

# Współczesna Gospodarka



Contemporary Economy  
Electronic Scientific Journal  
[www.wspolczesnagospodarka.pl](http://www.wspolczesnagospodarka.pl)

Vol. 9 Issue 1 (2018) 23-33  
ISSN 2082-677X  
DOI [10.26881/wg.2018.1.03](https://doi.org/10.26881/wg.2018.1.03)

## ZABURZENIA FINANSOWE A RESTRUKTURYZACJA FINANSOWA PRZEDSIĘBIORSTW - DETERMINANTY I SKUTKI<sup>1</sup>

Małgorzata Porada-Rochoń

### Streszczenie

**Cel.** Funkcjonowanie przedsiębiorstw w zmiennym otoczeniu, nacechowanym niepewnością, występowaniem ryzyka i zróżnicowanych zagrożeń potęguje występowanie zaburzeń finansowych zarówno na poziomie makro – jak i mikroekonomicznym.

Celem artykułu jest identyfikacja determinant wpływających w największym stopniu na występowanie zaburzeń finansowych w przedsiębiorstwach jak również analiza i ocena narzędzi i działań najbardziej skutecznych w ramach niwelowania skutków zaburzeń finansowych, w ramach restrukturyzacji finansowej.

**Metoda.** Badanie przeprowadzono w kwietniu 2015 roku na próbie 100 małych i średnich przedsiębiorstw w województwie zachodniopomorskim. Zgromadzony materiał badawczy to mikrodane przekrojowe pochodzące z wywiadów ankietowych. Baza danych ankietowych zawiera 100 obserwacji. Dobór próby: losowy. Zastosowano m.in. analizę głównych składowych. Dokonano także przeglądu i analizy literatury przede wszystkim tzw. related work.

**Wnioski:** Istnieje duże zróżnicowanie w ocenie determinant wpływających na występowanie zaburzeń finansowych w badanych przedsiębiorstwach. Biorąc pod uwagę średnią ważoną, do czynników w największym stopniu wpływających na wystąpienie zaburzeń finansowych w przedsiębiorstwie respondenci zaliczyli zmienność cen (dostępność), uwarunkowania polityczne oraz sytuację ekonomiczną w kraju, a zatem czynniki, na które bezpośrednio przedsiębiorstwo nie ma wpływu. Badani respondenci jako najskuteczniejsze podjęte działania w ramach restrukturyzacji finansowej wskazali ograniczanie wydatków inwestycyjnych poprzez zaniechanie inwestycji oraz renegocjowanie warunków umów. Oba działania wpisują się w ogólnie pojmowany program redukcji kosztów i mają charakter stabilizujący.

**Słowa kluczowe:** przedsiębiorstwo, finanse, restrukturyzacja finansowa, kryzys

<sup>1</sup> Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2011/03/B/HS4/05503

**Klasyfikacja JEL:** G01,G3, G34

## **Wstęp**

Turbulentność otoczenia nacechowana czynnikami niepewności jest powiązana z nieoczekiwanymi zmianami w otoczeniu ekonomicznym i finansowym, co zakłóca podejmowanie decyzji. Zaburzenia finansowe, tak jak niepewność finansowa, wpływają na wzrost ryzyka, które ponosi inwestor podejmując decyzje finansowe.

Literatura przedmiotu prezentuje skromny dorobek w aspekcie zaburzeń finansowych. Niewątpliwie wskutek kryzysu finansowego z 2007 roku wkład w rozumienie zaburzeń finansowych zarówno z perspektywy makro jak i mikroekonomicznej znacząco się zwiększył. Analiza dostępnych wyników badań osadzonych tak w teorii, jak i empirii pozwala wyodrębnić kilka nurtów badań zogniskowanych w obszarach: definicji, modelach identyfikacji i predykcji, umiejscowienia zaburzeń finansowych w procesie pogarszania kondycji finansowej, ryzyka, kosztów oraz sposobów przeciwdziałania negatywnym skutkom zaburzeń finansowych (Fran – Dąbrowska i inni, 2015, s. 12).

## **1. Zaburzenia finansowe – perspektywa makroekonomiczna**

Według Kindlebergera zaburzenie finansowe jest wydarzeniem o charakterze zewnętrznym, które zmienia horyzonty, oczekiwania, możliwości zysku i zachowanie. (Kindleberger, 1999 s.61-62). Minsky dowodzi, że zaburzenia poprzedzają występowanie kryzysów i są zewnętrzne wobec systemu makroekonomicznego wstrząsu. Wstrząsy te bywają różne w zależności od rozpatrywanego kryzysu (Minsky 1975).

