

# Gabriela Łukasik

---

## Wybory przedsiębiorstwa w warunkach kryzysu finansowego

---

Ekonomiczne Problemy Usług nr 39, 60-68

---

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

GABRIELA ŁUKASIK

Akademia Ekonomiczna im. Karola Adamięckiego w Katowicach

## WYBORY PRZEDSIĘBIORSTWA W WARUNKACH KRYZYSU FINANSOWEGO

### Wprowadzenie

W polskiej gospodarce, w której rozwijają się dopiero rynkowe mechanizmy zachowań, problemy zarządzania finansami przedsiębiorstwa w zmiennych warunkach rynkowych nabierają szczególnego znaczenia. Jest to również problem nie tylko dążenia do przetrwania przedsiębiorstwa, ale i poszukiwania narzędzi i metod zarządzania w sytuacjach kryzysowych.

### Pojęcia: kryzys i sytuacja kryzysowa (dyskusyjne problemy)

Kryzys jest zjawiskiem, z którym można spotkać się w różnych dziedzinach życia i jego występowanie jest nie tylko czymś naturalnym, ale i nieuniknionym. W teorii zarządzania rozpatruje się go w kontekście zarządzania zmianą, definiując jako „...moment przełomu, przesilenia, decydującego zwrotu...” tj. zmiany, które mogą przynieść skutki zarówno pozytywne jak i negatywne, stwarzając zagrożenia i szanse. Stąd też kryzys wymuszający przeprowadzenie istotnych zmian w przedsiębiorstwie, pozwalających przywrócić je do poziomu równowagi, może mieć kluczowe znaczenie dla podmiotu gospodarczego. Analizę kryzysu można bowiem przenieść na grunt rozważań o cykliczności rozwoju przedsiębiorstwa, z wyróżnieniem faz powstania, wzrostu, dojrzałości oraz kryzysu. W takim rozumieniu fazę kryzysu można przewidzieć i równocześnie wcześniej ocenić możliwości ograniczenia (przeciwdziałania) niekorzystnych konsekwencji. Kryzys będzie tą fazą życia przedsiębiorstwa, którą cechują: pogarszające się wyniki finansowe, wzrastające potrzeby kapitałowe i zwiększająca się asymetria informacji.

Od kryzysu odróżnia się zakłócenia, które powodują przejściową utratę płynności finansowej i problemy z wypłacalnością, możliwe do usunięcia przy pomocy własnych sił i środków. E.F. Brigham i L.C. Gapenski wyróżniają: niewypłacalność ekonomiczną, niewypłacalność techniczną i niewypłacalność w sensie upadłościowym<sup>1</sup>. Niewypłacalność ekonomiczna oznacza sytuację, w której wpływy nie pokrywają wydatków, łącznie

---

<sup>1</sup> E.F. Brigham, L.C. Gapenski: *Zarządzanie finansami*. PWE, Warszawa 2000, s. 385.

z zabezpieczeniem interesów kapitałodawców (kosztów kapitału). Przedsiębiorstwa mogą kontynuować działalność dopóki wierzyciele są w stanie dostarczać kapitał a właściciele mogą zaakceptować niższe od rynkowych stopy dochodu. W tym ujęciu kryzys można rozpatrywać w powiązaniu z kształtowaniem się wartości rynkowej przedsiębiorstwa traktowanej jako istotny cel współczesnego przedsiębiorstwa. Można uznać, że tendencja spadku wartości wskazuje na spadek jego wiarygodności na rynku, wzrost ryzyka, zwiększenie oczekiwanej stopy zwrotu przez wierzycieli – a w konsekwencji ograniczenie korzyści dla właścicieli. Na rynku następuje bowiem rzeczywista weryfikacja prawidłowości wyborów przedsiębiorstwa. Niewypłacalność techniczna oznacza czasowy brak płynności (kryzys gotówkowy), ale w przyszłości można pozyskać środki pieniężne, spłacić zobowiązania i przetrwać na rynku.

