

CHARAKTERYSTYKA DYWESTYCJI W RAMACH RESTRUKTURYZACJI PODMIOTU GOSPODARCZEGO W SYTUACJI KRYZYSU

Sebastian Bajon¹

Uniwersytet Warszawski
Wydział Zarządzania

Streszczenie: Restrukturyzacja przedsiębiorstwa stanowi wielkie wyzwanie dla kadry menedżerskiej. Jest to bowiem proces niełatwy i skomplikowany w swojej strukturze i jako taki wymaga zastosowania odpowiedniego instrumentarium, by przedsiębiorstwa znajdujące się w sytuacjach kryzysowych mogły przetrwać na rynku. Celem niniejszego artykułu jest uporządkowanie wiedzy o dywestycjach jako narzędziach stosowanych w ramach procesu naprawczego firm. Autor na podstawie analizy literatury krajowej i zagranicznej wskazuje główne sposoby przeprowadzenia tego procesu, jego cele, jak również efekty mogące towarzyszyć temu rozwiązaniu.

Słowa kluczowe: dywestycje, kryzys organizacyjny, restrukturyzacja

DOI: 10.17512/znpcz.2019.1.01

Wprowadzenie

Pojawienie się kryzysu w organizacji z natury rzeczy ma charakter destrukcyjny. Z drugiej jednak strony pobudza on kadre zarządzającą do podejmowania środków zaradczych, by ten kryzys wyeliminować, wykazując przy tym swoje umiejętności i kompetencje. Bardzo często w sytuacji zagrożenia podejmowane są decyzje o wdrożeniu działań naprawczych, przybierających formę restrukturyzacji przedsiębiorstwa.

Celem nadrzędnym niniejszego opracowania jest przedstawienie wybranych rodzajów dywestycji jako działań o charakterze planowym, polegających na ograniczeniu skali i zakresu prowadzonej działalności lub ograniczeniu wykorzystywanych zasobów, umożliwiających przywrócenie w przedsiębiorstwie równowagi organizacyjnej. Artykuł ma tym samym charakter przeglądowy, a jego treść odzwierciedla wnikliwą analizę literatury krajowej, jak i zagranicznej, dotyczącej opisywanego zjawiska, która umożliwiła usystematyzowanie dotychczasowej wiedzy o narzędziach wykorzystywanych w ramach dywestycji.

Kryzys w organizacji a potrzeba jej restrukturyzacji

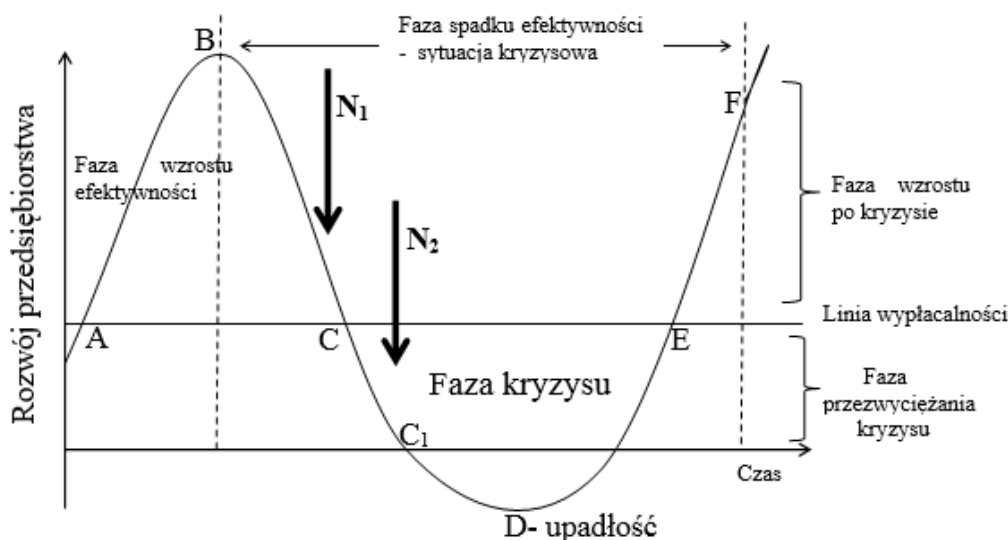
Złożony źródłosłów kryzysu odzwierciedla charakter tego zjawiska. W języku łacińskim odnajdziemy jego etymologię w zapisie „*cernere*” – „oddzielić”, podobnie

¹ Sebastian Bajon, mgr, sbajon@wz.uw.edu.pl, ORCID: 0000-0003-2402-5600

w języku greckim „*krinein*” znaczy „oddzielać” (Wawrzyniak 1985, s. 10). Chiński „kryzys” z kolei to zlepek dwóch znaków, z których jeden odczytujemy jako „niebezpieczeństwo”, drugi zaś jako „szansę” (Kim 1998, s. 509). Można zatem wnioskować, że kryzys jest szczególnym momentem w życiu organizacji, który oddziela przeszłość od przyszłości. Czy przyszłość ta natomiast przyniesie zagrożenie czy szansę, zależy od działań dostosowawczych czy też ratunkowych podejmowanych przez management.