Zaburzenia finansowe generują powstawanie kryzysów, a zarazem są skutkiem ich wystąpienia (Porada Rochoń, 2013, s. 44). Stąd, można stwierdzić, że stanowią nieodłączne zjawisko procesów makroekonomicznych, cyklu koniunkturalnego. A zatem nie da się uniknąć kryzysów, tak jak nie da się uniknąć zaburzeń, ale można je przewidzieć. Jakkolwiek jest to dyskusyjnie w kontekście nie tylko kryzysu z 2007 roku ale również wcześniejszych kryzysów. W przypadku recesji z początku lat 90. De Soto podkreśla, że „recesja znów zaskoczyła monetarystów, którzy nie potrafili zrozumieć, jak do niej doszło” (De Soto, 2009, s.373). De Soto przytacza również Hall’a „przyjęte modele są nieprzydatne do zrozumienia tej recesji, a zapewne także większości jej poprzedniczek (Hall, 1993, s. 275- 279).

Wielu ekonomistów kryzys z 2007 roku, również zaskoczył. Orłowski akcentuje, że doświadczenia ostatniego kryzysu finansowego wskazują, że polityka makroekonomiczna powinna w większym stopniu uwzględniać transmisje zaburzeń w systemie finansowym na sferę realną, co przekłada się na konieczność wkomponowania ryzyka finansowego do modeli sterowania i prognozowania gospodarki (Orłowski, 2013, s. 73) Ten sam autor wskazuje także, że niedostatecznie uwzględnienie dynamiki rynków finansowych stanowi kluczowy mankament modelowania procesów makroekonomicznych (Orłowski, 2013, s. 75)

Roubini i Mihm stwierdzają, że kryzysy są przewidywalne, przebiegają według łatwo przewidywalnych schematów, jakkolwiek można je przyrównać do huraganów, ponieważ charakteryzuje je zmienne zróżnicowanie natężenia. Zdarza się również, że występują bez ostrzeżenia (Roubini, Mihm, 2011, s. 25). Reinhardt i Rogoff cytowani przez Toporowskiego twierdzą, że „ludzie nie wyciągają wniosków z kryzysów. Szybko o nich zapominają i muszą je przeżywać ponownie” (Toporowski, 2012, s.6).

Zaburzenia finansowe prowadzą w skutkach do wszelkiego rodzaju zagrożeń, czego dowodem były skutki kryzysu z 2007 roku. Dodatkowo, zaburzenia finansowe, w skali makro

stanowią składową kryzysów finansowych, a na pewno się do ich powstania przyczyniają. (Porada – Rochoń, 2013, s. 52)

## 2. Zaburzenia finansowe – perspektywa mikroekonomiczna

Modelowanie cyklu życia przedsiębiorstwa i poszczególnych faz procesu deterioracji finansowej przedsiębiorstwa, jak również identyfikowanie czynników je determinujących zyskuje rosnące zainteresowanie w literaturze przedmiotu, zarówno ze strony naukowców, jak i praktyków

Zmiany w otoczeniu makroekonomicznym znacząco wpływają na wyniki finansowe przedsiębiorstw (Higson i inni, 2004; Machin i van Reenen, 1993). Poza ogólnymi warunkami makroekonomicznymi ważną rolę odgrywa również niestabilność. Kredytodawcy są często mniej skłonni pożyczać, gdy występuje wyższa niestabilność (Greenwald i Stiglitz, 1990), zwiększając ograniczenia kredytowe firm i prowadząc niektóre firmy do zaburzeń finansowych.

Zaburzenia finansowe stanowią często długi proces, który wpływa na strukturę kapitału, politykę inwestycyjną oraz wyniki finansowe przedsiębiorstw nawet po przeprowadzeniu restrukturyzacji długu (Kahl, 2002, s. 135).

Analiza literatury przedmiotu uprawnia do stwierdzenia, że podejścia do definiowania zaburzeń finansowych z perspektywy przedsiębiorstwa są zróżnicowane i wynikają z różnych perspektyw ich rozpatrywania oraz celów badań.

Według autorki, analiza definicji zaburzeń finansowych daje podstawę do wyodrębnienia w pewnym uproszczeniu dwóch obszarów definiowania tj. obszaru diagnostyki i obszaru decyzji. Podział ten, granica pomiędzy obszarami jest umowna, a ponadto wspólnym mianownikiem obu obszarów jest pogorszenie kondycji finansowej. Ponadto, fakt uplasowania konkretnej definicji w danym obszarze wynika z nadrzędnego charakteru kryterium klasyfikacji. W obszarze diagnostyki wyróżnia się brak zdolności do pokrywania zobowiązań, nadmierny poziom zadłużenia, ujemny wynik finansowy, prawdopodobieństwo bankructwa lub bankructwo. Z kolei w obszarze decyzji można wyróżnić przeprowadzenie procesu dostosowawczego/ restrukturyzacji, pozyskanie finansowania zewnętrznego (Porada- Rochoń, 2015, s. 15).

