyzować należy, iż zgodnie z ustawą o rachunkowości, do aktywów przedsiębiorstwa zalicza się nie tylko obiekty, które podmiot posiada, a szerzej – wszystko to, co podlega jego kontroli, czyli składniki majątku wchodzące w zakres dyspozycji (nie muszą być one własnością w klasycznym rozumieniu tego słowa).

Nierzadkim zarzutem formułowanym przez analityków i inne jednostki specjalizujące się w wycenie jest to, czy faktycznie metoda ta szacuje **wartość wewnętrzną**, czy być może bardziej odnosi się do **ceny** (notowania rynkowego). Niemniej jednak, pomimo istnienia tego dylematu, metoda ta z reguły odgórnie zaliczana jest do sfery wyceny wartości w piśmiennictwie krajowym i zagranicznym. Trzecia grupa metod to techniki wykorzystujące teorię opcji, w tym bardzo perspektywiczny wariant urealnionych opcji finansowych (*contingent claim valuation*). W podejściu tym zakłada się, że przedsiębiorstwo stanowi sumę opcji realnych, które odpowiadają różnym możliwościom w zakresie działalności operacyjnej i inwestycyjnej, jak np. możliwość obniżania lub zwiększania ceny oraz skali działania. Innymi opcjami realnymi są ponadto opcje do opóźniania lub rezygnacji z projektów inwestycyjnych. W metodach tych kluczową rolę odgrywa teoria opcji finansowych, szczególnie w formule nagrodzonej Nagrodą Nobla, autorstwa F. Blacka i M. Scholesa¹⁸. Ładunek informacyjny, niezbędny do oszacowania opcji w klasycznym ujęciu finansowym, został w tej technice przekształcony w taki sposób, iż odnosi się on do potencjału przedsiębiorstwa. W praktyce jednak metoda opcji realnych stanowi zazwyczaj uzupełnienie innych metod – rzadko kiedy stosowana jest samodzielnie ze względu na trud w parametryzacji całego przekroju założeń. Ostatnią gałęzią, której przypisać należy najwyższy wymiary aplikacyjny w praktyce gospodarczej, jest zbiór metod dochodowych (*income valuation*). Aswath Damodaran nazywa je również alternatywnie mianem technik bezpośrednich (*direct valuation*). Metody te wprost odnoszą się do definicji wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa i zakładają, iż bazowym źródłem wyceny podmiotu jest oszacowanie wartości przyszłych zdyskontowanych przepływów pieniężnych w umownym okresie prognozy¹⁹. Na końcu tego procesu wysoce zalecane jest uwzględnienie korekty o wartość rezydualną spoza horyzontu predykcji, tak aby oszacowanie nie ignorowało potencjału przedsiębiorstwa do przetrwania długoterminowego. W krajowym piśmiennictwie zauważyć można również dodatkową kategorię, którą D. Zarzecki określa mianem zbioru metod niekonwencjonalnych, a zalicza się tutaj m.in. wszystkie metody, których nie można zaliczyć do pozostałych gałęzi²⁰. Szerszą systematykę metod wyceny proponuje ponadto P. Fernandez²¹. Poddział ten, wraz z opisem i przykładami, zestawiono w tabeli 2.

¹⁸ Szerzej: F. Black, M. Scholes (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of political economy*, 81(3), 637–654.

¹⁹ M. Chmielewski, J. Pioch (2015). Wycena wartości przedsiębiorstwa dla potrzeb zarządzania wartością. [w:] L. Pawłowicz, J.K. Bielecki (red.), *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej* (s. 125–126). Warszawa: CeDeWu.

²⁰ W. Patena (2011). *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wolters Kluwer. s. 65.

²¹ P. Fernandez, A. Bilan (2013). 110 Common Errors in Company Valuations. *International Journal of Economics & Business Administration (IJEBA)*, 0(1), 33–78.

Tabela 2. Podział metod wyceny przedsiębiorstw według P. Fernandez

METODY ↑	Metody oparte o statyczne dokumenty finansowe (bilans przedsiębiorstwa)	Metody oparte o dynamiczne dokumenty finansowe (rachunek zysków i strat)	Metody oparte o przepływy pieniężne	Metody oparte o ideę kreacji wartości dla akcjonariuszy	Metody wykorzystujące teorię opcji
PRZYKŁADY ↑	1) księgową wartość majątku 2) skorygowana wartość aktywów netto 3) wartość likwidacyjna 4) wartość odtworzeniowa	1) mnożniki cena/zysk 2) mnożniki cena/przychód 3) mnożnik cena/EBITDA	1) ECF 2) model zdyskontowanych dywidend 3) model FCFF 4) model FCFE 5) APV 6) CCF	1) metoda sumowania EVA 2) metoda zysku ekonomicznego 3) CFROI	1) wariant Blacka-Scholesa 2) opcje rozwoju 3) opcje odłożenia w czasie
OPIS ↑	Źródłem „cenności” przedsiębiorstwa jest jego potencjał majątkowy – rozumiany jako aktualny stan posiadania po korekcie o zadłużenie lub jako kwota możliwa do uzyskania za jego spieniężenie bądź oczekiwana za jego potencjalne przywrócenie.	W metodach tych głównym źródłem informacji są wskaźniki finansowe oparte o rachunek zysków i strat oraz informację rynkową. Wartość (cena) przedsiębiorstwa jest wynikiem porównań średnich klasycznych/porównywalnych do zbioru przedsiębiorstw „podobnych” do obiektu wyceny.	Zgodnie z popularną w sztuce wyceny „zysk netto jest opinią, a cashflow to fakt” – podstawą potencjału wartościotwórczego są przyszłe przepływy pieniężne (gotówką, jaką podmiot będzie w stanie w oparciu o wiarygodne prognozy wygenerować).	Metody te wywodzą się wprost z teorii VBM (<i>value-based management</i>) i zakładają, że wartość przedsiębiorstwa stanowi akumulowaną wartość fragmentarycznych pomiarów z instrumentów do pomiaru wartości wykreowanej dla akcjonariuszy.	W zbiorze tym przyjęto założenia, iż przedsiębiorstwo dysponuje paletą możliwości i wariantów realizacji głównej działalności operacyjnej. Warianty te cechują się różnym natężeniem wartości i mogą podlegać wycenie na podstawie transformacji formuł odnoszonych zwyczajowo do szacowania wartości klasycznych opcji finansowych.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: W. Patena (2011). *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wolters Kluwer. s. 65.

Systematyka przedstawiona w tabeli 2., pomimo tego, iż charakteryzuje się znacznie szerszym zakresem niż podział bazowy proponowany przez A. Damodarana, nie stanowi jednak katalogu zamkniętego. Wraz z ciągłym przyrostem mocy obliczeniowych i narastającą potrzebą realizacji wycen automatycznych o charakterze wysoce cyklicznym (a często nawet i ewaluacji ciągłych) zauważyć można krystalizację kolejnego nurtu – a mianowicie **metod mieszanych**, które często wykorzystywane są w tzw. wycenie ciągłej. Techniki te zazwyczaj opierają się o sztuczną inteligencję. Grupa ta w większości wykorzystuje założenia metod ujętych w tabeli 2., a różnica polega na tym, iż łączy ona wiele metod w zautomatyzowane narzędzie matematyczne, które po wstępnym zaprojektowaniu nie wymaga tak znaczącego udziału analityka, jak w przypadku klasycznej sztuki wyceny przedsiębiorstwa. Tego typu próby są w zasadzie znane od lat, szczególnie w odniesieniu do wyceny nieruchomości²². Jednakże, w odróżnieniu od przedsiębiorstwa, nieruchomości cechuje szereg udogodnień, co sprawia, iż metody automatyczne wykazują dla nich bardziej dogodną aplikację. Do warunków tych zaliczyć można:

- większą ogólną wiedzę *a priori* co do obiektu wyceny,
- większą odporność wartości nieruchomości na zmienność otoczenia,
- zdecydowanie wyższą stałość niektórych parametrów początkowych,
- zdecydowanie niższą dyspersję wartości nieruchomości (w porównaniu np. do rynku akcji) jako obiektu lokowania kapitału.

Niemniej jednak, pomimo szeregu trudności, wcześniej wspomniany rozwój metod przetwarzania danych, jak i ogólnie postępująca cyfryzacja otoczenia społeczno-ekonomicznego sprawiają, że metody automatyczne, wykorzystujące sztuczną inteligencję, stają się coraz częstszym przedmiotem debat na niwie wyceny przedsiębiorstw. Pilotażowo wiele tego typu rozwiązań wdrażanych jest przez wywiadownie gospodarcze i organizacje zajmujące się przetwarzaniem informacji giełdowej. Celem tego typu działań jest m.in. tworzenie wzorców pomocowych, zorientowanych na wspomaganie decyzji inwestycyjnych – w szczególności wśród drobnych, prywatnych inwestorów, którzy nie są w stanie samodzielnie realizować szeroko zakrojonych analiz fundamentalnych. Nadzieję pokłada się również w tego typu metodach jako instrumentach wyceny przedsiębiorstw nietypowych, w których tradycyjne metody zawodzą. Przykładem takich obiektów będą praktycznie wszystkie podmioty typu *start-up*, w tym szczególnie te o innowacyjnym modelu biznesowym. Przedsiębiorstwa takie, w znakomitej większości przypadków,

²²J. Zyga (2014). Miejsce modelu ekonometrycznego w wycenie nieruchomości. *Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach. Studia Ekonomiczne. Inwestycje i nieruchomości: wybrane zagadnienia*, 204.

potrzebują wiele lat na uzyskanie samodzielności finansowej, a etapowi początkowego rozwoju towarzyszą głęboko ujemne przepływy gotówkowe i straty operacyjne, a co za tym idzie – również brak dywidend. Oznacza to, że gros przypadków młodych przedsiębiorstw typu *start-up* będzie trudny do wiarygodnej wyceny. Ten stan rzeczy ma miejsce pomimo istnienia (z reguły) bardzo wysokich notowań rynkowych, a wynika z tego, że ich wartość wewnętrzna, szacowana tradycyjnymi metodami przez wiele początkowych lat działalności będzie ujemna. W związku z tym „inteligentne” i cyfrowe metody wyceny coraz częściej znajdują zastosowanie do podejmowania szacunków wartości przypadków trudnych, takich jak m.in. innowacyjne podmioty typu *start-up*²³.

W piśmiennictwie krajowym i zagranicznym dostrzec można również wiele innych prób agregacji dobrze poznanych metod z technikami matematyki wyższej, które w efekcie tworzą pewien konglomerat zorientowany na podejmowanie szacunku wartości w przypadkach trudnych. Jednym z takich podejść jest technika **iteracyjna DCF**, która polega na połączeniu metody dochodowej i systemu kolejnych przybliżeń, co często pozwala znacząco urealnić szacunki wyceny wartości obiektu²⁴. Dyskurs podjęty w niniejszym podrozdziale pozwala podjąć autorską próbę uporządkowania zalet i wad poszczególnych grup metod. Zrozumienie spektrum przewag i założeń przypisanych do każdej gałęzi ma niebagatelny wpływ na jakość dopasowania techniki do danego przypadku wyceny, co tym samym determinuje późniejszą trafność kalkulacji. Wady i zalety poszczególnych metod wyceny przedsiębiorstw przedstawiono w tabeli 3.

²³Szerzej o tym zjawisku traktuje artykuł: <https://towardsdatascience.com/applied-machine-learning-models-for-improved-startup-valuation-a7b180fee127> (dostęp: 02.2021).

²⁴W. Patena (2010). Zastosowanie technik iteracyjnych w wycenie przedsiębiorstwa – wycena Emcinsmed S.A. [w:] *e-Finanse. University of Information Technology and Management, Institute of Financial Research and Analysis*, 6, 15–27.

Tabela 3. Zalety i wady współczesnych metod wyceny przedsiębiorstwa

METODY	Metody oparte o statyczne dokumenty finansowe (bilans przedsiębiorstwa)	Metody oparte o dynamiczne dokumenty finansowe (rachunek zysków i strat)	Metody oparte o przepływy pieniężne	Metody oparte o ideę kreacji wartości dla akcjonariuszy	Metody wykorzystujące teorię opcji
ZALETY	<ul style="list-style-type: none"> prosta i szybkość realizowanych kalkulacji; można wykonać ją niemalże dla każdego przypadku przedsiębiorstwa; każdy podmiot bowiem dysponować będzie nawet niewielką porcją aktywów. 	<ul style="list-style-type: none"> szybkość i prostota; wysoki potencjał do automatyzowania, co oferuje tym samym łatwość ponownych rekalkulacji; szeroko dostępne dane historyczne. 	<ul style="list-style-type: none"> podjęcie oparte o wolne przepływy pieniężne jest najbardziej zdroworozsądkowym i logicznym w odniesieniu do głównego celu działalności przedsiębiorstwa; uwzględnia wartość podmiotu w sposób kompleksowy, łączy okres przewagi konkurencyjnej (suma DCF), jak i czas poza predykcją (wartość rezydualna); wykazuje wysoki potencjał do łączenia z innymi technikami (np. iteracjami czy opcjami realnymi). 	<ul style="list-style-type: none"> są z reguły koherentne z większością metod dochodowych, gdyż bazują na podobnym ładunku informacyjnym, co DCF stanowią użyteczny przyrządek do zarządzania wartością przedsiębiorstwa; uwzględniają zmienność wartości pieniądza oraz ryzyko w działalności. 	<ul style="list-style-type: none"> uwzględniają, pomijając w każdej innej grupie metod, możliwość elastycznej reakcji na zmiany warunków gospodarowania, co wpisuje się w filozofie organizacji typu <i>agile</i> (zwinnych) czy struktur elastycznych; mają szerokie spektrum konfiguracji w zależności od potrzeb.
WADY	<ul style="list-style-type: none"> metody te mają charakter statyczny, stąd ignorują fakt, iż większość przedsiębiorstw ma przed sobą co najmniej kilka lat funkcjonowania, nierzadko w obecności przewagi konkurencyjnej (ROIC > WACC); mają tendencję do zniekształcania przez standardy księgowo, które nie są stałe w czasie, jak i przestrzeni; nie uwzględniają zmian wartości pieniądza; nie uwzględniają ryzyka w działalności; ignorują wiele kategorii, które nie są zestawiane w bilansie m.in. kapitał ludzki, nieoszacowana wartość aktywów niematerialnych, innowacyjność czy posiadane, unikalne zdolności organizacji; część z nich pomija aspekt płynności wycenianych aktywów, tzn. wartość oszacowana tą metodą może być trudna w realizacji kasowej. 	<ul style="list-style-type: none"> znaczna przestrzeń na subiektywizm analityka w wyniku swobody w doborze podmiotów porównywanych; brak wiarygodnych dowodów naukowych odnośnie do zalecania liczby, jak i optymalnego zbioru mierników będących podstawą wyceny; szacuje raczej cenę, a nie wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa; w przypadku metod opartych o wskaźniki wartości rynkowej (a te zazwyczaj są dominujące w tej grupie) – brak możliwości aplikacji do przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie. 	<ul style="list-style-type: none"> wykonana w sposób kompleksowy wymaga dokonania prognoz wszystkich dokumentów finansowych (m.in. bilans proforma i RZS proforma); wymaga podjęcia wielu nietrywialnych założeń, w szczególności co do stanu makroekonomii oraz kosztu kapitału; posiada wysoką wrażliwość na zmiany kluczowych parametrów; wartość rezydualna stanowi nierzadko od 60% do 70% wyceny całkowitej, co sprawia, iż niewielkie wahania danych w tym obszarze znacząco zmieniają szacunki wartości. 	<ul style="list-style-type: none"> z reguły charakteryzują je wymóg tworzenia dość wymagających założeń; kalkulacje niektórych technik mogą być wymagające dla niektórych analityków; często cechuje je wysoka wrażliwość na zmiany kluczowych parametrów; podobnie jak metody dochodowe, nie uwzględniają możliwości elastycznego reagowania przedsiębiorstwa na zmiany warunków rynkowych. 	<ul style="list-style-type: none"> stosowane w pojętych z reguły są niewystarczające do rzetelnej wyceny, zalecane raczej jako wsparcie metod dochodowych; mogą przysparzać problemów kalkulacyjnych, szczególnie dla mniej doświadczonych analityków; wymagają umiejętnej reinterpretacji parametrów składowych (ze sfery finansowej do sfery realnej).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: P. Fernandez, A. Bilan (2019). 119 Common Errors in Company Valuations. *IESE Business School Working Paper No. 714*; W. Patena (2011). *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wolters Kluwer; A. Damodaran (1995). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Nowy Jork: John Wiley & Sons.

Konkludując, podjęty dyskurs naukowy dowodzi, iż aparat matematyczny wyceny cechuje się bogactwem technik i metod. Tak rozwinięte instrumentarium jest wynikiem przede wszystkim niesłabnącego zainteresowania tą materią i zmieniającymi się warunkami gospodarowania w cyfrowym świecie. Czynniki, które zdaniem M. Panfila mają kluczowy wpływ na rozwój sztuki wyceny (i – tym samym – na ciągle poszerzanie wyżej omówionego katalogu metod) nie tylko w Polsce, ale i na świecie to²⁵:

- globalizacja i coraz szersza tendencja do łączenia się gospodarek w różne sojusze (np. wejście Polski do struktur unijnych), co powoduje wzrost zainteresowania podmiotami przez inwestorów zagranicznych, a tym samym wywołuje wyższą tendencję do zmian właścicielskich;
- obecność „efektu doganiania”²⁶ wśród rozwijających się gospodarek, co determinuje wyższą zdolność do przejęć przez podmioty, które niegdyś nie były dojrzałe na tyle, aby partycypować w procesach M&A;
- dynamiczny rozwój rynku kapitałowego, w tym coraz większa liczba spektakularnych debiutów IPO, w których kapitalizacje uzyskują rekordowe poziomy;
- rozwój rynku *private equity* oraz wzrost znaczenia szeroko rozumianych funduszy wysokiego ryzyka, których zadaniem jest finansowanie perspektywicznych projektów o wysokiej dyspersji potencjalnych stóp zwrotu;
- mierzenie się ze „ścianą rozwojową” wśród wielu spółek o średniej wielkości. Jednym z rozwiązań wyjściowych z pułapki rozwojowej jest rosnące zainteresowanie rynkiem kapitałowym jako miejscem pozyskania kapitału;
- ciągle procesy dostosowawcze krajowych regulacji finansowych do standardów międzynarodowych, co z jednej strony ujednolica stosowany porządek prawny, z drugiej zaś – otwiera pole do podejmowania wycen o wyższej porównywalności ekonomicznej;
- nieustanny przyływ funduszy strukturalnych do mniej rozwiniętych regionów Unii Europejskiej, co wymusza konieczność sporządzania kalkulacji ekonomicznych zorientowanych na wartość (szczególnie w procesie aplikacji i rozliczania środków przez przedsiębiorstwa-beneficjentów).

Ponadto, zdaniem J. Sicińskiego, istotnym czynnikiem napędzającym rozwój aparatu wyceny przedsiębiorstw jest pogłębiający się kryzys prymatu gospodarki realnej i coraz intensywniejsza finansjalizacja otoczenia społeczno-ekonomicznego²⁷.

²⁵M. Panfil (2006). Wprowadzenie do wyceny spółek. [w:] M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Metody wyceny spółki – perspektywa klienta i inwestora* (s. 35). Warszawa: Wydawnictwo Poltext.

²⁶W najszerzej znanym wariacie „beta” rozumiana jest jako niwelacja dystansu postępowego (mierzonego np. poprzez PKB) przez kraje mniej rozwinięte w stosunku do krajów wysoko rozwiniętych.

²⁷J. Siciński (2020). Negative Externalities of Shareholder Value Orientation and Its Impact on Global Financialization. *Acta Scientiarum Polonorum. Oeconomia*, 19(2), 71–78.

Wzrost zainteresowania wycenami jest pośrednim wynikiem tego, iż coraz częstszym kierunkiem alokacji zasobów jest rynek finansowy, a nie obszar realny. Wzmaga to konieczność częstszych i bardziej precyzyjnych wycen aktywów finansowych, jak i całych przedsiębiorstw, których akcjonariaty sukcesywnie dominowane są przez korporacje finansowe.

Podsumowując, aparat matematyczny wyceny przedsiębiorstwa tworzy obszerny, holistyczny katalog rozwiązań oferujący zróżnicowane techniki. Wykazane bogactwo narzędzi to z jednej strony szersze spektrum możliwości dla analityka, ale również – wzrost ryzyka doboru metody niewłaściwej co do przedmiotu, jak i warunków wyceny. Zgodnie z dyskursem podjętym w niniejszym rozdziale, poziom trafności doboru właściwej metody wyceny należy powiązać z następującymi wymogami:

- zrozumienie przesłanek, które towarzyszą wycenie;
- rozróżnienie podstawowych paradygmatów wartości takich jak: **wartość wewnętrzna, wartość rynkowa i inwestycyjna**;
- jakościowe oraz holistyczne traktowanie przedmiotu wyceny – przedsiębiorstwo, którego wartość podlega szacowaniu, to nie tylko zbiór cyklicznie upublicznianych raportów finansowych, które służą do parametryzacji założeń, ale również szerzej: to model biznesowy, kultura organizacyjna czy stosowane metody zarządzania.