Kryzys w literaturze charakteryzuje się jako stan zagrażający przetrwaniu firmy i realizacji jej celów, stwarzający tym samym warunki silnej presji (Hermann 1963, s. 63). Wskazuje się przy tym, że u jego podstaw leżą wewnętrzne i zewnętrzne czynniki ryzyka, które powodują, że jest on następstwem nieplanowanych zdarzeń, zagrażających normalnemu funkcjonowaniu przedsiębiorstwa (Oldcorn 1989, s. 237). Kryzys traktować należy jako stały element życia organizacji, przy zastrzeżeniu jednak, że jest to sytuacja nagła, zaskakująca i jako taka cechująca się ograniczoną zdolnością menedżerów do podejmowania decyzji (Wieczerzyńska 2009, s. 17).

To ostatnie stwierdzenie bardzo trafnie wykorzystał R. Wróblewski, wkomponując sytuację kryzysową i sam kryzys w proces rozwoju organizacji (*Rysunek 1*).



Rysunek 1. Schemat ideowy kryzysu na tle procesu rozwojowego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie (Wróblewski 2010, s. 51)

Pełny cykl rozwojowy kryzysu składa się z trzech zasadniczych etapów:

1. stadium wzrostu nieefektywności,
2. stadium kryzysu, a w przypadku zmian charakteryzujące się działaniami naprawczymi,
3. stadium wzrostu po kryzysie.

Opanowanie sytuacji kryzysowej, w tym także stricte kryzysu, jest możliwe poprzez podjęcie działań nadzwyczajnych, które swoim zakresem i siłą oddziaływania będą w stanie usunąć jej przyczyny.

W panujących realiach sytuacji kryzysowej mamy zatem do czynienia z procesem, w którym przedsiębiorstwo przechodzi od fazy wzrostu (faza wyjściowa – odc. AB) do fazy charakteryzującej się znaczącym spadkiem efektywności (odc. BC). Spadek efektywności należy ograniczać działaniami naprawczymi – N_1 , N_2 , które z reguły umożliwić powinny przejście z punktu C na krzywą EF, a więc do fazy wzrostu po kryzysie, do kolejnego stanu odznaczającego się stabilnością finansową i wysokim poziomem bezpieczeństwa. Niezbędnym i koniecznym warunkiem przywrócenia równowagi, a tym samym i efektywności ekonomicznej firmie jest implementacja odpowiednich zmian. Najlepszym momentem na wprowadzenie takiej zmiany jest faza oznaczona jako odcinek BC, czyli moment zanim przedsiębiorstwo utraci swoją płynność finansową. Wprowadzenie zmiany N_2 jest bardziej ryzykowne, niemniej jednak może ono jeszcze uchronić firmę przed upadłością. W innym przypadku organizacja znajdzie się na krzywej CC_1 , co będzie oznaczało jej niewypłacalność i wzrost zadłużenia, w efekcie których nastąpi bankructwo podmiotu gospodarczego – pkt D (Wróblewski 2010, s. 50-51).

Kryzys może dotknąć każdą organizację. Czasem prowadzi on do zakończenia działalności przedsiębiorstwa, a w efekcie likwidacji, czasem motywuje, powodując jego sukces. Wszystko jednak jest uzależnione od tego, jak wcześnie dostrzeżone zostaną jego przyczyny i objawy, oraz od tego, jakie działania antykryzysowe zostaną podjęte przez kierownictwo firmy. Zatem poprawne i szybkie zdiagnozowanie przyczyn kryzysu jest podstawowym elementem sprawnego i skutecznego zarządzania przedsiębiorstwem znajdującym się w sytuacji kryzysowej, bo to właśnie w zależności od skutecznej diagnozy opracowuje się, a następnie wdraża adekwatne programy naprawcze. Dokonanie dywestyacji może stanowić takie rozwiązanie restrukturyzacyjne, ponieważ dzięki zmianom w potencjale przedsiębiorstwa oraz rezygnacji z najmniej efektywnych zasobów można uchronić przedsiębiorstwo od likwidacji (Wojewodziec 2010, s. 100).