W przypadku obszaru diagnostyki prezentowane definicje uszeregowane są od najbardziej wąskiego do szerokiego rozpatrywania aspektu pogarszania się kondycji finansowej przedsiębiorstwa. W wąskim ujęciu zaburzenie finansowe rozpatruje m.in. Beaver, (Beaver, 1966), Brealey wraz z zespołem (Brealey i inni, 2006) sprowadzając zaburzenie finansowe do braku zdolności do pokrywania zobowiązań.

Z kolei Chan i Chen prezentują szerokie ujęcie zaburzeń w obszarze diagnostyki wskazując, że przedsiębiorstwa wykazujące zaburzenia finansowe to takie, które tracą wartość rynkową z uwagi na słabe wyniki finansowe, są nieefektywnymi producentami, zazwyczaj wykazujące wysoki poziom zadłużenia i problemy z cash flow. Można je uznać za marginalne w tym sensie, że ich ceny są bardziej wrażliwe na zmiany w gospodarce i mało prawdopodobne, że przetrwałyby niekorzystne warunki ekonomiczne (Chan i Chen, 1991). Carminchael uważa, że zaburzenie finansowe jest sytuacją, w której przedsiębiorstwo odnotowuje „frustracje” w odniesieniu do regulowania zobowiązań. Ta „frustracja” obejmuje: niewystarczający poziom płynności finansowej, niewystarczający poziom kapitału własnego, niewypłacalność (Carminchael, 1972).

Ponadto, Sun z zespołem podkreślają, że w rzeczywistości zaburzenia finansowe są dynamicznym procesem ciągłym i są wynikiem ciągłej nieprawidłowości w prowadzeniu działalności gospodarczej przez pewien okres czasu (od miesięcy do roku lub nawet dłużej) (Sun i inni 2014, s. 41-56).

W obszarze decyzji z kolei, można podkreślić podejście Brown'a z zespołem (Brown i inni, 1993)

Swego rodzaju hybrydą, połączeniem definicji obu obszarów tj. diagnostyki oraz decyzji jest definicja autorki, która wskazuje, że zaburzenie finansowe to stadium w złożonym i dynamicznym procesie pogarszania kondycji finansowej, będące skutkiem wpływu istotnej determinanty zewnętrznej. Przedsiębiorstwo wymaga przeprowadzenia procesu dostosowawczego opartego na wyborze konfiguracji decyzji finansowych i organizacyjnych.

Wartym podkreślenia jest również kwestia determinant zaburzeń finansowych. Robbins i Pearce dowiedli, że zaburzenia finansowe są spowodowane zarówno zewnętrznymi jak i wewnętrznymi czynnikami, które oddziałują na spadek sprzedaży oraz wskazali potrzebę przeprowadzenia procesu dostosowawczego (Robbins i Pearce, 1992).

Niewątpliwie ogromną rolę odgrywają koszty zaburzeń finansowych rozpatrywane, tak z punktu widzenia gospodarki, jak i przedsiębiorstwa oraz jego interesariuszy. Literatura przedmiotu prezentuje zróżnicowany dorobek w tym zakresie, jednak w przeważającej mierze koszty te przyrównywane są do kosztów bankructwa. Takie podejście należy uznać za nie precyzyjne, bowiem należy wyraźnie podkreślić, że bankructwo może być jedną z konsekwencji zaburzeń finansowych.

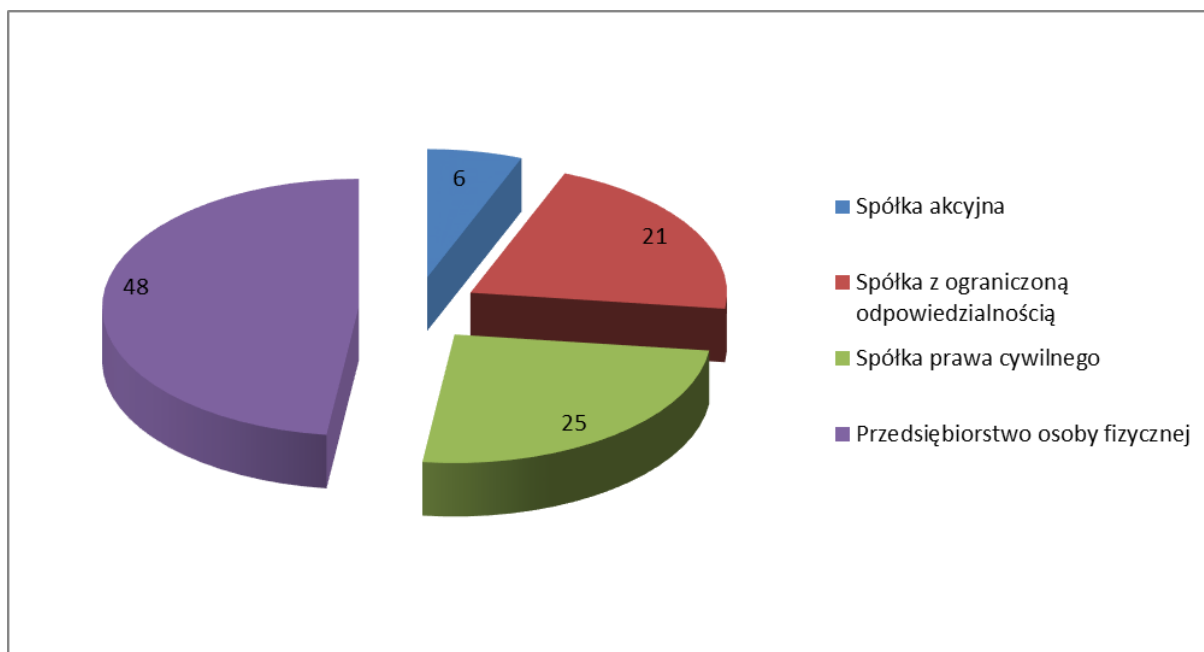
Zasadniczo koszty zaburzeń finansowych dzielą się na pośrednie i bezpośrednie, jakkolwiek granica pomiędzy nimi może być czasami trudna do precyzyjnego oddzielenia, biorąc pod uwagę perspektywę ich rozpatrywania.