Podsumowując, zdaniem autorów niniejszej monografii trend wzrostowy, a tym samym niemalejąca popularność sztuki wyceny (wraz z ciągłym rozwojem instrumentarium metod), będzie kontynuowany. Dostatecznym dowodem na to są sygnały płynące ze świata nauki, jak i biznesu, czego dowodzą liczne publikacje autorów uznanych w tej branży, m.in. M. Panfila i D. Zarzeckiego. Wyraźnym prognostykiem są również rozległe przemiany na rynku finansowym, akcelerowane m.in. kryzysem pandemicznym COVID-19. Era następujących po sobie szoków popytowo-podażowych wynikających z pandemii zapoczątkowała falę wstrząsów, z jakimi rynek kapitałowy nie mierzył się od czasów II wojny światowej, co obserwowane jest w notowaniach światowych indeksów rynkowych²⁸. Silne rozchwianie notowań rynkowych, wzrost znaczenia czynników niefundamentalnych oraz wysoka niepewność towarzysząca uczestnikom rynku kapitałowego zwiększają potrzebę dokonywania częstszych wycen przedsiębiorstw. Celem przeprowadzenia bardziej regularnych wycen oraz szerzej – poszukiwania nowych metod ewaluacji wartości przedsiębiorstw, jest zatem ograniczanie ryzyka zniekształceń

²⁸ Z. Machmuddah, S.D. Utomo, E. Suhartono, S. Ali, W.A. Ghulam (2020). Stock Market Reaction to COVID-19: Evidence in Customer Goods Sector with the Implication for Open Innovation. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 6(4).

wartościotwórczych, jakie towarzyszą procesom ekonomicznym w pandemii. Dowodem tego są spektakularne rozbieżności w postrzeganiu wyceny podmiotów bankrutujących podczas pandemii COVID-19, jak miało to miejsce w przypadku amerykańskiej korporacji Hertz²⁹.

6.2. Wycena przedsiębiorstw zagrożonych upadłością lub będących w restrukturyzacji – ujęcie autorskie

Nadanie przedsiębiorstwu wartości pieniężnej stanowi jeden z najtrudniejszych elementów finansów korporacyjnych i zarządzania. Nie bez powodu bowiem proces ten określa się mianem „sztuki”. Nawet oszacowanie wartości podmiotów zdrowych, o transparentnej, z punktu widzenia sprawozdawczości, historii bywa ogromnym wyzwaniem dla całego zespołu doświadczonych analityków. Złudne bywa odczucie, że podmioty stabilne, raportujące regularnie i cechujące się liniowym wzrostem podstawowych parametrów wyceny to obiekty niezwykle łatwe w ewaluacji. Z pewnością bardziej odpowiednim byłoby stwierdzenie, że sytuację „nieproblematicznego” przedsiębiorstwa z reguły łatwiej jest prognozować niż chociażby jednostek w skomplikowanej sytuacji finansowej. Niemniej jednak nawet podmioty przewidywalne i stabilne finansowo to nierzadko wymagający obiekt wyceny. Długoterminowa przewidywalność działalności operacyjnej jest bowiem niezwykle złudna, a historyczne wyniki podmiotu nigdy nie są w pełni zabezpieczone (a tym samym – w pełni powtarzalne), gdyż wykazują one dużą wrażliwość na zmiany otoczenia, którego prognozowanie jest bardzo wymagające. Dzieje się tak, gdyż, tak jak przypomina A. Damodaran, większość metod szacowania wartości podmiotu cechuje jeden, wspólny mianownik – ich skuteczność warunkowana jest tym, w jakim stopniu przyszłość będzie podobna do przeszłości³⁰. Najważniejszy element łączący niemalże wszystkie metody wyceny to dane historyczne, które z jednej strony stanowią absolutnie niezbędny i pożądany ładunek informacyjny, a z drugiej – mogą przyczyniać się do generowania zniekształceń w wyniku końcowym³¹.

Jak wskazano wcześniej, jedną z najtrudniejszych subpopulacji przedsiębiorstw do wyceny są podmioty w trudnej sytuacji finansowej. W piśmiennictwie zagranicznym, jak podkreśla B. Prusak, tego typu przedsiębiorstwo najczęściej określane

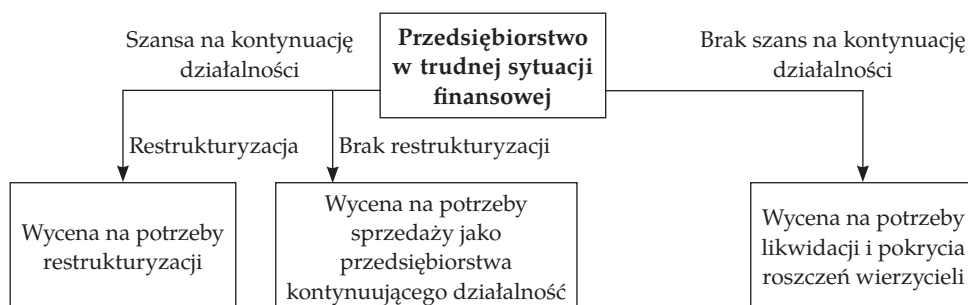
²⁹ <https://www.forbes.com/sites/jimcollins/2020/06/15/stay-away-from-hertz-stock/?sh=18bcbb1e1db3> (dostęp: 29.03.2021).

³⁰ A. Damodaran (2019). *Wycena firmy. Storytelling i liczby*. Warszawa: Wydawnictwo MT Biznes. s. 15.

³¹ K. Migdał-Najman, K. Najman (2018). Profilowanie, oczyszczanie i zapobieganie powstawaniu dirty data. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu – Research Papers of Wrocław University of Economics*, 508, 146–156.

są mianem *distressed company*³². Co ważne, pomimo istnienia znaczących barier w szacowaniu wartości takich jednostek, powód realizacji ich wyceny ma zazwyczaj wysoki priorytet. Oznacza to, że w większości tego typu przypadków przeprowadzenie wyceny przedsiębiorstwa jest po prostu warunkiem koniecznym, gdyż w przeciwnym razie nie jest możliwe podjęcie odpowiednich działań (np. naprawczych) w stosunku do takiej jednostki. Przesłankę tę można zdekomponować według autorskiego schematu działań ujętego na rysunku 1.

Rys. 1. Wycena przedsiębiorstw w trudnej sytuacji – algorytm postępowania.



Źródło: Opracowanie własne.

Jak wynika z rysunku 1, konieczność realizacji procesu wyceny pozostaje stałym elementem zarządzania podmiotem w trudnej sytuacji finansowej. Potrzeba ta jest niezależna od tego, jaki scenariusz rysuje się przed przedsiębiorstwem – zarówno przy braku szans na kontynuację działalności, jak i w przypadku widma prostej lub głębokiej restrukturyzacji istnieje uzasadniona konieczność ustalenia wartości problematycznej jednostki.

Kluczowym czynnikiem sukcesu szacowania wartości przedsiębiorstw w trudnej sytuacji finansowej jest świadomość występujących tu barier. Dopiero holistyczne zrozumienie utrudnień, jakie nierzadko towarzyszą tego typu jednostkom, pozwala opracować optymalną strategię uzgadniania i operacjonalizacji założeń finansowych, jak i dokonywać niezbędnych modyfikacji w przyjętej metodyce. Główne wyzwania dla analityka podejmującego wycenę przedsiębiorstwa w trudnej sytuacji finansowej to³³:

- wymóg założenia kontynuacji działalności, który jest warunkiem *sine qua non* dla wielu metod, jest w tym przypadku często nieosiągalny;

³² B. Prusak (2017). Wycena przedsiębiorstw będących w trudnej sytuacji finansowej. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, 153, 121–141. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.

³³ Ibidem, s. 127.

- podmioty w trudnej sytuacji finansowej zdecydowanie częściej aniżeli podmioty niezagrożone cechują się historycznymi brakami w obowiązku sprawozdawczym³⁴;
- podmioty te jako jednostki często pozbawione jakichkolwiek dochodów trudno objąć standardową procedurą technik DCF;
- w jednostkach tych pozostały do dyspozycji majątek z reguły cechuje się zredukowaną płynnością, gdyż często podczas wcześniejszych prób naprawy podejmowanych jeszcze przez zarząd aktywa wysoko płynne zostały wykorzystane w działalności lub sprzedane na zewnątrz.

Interesujący pogląd w materii wyceny przedsiębiorstw „trudnych” wyraża również A. Damodaran. Ten wybitny ekspert technik ewaluacyjnych podkreśla, że „specjalnego traktowania” (czyli wykorzystania niestandardowego podejścia) wymagają nie tylko przedsiębiorstwa wyraźnie zagrożone upadłością, ale nawet te, które wykazują utrwaloną stagnację czy cykliczne pogarszanie wyników (mimo tego, że od upadłości/restrukturyzacji dzieli je jeszcze wyraźny dystans)³⁵. Cechy charakteryzujące podmioty w trudnej sytuacji, których wycena przebiega w sposób utrudniony (*declining companies*), według A. Damodarana to:

- **trwała stagnacja w przychodach ze sprzedaży lub ich systematyczny spadek** – A. Damodaran zaleca pogłębienie tego typu analiz o określenie przyczynowości – czy wina zamrożenia wzrostu (lub erozji) sprzedaży wynika z trendów sektorowych czy nieudolnego zarządu;
- **ujemne wyniki operacyjne i ich silne wahania** – utrata rentowności stanowi istotną przesłankę rozważenia innej klasy metod niż DCF (gdyż w takim przypadku najczęściej wolne przepływy pieniężne również pozostają ujemne). Niemniej jednak istotne wahania w raportowanych wynikach, a szczególnie na poziomie dochodów uwzględniających pozostałą działalność operacyjną³⁶, pozwalają podejrzewać, że w podmiocie pojawiają się jednorazowe strumienie kosztowo-przychodowe, czyli zjawiska towarzyszące często wyprzedazy majątku trwałego³⁷;

³⁴ Znaczący odsetek przedsiębiorstw, szczególnie tych, którym grozi likwidacja lub do ich upadłości przyczyniły się znamiona przestępcze, zaprzestaje publikowania danych finansowych w latach poprzedzających ten proceder lub ta informacja finansowa jest złej jakości.

³⁵ A. Damodaran (2009). *Valuing Declining and Distressed Companies*. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/NewDistress.pdf> (dostęp: 20.03.2021).

³⁶ Do pozostałej działalności zalicza się kategorię pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych. Do grupy tej przypisywane są zdarzenia takie jak m.in. otrzymane dotacje, naliczone kary umowne czy finansowe skutki zdarzeń losowych. Ze względu na jednorazowość i niepowtarzalność tych zdarzeń mają one tendencję do zakłócania miarodajności wyniku netto jako indykatora efektywności przedsiębiorstwa.

³⁷ Zjawiska jednorazowe tego typu są często efektem nieudolnych prób ochrony płynności finansowej jednostki.

- **częste, na pozór nieuzasadnione przenoszenie aktywów poza podmiot** – zarząd, który dostrzega na horyzoncie widmo zagrożenia, dokonuje (nierzadko w porozumieniu z właścicielami lub nawet na ich polecenie) migracji różnych klas aktywów poza firmę – jako sposobu na zabezpieczenie się przed potencjalną egzekucją z majątku lub dostrzeżeniem bardziej efektywnej ich alokacji;
- **pojawienie się nagłych masowych wykupów akcji i wysokich wypłat dywidend** – spieniężenie kapitału wniesionego przez właścicieli może być sygnałem, że podmiot zatracił możliwość efektywnego pomnażania powierzonych środków;
- **ponadprzeciętnie wysoki poziom wskaźników dźwigniowych (DFL, DOL, DTL)** – nawet podmioty rentowne, z dodatnimi przepływami pieniężnymi, lecz charakteryzujące się wyjątkowo wysokimi (np. w stosunku do median sektorowych) wskaźnikami dźwigni można zaliczyć do podmiotów bardziej wymagających w wycenie. Dzieje się tak, gdyż planowanie założeń pod kilkuletnie projekcje finansowe (szczególnie na potrzeby metody DCF) wymaga podejścia ostrożnościowego, co sprawia (w przypadku wysokich mierników dźwigniowych), iż jakiegokolwiek spadki koniunktury w przyszłości znacząco zniekształcają prognozy przepływów pieniężnych jednostki.

Ponadto zrealizowanie skutecznej wyceny przedsiębiorstwa problematycznego wymaga uprzedniego ustosunkowania się przez analityka (lub szerzej: zespół roboczy) do kilku pytań. Zaliczyć do nich można³⁸:

1. Czy sytuacja problematyczna ma charakter trwały czy przejściowy?
2. Czy zarząd skłonny jest do współpracy, czy pojawia się ryzyko działań antagonistycznych tzn. utrudniających sporządzenie wyceny?
3. Czy problem dotyczy tylko badanego przedsiębiorstwa, czy wynika ze zjawiska „rozlania się” kryzysu w całym sektorze lub gospodarce?
4. Czy źródła kryzysu wynikają z pojedynczego zdarzenia (np. upadłość kluczowego odbiorcy, który nie uregulował dużej porcji należności), czy jest może wynikiem systemowych zaniedbań zarządu?
5. Czy podmiot ma szansę na pozyskanie niestandardowego wsparcia np. jako organizacji, której udziałowcem jest Skarb Państwa?
6. Czy pozostawienie aktywów w „problematycznej” organizacji, według obiektywnych prognoz, jest w stanie wygenerować wyższą stopę zwrotu niż alokacja ich w inne zastosowanie, np. uzyskanie zwrotu ponad minimalną oczekiwaną stopę zwrotu (lub na poziomie wyższym niż chociażby rentowność aktywów skarbowych bez ryzyka³⁹)?

³⁸ B. Prusak (2017). Wycena przedsiębiorstw będących w trudnej sytuacji finansowej. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, 153, 121–141. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.

³⁹ Choć w przypadku przedsiębiorstw problematycznych taką stopę zwrotu należy „adjustować” ryzykiem. Szerzej: L. Pawłowicz (2015). *Alokacja i zarządzanie kapitałem*. [w:] L. Pawłowicz, J.K. Bielecki (red.), *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej* (s. 163). Warszawa: CeDeWu.

Odpowiedź na powyższy zestaw pytań otwiera drogę do optymalnego rozwiązania sposobu konstrukcji metodyki szacowania wartości dla danego przypadku. Szczególnie interesujący wydaje się dylemat wskazany w punkcie 5. Nie jest tajemnicą, iż mikroekonomiczna interwencja sektora państwowego potrafi odwrócić bieg wydarzeń dla analizowanego podmiotu. Wyceny sporządzane dla podmiotów, które mogą liczyć na systemowe czy bardziej dyskretne wsparcie sektora publicznego, z reguły powinny być korygowane o odpowiednią „premię wartości”⁴⁰. Niemniej jednak, pomimo szeregu pytań, które uwypuklono powyżej, najważniejszym dylematem, z jakim mierzą się interesariusze procesu naprawczego (jak i osoba decydująca o tym, czy podmiot powinien zostać objęty procesem restrukturyzacji czy nie) jest to, czy oczekiwana wartość aktywów przedsiębiorstwa po reorganizacji przewyższy ich wartość w likwidacji? Istota tego problemu, która zarazem podkreśla ważną rolę wyceny w przygotowaniu procesu restrukturyzacji, poruszona jest wielokrotnie przez S. Bernsteina, E. Colonnelli oraz B. Iversona na łamach prestiżowego czasopisma *Journal of Finance*⁴¹.

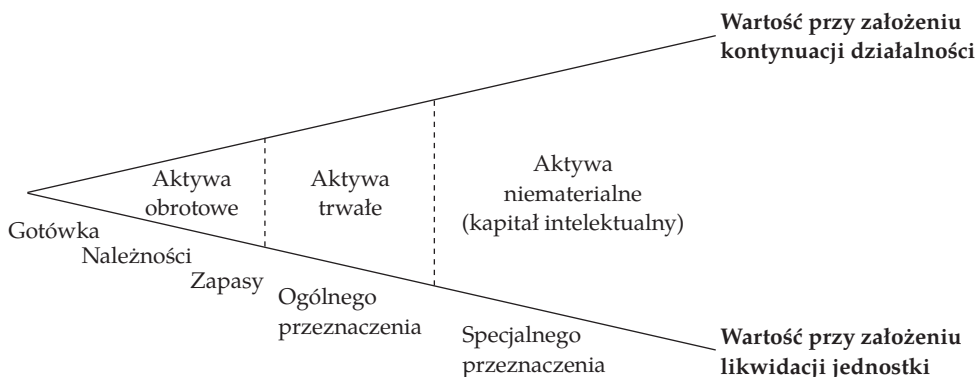
Kolejnym krokiem do opracowania optymalnej techniki szacowania wartości podmiotu zagrożonego jest przeanalizowanie potencjału poszczególnych grup metod, zgodnie z systematyką zaprezentowaną w podrozdziale 3.1 niniejszej książki. W subpopulacji pierwszej, czyli grupie metod majątkowych, zauważyć można relatywnie wysoki potencjał użytkowy w stosunku do podmiotów zagrożonych upadłością (pomimo ich znacznego uproszczenia). To, co przemawia za tymi technikami, to ich potencjalna wada – czyli fakt statyczności. Jest to więc odgórne założenie o braku kontynuacji działalności (brak istnienia przyszłych dochodów), co w niektórych przypadkach (np. w kontekście podmiotów skazanych na bezwzględną likwidację) wydaje się podejściem wysoce uzasadnionym. Niemniej jednak istotnym problemem, który uwypuklono wcześniej, jest fakt braku homogeniczności w kwestii płynności poszczególnych grup aktywów. Mało tego, oczekiwana wartość aktywów przedsiębiorstwa będzie się różnić w zależności od tego czy przyjmiemy scenariusz ich likwidacji (sprzedaż), czy możliwość dalszego wykorzystania w zrestrukturyzowanym podmiocie⁴². Problem ten ukazano na rysunku 2.

⁴⁰ Wycena przedsiębiorstwa uwzględni również pośrednio, poprzez ryzyko (zawarte np. w koszcie kapitału), ryzyko bankructwa. Jeśli więc w danym szczególnym przypadku ryzyko to jest niższe (wsparcie sektora publicznego lub nawet istnienie jednostki typu TBTF), należałoby ten fakt ująć w wycenie. Obserwacje wyższej odporności na bankructwa i upadłości potwierdza J. Siciński oraz S. Gudmundsson; szerzej: J. Siciński (2018). Wybrane systemy wczesnego ostrzegania w predykcji upadłości europejskich linii lotniczych w latach 2009–2017. *Zarządzanie i Finanse*, 3(1), 263–277.

⁴¹ S. Bernstein, E. Colonnelli, B. Iverson (2019). Asset Allocation in Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 74(1), 6–7.

⁴² G.V. Smith, R.L. Parr (1994). *Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets. Second edition*. Nowy Jork: John Wiley & Sons Inc. s. 7.

Rys. 2. Zmienność potencjału wartości dla poszczególnych grup aktywów w zależności od scenariusza postępowania z przedsiębiorstwem zagrożonym.



Źródło: B. Prusak (2017). Wycena przedsiębiorstw będących w trudnej sytuacji finansowej. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, 153, 126. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.

Jak wynika z rysunku 2., wraz ze spadkiem płynności danego aktywa wzrasta dysproporcja między wartości oczekiwaną z jego likwidacji a kwotowaniem uwzględniającym kontynuację działania. Problem ten będzie się nasilać w szczególności w przypadku podejmowania wycen firm o charakterze innowacyjnym (w tym: bankrutujących start-upów technologicznych), gdzie gros aktywów koncentruje się sferze niematerialnej. Kolejnym problemem przy wycenie podmiotów w trudnej sytuacji finansowej jest fakt, iż w ich aktywach z reguły dominują składniki niższej jakości (majątek bardziej jakościowy i płynny z reguły skonsumowany został w początkowym stadium kryzysu), co samo z siebie sprawia, że wycena bilansowa nie jest nawet bliska kwotom uzyskanym później z ich spieniężenia na rynku.

W przypadku stosowania metod dochodowych realizowanych w standardowej procedurze również pojawia się szereg niedogodności i barier. A. Damodaran wyjaśnia, iż głównym założeniem towarzyszącym metodom typu DCF jest utrzymanie ciągłości funkcjonowania oraz nieskończona dodatnia dynamika przepływów pieniężnych w przyszłości (czego dowodem jest chociażby uwzględnienie w wycenie wartości rezydualnej)⁴³. Nie oznacza to jednak, że metody dochodowe podlegają całkowitej dyskwalifikacji w przypadku podmiotów zagrożonych upadłością i bankructwem. Sposobem adaptacji technik DCF do tego typu sytuacji jest, zdaniem A. Damodarana, zmodyfikowanie ich poprzez uwzględnienie rachunku prawdopodobieństwa. Probabilistyka jako dział statystyki i matematyki oferuje niezwykle cenne instrumentarium wsparcia dla ekonomii, finansów i zarządzania. Wysoką użyteczność tych rachunków w decyzjach ekonomicznych i zarządzaniu

⁴³ A. Damodaran (2021). *Valuing Firms in Distress*. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/Seminars/AIMR3.pdf> (dostęp: 22.03.2021).

ryzykiem potwierdza w swoich badaniach m.in. M. Szreder⁴⁴. Praktyczna implementacja rachunku prawdopodobieństwa w dochodową metodykę wyceny polega na oszacowaniu co najmniej dwóch wariantów realizacji przepływów pieniężnych a następnie – „ważenia” wyników wyceny. Oznacza to z jednej strony konieczność oszacowania szansy realizacji scenariusza z dodatnimi przepływami i przetrwaniem jednostki (np. po udanej restrukturyzacji) oraz dodatkowo – oszacowania probabilistycznego ryzyka upadłości, kiedy to dodatnie przepływy pieniężne nie będą oczekiwane. Szczególnym wyzwaniem dla analityka w tej materii jest z pewnością obiektywne oszacowanie szansy (prawdopodobieństwa) realizacji danego scenariusza. W tym przypadku posłużyć się można kilkoma podejściami. Najbardziej popularne rozwiązanie to klasyczne ujęcie prawdopodobieństwa, które M. Szreder sprowadza do następującej formuły:

$$P(A) = \frac{m}{n}$$

gdzie:

m = liczba przypadków sprzyjających (które *de facto* się zrealizowały)

n = liczba wszystkich przypadków (potencjalna liczba szans)

Powyższe podejście jest stosunkowo nieskomplikowane w aplikacji, gdyż do oszacowania potencjalnej szansy danego scenariusza wystarczy wykorzystać powyższy iloraz (choć wymaga to dostępu do danych historycznych). Niemniej jednak, jak wyjaśnia M. Szreder, w koncepcji tej obecne jest dość wyraźne uproszczenie, że zdarzenia te uznajemy za jednakowo możliwe i podobne⁴⁵. Przyjmując taką metodykę, zakłada się bowiem, iż jeśli w sektorze wytwórczym spośród 1000 otwartych postępowań restrukturyzacyjnych z sukcesem udało się przeprowadzić 100 spraw⁴⁶, to przeciętna oczekiwana szansa sukcesu restrukturyzacji w tej gałęzi przemysłu to 10%. Podejście klasyczne, poprzez swoją prostotę i intuicyjność, jest nieskomplikowane aplikacyjnie w kontekście szacowania szansy realizacji danego scenariusza wyceny, lecz pomija wiele czynników zakłócających. Czynnikiem losowym jest tutaj chociażby nierówna efektywność poszczególnych sądów, niepowtarzalność przebiegu postępowania czy też zakres zaangażowania doradcy restrukturyzacyjnego. To wszystko sprawia, że ujmowanie częstości sukcesu restrukturyzacji jako uproszczonego stosunku zdarzeń i przyjęcie tego jako *benchmark*

⁴⁴ M. Szreder (2015). Probabilistyczne aspekty zarządzania ryzykiem. *Problemy Zarządzania*, 3(55), t. 2, 47–55.