Dywestycje jako narzędzie restrukturyzacji przedsiębiorstwa

Problem dywestyacji (często zamiennie używa się też określenia „deinwestycje” lub „dezinwestycje”) w literaturze pojawił się już w latach 70. ubiegłego wieku, głównie za przyczyną prac Lovejoya (1971) czy Boddewyna (Boddewyn 1976; 1979). Określane są one jako dobrowolne (planowane) lub wymuszone (doraźne) sytuacją kryzysową ograniczanie zakresu i skali działania przedsiębiorstwa oraz zaprzestanie części działalności (Wojewodziec 2010, s. 98). Często dywestycje traktuje się na równi z pojęciem *downsizing*, definiowanym jako zmniejszanie skali działalności. W obszarze restrukturyzacji przedsiębiorstwa znajdującego się w kryzysie dywestycje będą to zatem działania oparte na opracowanym planie restrukturyzacji, dążące do poprawy jego wyników finansowych poprzez rezygnację z części działalności i wydalenie jej poza ramy dotychczas istniejącej organizacji.

W tym kontekście postrzegane mogą być one jako zwiastun nadchodzącego bankructwa lub likwidacji przedsiębiorstwa, dlatego też traktowane są na równi ze strategią zmierzającą do optymalizacji jego rozmiarów rzeczowych, finansowych, a także ludzkich (Osbert-Pociecha 1995, s. 24). Działania dywestycyjne to warunek racjonalizacji wielkości organizacji (w sensie zasobów, infrastruktury). Stanowią one bowiem instrument „odchudzania”, umożliwiający skorygowanie dotychczasowego modelu biznesowego, czego następstwem może być wprowadzenie nie tylko zmian naprawczych, ale i tych o charakterze antycypacyjnym/rozwojowym (Bujak, Puszek-Mochowczyk, Zamiar 2010, s. 7).

Niewątpliwie potrzebę dywestycji sygnalizowali już w swoich pracach J.A. Schumpeter oraz P.F. Drucker. U pierwszego z autorów takiego postulatu należałoby doszukiwać się w koncepcji „twórczej destrukcji”, według której nowe i lepsze można zbudować tylko wtedy, kiedy stare zostanie zniszczone. Istotną więc rolę w procesie wyprowadzania przedsiębiorstwa z kryzysu poprzez mechanizmy „twórczej destrukcji” będą pełniły innowacje (*spin-off*), kreatywność i przedsiębiorczość (*spin-out*) (Stępnicka 2013, s. 34). Podobnie twierdził Drucker, mianowicie, że rozwój nie rodzi się na bazie decyzji, gdzie i jak przedsiębiorstwo ma się rozwijać, a w drodze decyzji, z czego należy zrezygnować, aby taki wzrost mu zapewnić (Drucker 1985, s. 69; Bujak, Puszek-Mochowczyk, Zamiar 2010, s. 3).

Przedsiębiorstwo znajdujące się w sytuacji kryzysowej z całą stanowczością dąży do tego, aby wykorzystane narzędzia naprawcze przyczyniły się do poprawy bieżącej (operacyjnej) i długofalowej (strategicznej) pozycji wewnętrznej (finansowej, organizacyjnej, kadrowej) i zewnętrznej (rynkowej). Dywestycje mające ten cel realizować powinny zatem doprowadzić do ujednoczenia struktury organizacyjnej, poprawy zarządzania, wzrostu płynności finansowej, jak również przyczynić się do optymalizacji kosztów firmy i poziomu zatrudnienia. W zależności od celu i źródła kryzysu w literaturze postuluje się, że dywestycje powinny uwzględniać trzy wymiary działalności (Moschieri, Mair 2005, s. 5):

1. Wymiar prawny. W tym aspekcie dywestycje muszą zostać przeprowadzone zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa.
2. Wymiar strategiczny. W tej płaszczyźnie dywestycje: powinny zostać dobrane, aby zmniejszyć nadmierną dywersyfikację, by w ten sposób skupić się na działalności podstawowej; powinny przyczynić się do restrukturyzacji aktywów firmy; zwiększyć wydajność; przyczynić się do wzrostu innowacyjności i przedsiębiorczości.
3. Wymiar rynkowy. W wymiarze rynkowym dywestycje powinny reagować na zmiany konkurencji na szczeblu sektorowym i umożliwić odbudowę pozycji przedsiębiorstwa wśród innych spółek.

Niewątpliwie do tej listy należy dopisać jeszcze jeden wymiar – wymiar finansowy. W tym ujęciu dywestycje powinny przyczynić się do poprawy wypłacalności przedsiębiorstwa jako wyznacznika jego kondycji finansowej i podstawy wszczęcia postępowania upadłościowego oraz do pozyskania dodatkowych przepływów pieniężnych, które można przeznaczyć na spłatę wymagalnych zobowiązań lub na inwestycje.