Elkamhi i inni (2012) twierdzą, że koszty zaburzeń finansowych są ponoszone generalnie w przypadku, kiedy wartość przedsiębiorstwa zaczyna maleć, gdy rating kredytowy jest poniżej poziomu inwestycji. Almeida i Philippon (2007) wskazali, że koszty zaburzeń finansowych należy rozpatrywać ex post i ex ante. W przypadku pierwszych, należy wskazać koszty utraty klientów, postępowań restrukturyzacyjnych, sądowych, z kolei koszty ex ante wynikają z decyzji o zwiększonym udziale długu w strukturze kapitałów i związane z tym korzyści wynikające z efektu tarczy podatkowej. Badacze jednocześnie dowiedli, że korzyści i koszty w zasadzie się równoważą. Inne badania wskazują na koszty odejścia pracowników (Bronars and Deere, 1991)

### **3. Metodyka i wyniki badań**

Badanie przeprowadzono w kwietniu 2015 roku na próbie 100 małych i średnich przedsiębiorstw w województwie zachodniopomorskim. Zgromadzony materiał badawczy to mikrodane przekrojowe pochodzące z wywiadów ankietowych. Baza danych ankietowych zawiera 100 obserwacji. Dobór próby losowy. Respondentom zadano 15 pytań (6 postawiono w metryczce w celu określenia profilu respondenta i 9 pytań wykorzystano w celu dokonania diagnozy zjawiska). Poniżej zaprezentowano tylko fragment wyników.

W badanej populacji (rys.1) przeważały osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą (48%), z kolei najmniejszy odsetek stanowiły spółki akcyjne (6%).



**Rysunek 1.** Struktura badanych przedsiębiorstw (%).

Źródło: opracowanie własne.

W celu zdiagnozowania czynników determinujących występowanie zaburzeń finansowych zastosowano 5 stopniową skalę, od minimalnego maksymalnego wpływu (tab.1).

Badani respondenci, średnio, za czynnik w największym stopniu prowadzący do zaburzeń finansowych uznali zmienność cen (dostępność). Nie mniej jednak, największy odsetek przedsiębiorstw (52%) wskazał jako bardzo duży i maksymalny wpływ na występowanie zaburzeń finansowych: orzeczenia (błędy) organów skarbowych (rys. 2).