Niewypłacalność w sensie upadłościowym występuje gdy wartość księgowa wszystkich zobowiązań przewyższa rzeczywistą wartość rynkową aktywów. Jest to sytuacja poważniejsza niż niewypłacalność techniczna i często prowadzi do likwidacji przedsiębiorstwa.

Należy zwrócić uwagę na powiązania pomiędzy wyróżnionymi rodzajami niewypłacalności. Długotrwały kryzys ekonomiczny może pociągnąć za sobą kryzys techniczny i w konsekwencji doprowadzić do upadłości.

Problem kryzysu finansowego można rozpatrywać również w kontekście zachowania ładu korporacyjnego i zabezpieczenia interesów wszystkich grup (stakeholders), zarówno wewnętrznych jak i zewnętrznych. Jest to również problem społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa. Zwrócić należy uwagę na prawo interesariuszy do informacji, w tym głównie informacji o zagrożeniach, czynnikach zwiększonego ryzyka i przewidywanych (podejmowanych) działaniach ograniczających ich skutki. Ich ocena i kontrola jest szczególnie ważna w przewidywaniu kryzysu i właściwym nim zarządzaniu, co pozwala również ograniczyć niekorzystne konsekwencje asymetrii informacji. Wyróżnić należy w tym kontekście rolę rocznych raportów z działań i wyników przedsiębiorstwa<sup>2</sup>.

### **Czynniki powstania kryzysu finansowego przedsiębiorstwa**

Przyczyny występowania kryzysu można rozpatrywać w dwóch układach, z wyróżnieniem czynników zewnętrznych, często niezależnych od przedsiębiorstwa, oraz czynników wewnętrznych, będących konsekwencją wyborów i postaw podmiotów gospodarczych. Czynniki zewnętrzne wynikają ze zmienności warunków działania przedsiębiorstwa, w powiązaniu z wahaniami podstawowych wielkości makroekonomicznych, stopy inflacji, przebiegu cyklu koniunkturalnego czy też zmian parametrów rynku finansowego (kursu walutowego, stopy procentowej, indeksu kursów akcji). Przedsiębiorstwo może w różnym stopniu dostosowywać się do zmiennych warunków otoczenia w zależności od indywi-

---

<sup>2</sup> Szerzej M. Marcinkowska: *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.

dualnych zdolności adaptacyjnych, elastyczności działania i indywidualnego profilu ryzyka. Źródłem zagrożenia dla przedsiębiorstwa mogą być także zmiany porządku prawnego, związane np. z ograniczeniami swobody decyzyjnej, rozwiązaniami podatkowymi, świadczeniami socjalnymi czy też wymuszeniem realizacji (lub koniecznością zaniechania) konkretnych przedsięwzięć. Czynniki wewnętrzne wynikają z prawidłowości podejmowanych decyzji w przedsiębiorstwie i ich wpływu na zmiany równowagi finansowej, które można rozpatrywać w trzech podstawowych obszarach: działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej, z uwzględnieniem zmian w zakresie przepływów pieniężnych, wyników finansowych i pozycji bilansowych.

Czynniki powstania kryzysu w obszarze działalności operacyjnej dotyczą niekorzystnych zmian w kształtowaniu się zysku operacyjnego (wąskie ujęcie) i przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (ujęcie szersze). W szerszym ujęciu zysk operacyjny stanowi podstawę wyznaczania oczekiwanych przepływów pieniężnych, z uwzględnieniem wpływu amortyzacji oraz zmian w kapitale obrotowym przedsiębiorstwa. Kryzys finansowy dotyczy głównie sytuacji gdy przepływy pieniężne z działalności operacyjnej nie gwarantują realizacji bieżących zobowiązań (a nawet mogą być ujemne), co narusza równowagę pieniężną przedsiębiorstwa, jego zdolność rozwojową i wymusza ewentualne zmiany struktury źródeł finansowania.