Mając na uwadze znaczenie opisywanego zjawiska w procesach naprawczych, poniżej w tabeli scharakteryzowano, jak działania dywestycyjne wpisują się w wypracowane w ostatnich latach teorie ekonomiczne (Tabela 1).

Tabela 1. Teoretyczne ujęcie działań dywestycyjnych w ramach restrukturyzacji przedsiębiorstwa w kryzysie

Teoria	Ujęcie dywestycji w teorii
Teoria internalizacji	<p>Motywy do rozpoczęcia internalizacji będzie wysoki poziom kosztów transakcyjnych w kontaktach z podmiotami zewnętrznymi. Utworzenie filii zagranicznych przez przejęcie funkcji dotychczasowych dostawców lub odbiorców zewnętrznych, czyli drogą integracji pionowej, pozwala ich uniknąć.</p>
Teoria lokalizacji	<p>Z uwagi na fakt, że koszty działalności gospodarczej i dochody z tytułu jej prowadzenia zależą od jej położenia przy założeniu racjonalnego wyboru, jednostki mogą decydować się na zmianę lokalizacji swojego biznesu poprzez dywestycje zagraniczne.</p>
Teoria biologiczna	<p>Ostatni cykl życia organizacji – kłopoty, stagnacja bardzo często kończy się dezinwestycjami, organizacje mają bowiem zdolność przeciwdziałania kryzysom.</p>
Teoria behawioralna	<p>Nawiązując do teorii agencji zauważa się, że w przedsiębiorstwach działają ludzie o różnych celach. W przypadku gdy cele te są sprzeczne lub nie może dojść do zawiązania koalicji do obrony tych celów, może dojść do alokacji zasobów i oddzielenia od siebie antagonistycznych jednostek.</p>
Teoria finansów	<p>Słabe wyniki finansowe jednostki będą czynnikiem zachęcającym do dezinwestycji, ale może do niej dojść, nawet gdy one nie wystąpią. Dezinwestycja wówczas może być skutkiem braku pojawienia się oczekiwanej synergii pomiędzy nowymi i starymi jednostkami.</p>
Teoria przewagi konkurencyjnej	<p>Przedsiębiorstwo dąży do uzyskania trwałej przewagi konkurencyjnej zwykle poprzez niskie koszty lub zróżnicowanie swoich produktów. Zaangażowanie w walkę konkurencyjną dla jednych oznacza przetrwanie, dla innych – wyginięcie, wyparcie z rynku (dezinwestycja całej firmy lub części jej niektórych jednostek).</p>
Teoria strategicznej odnowy organizacji	<p>Strategiczna odnowa organizacji oznacza zmianę modelu biznesu, w rezultacie którego powstaje nowa ścieżka rozwojowa przedsiębiorstwa. Jest skutkiem spadku wsparcia ze strony interesariuszy, dużych przeobrażeń w otoczeniu (głównie rynkowym), drastycznego spadku efektywności ekonomicznej, istotnych zmian u konkurencji. Nowe strategie odnowy powinny prowadzić do osłabienia lub eliminacji przyczyn spadku wyników działalności, na przykład sprzedaży jednostki, która przynosi straty.</p>

Źródło: (Nowara 2013, s. 201-211)

Jak pokazano w *Tabeli 1*, podstawy dywestycji można znaleźć w różnych teoriach i koncepcjach. Niezależnie jednak od ich teoretycznej obudowy, ważne jest, aby ich praktyczne zastosowanie przyczyniło się do osiągnięcia celów, jakie są przed nimi stawiane zarówno na poziomie operacyjnym, jak i strategicznym.

Charakterystyka wybranych działań dywestycyjnych

Zagrożone bankructwem przedsiębiorstwo o złożonej strukturze organizacyjnej może podjąć działania mające na celu tę strukturę wyszczuplić. Może się to odbyć przy zastosowaniu strategii dywestycyjnych, wśród których wyróżnić możemy instrumentarium takie jak (Moschieri, Mair 2005, s. 3):

- *sell-off*,
- *spin-off*,
- *spin-out*,
- *carve-out*,
- *split-off*,
- *split-up*,
- *leveraged buy-out* (LBO),
- *management buy-out* (MBO).

Niezależnie od przyczyn, w każdej z wyżej wymienionych strategii spółka matka przechodzi przez proces wydzielenia i przekazania części jej działalności na zewnątrz.