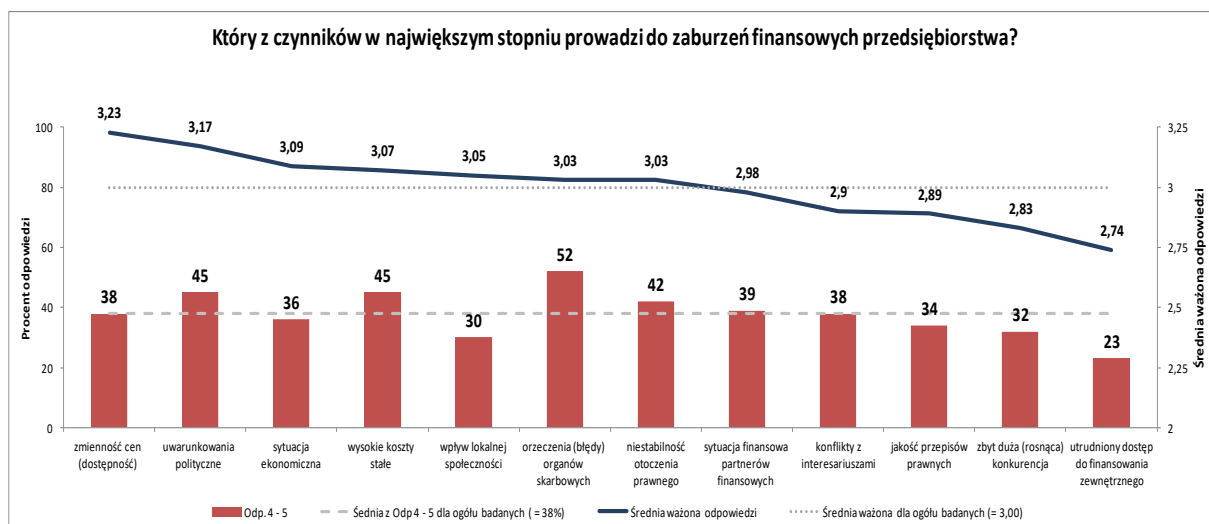
W przypadku zmienności cen należy uwzględnić perspektywę rozpatrywania tego czynnika. Może być bowiem co najmniej dwustronna, po pierwsze z punktu widzenia przedsiębiorstwa i kształtowania przez niego cen, z drugiej strony z punktu widzenia dostawcy, czy rynku w ogóle. Na tym tle uwypukla się również kwestia reakcji na zaburzenia finansowe w postaci narzędzia restrukturyzacji finansowej tj. kształtowania cen. Często bowiem, zdarza się wśród przedsiębiorców popełnianie jednego z kluczowych błędów tj. ciągłego obniżania cen produktów w nadziei na wzrost popytu. W konsekwencji na rynku dochodzi do spirali obniżek cen, co nieuchronnie prowadzi do jeszcze większej destabilizacji kondycji finansowej, zachwiania płynności, niewypłacalności, w skrajnym przypadku do bankructwa.

**Tabela 1.** Determinanty zaburzeń finansowych w przedsiębiorstwach

Czynniki w największym stopniu prowadzące do zaburzeń finansowych przedsiębiorstwa	Odpowiedzi ankietowanych przedsiębiorstw (w %)					Suma	Odp. 1 - 3	Odp. 4 - 5	Średnia ważona odpowiedzi
	1 (minimalny)	2	3	4	5 (maksymalny)				
zmienność cen (dostępność)	7	15	40	24	14	100	62	38	3,23
uwarunkowania polityczne	12	15	28	34	11	100	55	45	3,17

sytuacja ekonomiczna (kryzys, spowolnienie, zła sytuacja na rynku pracy)	7	20	37	29	7	100	64	36	3,09
wysokie koszty stałe	21	15	19	26	19	100	55	45	3,07
wpływ lokalnej społeczności (związki zawodowe, strajki, protesty, brak akceptacji dla działania władz przedsiębiorstwa)	12	15	43	16	14	100	70	30	3,05
orzeczenia (błędy) organów skarbowych	27	14	7	33	19	100	48	52	3,03
niestabilność otoczenia prawnego (zmienność przepisów prawa)	17	19	22	28	14	100	58	42	3,03
sytuacja finansowa partnerów finansowych	19	16	26	26	13	100	61	39	2,98
konflikty z interesariuszami (z klientami, dostawcami, urzędami itp.)	21	22	19	22	16	100	62	38	2,9
jakość przepisów prawnych (problemy z interpretacją prawa, luki prawne, niedostosowanie itp.)	21	20	25	17	17	100	66	34	2,89
zbyt duża (rosnąca) konkurencja	22	20	26	17	15	100	68	32	2,83
utrudniony dostęp do finansowania zewnętrznego	10	39	28	13	10	100	77	23	2,74

Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 2. Determinanty w największym stopniu prowadzące do zaburzeń finansowych w przedsiębiorstwach

Źródło: opracowanie własne.

Nieco mniej, 45% badanych respondentów jako bardzo znaczący i maksymalny wpływ na występowanie zaburzeń finansowych wskazało uwarunkowania polityczne i wysokie koszty stałe. Jednak 55% badanych oba kryteria uznało jako minimalny, niewielki i umiarkowany wpływ. O ile w przypadku czynnika uwarunkowania polityczne można mówić o „sezonowości” jego występowania, o tyle interesujący jest wynik w przypadku wysokich kosztów stałych, który generalnie uznawany jest, jako jedna z najistotniejszych determinant niewypłacalności i/lub bankructwa.

Najmniej istotną determinatą zaburzeń finansowych w opinii respondentów jest utrudniony dostęp do finansowania. Ma to uzasadnienie w odpowiedziach zawartych w tabeli 2. Respondenci bowiem w pytaniu otwartym, podkreślili rolę zadłużenia i kredytów jako czynników mających wpływ na występowanie zaburzeń finansowych. Aż 89% respondentów uznało zadłużenie jako mający bardzo znaczący i maksymalny wpływ na występowanie zaburzeń finansowych. W literaturze przedmiotu podejście do zadłużenia i zaburzeń finansowych ma dychotomiczny charakter. Wynika to z faktu, że wyniki części badań wskazują, że struktura zadłużenia jest większa w przypadku przedsiębiorstw zaburzonych finansowo versus nie zaburzonych finansowo (Porada – Rochoń 2013, Geroski i Gregg, 1996). Pinadao wraz z zespołem z kolei dowiedli, że nie ma różnicy pomiędzy strukturą zadłużenia w obu grupach przedsiębiorstw, podkreślając fakt, że małe przedsiębiorstwa w obliczu trudności finansowej nie legitymują się wiarygodnością i zdolnością kredytową (Pindado i inni, 2006).