⁴⁵ Ibidem, s. 50.

⁴⁶ Dokładnego doprecyzowania wymaga tutaj wiele zmiennych, m.in. jak rozumiany jest „sukces” restrukturyzacji? Czy należy tak traktować przypadek firmy, która po działaniach naprawczych odzyska trwale płynność finansową? Czy może powróci do rentowności?

dla innych tego typu zdarzeń, jest często zbyt dużym uproszczeniem. Dlatego też, szacując prawdopodobieństwa takich zdarzeń, warto skorzystać z podejść mieszanych, integrujących dane częstościowe z wiedzą ekspercką. Tak oszacowane szanse realizacji danych scenariuszy, skorygowane o wiedzę *a priori* związaną z konkretnym przypadkiem przedsiębiorstwa, zdecydowanie bardziej zbliżone są z rzeczywistością ekonomiczną. Dla zilustrowania powyższego dyskursu w tabeli 4. zaprezentowano autorski przykład wyceny przedsiębiorstwa techniką DCF ze scenariuszami dla przedsiębiorstwa zagrożonego niewypłacalnością. W rozpatrywanym problemie przyjęto umownie, iż podmiot operuje w branży transportowej.

Tabela 4. Analiza przypadku. Uproszczony zarys wyceny podmiotu zagrożonego niewypłacalnością za pomocą zmodyfikowanej techniki DCF (dane założone na potrzeby przypadku)

Założenia/Scenariusz	Upadłość z bankructwem ekonomicznym	Udana restrukturyzacja
Szansa realizacji scenariusza (P)	Szansa upadłości likwidacyjnej (bankructwo ekonomiczne): $P(a') = 1 - P(a) = 70\%$	$P(a) = 30\%*$ * Na podstawie danych z wywiadowni gospodarczej ustalono, iż w sektorze transportowym do pełnej efektywności powraca około 2 restrukturyzowanych podmiotów. Poprzez pełną efektywność należy rozumieć stan, w którym podmiot w ciągu dwóch lat uzyskuje trwałą płynność finansową oraz generuje roczną stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału powyżej średniego ważnego kosztu kapitału (WACC). Bazowa szansa udanej restrukturyzacji w wariancie ostrożnościowym to zatem 20%. Dodatkowo, opierając się o wiedzę ekspercką <i>a priori</i> i duże zaangażowanie doradcy restrukturyzacyjnego w sprawę, szansa ta została podniesiona w tym konkretnym przypadku do 30%.
Zdyskontowana wartość przepływów pieniężnych w okresie prognozy (Σ DCF)	0 PLN	500 000 PLN
Zdyskontowana wartość rezydualna (DRV)	0 PLN	800 000 PLN
Koszty likwidacji	50 000 PLN	Nie dotyczy
Koszty restrukturyzacji		40 000 PLN
Oczekiwana wartość likwidacyjna aktywów w przypadku upadłości instytucjonalnej	20 000 PLN	Nie dotyczy

Źródło: Opracowanie własne.

Przyjmując powyższe dane, oszacować można, iż oczekiwana wartość takiego przedsiębiorstwa wyniesie:

$$V = 70\% \times (-50000 - 40000 + 20000) + 30\% \times (500000 + 800000 - 40000) = \mathbf{329000 \text{ PLN}}$$

Warto podkreślić, iż powyższa wartość stanowi **wycenę całego przedsiębiorstwa**, a nie kapitałów własnych. Oszacowanie wartości kapitałów własnych wymagałoby dodatkowo podjęcia odpowiednich założeń w odniesieniu do wysokości zadłużenia oraz co do wartości aktywów nieoperacyjnych. Metodę scenariuszową DCF dla podmiotów zagrożonych można ponadto znacząco rozszerzyć. W przypadku dostępu do wieloletnich wiarygodnych sprawozdań wycenianego podmiotu możliwe jest nie tylko szacowanie prawdopodobieństw w ujęciu scenariuszy dychotomicznych (czyli dla scenariusza udanej restrukturyzacji, jak i ziszczenia się ryzyka upadłości likwidacyjnej), ale również podjęcie próby oceny rozkładu prawdopodobieństwa dla poszczególnych przepływów pieniężnych. W tym celu, zdaniem A. Damodarana, posłużyć się można analizą **Monte Carlo**, dzięki której możliwe jest skorygowanie oczekiwanych przepływów pieniężnych o ryzyko upadłości likwidacyjnej (lub alternatywnie, jeśli wyceniany podmiot objęty jest już odpowiednim postępowaniem – ryzyka nieudanej restrukturyzacji i jej wpływu na rozkład oczekiwanych przepływów DCF w przyszłości)⁴⁷.

Istotnymi ograniczeniami metod typu DCF (nawet w przypadku ich adaptacji do potrzeb podmiotów zagrożonych upadłością) jest przede wszystkim szereg trudności w formułowaniu założeń wstępnych co do wielkości poszczególnych parametrów mających wpływ na wynik wyceny. Zastosowanie technik DCF, jak już wspomniano, nawet w przypadku podmiotów „zdrowych” wiąże się z koniecznością uzgodnienia szeregu wymagających założeń⁴⁸. Trudności te ulegają multiplikacji w przypadku podmiotów zagrożonych, a dotyczą najczęściej:

- braku klarownego rozwiązania w kontekście szacowania kosztu kapitału dla podmiotów zagrożonych (metody rynkowe czy te opierające się o model CAPM w ograniczonym stopniu uwzględniają specyficzne ryzyko upadłości danej jednostki);
- dylematów związanych z szacowaniem/wykorzystaniem stopy wzrostu przepływów pieniężnych po okresie prognozy (g);
- nieprzewidywalności procesu restrukturyzacji ze względu na czas jej trwania, podejścia wierzycieli, przepustowości sądu oraz poziomu zaangażowania doradcy restrukturyzacyjnego (utrudnia to decyzję m.in. co do tego, jaki okres prognozy przepływów należy przyjąć jako *consensus*).

⁴⁷ A. Damodaran (2021). *Valuing Firms in Distress*. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/Seminars/AIMR3.pdf> (dostęp: 22.03.2021).

⁴⁸ M. Panfil (2009). *Wycena biznesu w praktyce – metody, przykłady*. Warszawa: Wydawnictwo Poltext. s. 17.

Kolejną grupę metod, jaką są techniki porównawcze, charakteryzuje niemniej-
sze spektrum wad i ograniczeń w przestrzeni zastosowania wśród podmiotów za-
grożonych upadłością. Pierwszym i najważniejszym ograniczeniem tej metodyki
jest konieczność pozyskania bazy przedsiębiorstw, która posłuży za *benchmark* po-
równawczy⁴⁹. Obowiązku tego nie da się w żaden sposób uniknąć, gdyż techni-
ka ta bazuje na mnożnikach, które bezpośrednio odnoszą się do sytuacji innych
podmiotów o zbliżonym potencjale i sytuacji finansowej. W związku z tym dla
przeprowadzenia procesu wyceny podmiotu zagrożonego upadłością, należałoby
najpierw pozyskać bazę podmiotów, które reprezentują jak najbardziej zbliżoną
kondycję co do obiektu wyceny. Skomponowanie takiej zbiorowości benchmarko-
wej dla podmiotów zagrożonych wydaje się nieprzeciętnie trudne, a może nawet
i nieosiągalne, gdyż teoretycznie wymagałoby to włączenia do zbiorowości pod-
miotów o wielu cechach zbieżnych z podmiotem wycenianym. Optymalną grupę
benchmarkową włączoną do procesu wyceny metodą porównawczą powinno za-
tem cechować:

- podobne ryzyko upadłości lub /i zbliżona szansa udanej restrukturyzacji w sto-
sunku do podmiotu wycenianego;
- zbliżona aktualna kondycja ekonomiczna, mierzona zestawem podstawowych
mierników analizy finansowej;
- zbieżne źródła pochodzenia sytuacji kryzysowej, które doprowadziły do zagro-
żenia finansowego (w tym: podobne umiejscowienie przedsiębiorstw w grupie
benchmarkowej na osi rozwoju sytuacji kryzysowej w stosunku do obiektu wy-
ceny).

W praktyce chociażby szczątkowe spełnienie powyższych wymagań okazać
się może wyjątkowo trudne. Wątpliwości te potwierdza m.in. B. Prusak⁵⁰. Należy
mieć na uwadze, że nawet w przypadku wyceny przedsiębiorstw zdrowych, me-
toda porównawcza nastęrcza wielu wyzwań związanych z adekwatnym doбором
zbiorowości podmiotów do porównania. Ponadto same techniki mnożnikowe wy-
ceniają raczej „cenę” a nie wartość podmiotu, co jest kolejnym ograniczeniem tego
typu procedury. W związku z tym wydaje się zasadne stwierdzenie, iż metody po-
równawcze cechują się niskim potencjałem aplikacyjnym w kierunku szacowania
wartości przedsiębiorstw zagrożonych upadłością. Ich specyfika z pewnością dys-
kwalifikuje je jako techniki samodzielne – kwestią do rozważenia pozostaje jedynie
opcja włączania ich do ważenia wyników w podejściu mieszanym.

⁴⁹ W. Patena (2011). *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wolters Kluwer. s. 210.

⁵⁰ B. Prusak (2017). Wycena przedsiębiorstw będących w trudnej sytuacji finansowej. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, 153, 134. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.

Ostatnia grupa metod – czyli techniki wykorzystujące **opcje realne** – wydaje się co najmniej interesującym do zastosowania wariantem. Przedsiębiorstwa balansujące na granicy przetrwania i upadłości zazwyczaj dysponują różnym katalogiem opcji rzeczywistych, np. ograniczenia skali działalności, wygaszenia sfer nieren-townych czy możliwości skorzystania (lub nie) z planu naprawczego. W związku z tym słuszne wydaje się stwierdzenie, że techniki opcji rzeczywistych naśladują faktyczny spłot zdarzeń, jaki towarzyszy podmiotom zagrożonym, choć zidentyfikować należy tutaj również pewne potencjalne trudności. To, co wydaje się szczególnie trudne dla analityka to przede wszystkim wymagający proces rekonfiguracji finansowych parametrów opcji na operacyjne i taktyczne czynniki charakteryzujące realne możliwości podmiotu zagrożonego upadłością. Niemniej jednak metody opcji realnych najczęściej nie są stosowane w pojedynkę, a są elementem towarzyszącym metodom dochodowym, co sprawia, iż szacunki wartości nabywają swego rodzaju kompletność i nieco łatwiej przyjąć jest optymalny zestaw założeń.

Zrealizowany przegląd piśmiennictwa krajowego i zagranicznego pozwolił zidentyfikować mocne i słabe strony poszczególnych metod wyceny przedsiębiorstw w kontekście podmiotów zagrożonych upadłością. Otwiera to drogę do zaproponowania autorskiej metodyki postępowania w przypadku konieczności oszacowania wartości podmiotów, które mierzą się z koniecznością restrukturyzacji lub widmem upadłości. W opinii autorów monografii najrozsądniejszym wyjściem jest oparcie się o fundament techniki dochodowej DCF. Metoda ta powinna stanowić zatem punkt wyjścia do szacowania wartości przedsiębiorstw zagrożonych, gdyż w sytuacji zagrożenia finansowego (i zastosowania działań restrukturyzacyjnych) uwzględniamy szansę tego, że restrukturyzacja się uda i przedsiębiorstwo odzyska przewagę konkurencyjną (czyli osiągnie stan $ROIC > WACC$ z dodatnimi wolnymi przepływami pieniężnymi)⁵¹. Główną słabość metod dochodowych (założenie dodatnich przepływów DCF) w stosunku do podmiotów w złej kondycji finansowej należy eliminować, zgodnie z zaleceniami A. Damodarana, poprzez uwzględnienie szans realizacji scenariuszy o różnych przepływach pieniężnych. W praktyce sugerowane jest założenie istnienia co najmniej dwóch (a najlepiej trzech) następujących scenariuszy realizacji przepływów pieniężnych:

- **scenariusz negatywny** – restrukturyzacja nie przyniosła zamierzonych efektów, a podmiot skierowany będzie do likwidacji (bankructwo ekonomiczne, ΣDCF mniejsza lub równa 0);
- **scenariusz optymalny** – działania naprawcze pozwolą na przetrwanie podmiotu, przedsiębiorstwo odzyskuje samodzielność finansową, a dalsza stopa

⁵¹ Istnienie prawdopodobieństwa większego niż zero ($p > 0$), że restrukturyzacja się uda, należy założyć *a priori*, gdyż w przeciwnym wypadku (czyli przy założeniu, że plan naprawczy na pewno się nie uda) – żadna restrukturyzacja nie ma ekonomicznego sensu i powinna zostać na wstępie zaniechana.

wzrostu przepływów pieniężnych pozostaje na neutralnym poziomie (w praktyce założyć można tutaj ostrożnościowy wariant stopy wzrostu g na poziomie celu inflacyjnego kraju, w którym ten podmiot funkcjonuje⁵²);

- **scenariusz pozytywny** – działania naprawcze pozwolą na przetrwanie podmiotu, który po tych zabiegach uzyska ponadprzeciętną kondycję finansową, tzn. powróci na falę wzrostu wyższą niż przeciętna dynamika całej gospodarki (przepływy pieniężne będą dynamicznie wzrastać po udanych działaniach naprawczych).

Jak zalecono wcześniej, rozkład prawdopodobieństw dla wyżej wymienionych scenariuszy powinien zostać oszacowany hybrydowo – przy udziale koncepcji klasycznej oraz wiedzy eksperckiej. Przy ocenie tych szans należy przyjąć podejście ostrożnościowe, tzn. preferowany jest rozkład, w którym to szansa materializacji wariantu negatywnego będzie najwyższa, a scenariusza pozytywnego (ponadprzeciętny wzrost po działaniach naprawczych) – najniższa.

Po oszacowaniu prawdopodobieństw realizacji danych scenariuszy należy ustalić konsekwencje finansowe każdego z trzech scenariuszy wyceny. Dla wariantu negatywnego można odgórnie założyć brak dodatnich przepływów pieniężnych (lub, co bardziej realne, ich ujemną wartość), a jako jedyną potencjalną finansową korzyść – wynik salda likwidacji aktywów. Dla zachowania jak najwyższej precyzji działanie takie należałoby wykonać odrębnie dla każdego aktywa, które wykazuje możliwość upłynnienia. W tym celu posłużyć się można formułą likwidacyjną⁵³:

$$Wa = (Wra - Kl) \times Sw$$

gdzie:

Wa – wartość likwidacyjna aktywa,

Wra – wartość rynkowa aktywa,

Kl – koszty likwidacji,

Sw – współczynnik wymuszonej sprzedaży.

⁵² Podejście takie stosowane jest w opozycji do klasycznego szacowania stopy wzrostu g . W ujęciu amerykańskim, w tym w świetle metody proponowanej przez A. Damodarana, poziom stopy wzrostu g jest wynikiem ścierania się dwóch parametrów – stopy wypłaty dywidendy (div) oraz wskaźnika rentowności kapitałów własnych (ROE). Doświadczenia europejskie jednakże dowiodły, iż szacowanie stopy wzrostu tą metodyką prowadzi często do zbyt optymistycznych wyników i przeszacowywania wyników wyceny przedsiębiorstwa. W związku z tym w praktyce problematyki wyceny szacowanie wzrostu przepływów pieniężnych (np. na potrzeby szacowania wartości rezydualnej) często podejmowane jest za pomocą wariantu ostrożnościowego, czyli wykorzystania stopy procentowej odnoszącej się do celu inflacyjnego kraju, w którym operuje podmiot. Dzięki temu przyjmuje się, że po okresie prognozy przedsiębiorstwo uzyska stabilny, przeciętny wzrost na poziomie wzrostu całej gospodarki, w której funkcjonuje.

⁵³ H. Chłódnicka (2015). Wycena przedsiębiorstwa w upadłości a wartość godziwa. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 399, 137.

Alternatywnie, zamiast metody likwidacyjnej, dla szacowania konsekwencji finansowych wariantu negatywnego rozważyć można zastosowanie metody skorygowanych aktywów netto. W podejściu tym zakłada się, iż wartość przedsiębiorstwa po nieudanej restrukturyzacji (czyli praktycznie rzecz biorąc – skazanego na likwidację) będzie równa wartości aktywów pomniejszonych o długi, a cały wynik będzie dodatkowo skorygowany o zdarzenia, które zniekształcają wartość bilansową majątku i zobowiązań. Podejście to wydaje się, podobnie jak metoda likwidacyjna, racjonalne dla podmiotów zagrożonych, choć nie należy zapomnieć o ujęciu końcowego dyskonta za koszty likwidacji, gdyż metoda ta nie uwzględnia tego typu nakładów (a z całą pewnością można założyć, iż będą one obecne).

Kolejnym krokiem analitycznym jest sporządzenie projekcji wolnych przepływów pieniężnych (FCFF) dla wariantu optymalnego (udana restrukturyzacja i przetrwanie w przeciętnej kondycji finansowej) oraz dla wariantu pozytywnego (udana restrukturyzacja i uzyskanie ponadprzeciętnej kondycji finansowej). Procedura działań nie powinna się tutaj różnić znacznie od standardowego zakresu czynności, jaki przewidywany jest dla wyceny DCF podmiotów w normalnej sytuacji finansowej (gdyż zakładając udaną restrukturyzację, przyjmujemy *de facto*, iż przedsiębiorstwo „upodabnia” się do podmiotów zdrowych). Obiektywne oszacowanie wolnych przepływów pieniężnych wymaga z reguły wcześniejszego opracowania kompletnych prognoz dokumentów finansowych *pro forma* na najbliższe 5–10 lat (bilansu oraz rachunku zysków i strat)⁵⁴. Spotkać się można również z uproszczonym podejściem szacowania jedynie cząstkowych elementów wchodzących w skład wolnych przepływów pieniężnych bez konieczności planowania *ex ante* całych dokumentów, lecz ze względu na ryzyko dużych zniekształceń (lub generowanie tzw. pętli logicznych⁵⁵) podejście to nie jest w opinii autorów zalecane.

Tym, co budzi szereg wątpliwości w przypadku przedsiębiorstwa zagrożonego jest z pewnością postępowanie z kosztem kapitału, który posłuży do dyskontowania przepływów pieniężnych, jak i szacowania wartości rezydualnej. Zastosowanie tradycyjnej procedury, czyli szacowania kosztów kapitałów własnych metodyką kapitałową CAPM⁵⁶ oraz korekty kosztu długu o tarczę podatkową, nie wydaje się szczególnym naruszeniem zasad (zakłada się bowiem, jak wspomniano, że

⁵⁴W. Patena (2011). *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wolters Kluwer. s. 89.

⁵⁵Pętla logiczna to tzw. problem nie do rozwiązania, ze względu na wzajemne powiązanie ze sobą wielu zmiennych niezależnych.

⁵⁶Model CAPM (ang. *capital asset pricing model*) – model wyceny dóbr kapitałowych to technika opracowana niezależnie przez trzech badaczy: Johna Lintnera, Jana Mossina, Williama Sharpe’a. Szerzej: K. Jajuga, T. Jajuga (2012). *Inwestycje, instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN. s. 245.

podmioty w scenariuszu optymalnym i pozytywnym upodabniać się będą do podmiotów zdrowych). Niemniej jednak przyjęcie orientacji ostrożnościowej jest zawsze cenione wyżej niż tworzenie nad wyraz optymistycznych realiów funkcjonowania organizacji. W związku z tym dla nadania wycenie jak najwyższego waloru, zaleca się (nawet dla pozytywnych scenariuszy realizacji przepływów pieniężnych) nakładanie na koszt kapitału własnego tzw. **premię za restrukturyzację**. Podejście takie rekomendują m.in. S.P. Pratt oraz R.J. Grabowski w opracowaniu opisującym sposób postępowania z kosztem kapitałów wśród podmiotów zagrożonych bankrutem⁵⁷. Nakładana zwyżka kosztu kapitału własnego przyjmuje zazwyczaj postać od 1,5 do 2,0 punktów procentowych, którymi następnie obciążany jest wynik uzyskany z klasycznej metodyki kapitałowej CAPM. Działanie to pozwala jeszcze bardziej urealnić faktyczną wartość przyszłych przepływów pieniężnych dla przypadku przedsiębiorstwa, które działa w ponadprzeciętnie ryzykownych realiach (a takie realia wynikają wprost z toczących się procesów naprawczych lub/i zagrożenia upadłością).