W transakcjach typu *sell-off* przedsiębiorstwo wyprzedaje część swojej działalności, linię produkcyjną bądź swoją spółkę zależną innej firmie. Podczas tej wyprzedaży nie dochodzi do utworzenia żadnego nowego podmiotu gospodarczego, lecz do przekazania za gotówkę, papiery wartościowe lub przejęcie długu, aktywów firmie nabywającej (Powers 2001, s. 4). W takiej transakcji wyprzedane aktywa są absorbowane przez podmiot przejmujący i stają się jego częścią, automatycznie zwiększając jego wartość. Angażując się w tego typu rozwiązanie, spółki najczęściej wydzielają i sprzedają aktywa o niskiej wartości lub niezwiązane bezpośrednio z głównym obszarem ich działalności. W dużych grupach kapitałowych o niejednorodnym profilu działalności przyczynia się to do poprawy ich rentowności i poziomu długoterminowej rynkowej stopy zwrotu (Desai, Jain 1999, s. 76). W transakcjach typu *sell-off* spółka sprzedająca traci wszelkie powiązania z jednostką zbywaną.

W przypadku zastosowania narzędzia typu *spin-off* wydzielona część przedsiębiorstwa / spółka zależna uzyskuje swoją niezależność, a jej udziały są rozdystrybuowane pomiędzy akcjonariuszy spółki dominującej, przez co to oni sprawują kontrolę nad tak powstałym podmiotem (Moschieri, Mair 2005, s. 4). Podział taki przyczynia się do obniżenia kosztów agencji oraz tworzenia tarczy podatkowej (John 1993, s. 139). W sytuacji gdy wydzieleniu podlega jednostka niepowiązana z podstawową działalnością przedsiębiorstwa, polepszeniu ulega jej rentowność wyrażona poprzez wskaźnik rentowności aktywów ROA (Wruck, Wruck 2002, s. 214). W niektórych przypadkach jest to również metoda na wejście na niespenetrowany dotąd przed spółkę matkę rynek (Garvin 1983, s. 3). Obserwuje się, że transakcje tego typu są także wykorzystywane do tworzenia struktur korporacyjnych

(Porada-Rochoń 2008, s. 172). Wykorzystywanie tego instrumentu nie generuje gotówki, lecz faktycznie przyczynia się do zmniejszenia rozmiaru firmy i pojawia się w sytuacji, gdy management uważa wydzielone aktywa za niedowartościowane (Powers 2001, s. 5). Bardzo często *spin-off* traktuje się jako narzędzie komercjalizacji innowacji.

Spin-out to transakcje, w których pracownicy opuszczający istniejącą firmę tworzą nowy podmiot gospodarczy, operujący w tej samej branży, często konkurujący nawet z jednostką pierwotną (Porada-Rochoń 2008, s. 172). Z całą pewnością jest to oznaka przedsiębiorczości, stąd często transakcje takie nazywane są również w literaturze jako „*entrepreneurial spin-offs*”. Transakcje tego typu pojawiają się najczęściej w branżach high-tech, a osoby tworzące taką jednostkę to najczęściej innowatorzy. Zaznacza się, że pozostawanie w relacjach z jednostką podstawową umożliwia osiąganie *spin-outom* lepszych korzyści dzięki dostępowi do wiedzy i kontaktów (Walter, Heinrichs, Walter 2014, s. 2032). W tym kontekście literatura mówi, że *spin-outy* rodzą się ze srebrną łyżeczką – *spawned with a silver spoon* (Chatterji 2009, s. 185).

W transakcjach typu *carve-out* część istniejącego przedsiębiorstwa zostaje wydzielona, a sprzedaż udziałów tak powstałej jednostki następuje poprzez ofertę publiczną. Rozwiązanie tego typu stosuje się, gdy firma chce zgromadzić środki na rynku publicznym, wiąże się to jednakże również z kosztami takiej emisji (Allen, McConnell 1998, s. 162). Zgromadzone w ten sposób fundusze w sytuacji kryzysu zostają przeznaczone na spłatę zadłużenia. Powstałe w transakcjach *carve-out* podmioty charakteryzuje znacznie wyższa dochodowość niż jednostkę inicjującą, z uwagi na fakt, że wydzielane do ich utworzenia aktywa są zazwyczaj najcenniejsze, co gwarantuje wysoką rynkową cenę akcji (Powers 2001, s. 16). Z tej właśnie przyczyny spółki wydzielające pozostawiają sobie większość udziałów w takich podmiotach, jak również traktują tego typu transakcje jako restrukturyzację czasową, odkupując po jakimś czasie akcje od pozostałych udziałowców (Porada-Rochoń 2008, s. 172).

Mechanizm *split-off* polega na zamianie akcji spółki matki na akcje jednostek nowo powstałych. Najczęściej występuje to w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo zagrożone bankrutem decyduje się na rozróżnienie między istniejącym podmiotem a nowo ukształtowaną marką.