**Tabela 2.** Inne czynniki mające największy wpływ na występowanie zaburzeń finansowych w przedsiębiorstwie

Inne	Odpowiedzi ankietowanych przedsiębiorstw (w %)								Średnia ważona odpowiedzi
	1 (minimalny)	2	3	4	5 (maksymalny)	Suma	Odp. 1 - 3	Odp. 4 - 5	
Zadłużenie	0	0	11	78	11	100	11	89	3,44
Kredyty	10	10	20	40	20	100	40	60	2,40

Koniunktura	10	16	26	26	23	<b>100</b>	52	48	<b>2,13</b>
Biurokracja	0	0	0	50	50	<b>100</b>	0	100	<b>2,00</b>
Inne	47	25	22	0	6	<b>100</b>	94	6	<b>1,17</b>

Źródło: opracowanie własne

Odpowiedzią na zidentyfikowaną deteriorację kondycji finansowej mogą być działania w ramach restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstwa. 58% respondentów potwierdziło podejmowanie działań w ramach restrukturyzacji finansowej. Badani respondenci jako najskuteczniejsze podjęte działania w jej ramach wskazali ograniczanie wydatków inwestycyjnych poprzez zaniechanie inwestycji oraz renegotjowanie warunków umów (zmiana terminów - wydłużenie i sposobów płatności – transze, raty równe zamiast malejących etc.) Oba działania wpisują się w ogólnie pojmowany program redukcji kosztów i mają charakter stabilizujący.

Rozpatrując odpowiedzi respondentów, średnio – również jako jedne z bardziej skutecznych działań, wymieniono weryfikację rentowności produktu/usługi, co należy ocenić bardzo pozytywnie. W przypadku tego działania zanotowano największy odsetek respondentów tj. 48% wskazujących na duży i maksymalny wpływ na skuteczność restrukturyzacji finansowej. W przypadku przedsiębiorstwa świadczącego rozbudowany wachlarz usług, weryfikacja rentowności powinna być dokonywana możliwie często celem nawet chwilowego bądź całkowitego wyeliminowania deficytowych produktów/usług.

Wśród zdecydowanie mniej skutecznych działań i narzędzi respondenci wskazali zwiększenie wpływów ze źródeł nieprodukcyjnych (czynsze, dzierżawa etc.) czy obniżenie kosztów zadań poprzez outsourcing.

Z kolei, średnio za najmniej skuteczne działania respondenci uznali implementację systemu zarządzania kosztami np. controlling. Aż 84% respondentów oceniło powyższe narzędzie w pierwszej grupie tj. od 1 do 3 czyli minimalnie albo umiarkowanie skuteczne. Biorąc pod uwagę doświadczenia przedsiębiorców ze skutków kryzysu z 2007 roku, jak również ogólnoswiatową tendencję zwiększania świadomości co do roli systemów wczesnego ostrzegania oraz korzyści z jego posiadania, ten wynik nie napawa optymizmem. Fakt posiadania systemu wczesnego ostrzegania z dużym poziomem prawdopodobieństwa może przyczynić się do zdiagnozowania zaburzeń finansowych we wstępnej jego fazie. Wczesna identyfikacja daje podstawę do szybszej implementacji narzędzi i działań np. w ramach procesów dostosowawczych czy restrukturyzacji finansowej, co z kolei może skrócić cały proces, zmniejszyć jego koszty oraz zwiększyć prawdopodobieństwo jego skutecznego przeprowadzenia. Należy jednak pamiętać, że poddane ocenie determinanty zostały określone jako mające największy wpływ na występowanie zaburzeń finansowych.

Ponarto respondenci wskazali inne, nie wymienione w kwestionariuszu ankiety determinanty, wśród których, za najbardziej skuteczne uznali: wprowadzenie innowacji czy zmianę profilu działalności. Powyższe działania mają charakter perspektywiczny, a zatem znacząco różniące się od charakteru wcześniej prezentowanych działań, tj. stabilizujących, co należy ocenić bardzo pozytywnie. Każdy proces dostosowawczy, w tym restrukturyzacja powinny być dokonywana w pierwszej kolejności w celu natychmiastowego wygenerowania środków pieniężnych warunkujących przetrwanie, w drugiej kolejności stwarzający podstawy do rozwoju.