W sferze inwestycyjnej główną przyczyną kryzysu finansowego jest nieefektywna alokacja kapitału w przedsięwzięcia nie zapewniające stopy zwrotu na poziomie pozwalającym pokryć koszt kapitału (oczekiwaną stopę zwrotu kapitałodawców przy danym ryzyku).

W sferze finansowej źródeł kryzysu finansowego doszukiwać się należy w wyborze nieoptymalnej struktury kapitału jako konsekwencji przekroczenia dopuszczalnego (krajowego) poziomu zadłużenia.

Przekroczenie dopuszczalnego poziomu ryzyka finansowego powoduje powstanie kosztów i trudności finansowych decydujących o spadku wartości przedsiębiorstwa. Wartość przedsiębiorstwa wzrasta wraz ze wzrostem zadłużenia do momentu, w którym korzyści podatkowe równoważą koszty trudności finansowych (i ewentualne koszty agencji) związanych z ryzykiem niewypłacalności i ryzykiem spadku wiarygodności finansowej.

Ich właściwa diagnoza i ocena pozwala wskazać na te obszary, które głównie decydują o zagrożeniach i podejmować odpowiednie działania, które pozwolą przeciwdziałać (ograniczyć) ujemne ich skutki. Syntetyczne ujęcie przyczyn i konsekwencji sytuacji kryzysowej przedstawia tabela 1.

### **Restrukturyzacja przedsiębiorstwa w sytuacji kryzysowej**

Zachowania i wybory aktualnych wierzycieli i właścicieli mogą być różne w zależności od oceny stopnia zagrożenia, szans dalszego funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku, prawnych form jego organizacji, struktury własności, rodzaju zadłużenia i przyczyn jego

Tabela 1

Struktura źródeł i konsekwencji kryzysu finansowego w układzie podstawowych obszarów działania przedsiębiorstwa

	Działalność operacyjna	Działalność inwestycyjna	Działalność finansowa
Przyczyny	<ul style="list-style-type: none"> <li>- pogorszenie pozycji przedsiębiorstwa na rynku,</li> <li>- ograniczenie międzynarodowej aktywności,</li> <li>- niewykorzystane zdolności wytwórcze,</li> <li>- ograniczone możliwości wykorzystania konkurencji cenowej,</li> <li>- niekorzystna zmiana relacji: koszty               <ul style="list-style-type: none"> <li>- wolumen produkcji – zysk operacyjny,</li> <li>- nieprawidłowości w gospodarowaniu zapasami,</li> </ul> </li> <li>- ograniczenia w realizacji zobowiązań wobec dostawców.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- nieefektywne inwestycje rzeczowe o ujemnym NPV,</li> <li>- nieefektywne inwestycje finansowe, brak dostosowania kosztu kapitału (WACC) do efektów jego alokacji.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- przekroczenie poziomu zadłużenia ponad krańcową zdolność pożyczkowną,</li> <li>- ujemny efekt dźwigni finansowej,</li> <li>- niekorzystna struktura zadłużenia z punktu widzenia terminów wymagalności,</li> <li>- brak możliwości realizacji oczekiwań właściciela.</li> </ul>
Konsekwencje	<ul style="list-style-type: none"> <li>- spadek przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej,</li> <li>- wykorzystanie funduszu amortyzacji na pokrycie wydatków operacyjnych,</li> <li>- brak wystarczalności gotówkowej na pokrycie wydatków inwestycyjnych i finansowych,</li> <li>- przekroczenie krańcowego progu gotówki,</li> <li>- wzrost ryzyka operacyjnego.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- spadek przychodów z działalności finansowej,</li> <li>- zwiększenie wartości z bieżących aktywów trwałych,</li> <li>- wzrost ryzyka inwestycyjnego.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- wzrost kosztów finansowych,</li> <li>- powstanie kosztów bankructwa,</li> <li>- spadek wiarygodności kredytowej,</li> <li>- ograniczenia w dostępie do kapitału i wzrost jego kosztu,</li> <li>- wzrost ryzyka finansowego.</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne.

powstania. Przedsiębiorstwo będzie oceniało realne szanse wykorzystania mocnych stron swojej działalności, ograniczenia zagrożeń, utrwalenia tendencji pozytywnych i aktywizacji wewnętrznych rezerw. Szansą dla przedsiębiorstwa jest restrukturyzacja finansowa, która może być realizowana obok (łącznie) z restrukturyzacją innych obszarów działania, w tym: zakresu działalności, jego struktury własnościowej i formy organizacji.