Przy szacowaniu wartości przedsiębiorstwa zaproponowaną metodyką należy uwzględnić również koszty związane z procesem restrukturyzacji⁵⁸. W zależności od ich charakteru (jednorazowe czy rozłożone w czasie) można wykazać je bezpośrednio w przepływach pieniężnych lub alternatywnie, po uwzględnieniu zmienności wartości pieniądza – pomniejszyć nimi ostateczny wynik wyceny. W przypadku gdy koszty restrukturyzacji będą się różnić w zależności od przyjętego scenariusza, należy korygować nimi poszczególne (związane z nimi) warianty realizacji przepływów pieniężnych⁵⁹. Ostateczna postać matematyczna techniki postępowania zalecanej dla przedsiębiorstw w restrukturyzacji lub/i upadłości będzie następująca:

$$V_p = (pi_{upad} * W_L + pi_{opt} * V_{DCF OPT} + pi_{poz} * V_{DCF POZ}) - K_R$$

gdzie:

V_p – wartość przedsiębiorstwa w restrukturyzacji,

pi_{upad} – prawdopodobieństwo upadłości likwidacyjnej (brak pomysłu restrukturyzacji),

W_L – wartość likwidacyjna przedsiębiorstwa,

⁵⁷ S.P. Pratt, R.J. Grabowski (2009). *Cost of Capital in Valuation. Stock by the Income Approach: Updated for an Economy in Crisis*, *The Value Examiner*, 141.

⁵⁸ Do kosztów takich zaliczać należy: opłaty sądowe i koszty zastępstwa procesowego, wynagrodzenie nadzorca lub zarządcy sądowego, wydatki sądowe w toku postępowania. Szerzej w: <https://adwokat-wroclaw.biz.pl/koszty-postepowania-restrukturyzacyjnego/> (dostęp: 19.03.2021).

⁵⁹ Takie założenie wydawać się może uzasadnione w przypadku gdy założy się, na przykład, iż w wariantcie pozytywnym przedsiębiorstwo zareaguje na działania naprawcze szybko, co sprawi, iż oczekiwany czas tych działań się skróci (co przyniesie prawdopodobnie mniejsze zużycie zasobów sądowych i tym samym niższe koszty restrukturyzacji aniżeli przedłużające się postępowanie).

$p_{i_{opt}}$ – prawdopodobieństwo realizacji scenariusza pośredniego (optymalnego),
 $V_{DCF\ OPT}$ – wartość przedsiębiorstwa oszacowana metodą dochodową w wariancie pośrednim,
 $p_{i_{poz}}$ – prawdopodobieństwo realizacji scenariusza pozytywnego,
 $V_{DCF\ POZ}$ – wartość przedsiębiorstwa oszacowana metodą dochodową w wariancie pozytywnym,
 K_R – koszty restrukturyzacji (zdyskontowane, jeśli rozłożone w czasie),
przy założeniu, że suma zdarzeń: $p_{i_{upad}} + p_{i_{opt}} + p_{i_{poz}} = 100\%$

Źródło: opracowanie własne.

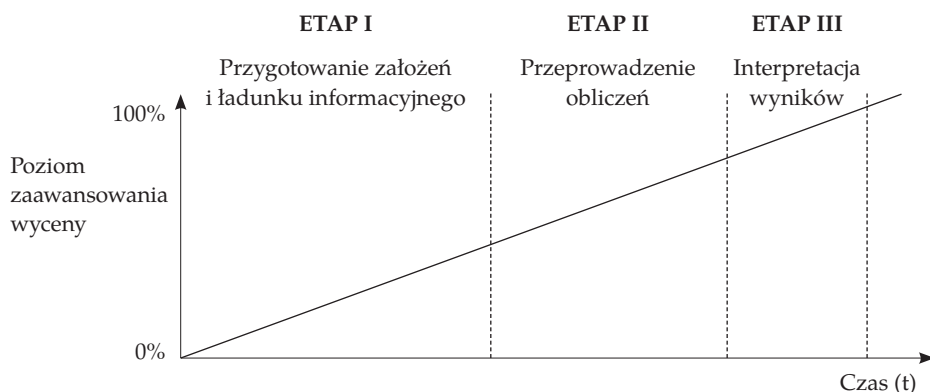
Konkludując, w podrozdziale tym omówiono znaczenie wyceny podmiotów w trudnej sytuacji finansowej, zaprezentowano główne bariery realizacji tego procesu oraz dokonano przeglądu wybranych metod rekomendowanych do tego typu warunków szacowania wartości. Część tę zwieńczono sformułowaniem autorskiej propozycji zespołu badawczego – ujęcia hybrydowego wyceny, rekomendowanego na potrzeby ustalenia wartości podmiotów zagrożonych utratą płynności finansowej. Przypadek przedsiębiorstwa w restrukturyzacji stanowi wymagające zadanie dla analityka oraz całego zespołu roboczego podejmującego proces wyceny. Konieczność przeprowadzenia działań naprawczych, jak zwykle się mawiać o tym procesie w środowisku upadłościowym, to tzw. operacja na „żywym organizmie”, która obarczona jest szeregiem trudno kwantyfikowalnych zagrożeń. Trudności te wykazują niebagatelny wpływ na powodzenie procesu przywrócenia efektywności finansowo-ekonomicznej jednostki. Jak wykazano, wycena wartości takich przedsiębiorstw wiąże się z dramatycznym wzrostem poziomu trudności w szacowaniu założeń wejściowych do adaptowanej do tego celu metody DCF (a należy przypomnieć, iż proces ten nie należy do łatwych nawet w przypadku przedsiębiorstw „zdrowych”). Popularyzacja skutecznego modelu szacowania wartości przedsiębiorstw zagrożonych (w tym: poddanych restrukturyzacji) wymaga zatem ciągłego podnoszenia świadomości i permanentnej edukacji różnych stron zaangażowanych w postępowanie sądowe, począwszy od sędziów, wierzycieli, po doradcę restrukturyzacyjny. We wspólnym interesie wszystkich uczestników postępowania leży bowiem uzyskanie wiarygodnych szacunków ekonomicznych, gdyż rzetelna informacja o wartości podmiotu jest immanentnym czynnikiem powodzenia procesu jego naprawy.

6.3. Błędy popełniane w sztuce wyceny i sposoby ich eliminacji

Sztuka wyceny przedsiębiorstwa, ze względu na poziom skomplikowania i tylko cząstkowe sformalizowanie, stwarza ryzyko popełniania wielu niedopuszczalnych błędów i uproszczeń przez mniej doświadczonych analityków. Proces ten ma dużo wspólnego z rachunkowością zarządczą, którą również cechuje „wolność” w kształtowaniu pewnych założeń i w przeciwieństwie do np. rachunkowości finansowej nie jest ona obwarowana prawnie. Sytuacja ta ma również miejsce w sztuce wyceny przedsiębiorstwa. Sformalizowane i wytyczone są tutaj z reguły tylko podstawowe formuły obliczeniowe (np. wyjściowe równanie DCF). Pozostały zakres obowiązków, w tym adaptacja wzorów i sposób podjęcia kluczowych założeń, w głównej mierze leży po stronie analityka i nierzadko jest konglomeratem wiedzy eksperckiej oraz intuicji i doświadczenia. W związku z tym faktem, wiele wycen nierzadko obciążone jest istotną dozą subiektywizmu i nie jest wolne od nieostrożnych założeń, co sprawia (szczególnie w połączeniu z dużą wrażliwością wyników końcowych na zmiany parametrów), że informacja płynąca z końcowego raportu rozmija się z ekonomiczną rzeczywistością. Tematyka potencjalnych błędów w sztuce wyceny podjęta została ze względu na to, iż w polskim piśmiennictwie zidentyfikowano wyraźną lukę badawczą. Objawia się ona brakiem kompleksowych badań porządkujących podstawowe błędy analityczne przy sporządzaniu wycen. W niniejszym podrozdziale zaproponowano autorski katalog błędów towarzyszących procesowi wyceny przedsiębiorstwa, który dodatkowo zaadaptowano do potrzeb podmiotów zagrożonych upadłością lub/i pozostających w restrukturyzacji sądowej. Wyniki badań są rezultatem przeprowadzonego przeglądu literatury (*desk research*) oraz metody analizy i konstrukcji logicznej (analiza i synteza)⁶⁰. Tak uporządkowana wiedza, w opinii autorów, może okazać się znacznym poszerzeniem horyzontów poznawczych nie tylko dla osób zainteresowanych sferą wyceny przedsiębiorstw, ale i dla wszelkich interesariuszy postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych, w tym: sędziów, doradców, dłużników czy wierzycieli. Zidentyfikowany katalog najczęściej popełnianych błędów w sztuce wyceny (w szczególności w przypadku podmiotów zagrożonych finansowo) zdecydowano się zamknąć w syntetycznym dzieścieelementowym zbiorze. Dla wyższego waloru naukowego zidentyfikowane błędy ponadto przypisano do poszczególnych etapów cyklu realizacji wyceny, który zaprezentowano (wraz z modelowym przebiegiem wyceny przedsiębiorstwa) na rysunku 3.

⁶⁰ O zastosowanych metodach badawczych szerzej w: J. Apanowicz (2002). *Metodologia ogólna*. Gdynia: Wyższa Szkoła Administracji i Biznesu. s. 60–77.

Rys. 3. Modelowy przebieg procesu wyceny wartości przedsiębiorstwa (bez względu na przyjętą metodę wyceny).



Źródło: opracowanie własne.

Nadrzędne błędy popełniane przy ewaluacji wartości przedsiębiorstwa, przypisane do każdego etapu realizacji procesu wyceny, zestawiono (po dodatkowej adaptacji do przypadku przedsiębiorstw zagrożonych lub/i w restrukturyzacji) w tabeli 5.

Tabela 5. Katalog błędów popełnianych przy wycenie przedsiębiorstwa (w tym jednostek zagrożonych finansowo) w poszczególnych etapach ewaluacji wartości podmiotu

ETAP 1. Proces przygotowania założeń i ładunku informacyjnego	ETAP 2. Proces przeprowadzenia obliczeń	ETAP 3. Proces interpretacji wyników
Brak analizy strategicznej lub zrealizowanie jej w postaci szcztąkowej – brak zrozumienia otoczenia	„Przematematyzowanie” obliczeń	Brak wzbogacenia wyników o kompletny raport ilościowo-jakościowy
Dobór złej metody	Brak uwzględnienia scenariuszy i opcji	Błędy w interpretacji wyników
Wybór jednej metody – brak ważenia wyników	Systemowe błędy rachunkowe	Brak rozróżnienia między ceną a wartością
Brak zrozumienia natury funkcjonowania podmiotu	Wykorzystywanie średnich arytmetycznych zamiast geometrycznych dla obrazowania zmian w czasie	Założenie, iż wartość jest jednakowa dla wszystkich stron postępowania restrukturyzacyjnego
Brak podejścia holistycznego		

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: P. Fernandez, A. Bilan (2019). 119 Common Errors in Company Valuations. *IESE Business School Working Paper No. 714* oraz M. Panfil (2009). *Wycena biznesu w praktyce – metody, przykłady*. Warszawa: Wydawnictwo Poltext.

W pierwszym etapie sporządzania wyceny, który dotyczy działań zorientowanych na sformułowanie założeń i pozyskanie ładunku informacyjnego, zidentyfikowano pięć podstawowych błędów. Podstawowym (i zazwyczaj pierwszym poświadczanym) błędem jest zignorowanie przez analityka konieczności zrealizowania kompleksowej analizy strategicznej, w tym, co najważniejsze, pominięcie diagnozy sektora konkurencyjnego, w jakim osadzony jest obiekt wyceny (np. za pomocą metody **5 Sił Portera**). Znaczenie takiej analizy jest kluczowe, gdyż przypadek przedsiębiorstwa zagrożonego lub będącego w restrukturyzacji wymaga szczególnej wiedzy co do warunków panujących w danej branży. Diagnoza strategiczna pozwala urealnić ocenę szansy powrotu podmiotu (po potencjalnie skutecznej restrukturyzacji) do dalszego gospodarowania i odpowiedzieć na kluczowe pytanie, czy po zabiegach „lecniczych” znajdzie się jeszcze przestrzeń dla danej jednostki na rynku. Jeśli w drodze analizy wyniknie, że w branży tej panuje wysoka koncentracja i agresywna konkurencja⁶¹, to może okazać się, że moment ograniczenia obecności podmiotu w obiegu gospodarczym na czas działań naprawczych wykluczy szanse odzyskania udziałów w rynku. Takie ryzyko powinno mieć dyskontujący charakter dla szacunków wartości wycenianego przedsiębiorstwa, tzn. powinno to skutkować podwyższeniem parametrów-destymulant dla wyniku wyceny.

Drugim fundamentalnym błędem jest wybór złej metody wyceny. Wielu analityków nieco pochopnie, ze zbytnim automatyzmem, sięga po metodę DCF z racji jej najwyższej popularności aplikacyjnej w praktyce gospodarczej. Działanie to, pomimo wielu niewątpliwych przewag metod dochodowych nad pozostałymi, może prowadzić do zniekształcania wycen, szczególnie w przypadku przedsiębiorstw kwalifikujących się do działań naprawczych, co do których metoda DCF może, lecz nie musi być optymalnym wyborem analitycznym. Trzeci błąd, jakim jest założenie wykorzystania tylko jednej techniki wyceny, wykazuje pewien związek z poprzednim. Zdaniem M. Panfila we współczesnym porządku społeczno-gospodarczym, w którym dominuje zmienność i niepewność, zaleca się stosowanie co najmniej dwóch metod wyceny a następnie przeprowadzenie ważenia wyników dla uzyskania rezultatu końcowego⁶². Sytuacja nie jest odmienna w przypadku wyceny wartości podmiotów zagrożonych upadłością (czy też będących w restrukturyzacji), a ponadto wydaje się zasadne stwierdzenie, że takie obiekty wymagają łączenia kilku metod nawet bardziej niż jednostki „zdrowe”. Wytłumaczyć to można tym, iż podmioty problematyczne i zagrożone finansowo wykazują jeszcze wyższy stopień

⁶¹ Metoda 5 Sił Portera wydaje się szczególnie zalecanym narzędziem typu „pre-hoc” dla sporządzania wyceny przedsiębiorstwa. Analiza poszczególnych sił obecnych w sektorze pozwala ocenić, czy osłabienie pozycji konkurencyjnej podmiotu podczas działań naprawczych może przyczynić się do szybkiego jej wypchnięcia z sektora (a takie coś sugeruje m.in. wysokie natężenie walki konkurencyjnej, które wprost wynika z narzędzia autorstwa M.E. Portera).

⁶² M. Panfil (2009). *Wycena biznesu w praktyce – metody, przykłady*. Warszawa: Wydawnictwo Poltext. s. 187.

niepewności co do parametryzacji założeń aniżeli podmioty o znormalizowanej kondycji finansowej; w związku z tym, matematyczne wygładzenie wyników wyceny w oparciu o kilka metod wydaje się tutaj wysoce uzasadnione. Konieczność stosowania agregatów kilku metod potwierdza również W. Patena⁶³. W pierwszym etapie przeprowadzenia wyceny wskazać należy jeszcze ponadto dwa często popełniane błędy, a mianowicie: niepełne zrozumienie natury przedmiotu wyceny oraz brak stosowania podejścia holistycznego w formułowaniu założeń. W środowisku finansowym i branży wyceny przedsiębiorstw, nierzadko można spotkać się ze stwierdzeniem, iż osoba (lub też cały zespół roboczy) pracująca nad przeprowadzeniem wyceny danego przedsiębiorstwa powinna rozumieć model oraz portfolio jego funkcjonowania co najmniej tak dobrze, jak jego właściciele. Nie jest możliwe bowiem optymalne sformułowanie wstępnych założeń liczbowych, jeśli analityk czy zespół roboczy zajmujący się wyceną nie posiada wiedzy w zakresie m.in.:

- specyfiki produktów i usług, jakie oferuje wyceniany podmiot;
- potencjału wewnętrznego, mocnych oraz słabych stron jednostki;
- charakteru i sieci współzależności z interesariuszami, w tym: relacji biznesowych z dostawcami i odbiorcami;
- kultury organizacyjnej i relacji społeczno-służbowych panujących na różnych szczeblach struktury podmiotu;
- misji oraz wizji przedsiębiorstwa oraz jego renomy w otoczeniu.

Może się wydawać, że wyżej wymienione, na pozór nieistotne, informacje nie mają znaczącego wpływu na proces planowania wyceny przedsiębiorstwa. Przyjęcie takiego założenia niestety zawęży znacząco horyzont poznawczy. Uproszczenie takie podejmowane jest nierzadko zarówno wśród bardziej, jak i mniej doświadczonych analityków, co skutkuje przyjmowaniem błędnych założeń liczbowo-jakościowych już na samym wstępie kalkulacji. Brak znajomości specyfiku produktów i usług, czy też szerzej – ograniczona wiedza na temat oferty wycenianego przedsiębiorstwa sprawia, że trudno optymalnie założyć chociażby stopy i dynamiki wzrostu, które wykorzystywane są zarówno do szacowania cen oraz wolumenów sprzedaży, jak i samej wartości rezydualnej. Lukę informacyjną w takim przypadku można wypełnić, analizując dokładnie model biznesowy podmiotu, śledząc informacje prasowe oraz stosując wybrane narzędzia zarządcze np. macierz BCG. Ocena charakteru powiązań i jakości relacji z dostawcami i odbiorcami ma również niebagatelne znaczenie dla wyceny przedsiębiorstwa zagrożonego. Podczas działań naprawczych i widma upadłości, relacje te (a szczególnie lojalność biznesowa) są zazwyczaj sprawdzane i testowane do granic możliwości. Jeśli podmiot posiada grono lojalnych odbiorców i „wyzuciających” wierzycieli

⁶³ W. Patena (2011). *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wolters Kluwer. s. 76.

gotowych np. przyjąć weksel *in blanco* czy też inną formę zabezpieczenia transakcji dla zapewnienia ciągłości dostaw, to szanse na „uleczenie” podmiotu i powrót do optymalnej kondycji finansowej rosną, co sprawia, iż sam wynik wyceny powinien być odpowiednio premiowany. Charakter kultury organizacyjnej, osobowość zarządzających, jak i relacje panujące w przedsiębiorstwie również wykazują wyraźny wpływ na wymiar wstępnych parametrów ryzyka, które odciskają piętno na późniejszej wycenie przedsiębiorstwa. Szeroko o tym aspekcie traktuje m.in. N. Smaciarz oraz J. Siciński w opracowaniu „Behawioralne uwarunkowania bankructw i upadłości przedsiębiorstw”⁶⁴. Przykładem współzależności między tą sferą a wynikami wyceny przedsiębiorstwa są liczne badania zorientowane na poznanie relacji między osobowością i stylem zarządzania głównego zarządzającego (CEO) a kosztem pozyskania kapitału do takiego przedsiębiorstwa. Z wniosków badawczych realizowanych w różnych ośrodkach naukowych na świecie wynika, iż osobowość (a szczególnie podejście do ryzyka) głównego zarządzającego ma wpływ na oczekiwany koszt pozyskania kapitału⁶⁵, a co za tym idzie – również na wyniki wyceny (ze względu na to, iż koszt kapitału jest zwyczajowo głównym parametrem dyskontującym przepływy pieniężne przedsiębiorstwa, które to stanowią podstawowy czynnik wartości).

W drugim etapie tworzenia wyceny, a mianowicie podczas przeprowadzania obliczeń właściwych, zidentyfikować można trzy główne błędy, na które narażony jest analityk. Pierwszy z nich to zbyt znaczące „przematematyzowanie obliczeń”. Zjawisko to ma miejsce nie tylko w ekonomii, a dotyka szeroko sfery finansów i zarządzania, o czym informuje w swoich pracach A. Ostapiuk⁶⁶. Współcześnie coraz częściej spotkać się można z legitymizującą rolą liczb, tzn. wykorzystania ich do pochopnego popierania niepewnych sądów i nie w pełni wiarygodnych wniosków. O tym zagrożeniu szerzej traktuje m.in. M. Szreder⁶⁷. Wykorzystanie liczb jako „pieczętki” dla nieostrożnych działań analityka w procesie wyceny przedsiębiorstwa nie powinno mieć miejsca, a pokusa takich działań jest zwyczajowo wyższa w przypadku analizy przedsiębiorstw o niepewnej sytuacji finansowej, gdzie liczba znaków zapytania z reguły przewyższa zasoby informacji znanej. Kolejnym błędem jest ignorowanie podejścia scenariuszowego, czyli praktyki szacowania prawdopodobieństw różnych wariantów realizacji przepływów pieniężnych. Zasady

⁶⁴ N. Smaciarz, J. Siciński (2020). Behawioralne uwarunkowania bankructw i upadłości przedsiębiorstw. [w:] P. Antonowicz, P. Galiński, P. Pisarewicz (red.), *Spoločny, środowiskowy i jakościowy wymiar kreacji wartości organizacji* (s. 67–72). Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.

⁶⁵ B. Adebambo, R.M Bowen, S. Malhotra, P. Zhu (2019). *CEO Extraversion and the Cost of Equity Capital*. <https://ssrn.com/abstract=3365155> (dostęp: 23.03.2021).

⁶⁶ A. Ostapiuk (2017). Matematyzacja ekonomii – grzech pierworodny? Wieloaspektowa analiza wpływu i przyczyn. *Ekonomia XXI Wieku*, 1(13), 91–104.