Jak wskazują wyniki badań autorki wraz ze wzrostem stopnia percepcji symptomów zaburzeń finansowych przez badane przedsiębiorstwa, w tym ich menedżerów, wzrasta liczba



wdrażanych przez nie narzędzi i działań w ramach decyzji finansowych. Wnioskuje się, że pogarszająca się kondycja finansowa implikuje wśród zarządzających nimi konieczność podejmowania decyzji finansowych zarówno o charakterze stabilizującym, jak i perspektywnym. Zwiększa się tym samym prawdopodobieństwo nieskuteczności powziętych działań, gdyż wzrasta możliwość działania ad hoc w celu nadmiernego wygenerowania gotówki (Porada – Rochoń, 2013, 185).

## Wnioski końcowe

Analiza determinant mających największy wpływ na występowanie zaburzeń finansowych w przedsiębiorstwie daje podstawę do wyodrębnienia następujących wniosków:

1. Istnieje duże zróżnicowanie w ocenie determinant wpływających na występowanie zaburzeń finansowych w badanych przedsiębiorstwach.
2. Na podstawie analizy głównych składowych można wyodrębnić cztery główne grupy, w ramach których wskazywane determinaty uzyskały podobne oceny tj. grupa pierwsza obejmuje takie czynniki jak: trudny dostęp do finansowania zewnętrznego, niestabilność otoczenia prawnego, duża konkurencja, zmienność cen oraz konflikty z interesariuszami. Do drugiej grupy czynników można zaliczyć: sytuację finansową partnerów oraz wpływ lokalnej społeczności. Trzecia grupa obejmuje: uwarunkowania polityczne, jakość przepisów, wysokie koszty stałe, natomiast do czwartej grupy czynników respondenci zaliczyli: orzeczenia organów skarbowych oraz sytuację ekonomiczną.
3. Biorąc pod uwagę średnią ważoną, do czynników w największym stopniu wpływających na wystąpienie zaburzeń finansowych w przedsiębiorstwie respondenci zaliczyli zmienność cen (dostępność), uwarunkowania polityczne oraz sytuację ekonomiczną w kraju, a zatem czynniki, na które bezpośrednio przedsiębiorstwo nie ma wpływu.
4. Biorąc pod uwagę średnią ważoną, do czynników w największym stopniu wpływających na wystąpienie zaburzeń finansowych w przedsiębiorstwie jednak z najniższym wynikiem, respondenci zaliczyli rosnącą konkurencję i utrudniony dostęp do finansowania.
5. Wśród innych determinant zaburzeń finansowych przedsiębiorcy wskazali: zadłużenie i kredyty, a zatem składowe struktury finansowania.
6. Czynniki o największym wpływie na występowanie zaburzeń finansowych w połączeniu z innymi determinantami wskazanymi przez przedsiębiorców tworzą spiralę zadłużenia, która bezpośrednio może kreować stan zaburzeń finansowych, a w konsekwencji wpływać na wusypowanie zjawiska niewypłacalności.
7. 58% respondentów potwierdziło podejmowanie działań w ramach restrukturyzacji finansowej.
8. Badani respondenci jako najskuteczniejsze podjęte działania w ramach restrukturyzacji finansowej wskazali ograniczanie wydatków inwestycyjnych poprzez zaniechanie inwestycji oraz renegocjowanie warunków umów (zmiana terminów - wydłużenie i sposobów płatności – transze, raty równe zamiast malejących etc.) Oba działania wpisują się w ogólnie pojmowany program redukcji kosztów i mają charakter stabilizujący.
9. Badani respondenci wskazali inne, nie wymienione a w kwestionariuszu ankiety determinanty, wśród których, za najbardziej skuteczne uznali: wprowadzenie innowacji czy zmianę profilu działalności. Powyższe działania mają charakter perspektywiczny, a zatem znacząco różniące się od charakteru wcześniej prezentowanych działań, tj. stabilizujących, co należy ocenić bardzo pozytywnie.

## Bibliografia

Almeida H., Philippon T. (2007) The risk-adjusted cost of financial distress. *Journal of Finance*, 62, pp. 2557-2586.