Restrukturyzację można rozpatrywać w kilku układach, z wyróżnieniem:

- restrukturyzacji kreatywnej związanej z oddziaływaniem na zmiany w otoczeniu,
- restrukturyzacji antycypacyjnej jako dostosowanie do zmian w otoczeniu,
- restrukturyzacji naprawczej pozwalającej na przywrócenie równowagi finansowej.

Wyróżnienie restrukturyzacji jako postępowania sanacyjnego jest zgodne z aktualnymi regulacjami systemowymi, których głównym priorytetem jest zachowanie jego działań do jak najlepszego zaspokojenia oczekiwań różnych grup interesów<sup>3</sup>. Wiąże się to z wprowadzeniem jednolitego postępowania wobec zagrożonego przedsiębiorstwa poprzez rozwiązania, w których łączą się procedury: naprawcza, układowa oraz upadłościowa.

Główne cele restrukturyzacji naprawczej to:

- zaspokojenie w najwyższym stopniu wierzycieli przedsiębiorstwa,
- ograniczenie ryzyka „domina” w wyniku niewypłacalności i niewywiązywania się ze zobowiązań,
- zachowanie przedsiębiorstwa na rynku i wypełnienie jego funkcji społecznych,
- kształtowanie właściwych postaw zarówno w grupie przedsiębiorców, jak też kierownictwa i załóg.

Restrukturyzację naprawczą można rozpatrywać jako restrukturyzację finansową (restrukturyzację pasywów), restrukturyzację majątku (aktywów) oraz restrukturyzację własnościową.

Podstawowym celem restrukturyzacji finansowej jest osiągnięcie takiej struktury zadłużenia a tym samym i kapitału, które umożliwiłyby przedsiębiorstwu terminową spłatę bieżących zobowiązań (utrzymanie wypłacalności) oraz finansową reorientację strategiczną, odzyskanie zaufania wierzycieli i akceptacji wszystkich grup interesów<sup>4</sup>.

Restrukturyzacja finansowa obejmuje szeroki zakres działań, które wiążą się zarówno ze sferą materialną jak też sferą planowania i zarządzania finansowego.

Najczęściej wyróżnia się trzy etapy w tym zakresie<sup>5</sup>:

- etap pierwszy umożliwiający odzyskanie krótkoterminowej płynności finansowej i przetrwanie przedsiębiorstwa poprzez: ograniczenie niezbędnych wydatków, roz-

---

<sup>3</sup> Ustawa z dnia 23 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze, DzU 2003, nr 60.

<sup>4</sup> Szerzej S. Flatter, D. Lovett: *Restrukturyzacja firmy. Zarządzanie przedsiębiorstwem w sytuacjach kryzysowych*. WIG Press, Warszawa 2001.

<sup>5</sup> A. Nalepka: *Restrukturyzacja przedsiębiorstwa. Zarys problematyki*. PWN, Warszawa–Kraków 1999.

sądne gospodarowanie posiadanymi zasobami, szukanie i aktywizacja źródeł generowania gotówki, krótkotrwałe wsparcie finansowe,

- etap drugi nastawiony na trwałą poprawę efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa pozwalającą wygenerować zysk i operacyjne przepływy pieniężne, zapewniające dalszy jego rozwój,
- etap trzeci sprowadzający się do systematycznego podnoszenia wartości przedsiębiorstwa poprzez zmianę struktury kapitałowej i własnościowej.