⁶⁷ <https://www.tygodnikpowszechny.pl/ostroznie-ze-statystyka-162913> (dostęp: 23.03.2021).

tej metodyki przybliżono już w poprzednim podrozdziale niniejszej monografii. Generalnie zastosowanie podejścia scenariuszowego wydaje się najbardziej właściwą techniką, dzięki której możliwa jest adaptacja metod dochodowych do wyceny przypadków przedsiębiorstw zagrożonych niewypłacalnością. W gestii analityka, czy też zespołu realizującego wycenę przedsiębiorstwa zagrożonego, leży podjęcie decyzji, czy wystarczające jest eksperckie oszacowanie np. trzech potencjalnych scenariuszy wynikowych restrukturyzacji, czy też dodatkowo zbadanie zmienności poszczególnych wolnych przepływów pieniężnych za pomocą metod bardziej zaawansowanych, np. techniki **Monte Carlo**. Znaczącym błędem podczas realizacji obliczeń jest również ignorowanie potencjału metody opcji rzeczywistych, która z reguły doskonale integruje się z metodą dochodową i może stanowić jej dodatkowe uzupełnienie⁶⁸. Zastosowanie opcji rzeczywistych może polegać w tym przypadku na wprowadzeniu opcji zwiększania skali działalności (np. przy założeniu udanej restrukturyzacji) lub ograniczenia skali inwestycji i działalności w przypadku przedłużających się procesów naprawczych. Innym nierzadkim zjawiskiem zakłócającym są błędy rachunkowe, wynikające często z nieumiejętnego zastosowania warsztatu matematycznego. Ponadto częstym błędem, powielanym nawet przez duże ośrodki doradcze i instytucje maklerskie, jest systemowy błąd przy obliczaniu współczynnika dyskontowego. Ryzyko zawarcia tej wady matematycznej w wycenie narasta, gdy w analizie przyjęte zostanie założenie o zmienności kosztu kapitału (WACC) w okresie prognozy wolnych przepływów pieniężnych. W przypadku szacowania wartości przedsiębiorstw zagrożonych upadłością lub tych, co do których prowadzone jest postępowanie restrukturyzacyjne, konieczność przyjęcia założenia o zmienności kosztu kapitału w okresie prognozy wydaje się szczególnie wysoce uzasadnione. Tłumaczyć to należy tym, iż podmiot w początkowej fazie działań naprawczych z reguły cechować się będzie wyższym poziomem średniego ważonego kosztu kapitału (WACC). W ramach postępu zaawansowania skutecznej restrukturyzacji koszt ten (WACC) powinien maleć, co powinno znaleźć odzwierciedlenie w konstrukcji odpowiednich współczynników dyskontowych w końcowych latach wyceny podmiotu w restrukturyzacji. Będzie to uzależnione od tego, iż w miarę postępu prac naprawczych i powrotu podmiotu do gospodarowania, przedsiębiorstwo odbudowywać będzie pozycję na rynku pozyskiwania kapitału. Fundamentalny błąd rachunkowy w specyfikowaniu współczynników omówiony zostanie na przykładzie danych zawartych w tabeli. W tabeli 6. zestawiono projekcje kosztu kapitału (WACC) dla pewnego przedsiębiorstwa znajdującego się w procesie restrukturyzacji. Wyniki zawarte w tabeli 6. obliczono właściwą metodyką i są one prawidłowe.

⁶⁸M. Skwara (2004). *Opcje rzeczowe – nowe spojrzenie na wycenę*. [w:] A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy* (s. 249). Warszawa: Wydawnictwo Poltext.

Tabela 6. Informacja o szacunkowym koszcie kapitału w 5-letnim okresie prognozy DCF dla umownego przypadku przedsiębiorstwa z pozytywnie realizowaną restrukturyzacją (obliczenia prawidłowe)

Rok	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Okres	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
WACC	14%	13%	12%	10%	8%
Współczynnik dyskontujący	0,8772	0,7763	0,7832	0,7120	0,6593

Źródło: opracowanie własne.

1. Przykład prawidłowego obliczenia współczynnika dyskontującego dla roku 2023P (t+3) w przypadku zmiennego kosztu kapitału WACC:

$$\text{Współczynnik dyskontujący (t+3)} = \frac{\text{Współczynnik dyskontujący t+2 (2022P)}}{(1+WACC_{2023P})}$$

2. Przykład częstego błędu rachunkowego popełnianego przez analityków w obliczaniu współczynnika dyskontowego w przypadku zmiennego kosztu kapitału WACC dla analogicznego okresu (t+3):

$$\text{Współczynnik dyskontujący (t+3)} = \frac{1}{(1+WACC_{2023P})^3}$$

Zgodnie z powyższym przykładem najczęstszym błędem analitycznym przy szacowaniu współczynników dyskontowych na potrzeby wyceny DCF jest nieumiejętne konstruowanie formuł matematycznych. Ze względu na szybkość i wygodę obliczeniową formuła wprowadzana do arkusza kalkulacyjnego często ma postać tej ukazanej w punkcie drugim (przykład błędny). Należy jednak pamiętać, że wykorzystanie upływającego czasu (tzw. okresów t) w potęgze mianownika może mieć zastosowanie tylko w przypadku stałego kosztu kapitału (WACC). W przypadku jakiegokolwiek jego zmienności w czasie współczynnik dyskontowy dla okresów od t+2 oraz kolejnych następujących musi być szacowany zgodnie z metodyką ujętą w punkcie 1. Oznacza to, iż w przypadku wyceny przedsiębiorstwa ze zmiennym WACC w okresie prognozy współczynnik dyskontowy równy jest ilorazowi współczynnika z okresu poprzedzającego okres badany (licznik) oraz wyniku formuły $(1+WACC_t)$ – mianownik.

W trzecim etapie szacowania wartości przedsiębiorstwa, który dotyczy komunikacji rezultatów zrealizowanej wyceny szerszemu gronu interesariuszy, również zidentyfikować można szereg możliwych błędów. W przypadku analizy przedsiębiorstwa zagrożonego upadłością lub/i będącego w procesie restrukturyzacji

proces ten uznać można za immanentny dla powodzenia całego przedsięwzięcia, gdyż komunikat wartości zazwyczaj jest kluczową informacją dla przebiegu postępowania sądowego. Wiadomość ta jest szczególnie ważna dla m.in. wierzycieli, dostawców, potencjalnych dawców kapitału, nadzorcy, doradcy oraz składu sędziowskiego, gdyż treść komunikatu z wyceny jest jednym z barometrów powodzenia powrotu przedsiębiorstwa do zadowalającej kondycji finansowej. Ponadto, często po wyczerpującym etapie planowania założeń i tworzenia obliczeń, wśród analityków i zespołów roboczych pojawia się ryzyko pewnego „rozluźnienia” i utraty koncentracji, co powoduje spadek efektywności w komunikowaniu wyników wycen. Na dodatek sam proces komunikacji wyników z raportu wartości jest często deprecjonowany – wielu analityków zakłada, że etap ten, z racji dobrego wykonania wcześniejszych prac analitycznych, kolokwialnie mówiąc, może „obronić się sam”. W praktyce gospodarczej jest jednak zupełnie inaczej, o czym informują uznani badacze problematyki wyceny – P. Fernandez oraz A. Bilan⁶⁹. Autorzy w swoim znanym i stale aktualizowanym cyklu opracowań, w których podnoszona jest tematyka popularnych błędów w sztuce wyceny, niejednokrotnie podkreślają wysoką wagę umiejętnej komunikacji wyników wyceny wartości przedsiębiorstwa. Wnioski te spisywane są w ramach kategorii *errors when interpreting the valuation* w serii opracowań z cyklu *Common Errors in Company Valuations*. Zespół pod przewodnictwem P. Fernandez i A. Bilana identyfikuje tam zestaw wadliwych działań, które mogą mieć miejsce na etapie interpretacji wyników wyceny, a część z nich cechuje wyraźne ryzyko materializacji w przypadku szacowania wartości przedsiębiorstw zagrożonych upadłością. Pierwsze z nich to podejście punktowe do komunikowania wyników wyceny. Komunikat wyceny ujęty w postaci, gdzie końcowa wartość przedsiębiorstwa wynosi np. 10 mln i 500 tys. PLN nie jest najlepszym rozwiązaniem, gdyż w przypadku różnic i wahań (a takie na pewno wystąpią, gdyż szacowanie wartości podmiotu to *de facto* przybliżenie) praca analityka z góry może zostać uznana przed odbiorców za błędną. Zamiast tego, co potwierdza również w polskim piśmiennictwie m.in. W. Patena, warto rozważyć komunikację wyniku jako przedziału wartości⁷⁰. Metodyka ta zbliżona jest do tej, jaką stosuje się przy przedziałowej estymacji wartości nieznanego parametru w klasycznym wnioskowaniu statystycznym. Samo zawarcie wyniku w postaci przedziału wydaje się również bardziej zalecane w przypadku wyceny przedsiębiorstw upadłych (bądź restrukturyzowanych), co argumentować można tym, iż może to ułatwić zawieranie szeroko pojętych porozumień i osiągnięcie konsensusu w przypadku konfliktu interesów. Na dodatek przyczynić się to może do efektywniejszego zawierania

⁶⁹ P. Fernandez, A. Bilan (2019). 119 Common Errors in Company Valuations. *IESE Business School Working Paper No. 714*, 21.

⁷⁰ W. Patena (2011). *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wolters Kluwer. s. 76.

ugód i ułatwić może prowadzenie postępowania sądowego, gdyż wynik ujęty w przedziale dobitniej realizuje elementarne zadanie wyceny, znane pod postacią funkcji mediacyjnej⁷¹. Kolejnym błędem, który był sygnalizowany już w poprzedniej części niniejszej monografii, jest skłonność wielu analityków do ignorowania różnic pomiędzy istotą wartości (*intrinsic value*) a ceną akcji (*stock price*). Tego typu nieścisłości pojawią się szczególnie w przypadku, gdy interpretacji podlegają wyniki pochodzące z metod porównawczych (mnożnikowych) wyceny przedsiębiorstwa. Następną wadą metodyczną wielu raportów z wyceny jest przyjmowanie sztywnego założenia, iż „wartość” rozumiana jest jednakowo przez wszystkich interesariuszy⁷², co w analizowanym przypadku można dogodnie adaptować do stron postępowania restrukturyzacyjnego. Nie można bowiem sądzić, że wartość będzie postrzegana identycznie zarówno przez akcjonariuszy, wierzycieli, jak i doradcę restrukturyzacyjnego. Dla akcjonariuszy najtrafniejszym reprezentantem wartości będzie wartość kapitałów własnych (*value of equity*). Z kolei dla wierzycieli z pewnością lepszym odpowiednikiem będzie wartość całego przedsiębiorstwa (*enterprise value*), gdyż uwzględni ona poziom zadłużenia. Dla doradcy restrukturyzacyjnego, oprócz wartości przedsiębiorstwa, na pewno ważne będą również szacunki wartości składników niematerialnych (trudno zbywalnych). Ponadto dla nadzorca ważna będzie też wartość *goodwill*, ale i sama wartość likwidacyjna, gdyż doradca, jak i szerzej – strona publiczna postępowania, musi rozpatrywać wartość nie tylko w ujęciu kontynuacji działalności, ale przede wszystkim w kontekście możliwej likwidacji jednostki.

Ostatnim elementem, którego deficyt często spotykany jest we współczesnych raportach z wycen wartości, jest brak obudowy końcowych konkluzji w spójny aparat jakościowo-ilościowy. Czynnika tego co prawda nie identyfikuje w swych pracach grupa robocza pod przewodnictwem P. Fernandez a i A. Bilana, lecz jego wagę podkreśla zespół autorski niniejszej monografii. Nie jest błędnym założenie, iż wyniki wyceny przedsiębiorstwa (a szczególnie jednostki będącej w restrukturyzacji) adresowane będą w głównej mierze do odbiorców, których wiedza finansowo-ekonomiczna nie będzie ponadprzeciętnie wysoka. Oznacza to, iż końcowy raport z wyceny, a szczególnie jego podsumowanie, nie powinien opierać się wyłącznie o wykaz liczb i kalkulacji bez stosownych komentarzy oraz opisów. Przyjęcie takiej strategii zwiększa ryzyko, iż wnioski płynące z wyceny mogą zostać przyswojone przez odbiorców w sposób szczątkowy lub, co gorsza, mogą być całkowicie przez

⁷¹ Akcjonariusze i zarządy z reguły będą dążyć do promowania metod wyceny, które maksymalizują wartość jednostki, natomiast np. wierzyciele-dostawcy czy też banki zajmować będą stanowisko odwrotne, tak aby zagwarantować sobie jak najwyższy „uzysk” z masy upadłościowej w przypadku likwidacji jednostki.

⁷² P. Fernandez, A. Bilan (2019). 119 Common Errors in Company Valuations. *IESE Business School Working Paper No. 714*, 21–22.

nich odrzucone (z racji braku ich zrozumienia). Aby temu zapobiec, końcowe konkluzje należy wzbogacić również o część jakościową, tak aby wyniki odzwierciedlały kombinację informacji ilościowej z „opowieścią”, która integruje liczby z modelem biznesowym oraz misją/wizją. Podejście takie rekomenduje m.in. autor pionierskich prac z zakresu wyceny wartości przedsiębiorstwa – A. Damodaran⁷³. Strategia konstruowania raportów zbudowanych na niwie tzw. „storytellingu” przedstawiona zostanie dokładnie na łamach kolejnego podrozdziału.

Podsumowując, wycena przedsiębiorstwa ze względu na swoją złożoność i zwyczajowo „wolny” oraz mało sformalizowany charakter (w stosunku do innych działań realizowanych w finansach korporacyjnych) narażona jest na szereg błędów analitycznych. W związku z tym, mając na względzie jakość i transparentność informacji w procesie restrukturyzacji, niebagatelna jest wysoka świadomość analityka, co do typowego katalogu błędów związanych ze sztuką wyceny przedsiębiorstwa na cele postępowania insolwencyjnego. Wysoki poziom świadomości potencjalnych błędów, połączony z jakościowo-ilościowym holizmem analitycznym, pozwala na urealnienie wyników wyceny, a tym samym – zapewnienie bardziej obiektywnej informacji dla stron postępowania, co przyczynić się może do zwiększenia szansy powodzenia procesu restrukturyzacji.

6.4. Komponent jakościowy i *storytelling* w wycenie podmiotu – przypadek przedsiębiorstwa w restrukturyzacji

Mnogość przesłanek sporządzania wycen przedsiębiorstw implikuje szerokie spektrum potencjalnych interesariuszy tego procesu. Po stronie odbiorców wyników ewaluacji wartości zidentyfikować można nie tylko ekonomistów i finansistów, a nierzadko również osoby bez wykształcenia kierunkowego w tym zakresie. Jak wykazano w poprzednim podrozdziale, ten stan rzeczy powoduje, iż większość raportów z wyceny, a szczególnie te zdominowane przez informację ilościową, jest trudna do przyswojenia przez znaczną część zainteresowanych.

W związku z tym od kilku lat coraz wyraźniej zauważyć można krystalizację nowego nurtu w sztuce wyceny, ale i szerzej – w finansach korporacyjnych. Trend ten to m.in. wzbogacanie raportów, które do tej pory miały charakter *stricte* liczbowy o informację jakościową. Idea opowiadania historii, znana szerzej jako proces „storytellingu”, znana jest w biznesie od dziesięcioleci, choć domniemywać można, że nieświadomie uprawiana jest od wieków, czyli od czasu, gdy

⁷³ W jednej z najnowszych publikacji, zatytułowanej *Wycena firmy – storytelling i liczby*, A. Damodaran podkreśla problem zbyt dużego sformalizowania współczesnych wycen przedsiębiorstw i przeciążania ich informacją ilościową, co sprawia, że nawet najlepsze obliczenia bywają odrzucone w toku ich prezentacji ze względu na szum komunikacyjny i brak ich zrozumienia przed odbiorców.

powołano pierwsze prawnie wyodrębnione przedsiębiorstwa. O zaletach storytellingu jako mostu łączącego słuchacza z odbiorcami pisał już w ubiegłym wieku Ch. Rollins⁷⁴. Zacieśnienie związku słów i liczb jest również wynikiem naturalnych przemian ekonomicznych, w tym rynkowej dominacji paradygmatu zarządzania przez wartość (*value based management*). Jednym z postulatów tej koncepcji zarządzania jest to, iż co do zasady przedsiębiorstwa w najszerszym poziomie ogólności konkurują na tym samym rynku. Niezależnie od zajmowanego sektora czy spodziewanych efektów pracy (działalność wytwórcza, usługowa czy handlowa) każdy rozwijający się podmiot potrzebuje regularnego dopływu kapitału. Kapitał ma charakter uniwersalny, a jego zasoby interesują w równym stopniu producenta wędlin, jak i oferenta silników odrzutowych. W związku z tym nietrudno zauważyć, iż w zasadzie każde przedsiębiorstwo konkuruje o to samo, czyli o kapitał finansujący⁷⁵. Czynnikiem ten wzmaga „wojnę” o zasoby kapitałowe i sprawia, że rywalizacja o finansowanie przybiera wymiar nie mniejszy niż ta, która pojawia się w momencie konkurowania na rynku wyrobu gotowego wewnątrz sektora. Tworzenie historii i wykorzystywanie znanych od wieków narzędzi zawartych w idei storytellingu stało się więc niemalże warunkiem *sine qua non* dla efektywnego pozyskania kapitału w tak wymagającym i nasączonym rywalizacją ekosystemie. Jakościowa opowieść, wzbogacająca portfolio organizacji czy rozszerzająca cykliczne raporty finansowe, wykazuje często niebagatelną zdolność do przechylenia szali decyzji inwestora na korzyść danego przedsiębiorstwa. Dlatego też coraz częściej instrumentarium storytellingu stanowi wzbogacenie pracy zarządzającego jako element zwiększający skuteczność komunikacji z rynkiem i interesariuszami⁷⁶. Jak podkreślono w poprzednim podrozdziale niniejszej książki, pionierski wkład w rozwój tej koncepcji na niwie wartości przedsiębiorstwa ma A. Damodaran. Profesor prestiżowej NYU Stern School of Business dokonał systemowego uporządkowania wiedzy z zakresu storytellingu, bazując m.in. na modelowej architekturze przebiegu filmów i sztuk teatralnych, w celu zidentyfikowania działań, które można wykorzystać w wyccie przedsiębiorstwa⁷⁷. Autor postuluje istnienie tzw. zjawiska „dwóch plemion” wśród interesariuszy organizacji. Do pierwszego zaliczyć można ekonomistów-finansistów, którzy opierają swoją decyzyjność niemalże wyłącznie o informację

⁷⁴ Rollins, Ch. (1957). StoryTelling – Its Value and Importance. *Elementary English*, 34(3), *Creative Writing and Story Telling for Today's Schools* (March, 1957), 164–166.

⁷⁵ P. Szczepankowski (2015). Koszt kapitału. [w:] L. Pawłowicz, J.K. Bielecki (red.), *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej* (s. 125–126). Warszawa: CeDeWu.

⁷⁶ S. Denning (2006). Effective storytelling: strategic business narrative techniques. *Strategy & Leadership*, 34(1).

⁷⁷ A. Damodaran (2019). *Wycena firmy. Storytelling i liczby*. Warszawa: Wydawnictwo MT Biznes. s. 44–45.

liczbową, a głównym filtrem ich percepcji są szeroko rozumiane liczby. Do drugiego „plemienia”, zdaniem A. Damodarana, zaliczyć można osoby, które wykazują wyższą podatność na „urok opowieści”⁷⁸. Współczesna popularnonaukowa psychologia łączy te dwa ośrodki z tzw. zjawiskiem kierowania się lewą oraz prawą półkulą mózgu, choć podejście to, według badań, wydaje się być raczej mitem aniżeli faktem⁷⁹. Niemniej jednak nie sposób nie zgodzić się z obserwacjami A. Damodarana, iż w świecie ekonomii, finansów i zarządzania klasteryzacją, ze względu na podejście do liczb i opowieści, ma miejsce swoista polaryzacja. Występuje ona nie tylko na szczeblach zarządzania, a w zasadzie w całej zbiorowości interesariuszy. W związku z tym zwiększenie efektywności raportów osadzonych w liczbach może być realizowane poprzez umiejętne łączenie aparatu liczb, słów i opowieści. Proces ten, nazwany przez A. Damodarana łańcuchem „od opowieści do liczb”, powinien przebiegać w następujących etapach⁸⁰:

- Krok 1. *Stworzenie wstępnej historii obiektu wyceny*. Na tym etapie należy opisać przedsiębiorstwo, którego wartość podlega szacowaniu. Jest to odpowiednie miejsce na zarysowanie historii, scharakteryzowanie rynku, genezy powstania oraz nakreślenie wizji rozwoju w przyszłości.
- Krok 2. *Weryfikacja opowieści pod kątem realności, zdolności przekonywania i szans realizacji*. Można wskazać wiele realnych historii, choć tylko niewielki odsetek z nich ma wysoki walor przekonywania. Wśród opowieści spełniających te kryteria należy uważnie selekcjonować tylko te, które będą ponadto prawdopodobne w ziszczeniu się dla analizowanego podmiotu.
- Krok 3. *Migracja punktu ciężkości od opowieści do kwantyfikowalnych generatorów wartości*. Na tym etapie należy zidentyfikować czynniki wartościotwórcze zawarte we wcześniej sformułowanej historii i przełożyć je na informację ilościową. Użyteczne mierniki i agregaty to potencjalna wielkość rynku docelowego i prognozowany udział wycenianego przedsiębiorstwa. Te dwie informacje pozwalają skierować dalsze działania ku szacowaniu przychodów, co otwiera drogę do analizy ryzyka oraz ostatecznie – do „świętego graala” wyceny podmiotów – szacowania wolnych przepływów pieniężnych.
- Krok 4. *Konglomeracja historii z liczbami*. Na tym etapie ilościowy model wyceny łączy się z historią. Dzięki temu za każdą kluczową liczbą (oraz założeniem analityka) stoi pewien fragment historii, który legitymizują ją w percepcji odbiorców.

⁷⁸ Ibidem, s. 12.

⁷⁹ K.A. Allen, R. van der Zwan (2019). The myth of the left- vs right-brain learning. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 5(1), 189–200.

⁸⁰ A. Damodaran (2019). *Wycena firmy. Storytelling i liczby*. Warszawa: Wydawnictwo MT Biznes. s. 18.

- Krok 5. *Otwartość na holistyczny feedback*. Rzadko zdarza się, że analityk dokonujący wyceny przedsiębiorstwa jest osobą mającą najwięcej informacji o danym podmiocie. Naturalnie, jak wyjaśniono w poprzednim podrozdziale niniejszej książki, wysoka wiedza wstępna *a priori* na temat modelu biznesowego obiektu wyceny jest niezbędna do racjonalnego podjęcia szacunków wartości. Niemniej jednak otwartość analityka na informację zwrotną⁸¹, płynącą szczególnie od osób wyjątkowo silnie zaangażowanych w los wycenianego przedsiębiorstwa, nierzadko prowadzi do trafnej modyfikacji narracji lub/i zmiany wybranych parametrów wejściowych. Przyczynić się to może do znacznego udoskonalenia narzędzia wyceny.