Decydując się na transakcję typu *split-up*, management dokonuje podziału istniejącego przedsiębiorstwa na inne, przy czym jednostka pierwotna przestaje funkcjonować w przestrzeni gospodarczej. Polega to na tym, że aktywa istniejącego przedsiębiorstwa są transferowane do innych, a udziały/akcje tak powstałych podmiotów są w całości przekazywane do udziałowców firmy inicjującej cały proces (Rubin, Midler 1948, s. 246-247).

Technikę transakcji przejęć przy udziale długu lub też wspomaganych dźwignią finansową – *leveraged buy-out* (LBO) – nazywa się wykupem lewarowanym. LBO jest przykładem inżynierii finansowej, w której grupa inwestorów i menedżerów przejmuje kontrolę nad istniejącą spółką w celu zwiększenia wartości jej akcji, a następnie ich sprzedaży i realizacji zysku. Cechą charakterystyczną transakcji jest przede wszystkim wysoki udział długu w finansowaniu przejęcia, który w skrajnych

przypadkach osiąga nawet 90% (Melnarowicz 2016, s. 162). Sfinansowanie transakcji LBO jest szczególną czynnością, która jest podejmowana w zasadzie przez organizacje specjalizujące się w tego rodzaju działalności, jak: fundusze *private equity*, specjalistyczne fundusze LBO i banki (Lewandowski 2004, s. 17). W sytuacji kryzysu w jednostce na takie transakcje mogą decydować się jedynie przedsiębiorstwa posiadające w swoich portfelach niedowartościowane aktywa, gdyż tylko w takiej sytuacji inwestor prywatny będzie zainteresowany przejęciem takiego podmiotu.

W wypadku LBO na szeroką skalę stosowany jest mechanizm dźwigni finansowej, która może dać przejmującym wysoki zysk z zainwestowanego kapitału przy wysokim ryzyku przedsięwzięcia. W transakcjach wykupu lewarowanego ważnym źródłem zwiększenia wartości akcji dla grupy kupującej jest optymalizacja struktury finansowania. Jest ona uzyskiwana poprzez zwiększenie udziału tańszego finansowania dłużnego w strukturze kapitału (efekt dźwigni finansowej). Zmiana struktury finansowania nie jest jednak jedynym źródłem wzrostu wartości przejmowanych w drodze LBO przedsiębiorstw. Przyjmuje się, że nawet ważniejszym elementem wzrostu wartości jest restrukturyzacja operacyjna przejmowanych przedsiębiorstw, która jest związana zwłaszcza z redukcją kosztów stałych, wydzieleniem pewnych aktywów czy optymalizacją portfela produktów (Melnarowicz 2016, s. 162).

Innym narzędziem realizacji założeń planu restrukturyzacji, przede wszystkim finansowej, może być wykup firmy przez kadrę zarządzającą *management buy-out* (MBO). To transakcja, w której dotychczasowa grupa menedżerów przedsiębiorstwa przejmuje nad nim kontrolę, a ich udział w kapitale zakładowym spółki kształtuje się w przedziale 10-15% (Wrzesiński 2000, s. 3). Czynnikiem, który skłania menedżerów do podjęcia ryzyka i zaangażowania środków finansowych w nabywaną w drodze MBO spółkę, jest przekonanie o ukrytej wartości zarządzanej przez nich firmy (jej niedoszacowanie przez rynek) oraz wiara w możliwość jej odzyskania. Dodatkowo zdobycie kontroli nad spółką pozwala na realizację własnej wizji rozwoju spółki, wykorzystanie jej potencjału i swoich umiejętności zarządczych w najefektywniejszy sposób. W zależności od sytuacji, w jakiej znaleźli się menedżerowie, motywującym bodźcem do przejęcia spółki jest utrzymanie stanowisk w firmie. Możliwość utraty pracy przez menedżera zwiększa się bowiem w obliczu potencjalnych restrukturyzacji lub zmian właścicielskich w spółce. Wyjście dotychczasowego inwestora, wrogie przejęcie spółki to okoliczności, które potencjalnie przyczynić się mogą do zmian w jej zarządzie (Melnarowicz 2016, s. 163).

Przytoczone powyżej rodzaje dywestycji łączy jedna wspólna cecha – w każdym z przypadków następuje radykalna zmiana, czy to w strukturze organizacyjnej, kapitałowej, czy właścicielskiej przedsiębiorstwa. Transakcje te (oprócz transakcji typu *sell-off*) łączy też fakt, że podmiot inicjujący pozostaje związany z wydzieloną jednostką. Niewątpliwie podjęcie decyzji o wyborze tej strategii restrukturyzacyjnej wymaga szerokich analiz i umiejętności, dlatego też ważnym jest, aby transakcje takie były inicjowane przez osoby o wysokich kompetencjach zarządczych.