- Beaver W. H., (1996) Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*. Vol. 5.
- Brealey R., Myers S., Allen F. (2006) *Principles of Corporate Finance*. 8 edition Mc.Graw-Hill.
- Bronars S., Deere D. (1991) The threat of unionization, the use of debt, and the preservation of shareholder wealth. *The Quarterly Journal of Economics*, 106 , pp. 231-254
- Brown D., James C., Mooradian R., (1993) The Information Content of distressed Restructurings Involving Public and Private Debt Claims. *Journal of Financial Economics*. No. 33
- Carminchael D.R. (1972), The auditor's reporting obligation. *Auditing Res. Monogr.* (1)(New York: AICPA), 94–94.
- Chan K.C., Chen N.-F. (1991) Structural and return characteristics of small and large firm. *Journal of Finance*, 46, pp. 1467-1484.
- De Soto, J. H. (2009) *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*. Warszawa: Instytut Ludwiga von Misesa.
- Elkamhi R., Ericsson J., Parsons Ch. A., (2012) The cost and timing of financial distress. *Journal of Financial Economics* 105 (1), pp. 62-81.
- Franc-Dąbrowska J., Porada-Rochoń M., Ziolo M., Babczuk A. (2015) *Stabilizowanie finansów podmiotów sektora publicznego i prywatnego w warunkach zaburzeń finansowych*. Warszawa: Wydawnictwo CeDeWu.
- Geroski P. A., Greeg P.(1996) What makes firms vulnerable to recessionary pressures? *European Economic Review*. 40, pp. 3-5.
- Greenwald B.C., Stiglitz J.E. (1990) Financial market imperfections and productivity growth. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 13 (3) , pp. 321-345.
- Hall R. E. (1993) Macrotheory and the Recession of 1991 – 1991. *American Economic Review*.
- Higson C., Holly S., Kattuman P, Platis S., (2004) The business cycle, macroeconomic shocks and the cross section: The growth of UK quoted companies. *Economica*, 71, pp. 299-318.
- Kahl, M. (2002). Economic Distress, Financial Distress, and Dynamic Liquidation. *The Journal of Finance*, 57(1), 135-168.
- Kindleberger CH. P. (1999) *Szaleństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych*. Warszawa: WIG Press.
- Machin S., van Reenen J., (1993) Profit margins and the business cycle: Evidence from UK manufacturing firms. *Journal of Industrial Economics*, 41, pp. 29-50.
- Minsky H.P. (1975) The Financial Instability Hypothesis 1 W: Ch. P. Kindleberger, Szaleństwo, panika krach *Historia kryzysów finansowych*. Warszawa: WIG Press.
- Orłowski L. (2013) *Wyzwania dla polityki makroekonomicznej w świetle pokryzysowych procesów zachodzących na międzynarodowych rynkach finansowych*. W: *Ekonomia dla przyszłości. Odkrywać naturę i przyczyny zjawisk gospodarczych*. Warszawa: Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.
- Pindado J., Rodrigues L., Torre CH., de la, (2006) How does Financial Distress Affect Small Firms' Financial Structure? *Small Business Economics* , 26, pp 377–391.
- Porada-Rochoń M. (2013) *Modele decyzji finansowych w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej w warunkach zaburzeń finansowych*, Szczecin: Polskie Wydawnictwo ekonomiczne.
- Robbins D., Pearce II J. Tournaround: Retrenchment and Recovery. *Strategic Management Journal*. 13(4), pp. 287-309.
- Roubini N. Mihm S. (2011) *Ekonomia kryzysu* Warszawa: Wolters Kluwer Polska.

- Sun J., Li H., Huang Q., He K. (2014) Predicting financial distress and corporate failure: A review from the state-of-the-art definitions, modeling, sampling, and featuring approaches. *Knowledge-Based Systems*. 57, pp. 41-56.
- Toporowski J. (2012) Nauka o kryzysach finansowych. *Biuletyn Towarzystwa Ekonomicznego*, 5, 5-7

## FINANCIAL DISTRESS AND FINANCIAL RESTRUCTURING OF COMPANIES - DETERMINANTS AND EFFECTS

### Abstract

**Purpose** – Businesses in a changing environment characterized by uncertainty, risk, and diversified threats exacerbate the occurrence of financial problems at both macro and non-macroeconomic levels. The fact of late identification of the symptoms of the financial distress or its lack may result either in the need to implement an extensive array of financial restructuring tools and actions, and in the extreme case may lead to bankruptcy. The purpose of this article is to identify the determinants most affected by the financial distress in enterprises as well as the analysis and assessment of the most effective tools and measures to tackle the financial distress of financial restructuring

**Methodology** – The study was conducted in April 2015 on the request of 100 small and medium-sized enterprises in the Zachodniopomorskie voivodship. The collected data is cross-sectional microdata derived from questionnaire surveys. The survey database contains 100 observations. Random sample selection. There were, among others analysis of the main components Also reviewed and analyzed literature primarily called. Related work.

**Findings** – There is a large variation in the determinants that influence the occurrence of financial distress in the surveyed companies. Taking into account the weighted average, the respondents included price fluctuations (availability), political conditions, and economic situation in the country – as factors most determining the financial distress. Managers as the most successful financial restructuring actions pointed to a reduction in investment spending by abandoning investments and renegotiating contractual terms. Both actions are part of a broadly understood cost reduction program and are of a stabilizing nature.

**Keywords:** company, finance, financial restructuring, crisis

**JEL classification:** G01, G3, G34

Małgorzata Porada - Rochoń  
Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług, Uniwersytet Szczeciński  
Ul. Cukrowa 8, 71-004 Szczecin  
Malgorzata.rochon@wp.pl