Etapy zaprezentowane powyżej stanowią modelowy *benchmark* do tworzenia spójnej obudowy ilościowo-jakościowej wyceny przedsiębiorstwa. Należy zwrócić jednak uwagę, iż z procesem tworzenia historii łączy się również pewne spektrum zagrożeń. Jednym z nich jest pokusa tworzenia opowieści dalekich od prawdy oraz tych, które zaliczyć można do grona nieprawdopodobnych. Działania takie motywowane są często zjawiskiem „short-termismu”, który często towarzyszy działalności współczesnych korporacji⁸². Pokusa nieetycznego wzbogacania historii przedsiębiorstwa na niwie wyceny, a czasem i szerzej, świadomego wprowadzania inwestorów w błąd, wynika z chęci krótkoterminowej akumulacji kapitałów własnych (wzrost ceny giełdowej), które często później są marnotrawione. Trafnym i spektakularnym przykładem jest chociażby nie tak dawna sprawa amerykańskiego przedsiębiorstwa *Theranos*, którego założycielką była E. Holmes⁸³. Amerykanka zbudowała od podstaw biznes wyceniany w szczytowym momencie na 9 mld dolarów, który nie posiadał w praktyce żadnego zaplecza operacyjnego (brak mocy produkcyjnych), a w całości opierał się na fałszywej historii. Historia ta z pewnością nie była wyjątkiem w kontekście nieuczciwego stosowania aparatu tworzenia storytellingu, a do innych przykładów zaliczyć można chociażby tzw. aferę *Amber Gold*, która miała miejsce w Polsce. W tym przypadku narracja o wycenie i modelu biznesowym oparta była o mit stabilności i ponadprzeciętnej rentowności złota, co umiejętnie połączono z innymi legalnymi sferami działalności (np. linie lotnicze *OLT-Express*), co było niejako zabiegiem uprawdopodobniającym całą opowieść (i *de facto* zachęcało klientów do inwestycji).

⁸¹ Momentem kulminacyjnym, w którym spływa gros informacji zwrotnej jest etap następujący tuż po zaprezentowaniu raportu z wyceny. Raport ten może mieć wymiar wstępny (*pro-forma*), a kierowany jest on do nieco węższego spektrum odbiorców celem dalszej dyskusji. Na skutek odbioru informacji zwrotnej powstaje finalny raport z wyceny, który udostępniany jest docelowemu gronu odbiorców.

⁸² R. Sappideen (2011). Focusing on corporate short-termism. *Singapore Journal of Legal Studies*, 412–431.

⁸³ Szerzej: <https://lawandcrime.com/high-profile/theranos-founder-elizabeth-holmess-pregnancy-announcement-delays-her-highly-anticipated-fraud-trial/> (dostęp: 25.03.2021).

Konkludując, stosowanie słów i liczb wydaje się wysoce uzasadnionym kierunkiem w wyraźnie zróżnicowanym gronie interesariuszy wyceny przedsiębiorstwa. Budowa raportów agregujących ideę opowieści z cyframi pozwala sprawić, iż zrozumienie źródeł wartości analizowanego podmiotu będzie skuteczniejsze wśród inwestorów i innych interesariuszy. Strategia ta wpisuje się w zidentyfikowany już wiele lat temu trend, a mianowicie konieczność rywalizacji o uniwersalny zasób dla wszystkich przedsiębiorstw bez względu na sektor ich działalności. Zasobem tym jest naturalnie kapitał finansujący. Tym, co szczególnie ważne, jest zachowanie równowagi między światem liczb a narracją jakościową. Opowieść nie powinna w sposób surrealny i nieuczciwy przykrywać „braków” lub malwersacji w liczbach. Ponadto, *vice versa*, cyfry nie powinny być antidotum na czarne karty w historii przedsiębiorstwa i stanowić legitymacji czy prób zatuszowania tego, co złe i nietyczne biznesowo. Jak zauważa M. Szreder, liczby mają tendencję do rządzenia ludźmi⁸⁴, w związku z czym stanowią nierzadkie instrumentarium manipulacji, również w sferze wyceny przedsiębiorstwa oraz szerzej – jego ogółu funkcjonowania na rynku kapitałowym. Zdaniem zespołu autorskiego stwierdzić można, iż pożądanym związek liczb i opowieści w wycenie wartości przedsiębiorstwa to poszukiwanie swoistego optimum. Równowaga ta ma miejsce, gdy ciężar narracji opowieści nie dominuje przekazu liczbowego, a opowiedziana „historia” nie fałszuje rzeczywistości płynącej z mierników i sprawozdań finansowych.

⁸⁴<https://www.polityka.pl/tygodnikpolityka/nauka/1779882,1,rzadza-nami-liczby.read> (dostęp: 29.03.2021).

Podsumowanie

Kończąc monografię z pogranicza Nauk o zarządzaniu i jakości oraz dyscypliny Ekonomia i finanse, odczuwamy satysfakcję ze zrealizowania postawionych sobie na wstępie celów badawczych oraz interdyscyplinarnego podejścia w prowadzonej narracji. Z drugiej jednak strony nie możemy nie dostrzec luk badawczych oraz nowych wyzwań empiryczno-teoretycznych, jakich nie podjęliśmy w opracowaniu, a które pojawiły się w trakcie jego powstawania. Rzeczywistość gospodarcza galopuje, otoczenie ulega permanentnemu ruchowi i zmianom, a te wydają się przyspieszać w dobie post-COVID-owej ekonomii. Immanentną cechą obecnego środowiska prowadzenia biznesu jest to, że w pandemii chorują nie tylko ludzie, ale i przedsiębiorstwa. W stosunku do tych populacji różnią się tylko objawy, przebieg choroby i potencjalne instrumentarium leczenia. W związku z tym na nowo należy spojrzeć na paradygmaty i dotychczas opisywane modele biznesowe w nurcie badań nad bankructwami i upadłościami oraz restrukturyzacjami przedsiębiorstw, pomimo iż nie zdążył on (nurt) bynajmniej do końca ukształtować się przed 2020 r. (tj. przed kryzysem związanym z pandemią), o czym wielokrotnie wspominali w piśmiennictwie badacze tego obszaru. Z pewnością wśród nowych wyzwań w sferze zarządczej, jakie w warstwie teoretycznej pojawiają się w najbliższej dekadzie, będzie m.in. ocena/redefinicja okresów planowania strategicznego – ukierunkowana na konieczność operacjonalizacji realizowanych strategii biznesowych poprzez przeglądy pakietu strategicznego w krótszych niż dotychczas interwałach czasu. Wynika to bezpośrednio z konieczności zwiększenia reaktywności organizacji (ich elastyczności na sygnały ostrzegawcze płynące z otoczenia). A skoro o sygnałach mowa, to z pewnością należy stwierdzić, iż pojawiła się uzasadniona potrzeba dowartościowania (często dotychczas bagatelizowanych w praktyce) modeli zarządzania antykryzysowego w przedsiębiorstwach. W tym obszarze należy podkreślić wciąż duże znaczenie systemów i modeli wczesnego ostrzegania przed upadłością. Te jednak, w dobie ujawnionego bądź zbliżającego się kryzysu gospodarczego, często stają się albo zbyt późno wykorzystane, albo wręcz nieprzydatne, gdyż ich konstrukcja najczęściej nie obejmuje zmiennych o charakterze egzogenicznym (a wyłącznie wskaźniki finansowe, będące odzwierciedleniem retrospektywnej

oceny kondycji ekonomiczno-finansowej samego podmiotu). Tym samym płynnie przechodzimy do na nowo otwartego dyskursu teoretycznego, który po raz kolejny (tym razem w dobie pandemii) podaje w wątpliwość dotychczasowe modele oceny standingu finansowego przedsiębiorstw, ich zdolności do zachowania ciągłości funkcjonowania. Czy w większym stopniu możemy zatem polegać na fundamentach analizy technicznej? A jeżeli tak, to na których modelach? Wszak bogactwo ich podstaw metodologicznych jest niezwykle obszerne. Czy krótkookresowe analizy trendu bądź benchmarki sektorowych zachowań rynków finansowych mogą być podstawą wnioskowania na temat przyszłości branż, a także przedsiębiorstw je tworzących? Czy w końcu behawioralne zachowania inwestorów w dobie takich „tąpnięć” i kryzysów, jakie sinusoidalnie nas doświadczają (wydaje się, że w coraz krótszych cyklach), można uogólniać w modele, które będą miały zastosowanie w przyszłości? Mamy nadzieję, że przynajmniej w pewnym stopniu tak. Teoria bowiem rozwija się również poprzez wnioskowanie o charakterze indukcyjnym, a kolejne doświadczenia, w jakich uczestniczymy, w sposób konstruktywny rozwijają nasze zdolności do postrzegania przyszłości, choć zapewne na wstępnym etapie – wyłącznie na poziomie tzw. intuicji badawczej. Dlatego też ta problematyka, podczas pisania niniejszej monografii, w coraz większym stopniu otwierała przed nami nowe wyzwania empiryczno-teoretyczne, na które chcielibyśmy – choć w pewnym stopniu – dać odpowiedź w kolejnych opracowaniach.

W pracy tej podjęliśmy również próbę zmierzenia się z problematyką wyceny przedsiębiorstw zagrożonych finansowo. Tematyka ta nie jest w pełni zbadana ze względu na to, iż większość popularnych metod szacowania wartości zakłada *a priori* stabilną kondycję finansową jednostki i jej zdolność do kontynuacji działalności. Już sama próba udzielenia odpowiedzi na pytanie, ile jest wart podmiot będący nawet w stabilnej sytuacji finansowej, nierzadko bywa dla analityka wymagająca. Jeśli dodamy do tego niepewny standing ekonomiczno-finansowy i pandemiczne rozchwianie mechanizmów popytowo-podażowych, uzyskujemy w ten sposób ekstremalnie wymagającą miksturę zdarzeń. Jak bowiem mierzyć się z wyceną podmiotu, gdy fundament źródła wartości, jakim jest **cena sprzedaży** przybiera niemalże postać tego, co fizyk nazwałby nieuchwytnym kwantem? W nowej rzeczywistości gospodarczej podstawowy element rynku, jaki stanowi **cena**, ulega tak silnym zmianom, że nierzadko dostrzec można wcześniej nieznaną nam osobliwą zdarzenia – jak np. „zapisy” na zakup po umówionej stawce, jednodniowa „aktualność” ceny (co ma miejsce w 2021 r. np. w branży materiałów budowlanych, gdzie często obowiązują zapisy na zakup lub wręcz reglamentacja) czy dynamicznie rosnąca popularność mechanizmów aukcyjnych (z tym związana jest Nagroda Nobla z Ekonomii w 2020 r.), które obejmują coraz większą liczbę dóbr i usług ze względu na trud w projektowaniu prospektywnej polityki cenowej przez

uczestników rynku. Wnioski badawcze zawarte w niniejszej monografii wskazują, że obecnie najlepszą metodą wyceny jest ta, która została „skrojona na miarę” i zaadaptowana uprzednio do obiektu wyceny i ponadto starannie zdyskontowana warunkami zewnętrznymi przez osobę posiadającą wstępną, holistyczną wiedzę o podmiocie, gdyż rozchwianie otoczenia i fakt istnienia zagrożenia finansowego utrudnia stosowanie rozwiązań odgórnie zunifikowanych.

Poza niewątpliwie bardzo istotnym predykcijnym aspektem związanym z systemem wczesnego ostrzegania i wyceną przedsiębiorstwa, prowadzone przez nas badania (które najwydatniej reprezentowały studia przypadków) wykazały, jak podobne w istocie są rzeczywiste przyczyny prowadzące do kryzysu i restrukturyzacji w przedsiębiorstwie. W sposób jakościowy pokazują one, jak poszukiwać potencjalnych źródeł zagrożenia o charakterze jakościowym (na przykład w przeprowadzaniu działań audytowych), a także jak próbować przeciwdziałać ich występowaniu w skali całej gospodarki, aby były zarządzane w sposób bardziej uporządkowany, przemyślany i zgodny z teorią Nauk o zarządzaniu i jakości. Badania w tym obszarze pośrednio wykazały, jak niedoskonałość wykształcenia z zakresu zarządzania oraz braki w wiedzy w organizacji doprowadzały do błędnych decyzji wśród osób, które zarządzały stosunkowo dużymi przepływami pieniężnymi. W zasadzie w żadnym z analizowanych przedsiębiorstw nie istniał nawet podsystem zarządzania, który w sposób uporządkowany podejmowałby problematykę związaną z zarządzaniem finansami i płynnością analizowanych podmiotów. Owszem, były to mikroprzedsiębiorstwa, stąd nie powinno się oczekiwać wieloosobowej struktury związanej z tym zagadnieniem; niemniej, jeśli cała decyzyjność i odpowiedzialność w podmiocie jest skupiona w rękach jednego menedżera – ważne jest, aby posiadał on odpowiedni zestaw własnych narzędzi analitycznych i podstawową wiedzę zarządczą i ekonomiczną, by móc podejmować właściwe decyzje. Być może warto promować działania edukacyjne lub/i programy konsultingowe finansowane ze środków publicznych w celu uzupełniania wyżej wymienionych luk związanych z zarządzaniem w badanych organizacjach w celu stałego zwiększania efektywności zarządzania polskimi (mikro)przedsiębiorstwami i tym samym eliminować systemowo źródła samych zagrożeń, które, jak wykazały badania, prowadziły do wystąpienia w przyszłości kryzysów w przedsiębiorstwach.

W książce w sposób empiryczny wykazaliśmy, że restrukturyzacja przedsiębiorstwa nie jest procesem łatwym i nie zamyka się bynajmniej w krótkim okresie. Mało tego – często jest ona po prostu nieefektywna, co ewidentnie odzwierciedlają wskaźniki analizy finansowej, jakie zaprezentowaliśmy we wnioskach z badań. Staraliśmy się je uogólniać, choć indywidualnie przyglądając się wybranym podmiotom, dostrzeżliśmy, że postępowania te zarówno rok, jak i dwa lata od momentu wszczęcia postępowania restrukturyzacyjnego nie przynoszą żadnej poprawy.

Mamy pełne przekonanie i wiedzę, że naszymi badaniami nie objęliśmy dużej liczby faktycznie realizowanych na co dzień działań restrukturyzacyjnych, które prowadzone były i są – absolutnie poza instytucjonalnym wsparciem całego systemu wymiaru sprawiedliwości. Nie ujmowane są one w żadne statystyki upadłościowe czy restrukturyzacyjne, a *de facto* w sferze zarządczej dostarczyć mogą bardzo cennego – bo pragmatycznego i użytecznego materiału analitycznego, umożliwiającego budowę nowych, rekomendowanych modeli zarządzania organizacjami w kryzysie. Mamy również pogląd, który jednomyślnie reprezentujemy, iż bardzo niedoskonałym jest analizowanie w czasie statystyki upadłościowej i restrukturyzacyjnej. Z jednej strony niewielka skala upadłości przedsiębiorstw ujawnionych w statystyce Ministerstwa Sprawiedliwości w 2020 r. (niemalże 1:1 względem roku poprzedniego) może mylnie wskazywać, iż „nic złego” w przestrzeni gospodarczej w tym okresie się nie stało, z drugiej strony – należy definitywnie wziąć pod uwagę m.in. znacząco zwiększoną w dobie pandemii inercję w realizacji spraw przez sądy gospodarcze, a także niezwykle ważne regulacje odraczające zgłoszenie upadłości do sądu przez podmioty korzystające z finansowego wsparcia (tzw. tarcz COVID-owych). Przynajmniej te dwa argumenty pozwalają nam na stwierdzenie, że lawinowa skala upadłości, a co za tym idzie również i restrukturyzacji – zgodnie z obowiązującymi przepisami Prawa restrukturyzacyjnego – dopiero przed nami. Z teoretycznego punktu widzenia jest to nowy materiał analityczny i podstawa rozwoju tego nurtu badawczego, z praktycznego punktu widzenia zaś – bardzo duże i w pewnym sensie nowe wyzwanie dla menedżerów, właścicieli i organów nadzorczych.

Alicja Antonowicz, Paweł Antonowicz, Patryk Kaczmarek, Jędrzej Siciński

Bibliografia

- Adamiecki, K. (1932). *Nauka organizacji i jej rola w życiu gospodarczym*. Warszawa.
- Adamus, R., Groele, B., Lachner, J., Miczek, Z., Ploch, J., Porzycki, M. (2011). *Stanowisko Instytutu Allerhanda w sprawie kierunków zmian w Prawie upadłościowym i naprawczym*. Kraków: Instytut Allerhanda.
- Adebambo, B., Bowen, R.M., Malhotra, S., Zhu, P. (2019). *CEO Extraversion and the Cost of Equity Capital*. <https://ssrn.com/abstract=3365155>, dostęp: 23.03.2021.
- Allen, K.A., van der Zwan, R. (2019). The myth of the left- vs right-brain learning. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 5(1), 189–200.
- Antonowicz, A., Antonowicz, P. (2014). Jakościowe metody ekonomicznej analizy otoczenia bliższego w projektach inwestycyjnych – ocena szans powodzenia projektu z mikroperspektywy. [w:] J. Sadowska, M. Chmielewski (red.), *Zarządzanie projektami – wybrane aspekty* (s. 51–76). Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Antonowicz, A., Antonowicz, P., Skrzyniarz, P., Pusiewicz, M. (2018). Integracja metodyczna PEST i SWOT w przeglądzie pakietu strategicznego na przykładzie spółki z sektora gazu ziemnego w Polsce – perspektywa strategiczna. *Zarządzanie i Finanse. Journal of Management and Finance*, 16(4), 5–21.
- Antonowicz, P. (2009). Analiza struktury upadłości przedsiębiorstw w Polsce w I połowie 2009 roku. *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, 3, 35–46.
- Antonowicz P. (2009). Cykl koniunkturalny a efekt domina upadłości na przykładzie przedsiębiorstwa Nord Sp. z o.o. [w:] E. Mączyńska (red.), *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa* (s. 231–254). Warszawa: Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza.
- Antonowicz, P. (2009). *Upadłości przedsiębiorstw w Polsce w 2007 r. oraz w I połowie 2008 r.* Nowy Sącz: Wydawnictwo Assembly.
- Antonowicz, P. (2010). Intensyfikacja upadłości przedsiębiorstw w Polsce w I półroczu 2010 r. i prognoza na 2010 r. *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, 4, 343–350.
- Antonowicz, P. (2010). Zmienne egzogeniczne funkcji dyskryminacyjnych w polskich modelach prognozowania upadłości przedsiębiorstw. [w:] A.P. Balcerzak, E. Rogalska (red.), *Stymulowanie innowacyjności i konkurencyjności przedsiębiorstwa w otoczeniu globalnej gospodarki wiedzy* (s. 203–215). Toruń: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika.
- Antonowicz, P. (2011). Geograficzna koncentracja upadłości przedsiębiorstw w podziale administracyjnym Polski w latach 2007–2010. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 686. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 47, 603–614.
- Antonowicz, P. (2013). Kierunki usprawnienia procesu postępowania naprawczego w kontekście zachęt do szerszego wykorzystywania tej ścieżki ochrony wierzycieli w procesach upadłościowych w Polsce. [w:] B. Lepczyński (red.), *Procesy upadłościowe przedsiębiorstw i osób fizycznych nieprowadzących działalności gospodarczej – konsekwencje dla banków oraz propozycje usprawnień* (s. 98–104). Gdańsk/Warszawa: Wydawnictwo Związek Banków Polskich.
- Antonowicz, P. (2014). Zastosowanie współczynnika lokalizacji LQ i krzywej koncentracji w badaniach nad przestrzennym zróżnicowaniem upadłości przedsiębiorstw w gospodarce. *Zarządzanie i Finanse. Journal of Management and Finance*, 12(3), 53–64.
- Antonowicz, P. (2015). *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw. Teoria – praktyka gospodarcza – studia regionalne*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Antonowicz, P., Antonowicz, A. (2019). Zaprzeczenie idei społecznej odpowiedzialności biznesu w kontekście utrzymywania minimalnego poziomu kapitału zakładowego w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością. [w:] E. Mazur-Wierzbička, D. Janczewska (red.), *Spółeczna odpowiedzialność biznesu – perspektywa zarządzania i ekonomii* (s. 9–23). Łódź: Wydawnictwo Społecznej Akademii Nauk.