Podsumowanie

Proces restrukturyzacji skutecznie uwypukla kwestie związane z posiadaniem zbędnego majątku przez przedsiębiorstwo oraz jego nadmiernym koncentrowaniem się na funkcjach pobocznych, przy małym skupianiu się na działalności podstawowej. Stąd w ramach restrukturyzacji niezmiernie istotnym jest wykorzystanie instrumentarium redukcyjnego, pozwalającego ten niepotrzebny majątek ograniczyć, by zapewnić przedsiębiorstwu efektywne funkcjonowanie, przy jednoczesnym obniżeniu kosztów działalności.

Przedstawiony w artykule przegląd metod pozwalających na dokonanie takiego odchudzenia organizacji pokazuje, że przedsiębiorstwo będące w kryzysie organizacyjnym ma szereg możliwości, aby kryzys ten ograniczyć lub też zlikwidować w całości. Z całą pewnością opisane mechanizmy są i mogą być wykorzystywane przez przedsiębiorstwa o skomplikowanych strukturach organizacyjnych, przyczyniając się do ograniczenia kosztów działalności w postaci kosztów agencyjnych, transakcyjnych czy operacyjnych jako takich. Warto podkreślić, że narzędzie to powodować może zmniejszenie przychodów wskutek rezygnacji z działalności pobocznej, z drugiej jednak strony przyczynia się do ograniczenia strat w przypadku odchodzenia od działalności nierentownej. Dywestycje często mogą być odczytywane jako wyraz nieudolności kadry zarządzającej i popełnionych w przeszłości błędów, niemniej jednak wczesne zastosowanie tego instrumentu restrukturyzacyjnego ogranicza ryzyko wystąpienia niemożliwego do opanowania kryzysu. Jak zauważa G. Osbert-Pociecha, w istocie dywestycji tkwi pewien paradoks: wycofywanie się z części działalności uzdrawia przedsiębiorstwo, a uwolniony przez te działania kapitał przyczynia się do dalszego jego rozwoju (Osbert-Pociecha 1995, s. 11).

Na uwagę zasługuje fakt, że już w badaniach prowadzonych przez Montgomery'ego, Thomasa i Kamatha w 1984 roku wykazana została silna zależność pomiędzy dywestycjami a wartością rynkową przedsiębiorstwa. Testami autorzy objęli 78 przypadków różnorodnych dywestycji i te poddali statystycznej analizie. Okazało się, że w przypadku dywestycji, gdzie spółka wydzielająca nadal pozostaje w relacjach w podmiotem wydzielonym, rynek pozytywnie reaguje na takie informacje, podnosząc tym samym wartość obu podmiotów. Odwrotną zależność odnotowano w odniesieniu do transakcji typu *sell-off*, gdzie negatywna reakcja rynku obniża wartość spółki sprzedającej (Montgomery, Thomas, Kamath 1984, s. 838-839). W tym kontekście dla managementu płynie informacja o tym, że każda z decyzji o deinwestycjach musi zostać wnikliwie przeanalizowana z uwzględnieniem wszelkich negatywnych i pozytywnych jej następstw.

Przedstawiona systematyka pojęciowa i wyliczone korzyści płynące z zastosowania charakteryzowanych narzędzi restrukturyzacyjnych umożliwiają pełniejsze zrozumienie tych zjawisk oraz niewątpliwie mogą przyczynić się do wzrostu zainteresowania tym instrumentarium wśród przedsiębiorstw opanowanych przez kryzys organizacyjny.