- Antonowicz, P., Siciński, J. (2020). Rozwój organizacji ukierunkowanej na reaktywne zarządzanie odchyleńmi – typologia i rola systemów wczesnego ostrzegania przed upadłością przedsiębiorstw. [w:] P. Antonowicz, J. Próchniak, J. Sadkowska (red.), *Zarządzanie rozwojem przedsiębiorstwa – perspektywa nauki i praktyki gospodarczej – Tom II* (s. 65–84). Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Antonowicz, P., Skrzyniarz, P. (2016). Budowa systemu informacji zarządczej versus bariery w identyfikacji wskaźników efektywności procesów (KPI). *Zarządzanie i Finanse, Journal of Management and Finance*, 14(4), 303–313.
- Antonowicz, P., Antonowicz, A., Czubasiewicz, H. (2019). Dysonans relacyjny pomiędzy oczekiwaniami pracodawców i pracowników versus zarządzanie rozwojem współczesnych organizacji. [w:] P. Antonowicz, A. Antonowicz, H. Czubasiewicz (red.), *Wyzwania zarządzania zasobami ludzkimi a rozwój przedsiębiorstwa. Wybrane uwarunkowania* (s. 7–24). Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Antonowicz, P., Kędzierska, E., Pusiewicz, M. (2017). Model PEST uwarunkowań rozwoju rynku gazu w Polsce – benchmarking międzynarodowy. [w:] P. Antonowicz, P. Pisarewicz, P. Nogał-Mejer (red.), *Zarządzanie wartością w warunkach zmian* (s. 215–228). Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Antonowicz, P., Marzec, M., Skrzyniarz, P. (2020). Wykorzystanie Strategicznej Karty Wyników w budowaniu strategii innowacyjności i opracowaniu strategicznej agendy badawczej – uwarunkowania metodyczne. [w:] P. Antonowicz, P. Galiński, P. Pisarewicz, J. Siciński (red.), *Organizacyjne, procesowe i technologiczne generatory wartości organizacji* (s. 29–57). Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Antonowicz, P., Skrzyniarz, P., Stawicka, T., Stolarz, A. (2016). Komplementarność perspektyw Balanced Scorecard oraz zarządzania procesowego w operacjonalizacji strategii w organizacji wielooddziałowej na przykładzie Polskiej Spółki Gazownictwa sp. z o.o. [w:] P. Zwiech (red.), *Podejście procesowe w zarządzaniu organizacjami* (s. 127–140). Szczecin: Zapol.
- Apanowicz, J. (2002). *Metodologia ogólna*. Gdynia: Wyższa Szkoła Administracji i Biznesu. s. 60–77.
- Bajon, S. (2018). Sprawozdawczość finansowa jako źródło wiedzy o zagrożeniu niewypłacalnością przedsiębiorstwa w kontekście ustawy Prawo restrukturyzacyjne. *Przedsiębiorstwo we współczesnej gospodarce – teoria i praktyka*, 4, 7–17
- Bajon, S. (2018). Upadłości i restrukturyzacje w Polsce – wybrane aspekty prawne i statystyki postępowań. *Przegląd Prawno-Ekonomiczny*, 45(4), 128.
- Balicki, A. (2009). *Statystyczna analiza wielowymiarowa i jej zastosowania społeczno-ekonomiczne*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Bałtowski, M., Miszewski, M. (2006). *Transformacja gospodarcza w Polsce*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Bednarski, L. (2001). Analiza rentowności przedsiębiorstwa. [w:] L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty (red.), *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa* (s. 59). Wrocław: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu.
- Bednarski, L. (2004). *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Bell, S. (2010). Project-Based Learning for the 21st Century: Skills for the Future. *The Clearing House: A Journal of Educational Strategies, Issues and Ideas*, 83(2), 39–43.
- Bendyk, E. (2020). *W Polsce, czyli wszędzie. Rzecz o upadku i przyszłości świata*. Warszawa: Wydawnictwo: POLITYKA Sp. z o.o. SKA.
- Berezowska, A., Krzysiak, I. (2012). *Cykl życia organizacji – etapy i zdarzenia*. Warszawa: Wydawnictwo Wyższa Szkoła Zarządzania i Prawa im. Heleny Chodkowskiej w Warszawie.
- Bernstein, S., Colonnelli, E., Iverson, B. (2019). Asset Allocation in Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 74(1), 6–7.
- Bieniasz, A., Czerwińska-Kayzer, D. (2008). Długość cyklu konwersji gotówki – następstwo różnej konstrukcji mierników. *Journal of Agribusiness and Rural Development*, 1, 18.

- Black, F., Scholes, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of political economy*, 81(3), 637–654.
- Bolek, M., Grosicki, B. (2012). Badanie płynności finansowej spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 689. *Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia*, 50, 260.
- Bragg, S.M. (2010). *Wskaźniki w analizie płynności przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wolters Kluwer.
- Brealey, R.A., Myers, S.C. (1999). *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, t. 2. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Brigham, E.F., Houston, J.F. (2005). *Podstawy zarządzania finansami*, t. 2. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Brzoska, J. (2010). Praktyka restrukturyzacji – za i przeciw. [w:] *Akademia Przedsiębiorczych. Poradnik: Załóż firmę i nią zarządzaj*. Katowice: Górnośląska Agencja Rozwoju Regionalnego.
- Buk, H. (red.). (2005). *Sprawozdawczość i analiza finansowa*. Katowice: Akademia Ekonomiczna w Katowicach.
- Burzym, E. (1971). *Pomiar i ocena rentowności przedsiębiorstw przemysłowych*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Chłodnicka, H. (2015). Wycena przedsiębiorstwa w upadłości a wartość godziwa. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 399, 137.
- Chmielewski, M., Pioch, J. (2015). Wycena wartości przedsiębiorstwa dla potrzeb zarządzania wartością. [w:] L. Pawłowicz, J.K. Bielecki (red.), *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej* (s. 125–126). Warszawa: CeDeWu.
- Chraślowska, J. (2005). Dobór wskaźników ekonomiczno-finansowych do badań porównawczych efektywności krajowych spółek dystrybucji energii elektrycznej. *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu*, 1076, 155.
- Christ, J.P. (2012). *Innovative Places in Europe: Research Clustering, Co-Patenting Networks and the Growth of Regions*. Frankfurt: Peter Lang.
- Cyran, K. (2018). Rola biznesplanu w zarządzaniu małym i średnim przedsiębiorstwem. *Modern Management Review*, 25(3), 49.
- Czajkowska, K. (2017). Metody identyfikacji ryzyka w zarządzaniu ryzykiem w przedsiębiorstwie. *Journal of Modern Management Process*, 1(2), 44.
- Czekaj, J., Dresler, Z. (2002). *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Czekaj, J., Dresler, Z. (2005). *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Damodaran, A. (1995). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Nowy Jork: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2009). *Valuing Declining and Distressed Companies*. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/NewDistress.pdf>, dostęp: 20.03.2021.
- Damodaran, A. (2017). *Storytelling i liczby*. Warszawa: Wydawnictwo Poltext.
- Damodaran, A. (2019). *Wycena firmy. Storytelling i liczby*. Warszawa: Wydawnictwo MT Biznes.
- Damodaran, A. (2021). *Valuing Firms in Distress*. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/Seminars/AIMR3.pdf>, dostęp: 22.03.2021.
- Davies, D. (1993). *Sztuka zarządzania finansami*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Davies, D. (1997). *Sztuka zarządzania finansami*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN. Londyn: McGraw-Hill.

- Dąbkowska, A. (2019). Problem Too Big to Fail – czy istnieją sposoby jego rozwiązania? *Przedsiębiorczość i zarządzanie*, 1(1), tom XX, 259–271.
- Denning, S. (2006). Effective storytelling: strategic business narrative techniques. *Strategy & Leadership*, 34(1).
- Domagalski, M. (2018). Sądy upadłościowe zavalone są sprawami o upadłość. *Rzeczpospolita*, dostęp: 04.05.2018.
- Druś, M. (2020). Twórca wskaźnika Altmana oczekuje serii wielkich bankructw. *Puls Biznesu*. <https://www.pb.pl/tworca-wskaznika-altmana-oczekuje-serii-wielkich-bankructw-996813>, dostęp: 15.07.2020.
- Dudycz, T. (1999). *Analiza finansowa*. Wrocław: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu
- Dudycz, T. (2005). Siła diagnostyczna wskaźników płynności. [w:] K. Kuciński, E. Mączyńska (red.), *Zagrożenie upadłością*. Materiały i Prace Instytutu Funkcjonowania Gospodarki Narodowej, t. XCIII.
- Dudycz, T., Skoczylas, W. (2020). Wskaźniki finansowe przedsiębiorstw według działów (sektorów) za 2018 r. Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP. *Rachunkowość*, 4, 67–94.
- Dudycz, T., Skoczylas, W. Wskaźniki finansowe przedsiębiorstw według działów (sektorów) za 2015 r. / 2016 / 2017 / 2018 r. Sektorowe wskaźniki finansowe. Opracowanie Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej SKwP. [w:] *Rachunkowość*, Nr-y: 4/2020 (s. 67–94); 4/2019 (s. 57–84); 4/2018 (s. 62–88); 4/2017 (s. 74–100).
- Duliniec, A. (2011). *Finansowanie przedsiębiorstwa*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Dyktus, J., Gaertner, M., Malik, B. (2017). *Sprawozdawczość i analiza finansowa*. Warszawa: Difin.
- Dynus, M., Kołosowska, B., Prewysz-Kwinto, P. (2005). *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*. Toruń: TNOiK.
- Ejsmont, A., Ostrowska, D. (2011). *Analiza wskaźnikowa działalności przedsiębiorstw – wybrane elementy*. Suwałki: Wydawnictwo Uczelniane Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej im. prof. Edwarda F. Szczepanika w Suwałkach.
- Famielec, J., Koźuch M. (red.). (2018). *Restrukturyzacja sektorów gospodarki i przedsiębiorstw. Wybrane zagadnienia*. Kraków: Wydawnictwo Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie. s. 190.
- Fayol, H. (1909). *L'exposee des principes generaux d'administration*.
- Felson, M., Spaeth, J.L. (1978). Community Structure and Collaborative Consumption: A routine activity approach. *American Behavioral Scientist*, 21, 614–624.
- Fernandez, P., Bilan, A. (2013). 110 Common Errors in Company Valuations. *International Journal of Economics & Business Administration (IJEBA)*, 0(1), 33–78.
- Fernandez, P., Bilan, A. (2019). 119 Common Errors in Company Valuations. *IESE Business School Working Paper No. 714*.
- Fernhaber, S.A., Gilbert, B.A., McDougall-Covin, P.P. (2008). International Entrepreneurship and Geographic Location: An Empirical Examination of New Venture Internationalization. *Journal of International Business Studies*, 39(2), 267–290.
- Figura, P. (2011). *Zależności między celem nadrzędnym przedsiębiorstwa i wartościami wskaźników finansowych w przekroju sektorowym*. Gdańsk: Politechnika Gdańska.
- Figura, P. (2015). Wartości rekomendowane wskaźników wspomaganie finansowego dla przedsiębiorstw z sektora MSP. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 848. Ekonomiczne Problemy Usług*, 116, 384–395.
- Figura, P. (2016). Kształtowanie wartości wskaźników wspomaganie finansowego przez ponadprzeciętne rentowne MSP w okresie dobrej i złej koniunktury gospodarczej. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1, 785.

- Fijorek, K., Kaczmarek, J., Kolegowicz, K. (2019). *V Raport z monitorowania bieżącej sytuacji gospodarczej w sektorach – badania 2016–2018 – komponent mikroekonomiczny*. Kraków: MSAP.
- Franc-Dąbrowska, J., Porada-Rochoń, M., Suwała, R. (2016). Enterprise Insolvency and the Effects on the Local and Regional Community – the Social Economy Perspective. *Acta Scientiarum Polonorum. Oeconomia*, 15(2), 37–47.
- Fromm, E. (1976). *To Have or To Be*. Nowy Jork: Bloomsbury Publishing PLC.
- Gabrusewicz, W. (2014). *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Gąsiorkiewicz, L. (2011). *Analiza ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstw*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej.
- Gdak, R. (2020). Facebook bije rekordy w czasie pandemii. 3 mld ludzi korzysta z Facebooka, Instagrama, Messengera i WhatsAppa. <https://spidersweb.pl/2020/04/facebook-wyniki-1-kwartal-2020-rekordy.html>, dostęp: 10.07.2020.
- Gilmer, R.W., Keil, S.R., Mack, R.S. (1989). The Location Quotient and Central Place Theory. *Research Paper. Federal Reserve Bank of Dallas*, no. 8916, 3–8.
- Godlewska-Bujok, B. (2020). Work-life balance i koronakryzys. Kilka uwag o procesach i ich konsekwencjach. *Praca i zabezpieczenie społeczne*, t. LXI, 5, 3–8.
- Golik-Górecka, G., Skonieczka, R. (2018). Determinanty wzrostu i rozwoju modelu biznesowego z uwzględnieniem cyklu życia organizacji. *Zeszyty Naukowe Politechniki Poznańskiej*, 77, 49.
- Gołębiowski, G., Tłaczała, A. (2005). *Analiza ekonomiczno-finansowa w ujęciu praktycznym*. Warszawa: Difin.
- Gos, W. (2004). *Rachunek przepływów pieniężnych w świetle krajowego standardu rachunkowości*. Warszawa: Difin.
- Grant, J.E., Schreiber, L., Odlaug, B.L., Kim, S.W. (2010). Pathologic gambling and bankruptcy. *Comprehensive psychiatry*, 51(2), 115–120.
- Grądzki, R., Zakrzewska-Bielawska, A. (2009). Przyczyny i objawy kryzysu w polskich przedsiębiorstwach. *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, 3(2), 13–14.
- Greiner, L.E. (1972). Evolution and Revolution as Organizations Grow. *Harvard Business Review*, 50(4).
- Griffin, R.W. (2017). *Podstawy zarządzania organizacjami*, wyd. 3. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Groele, B., Dzwonkowska, K., Geronim, M. i in. (2012). *Prawo sprzyjające realizacji Polityki II szansy w Polsce. Rekomendacje zmian*. Warszawa: PARP.
- Gruba, A. i in. (2016). Menedżer w procesie zarządzania zmianą we współczesnym przedsiębiorstwie. *Gospodarka, Rynek, Edukacja*, 17(2), 11.
- Grudzewski, W., Hejduk, I. (2008). *Zarządzanie technologiami*. Warszawa: Difin.
- Grybinenko, O. (2017). Social and economic consequences of bankruptcy of the companies in Ukraine. *EUREKA: Social and Humanities*, 2, 7–8.
- Grynchyszyn, J. (2015). Restrukturyzacja jako narzędzie zarządzania antykryzysowego przedsiębiorstw. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego w Siedlcach. Seria: Administracja i Zarządzanie*, 33(106), 56.
- Grzenkowicz, N., Kowalczyk, J., Kusak, A., Podgórski, Z. (2007). *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.
- Grzesiuk, K. (2010). Biznesplan – wprowadzenie do części opisowej. [w:] A. Przybyła, W. Wytrążek (red.), *Prawne i gospodarcze aspekty działalności w turystyce* (s. 99–100).
- Hashi, I. (1995). The Economics of Bankruptcy, Reorganisation and Liquidation: Lessons for East European Transitional Economies (May 1, 1995). *CASE Network Studies and Analyses No. 41*, 22.

- Helfert, E.A. (2004). *Techniki analizy finansowej*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Henderson, J.W., Maness, T.S. (1989). *The Financial Analyst's Deskbook: A Cash Flow Approach to Liquidity*. Nowy Jork: Van Nostrand Reinhold.
- Hermaniuk, T. (2014). *Biznesplan. Pytania i odpowiedzi*. Warszawa: Difin.
- Holmes, T., Stevens, J. (2002). Geographic Concentration and Establishment Scale. *The Review of Economics and Statistics*, 84(4), 682–690.
- Hoover, E.M. (1937). Location Theory and the Shoe and Leather Industries. *Harvard Economic Studies*, 55. Cambridge: Harvard University Press.
- Jajuga, K. (red.). (2007). *Zarządzanie ryzykiem*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Jajuga, K., Jajuga, T. (2012). *Inwestycje, instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Jaki, A. (2004). *Wycena przedsiębiorstw. Przesłanki, procedury, metody*. Warszawa: Oficyna Ekonomiczna.
- Jaki, A. (2015). Restrukturyzacja – od transformacji do globalizacji. *Przegląd Organizacji*, 9(908), 4.
- Janik, W., Paździor, A., Paździor, M. (2014). *Analiza i diagnozowanie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*. Lublin: Wydawnictwo Politechniki Lubelskiej.
- Jaworski, J. (2009). Mierniki rotacji i ich zastosowanie w pomiarze cyklu operacyjnego przedsiębiorstwa. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 17, 516.
- Jedel, J., Antonowicz, P. (2018). Evaluation and development prospects of the sports and recreation market in Poland in 2000–2030. PEST analysis from a legal, economic, socio-cultural and technological perspective. *Baltic Journal of Health and Physical Activity. The Journal of Gdansk University of Physical Education and Sport*, 10.
- Jerzemska, M. (2007). *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Joński, K. (2016). *Efektywność sądownictwa powszechnego – podstawowe problemy*. Warszawa: Instytut Wymiaru Sprawiedliwości.
- Juszczyk, S. (2008). Zdolność kredytowa w ocenie banku na przykładzie małych i średnich przedsiębiorstw. *Zeszyty Naukowe SGGW – Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 66, 22.
- Kaczmarek, J., Kolegowicz, K., Krzemiński, P. (2016). *MSP w Polsce wobec zagrożenia upadłością. Analiza lat 2014–2015*. Warszawa: Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości.
- Kanter, R.M. (1977). *Work and family in the United States: A critical review and agenda for research and policy*. Nowy Jork: Russell Sage Foundation.
- Kaplan, R.S., Norton, D.P. (1992). The Balanced Scorecard: Measures That Drive Performance. *Harvard Business Review*, 70(1), 71–79.
- Kardyś, M. (2003). Dźwignia finansowa w teorii i polskiej praktyce gospodarczej. *Bank i Kredyt*, 3, 80–83.
- Karpuś, P. (2004). Problemy kształtowania zasad polityki finansowej przedsiębiorstw. [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Strategie i instrumenty alokacji kapitału finansowego* (s. 374). Lublin: Wydawnictwo UMCS
- Kitowski, J. (2011). Metodyczne aspekty pomiaru cyklu konwersji gotówki w przedsiębiorstwie. *Zeszyty Naukowe SGGW – Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 88, 42.
- Kitowski, J. (2015). *Metody dyskryminacyjne jako instrument oceny zagrożenia upadłością przedsiębiorstwa*. Rzeszów: Wydawnictwo Uniwersytetu Rzeszowskiego.
- Kowalak, R. (2004). *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa*. Gdańsk: ODDK.
- Kowalczyk, J. (2004). Jak prawidłowo przeprowadzić analizę wskaźnikową firmy? [w:] I. Mrozek (red.), *Analiza i kontrola finansowa w praktyce* (s. 118). Warszawa: Wiedza i Praktyka.

- Kowalczyk, J. (red.). (2010). *Biznesplan*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.
- Kowalczyk, J., Kusak, A. (2006). *Decyzje finansowe firmy. Metody analizy*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Kowerski, M. (2016). *Zależność między rentownością a płynnością finansową ma kształt odwróconego U*. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 440. Rachunkowość a controlling, 338–348.
- Koźmiński, A.K., Piotrowski W. (2002). *Zarządzanie. Teoria i praktyka*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Kramarczyk, J. (2015). Mieć czy być. Minimalizm jako przykład świadomości konsumpcji w świetle badań własnych. [w:] W. Patrzalek (red.), *Konsumpcja jako forma komunikacji społecznej. Nowe paradygmaty i konteksty badawcze*. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 414.
- Król, D. (2015). Rachunkowość kreatywna a rachunkowość agresywna. *Nauki o Finansach*, 2(23), 11–21.
- Kuciński, A. (2018). Statyczna ocena płynności finansowej przedsiębiorstwa – ujęcie teoretyczne. *Przedsiębiorstwo we współczesnej gospodarce – teoria i praktyka*, 2, 93.
- Kuklińska, E., Masłowski, D., Dendera-Gruszka, M. (2018). Analiza PEST\PESTEL jako narzędzie wspomagające rozwój miast. Studium przypadku na podstawie miasta Opola. *Zarządzanie kryzysowe i bezpieczeństwo*, 4, 157.
- Kusak, A. (2004). *Płynność finansowa. Analiza i sterowanie*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW.
- Learned, A., Christensen, C., Andrews, R.S., Guth, D. (1965). *Business Policy: Text and Cases*. Homewood: Irwin.
- Lepczyński, B. (2015). Pomiar kreacji wartości dla akcjonariuszy. [w:] L. Pawłowicz, J.K. Bielecki (red.), *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej* (s. 125–126). Warszawa: CeDeWu.
- Leszczyński, Z., Skowronek-Mielczarek, A. (2004). *Analiza ekonomiczno-finansowa spółki*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Libertowska, A. (2010). Analiza finansowa a rodzaj działalności gospodarczej. *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, 6, 85.
- Lis, M. (red.). (2014). *Zarządzanie projektami i funduszami unijnymi w świetle standardów międzynarodowych*. Dąbrowa Górnicza; Prace Naukowe Wyższej Szkoły Biznesu w Dąbrowie Górniczej.
- Lockwood, N.R. (2003). Work/Life Balance. Challenges and Solutions. *SHRM Research*.
- Machała, R. (2001). *Praktyczne zarządzanie finansami firmy*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Machmuddah, Z., Utomo, S.D., Suhartono, E., Ali, S., Ghulam, W.A. (2020). Stock Market Reaction to COVID-19: Evidence in Customer Goods Sector with the Implication for Open Innovation. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 6(4).
- Machowska, A. (red.). (2021). *Prawo restrukturyzacyjne i upadłościowe*. Warszawa: Wolters Kluwer, s. 34–35.
- Marek-Kołodziej, K., Łapuińska, I. (2016). Efekt dźwigni finansowej jako sposób na podwyższenie stopy zwrotu z kapitału zainwestowanego. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4, 413–424.
- Marzec, J. (2010). Złote reguły finansowania w praktyce małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce. *Ekonomiczne Problemy Usług*, 51, 143–153.
- Masiukiewicz, P. (2013). Priorytet procesów naprawczych. [w:] *Bankructwa przedsiębiorstw. Efektywność postępowań upadłościowych*. *Biuletyn Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego*, 1(60), 91–96.
- Maslow, A.H. (1943). A theory of human motivation. *Psychological Review*, 50(4), 370–396.
- Mączyńska, E. (1994). Ocena kondycji przedsiębiorstwa. *Życie Gospodarcze*, 38, 42.
- Mączyńska, E. (2009). Dylematy prognozowania a wycena przedsiębiorstw i nieruchomości (refleksje na tle analiz dotyczących kształtowania standardów wyceny). *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 17, 127.

- Mączyńska, E. (2013). Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw – podstawowe problemy i obszary badawcze. *Bankructwa przedsiębiorstw. Efektywność postępowania upadłościowych*. Biuletyn Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego, 1(60), 4.
- McCarthy, E.J. (1960). *Basic Marketing: A Managerial Approach*. Homewood: Irwin.
- Michalski, G. (2005). *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Michalski, G. (2008). *Ocena finansowa kontrahenta na podstawie sprawozdań finansowych*. Gdańsk: ODDK.
- Micherda, B. (2006). *Problemy wiarygodności sprawozdania finansowego*. Warszawa: Difin.
- Międzynarodowy Standard Rachunkowości MSR 38, *Wartości niematerialne*, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, L 320/252, 29.11.2008.
- Migdał-Najman, K., Najman, K. (2018). Profilowanie, oczyszczanie i zapobieganie powstawaniu dirty data. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu – Research Papers of Wrocław University of Economics*, 508, 146–156.
- Mirota, F. (2019). Zastosowanie metaanalizy w badaniu dynamiki dostosowań transakcyjnej rezerwy płynności przedsiębiorstw. *Wiadomości Statystyczne. The Polish Statistician*, 64(5), 48–73.
- Mirota, F., Nehrebecka, N. (2018). Determinanty transakcyjnej rezerwy płynności finansowej w spółkach giełdowych w Polsce. *Gospodarka Narodowa. The Polish Journal of Economics*, 295(3), 75–102.
- Montejano, J., Monkkonen, P., Guerra, E., Caudillo, C. (2019). *The Costs and Benefits of Urban Expansion: Evidence from Mexico, 1990–2010*. Lincoln Institute of Land Policy.
- Motyłska-Kuźma, A., Wieprow, J. (2013). *Decyzje finansowe w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Difin.
- Nesterak, J., Żmuda, J. (2005). Statyczna a dynamiczna ocena płynności finansowej przedsiębiorstwa. *Zeszyty Naukowe – Wyższa Szkoła Ekonomii i Informatyki w Krakowie*, nr 1734–5391, z. 3, 73.
- North, D. (1955). Location Theory and Regional Economic Growth. *Journal of Political Economy*, 63(3), 243–258.
- Nowak, E. (2000). Wskaźniki finansowe jako źródło informacji analityczne. *Controlling i Rachunkowość Zarządcza*, 12, 35.
- Nowak, M. (2002). *Ocena zdolności kredytowej i ryzyka kredytowego*. Poznań: Wydawnictwo BODiE.
- Olzacka, B., Pałczyńska-Gościński, R. (2002). *Jak ocenić firmę*. Gdańsk: ODDK.
- Ossowski, M. (2005). Metody budżetowania. *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, 2, 161.
- Ostapiuk, A. (2017). Matematyzacja ekonomii – grzech pierworodny? Wieloaspektowa analiza wpływu i przyczyn. *Ekonomia XXI Wieku*, 1(13), 91–104.
- Ostaszewski, J. (1991). *Ocena efektywności przedsiębiorstwa według standardów EWG*. Warszawa: Centrum Informacji Menedżera.
- Ostaszewski, J. (1993). *Analiza finansowa i wycena firmy według standardów EWG*. Warszawa: Centrum Informacji Menedżera.
- Ostaszewski, J., Cicerko, T., Kreczmańska-Gigol, K., Russel, P. (2009). *Finanse spółki akcyjnej*. Warszawa: Difin.
- Panfil, M. (2006). Wprowadzenie do wyceny spółek. [w:] M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Metody wyceny spółki – perspektywa klienta i inwestora* (s. 35). Warszawa: Wydawnictwo Poltext.
- Panfil, M. (2009). *Wycena biznesu w praktyce – metody, przykłady*. Warszawa: Wydawnictwo Poltext.
- Panfil, M., Szablewski, A. (red.). (2011). *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*. Warszawa: Wydawnictwo Poltext.
- Parkitna, A., Górski, A. (2008). Czynniki wpływające na zarządzanie gotówką operacyjną w mikro- i małych przedsiębiorstwach. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 47, 109–119.

- Pasieczny, J. (2013). *Biznesplan*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Patena, W. (2010). Zastosowanie technik iteracyjnych w wycenie przedsiębiorstwa – wycena Emcinsmed S.A. *e-Finanse. University of Information Technology and Management, Institute of Financial Research and Analysis*, 6, 15–27.
- Patena, W. (2011). *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wolters Kluwer.
- Pawłowicz, L. (2015). Alokacja i zarządzanie kapitałem. [w:] L. Pawłowicz, J.K. Bielecki (red.), *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej* (s. 163). Warszawa: CeDeWu.
- Penc, J. (2001). *Strategiczny system zarządzania*. Warszawa: Agencja Wydawnicza Placet.
- Pluta, W. (red.). (2004). *Finanse małych i średnich przedsiębiorstw*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Płoch, J. (red.). (2012). *Rekomendacje Zespołu Ministra Sprawiedliwości ds. Nowelizacji Prawa Upadłościowego i Naprawczego*. Warszawa: Ministerstwo Sprawiedliwości RP.
- Pociecha, J., Pawełek, B., Baryła, M., Augustyn, S. (2014). *Statystyczne metody prognozowania bankructwa w zmieniającej się koniunkturze gospodarczej*. Kraków: Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.
- Podobińska-Staniec, M., Celej, M. (2013). *Kapitał intelektualny a restrukturyzacja przedsiębiorstw*.
- Porter, M.E. (2000). *Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Postek, L., Puchalska, K. (2012). Rola czynników strukturalnych w kształtowaniu się wskaźnika płynności gotówkowej polskiego sektora przedsiębiorstw. *Bank i Kredyt*, 43, 60.
- Pratt, S.P., Grabowski, R.J. (2009). Cost of Capital in Valuation. *Stock by the Income Approach: Updated for an Economy in Crisis, The Value Examiner*, 141.
- Prędkiewicz, K. (2007). Płynność finansowa przedsiębiorstw z sektora MSP – wyniki badań empirycznych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 458. Ekonomiczne Problemy Usług*, 10, 297.
- Prędkiewicz, K. (2010). Wielkość przedsiębiorstwa a płynność finansowa – wyniki badań empirycznych. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 98. Finanse przedsiębiorstw*, 261.
- Prusak, B. (2017). Wycena przedsiębiorstw będących w trudnej sytuacji finansowej. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, 153, 121–141. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Prysiński, Ł. (2013). Płynność i rotacja aktywów jako narzędzia zarządzania bezpieczeństwem finansowym firmy w warunkach spowolnienia gospodarczego. *Zarządzanie i Finanse*, 4, 175.
- Ravitz, J., Hixson, N., English, M., Mergendoller, J. (2012). *Using project based learning to teach 21st century skills: Findings from a statewide initiative*. American Educational Research Association Conference, Vancouver, Canada 2012 Apr 16 (Vol. 16).
- Richards, V.D., Laughlin, E.J. (1980). A cash conversion cycle approach to liquidity analysis. *Financial Management*, 9(1), 32.
- Rollins, Ch. (1957). StoryTelling – Its Value and Importance. *Elementary English*, 34(3), *Creative Writing and Story Telling for Today's Schools* (March, 1957), 164–166.
- Rusak, O. (2015). Ryzyko kredytowe jako jedno z ryzyk w działalności banku. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego w Siedlcach nr 104*, 275.
- Rybicki, P. (2003). *Sprawozdanie finansowe źródłem informacji o firmie*. Warszawa: Poltext.
- Ryżewska, S. (2009). *Bankowa analiza przedsiębiorstwa na potrzeby oceny ryzyka kredytowego*. Poznań: Bankowy Ośrodek Doradztwa i Edukacji Sp. z o.o.
- Sadkowska, J., Klimek, J., Żelazko, B., Leszczewska, K. (2018). Postawy sukcesyjne studentów kierunków ekonomicznych – aspekt teoretyczny i wyniki badania pilotażowego. *Przedsiębiorczość i Zarządzanie*, t. 19, z. 7, cz. 1. *Firmy rodzinne – zarządzanie, rozwój, przedsiębiorczość*, 41–56.
- Sappideen, R. (2011). Focusing on corporate short-termism. *Singapore Journal of Legal Studies*, 412–431.

- Seavoy, R.E. (1972). Laws to Encourage Manufacturing: New York Policy and the 1811 General Incorporation Statute. *The Business History Review*, 46(1), 85–95.
- Siciński, J. (2018). Wybrane systemy wczesnego ostrzegania w predykcji upadłości europejskich linii lotniczych w latach 2009–2017. *Zarządzanie i Finanse*, 3(1), 263–277.
- Siciński, J. (2020). Negative Externalities of Shareholder Value Orientation and Its Impact on Global Financialization. *Acta Scientiarum Polonorum. Oeconomia*, 19(2), 71–78.
- Siciński, J. (2020). Tworzenie i przechwytywanie wartości jako czynnik rozwoju przedsiębiorstwa. [w:] M. Wiśniewska, P. Antonowicz, M. Szymańska-Brałkowska (red.), *Zarządzanie rozwojem przedsiębiorstwa: perspektywa nauki i praktyki gospodarczej*, t. 1 (s. 47–60). Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Sierpińska, M., Jachna, T. (2004). *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Sierpińska, M., Jachna, T. (2007). *Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Sierpińska, M., Wędzki, D. (1997). *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Siudak, D. (2013). *Pomiar procesów migracji wartości przedsiębiorstw na polskim rynku kapitałowym*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Skowronek-Mielczarek, A., Leszczyński, Z. (2008). *Analiza działalności i rozwoju przedsiębiorstwa*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Skwara, M. (2004). Opcje rzeczowe – nowe spojrzenie na wycenę. [w:] A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy* (s. 249). Warszawa: Wydawnictwo Poltext.
- Smaciarz, N., Siciński, J. (2020). Behawioralne uwarunkowania bankructw i upadłości przedsiębiorstw. [w:] P. Antonowicz, P. Galiński, P. Pisarewicz (red.), *Spoleczny, środowiskowy i jakościowy wymiar kreacji wartości organizacji* (s. 67–72). Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Smaga, K. (2008/2009). Postępowanie naprawcze. Prawda i mity. *Magazyn Stowarzyszenia Lubelski Klub Biznesu*, 28–29.
- Smith, G.V., Parr, R.L. (1994). *Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets. Second edition*. Nowy Jork: John Wiley & Sons Inc.
- Stabryła, A. (2000). *Zarządzanie strategiczne w teorii i praktyce firmy*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Stępień, K. (2008). *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw*. Warszawa: Difin.
- Stypułkowski, C. (2010). Too Big to Fail – różne koncepcje działań. *Bezpieczny Bank*, 3(42), 92–100.
- Szczepaniak, J. (1992). *Ocena przedsiębiorstwa na podstawie sprawozdań finansowych*. Łódź: EKORNO.
- Szczepaniak, P. (2014). Kapitał własny w sektorach niefinansowych w Polsce w latach 2009–2011. *Nauki o Finansach*, 3, 155–126.
- Szczepankowski, P. (2015). Koszt kapitału. [w:] L. Pawłowicz, J.K. Bielecki (red.), *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej* (s. 125–126). Warszawa: CeDeWu.
- Szczęsny, W. (2019). *Przesłanki decyzji finansowych w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Difin.
- Szreder, M. (2015). Probabilistyczne aspekty zarządzania ryzykiem. *Problemy Zarządzania*, 3(55), t. 2, 47–55.
- Świdarska, G.K. (red.). (2003). *Sprawozdanie finansowe bez tajemnic*. Warszawa: Difin.
- Świetlik, W. (2005). *Analiza działalności gospodarczej przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wyższa Szkoła Ekonomiczna.
- Trocki, M. (2012). *Nowoczesne zarządzanie projektami*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Tuczko, J. (2000). *Zrozumieć finanse firmy*. Warszawa: Difin.

- Tyran, M.R. (2000). *Wskaźniki finansowe*. Warszawa: Dom Wydawniczy ABC.
- Urbańczyk, E. (red.). (2001). *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*. Szczecin: Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego.
- Walentek, D. (2019). Koncepcja Work Life Balance a efektywność pracy. *Archiwum Wiedzy Inżynierskiej*, t. 4, 1, 19–21.
- Walków, M. (2020). *Pokolenia na rynku pracy w Polsce – kim są baby boomers, X, Y i C?* <https://businessinsider.com.pl/>, dostęp: 10.05.2020.
- Waśniewski, P. (2011). Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jako narzędzie sterowania jego działalnością. *Studia i prace wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania*, 21, 127–128.
- Waśniewski, T. (1997). *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*. Warszawa: FRRwP.
- Wędzki, D. (2002). *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*. Kraków: Oficyna Wydawnicza.
- Wędzki, D. (2009). *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, t. 2. Kraków: Wolters Kluwer.
- Wieczorek-Kosmala, M., Błach, J. (2015). Ocena zapotrzebowania na kapitał ryzyka w przedsiębiorstwie – propozycja wykorzystania wskaźników finansowych. *Finanse: czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN*, 1(8), 171.
- Wiercińska, A. (2008). Granice między kreatywną, agresywną i oszukańczą rachunkowością. *Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego*, 2, 141–150.
- Wrońska-Bukalska, E. (2014). Zróżnicowanie branżowe poziomu I struktury kapitału własnego. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H, XLVIII*, 393–402.
- Wójciak, M. (2007). *Metody oceny ryzyka kredytowego*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych w 2019 roku*, Informacje Sygnalne 23.03.2020, GUS, Warszawa 2020, s. 2.
- Wypych, M. (2012). Struktura aktywów a złote reguły finansowania (na przykładzie spółek giełdowych). *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 261, 478–488.
- Zagórski, H. (2008). Znaczenie płynności finansowej w zarządzaniu przedsiębiorstwem. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, vol. XLII, 12. Sectio H. Oeconomia*, 42, 173.
- Zaleska, M. (2005). *Ocena ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Zarzecki, D. (1999). *Metody wyceny przedsiębiorstw*. Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.
- Zawadzka, D. (2009). Empiryczna ocena płynności finansowej w mikro i małych przedsiębiorstwach: ujęcie porównawcze. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 540. *Ekonomiczne Problemy Usług*, 34, 610.
- Zawiła, M. (2019). Upadłości konsumencka – nowe rozwiązania na gruncie ustawy – prawo upadłościowe 1. *Doradztwo Prawne i Podatkowe RB Biuletyn*, 12.
- Zelek, A. (2009). Kryzys czyścic. *Marketing w Praktyce*, 1(131), 30.
- Ziemski, J. (2016). Mapa ryzyka jako mieszaną metodą oceny ryzyka w przedsiębiorstwie. *Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej. Organizacja i Zarządzanie*, 96, 552–555.
- Zimmerman Filipiak Restrukturyzacja S.A.: *Restrukturyzacje w Polsce. Raport za trzeci kwartał 2019 r. Statystyki i analizy*. SPOTDATA, s. 11.
- Ziomek, W. (2018). *Przedsiębiorcy stoją w kolejkach do restrukturyzacji. Sądy nie dają rady*. Money.pl, dostęp: 04.05.2018.
- Zuba, M. (2009). Związek rentowności i płynności finansowej przedsiębiorstwa. *Zeszyty Naukowe WSEI w Lublinie, seria Oeconomia*, 1, 29–44.
- Zyga, J. (2014). Miejsce modelu ekonometrycznego w wycenie nieruchomości. *Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach. Studia Ekonomiczne. Inwestycje i nieruchomości: wybrane zagadnienia*, 204.

Źródła internetowe

- <https://towardsdatascience.com/applied-machine-learning-models-for-improved-startup-valuation-a7b180fee127> (dostęp: 25.02.2021)
- <https://lawandcrime.com/high-profile/theranos-founder-elizabeth-holmess-pregnancy-announcement-delays-her-highly-anticipated-fraud-trial/> (dostęp: 25.03.2021)
- <https://www.polityka.pl/tygodnikpolityka/nauka/1779882,1,rzadza-nami-liczby.read> (dostęp: 29.03.2021)
- <https://www.tygodnikpowszechny.pl/ostroznie-ze-statystyka-162913> (dostęp: 23.03.2021)
- <https://adwokat-wroclaw.biz.pl/koszty-postepowania-restrukturyzacyjnego/> (dostęp: 19.03.2021)
- <https://www.forbes.com/sites/jimcollins/2020/06/15/stay-away-from-hertz-stock/?sh=18bcb1e1db3> (dostęp: 29.03.2021)
- <https://businessinsider.com.pl/cd-projekt-drozeje-przez-elona-muska-ktory-wciaz-cos-pisze-o-cyberpunku/52ff5q7> (dostęp: 26.02.2020)
- <https://www.stern.nyu.edu/faculty/bio/edward-altman> (dostęp: 20.09.2020)
- <https://www.pb.pl/tworca-wskaznika-altmana-oczekuje-serii-wielkich-bankructw-996813> (dostęp: 15.07.2020).
- <https://hbr.org/2003/12/the-social-cost-of-fraud-and-bankruptcy>
- <http://www.coface.pl/Aktualnosci-i-media/Biuro-prasowe/Upadlosci-i-restrukturyzacje-firm-w-Polsce-w-2019-roku> (dostęp: 23.02.2020)
- <http://zimmermanfilipiak.pl/prawo-restrukturyzacyjne/postepowanie-sanacyjne.html> (dostęp: 23.02.2021)
- <http://www.infoveriti.pl/> (dostęp: 01.05.2020)
- <https://www.imsig.pl/> (dostęp: 01.01.2020)
- <https://www.imsig.pl/> (dostęp: 01.01.2020)
- <https://www.gpw.pl/podstawy-inwestowania-na-gieldzie> (dostęp: 15.01.2021)
- Facebook, *Internet World Stats*, dane na Q3 2019 (dostęp: 01.06.2020)
- www.coig.com.pl (dostęp: 01.01.2020)
- <https://bdl.stat.gov.pl/BDL/metadane/grupy/25> (dostęp: 23.04.2020)
- <http://www.sejm.gov.pl/>

Akty prawne

- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Dz.U. 2020.0.1740
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 1994 nr 121 poz. 591
- Ustawa z dnia 6 września 2001 r. o dostępie do informacji publicznej, Dz.U. nr 112, poz. 1198 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe, Dz.U. 2003 nr 60 poz. 535 (wcześniejsze brzmienie ustawy: ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze – do 31.12.2015 r.).
- Ustawa z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów, Dz.U. 2007 nr 50 poz. 331
- Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne, Dz.U. 2015 poz. 978
- Ustawa o wydawaniu Monitora Sądowego i Gospodarczego, Dz.U. 2018 poz. 1795

Uzasadnienie rządowego projektu ustawy – Prawo restrukturyzacyjne, VII kadencja, druk sejm. nr 2824,
<http://www.sejm.gov.pl/> (dostęp: 29.05.2020)

Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 24 grudnia 2007 r. w sprawie Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD), Dz.U. 251, poz.1885, z późn. zm.

Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 12 grudnia 2017 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD), Dz.U. poz. 2440

Podjęta przez Autorów problematyka jest niezwykle aktualna i ważna zarówno z teoretycznego jak i praktycznego punktu widzenia. Autorzy dokonali holistycznego spojrzenia z jednej strony na procesy restrukturyzacyjne przedsiębiorstw, a z drugiej strony – na procesy upadłościowe. Zaletą publikacji jest rzetelna kwerenda studiów literaturowych oraz interesujące wnioski, polemiki, dygresje i wywody Autorów będące cennym wkładem do nauki – w szczególności w nurcie badań nad bankructwami, restrukturyzacjami i upadłościami.

Prof. dr hab. Anna Szelągowska

Problematyką monografii jest zagadnienie sytuacji kryzysowej i pogarszającej się sytuacji ekonomiczno-finansowej w przedsiębiorstwach, a zatem niezwykle ważna, a także jak pokazała wciąż trwająca pandemia (COVID-19), aktualna kwestia w badaniach naukowych. Autorzy monografii zamieścili w niej bardzo kompleksową wiedzę i praktyczne zastosowania w biznesie, co stanowi wartość dodaną publikacji.

dr hab. Paweł Dec, prof. SGH

Autorzy monografii to pracownicy naukowo-dydaktyczni Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, reprezentujący: Zakład Rozwoju i Restrukturyzacji Przedsiębiorstw w Katedrze Ekonomiki Przedsiębiorstw oraz Katedrę Bankowości i Finansów UG. Specjalizują się szeroko pojętej problematyce finansów, przedsiębiorczości, ekonomice rozwoju i restrukturyzacji oraz upadłości przedsiębiorstw:



Dr hab. Paweł Antonowicz, prof. UG – profesor Uniwersytetu Gdańskiego, prodziekan ds. Nauki Wydziału Zarządzania UG, kierownik Katedry Ekonomiki Przedsiębiorstw, autor ponad 140 publikacji naukowych oraz licznych ekspertyz na rzecz otoczenia społeczno-gospodarczego, w tym m.in. książek z zakresu zarządzania strategicznego i opomiarowania organizacji (BSC, MBO, KPI), upadłości oraz restrukturyzacji przedsiębiorstw; w praktyce gospodarczej: CEO w ASAP Team Sp. z o.o.



Dr Alicja Antonowicz – adiunkt w Katedrze Ekonomiki Przedsiębiorstw na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, specjalizująca się analizie ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw, doradztwie gospodarczym, mikroekonomii, rozwoju sektora MSP oraz szeroko pojętej przedsiębiorczości, a także formach współdziałania przedsiębiorstw; autorka licznych publikacji z zakresu franczyzowej kooperacji podmiotów gospodarczych.



Dr Jędrzej Siciński – adiunkt w Katedrze Ekonomiki Przedsiębiorstw Wydziału Zarządzania UG; autor publikacji z zakresu systemów wczesnego ostrzeżenia przed upadłością przedsiębiorstw i z obszaru zarządzania wartością; certyfikacja międzynarodowa: CIMA Cert Ba; poza działalnością naukowo-dydaktyczną zaangażowany w procesy komercjalizacji wiedzy akademickiej oraz jej transferu (uczelnia-biznes), jako menedżer ds. rozwoju i innowacji w Univentum Labs sp. z o.o.



Dr Patryk Kaczmarek – autor publikacji z zakresu zarządzania ryzykiem w instytucjach finansowych, nadzoru bankowego, restrukturyzacji przedsiębiorstw i zarządzania ryzykiem kredytowym w finansowaniu innowacji; laureat nagrody Prezesa BFG; w praktyce gospodarczej: CEO w Project Finance Sp. z o.o.; konsultant ds. sprawozdawczości instytucji finansowych.