Literatura

1. Allen J.W., McConnell J.J. (1998), *Equity Carve-Outs and Managerial Discretion*, „The Journal of Finance”, Vol. 53(1). DOI: 10.1111/0022-1082.65022.
2. Boddewyn J.J. (1976), *International Divestment. A Survey of Corporate Experience*. Business International of Corporate Experience, Business International, New York.
3. Boddewyn J.J. (1979), *Foreign Divestment: Magnitude and Factors*, „Journal of International Business Studies”, Vol. 10(1).
4. Bujak A., Puszko-Machowczyk K., Zamiar Z. (2010), *Dywestycje w portach morskich*, „Logistyka”, nr 6.
5. Chatterji A.K. (2009), *Spawned with a Silver Spoon? Entrepreneurial Performance and Innovation in the Medical Device Industry*, „Strategic Management Journal”, Vol. 30(2). DOI: 10.1002/smj.729.
6. Desai H., Jain P. (1999), *Firm Performance and Focus: Long-run Stock Market Performance Following Spinoff*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 54.
7. Drucker P.F. (1985), *The Discipline of Innovation*, „Harvard Business Review”, Vol. 63(3).
8. Garvin D.A. (1983), *Spin-offs and the New Firm Formation Process*, „California Management Review”, Vol. 25(2). DOI: 10.2307/41165001.
9. Hermann Ch.F. (1963), *Some Consequences of Crisis which Limit the Viability of Organizations*, „Administrative Science Quarterly”, Vol. 8.
10. John T.A. (1993), *Optimality of Spin-Offs and Allocation of Debt*, „The Journal of Financial and Quantitative Analysis”, Vol. 28(1). DOI: 10.2307/2331155.
11. Kim L. (1998), *Crisis Construction and Organizational Learning: Capability Building in Catching-up at Hyundai Motor*, „Organization Science”, Vol. 9(4). DOI: 10.1287/orsc.9.4.506.
12. Lewandowski M. (2004), *Financial assistance w spółce akcyjnej – teoria i praktyka*, „Monitor Prawniczy”, nr 13.
13. Lovejoy F.A. (1971), *Divestment for Profit*, Financial Executives Research Foundation, New York.
14. Melnarowicz K. (2016), *Finansowanie transakcji fuzji i przejęć z udziałem funduszy private equity w Polsce*, „Roczniki Ekonomii i Zarządzania”, nr 1. DOI: 10.18290/reiz.2016.8 (44).1-6.
15. Montgomery C.A., Thomas A.R., Kamath R. (1984), *Divestiture, Market Valuation, and Strategy*, „The Academy of Management Journal”, Vol. 27(4).
16. Moschieri C., Mair J. (2005), *Research for Corporate Unbundling. A Synthesis*, „Working Papers” IESE, No. 592.
17. Nowara W. (2013), *Zagraniczne dezinwestycje bezpośrednie – ujęcie teoretyczne*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, nr 1. DOI: 10.2307/255881.
18. Oldcorn R. (1989), *Management*, Macmillan, London.
19. Osbert-Pociecha G. (1995), *Dywestycje – niedoceniana opcja strategiczna*, „Przegląd Organizacji”, nr 12.
20. Porada-Rochoń M. (2008), *Divestitures as the Tool of Enterprise Restructuring – The Example of Japan*, „Service Management”, Vol. 499.
21. Powers E.A. (2001), *Spinoffs, Selloffs and Equity Carveouts: An Analysis of Divestiture Method Choice*, „Working Paper” University of South Carolina, No. 1/2001. DOI: 10.2139/ssrn.257600.
22. Rubin L.W., Midler J.M. (1948), *Split-Off and Split-Up Reorganizations*, „Fordham Law Review”, Vol. 17(2).
23. Stępnicka N. (2013), *Koncepcja twórczej destrukcji J.A. Schumpetera a wyzwania współczesnej gospodarki*, „Studia Ekonomiczne”, nr 129.

24. Walter S.G., Heinrichs S., Walter A. (2014), *Parent Hostility and Spin-Out Performance*, „Strategic Management Journal”, Vol. 35(14). DOI: 10.1002/smj.2201.
25. Wawrzyniak B. (1985), *Zarządzanie w kryzysie. Koncepcje, badania, propozycje*, PWE, Warszawa.
26. Wiczerzyńska B. (2009), *Kryzys w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa.
27. Wojewodziec T. (2010), *Dywestycje w gospodarstwach rolnych – istota, definicje, podział*, „Wieś i Rolnictwo”, nr 2(147).
28. Wróblewski R. (2010), *Wybrane problemy zarządzania przedsiębiorstwem w sytuacjach kryzysowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Humanistyczno-Przyrodniczego w Siedlcach. Administracja i Zarządzanie”, nr 87.
29. Wruck E.G., Wruck G.H. (2002), *Restructuring Top Management: Evidence from Corporate Spinoffs*, „Journal of Labor Economics”, Vol. 20(2). DOI: 10.1086/338788.3.
30. Wrzesiński M. (2000), *Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany (LBO) i menedżerski*, K.E. Liber, Warszawa.

THE CHARACTERISTIC OF DIVESTITURES WITHIN ECONOMIC ENTITY RESTRUCTURING USED IN CRISIS SITUATION

Abstract: The restructuring of an enterprise is a great challenge for the managerial staff. It is a difficult and complicated process in its structure and as such requires the application of certain instruments so that enterprises in crisis situations can survive on the market. This paper presents a systematic study of divestitures as tools used in the process of restructuring companies. Based on the analysis of domestic and foreign literature, the author indicates the main ways of conducting this process, its goals, as well as the effects that may accompany this solution.

Keywords: organizational crisis, divestitures, restructuring