Można to realizować poprzez: zamianę wierzytelności na udziały lub akcje, wykorzystanie instrumentów hybrydowych, negocjacje z kredytodawcami w sprawie restrukturyzacji długu lub nowego rozłożenia płatności, podwyższenie zadłużenia, zaciągnięcie nowych pożyczek z odpowiednim zabezpieczeniem, dostosowanie struktury kapitałowej do poziomu prognozowanych operacyjnych przepływów pieniężnych.

Zwrócić należy uwagę na szanse włączenia wszystkich grup interesów, w tym głównie wierzycieli, w procesy naprawcze, z możliwością zawarcia układu, z uwzględnieniem np. odroczenia wykonania zobowiązań, zmniejszenia długu, konwersji wierzytelności czy też zmniejszenia oprocentowania. Kompleksowa koncepcja wyjścia z kryzysu realizowana z udziałem różnych grup interesów (turnaround management) powinna:

- uwzględniać strategiczne czynniki sukcesu,
- uruchamiać rezerwy gotówkowe, utrzymywać funkcje przedsiębiorstwa i powiązania gospodarcze,
- przygotować koncepcję restrukturyzacji z wyróżnieniem zmian strukturalnych,
- zabezpieczyć stabilny wzrost dochodowości przedsiębiorstwa z pełnym wykorzystaniem mocnych stron jego działalności<sup>6</sup>.

Restrukturyzacja aktywów może wiązać się głównie z:

- sprzedażą, wydzierżawieniem lub wynajęciem składników majątkowych, które nie są w pełni wykorzystane lub znajdują się poza głównym obszarem jego działania,
- utworzeniem spółki „córki” i przekazaniem jej aktywów (równocześnie z długami) w celu odseparowania ich od aktywów firmy „matki”,
- podziałem przedsiębiorstwa, wniesieniem aktywów w formie aportu do innego przedsiębiorstwa,
- redukcją zapasów.

Restrukturyzację własnościową zmieniającą strukturę ośrodków decyzyjnych w przedsiębiorstwie zawsze wiąże się z ograniczeniem roli aktualnych właścicieli. Może to być jednak szansa dla utrzymania przedsiębiorstwa na rynku.

Jedną z nowoczesnych technik restrukturyzacji własnościowej jest wykup wspomagany długiem (leveraged buy out) wraz z jego odmianą – wykupem menedżerskim (MBO). Wykupowi towarzyszy znaczny wzrost zadłużenia, bowiem grupa inwestorów lub kadra

---

<sup>6</sup> Szerzej P. Faulhaber, N. Landwehr: *Turnaround management w praktyce. Jak wykorzystać kryzys w przedsiębiorstwie by odrodziło się na nowo?* Wyd. CeDeWu, Warszawa 2005.

kierownicza zaciągają dług na wykup przedsiębiorstwa, finansując większość zakupu ze źródeł zewnętrznych. Podstawowym celem przejęcia przedsiębiorstwa przez grupę inwestorów wywodzących się z kadry kierowniczej jest zwiększenie jego wartości, przy zachowaniu kontroli nad procesem zarządzania.

Zwrócić należy również uwagę na wykorzystanie outsourcingu, tj. korzystanie z podwykonawców, zgodnie z pozycją firmy w łańcuchu wartości, w której funkcjonuje.

### **Pozyskiwanie kapitału w sytuacji kryzysowej**

Ważną rolę w sytuacji kryzysowej odgrywa możliwość pozyskiwania kapitału a tym samym kapitałodawców skłonnych zaakceptować trudności finansowe i dodatkowe ryzyko z tym związane. Wiąże się to z możliwością pozyskiwania środków zarówno ze strony aktualnych właścicieli i wierzycieli jak i dostępu do kapitału nowych podmiotów, z sektora bankowego i rynku papierów wartościowych.

Ze strony właścicieli mogą to być dopłaty (głównie w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością) o charakterze sanacyjnym, szczególnie w sytuacji gdy nie utworzono kapitału zapasowego lub kapitał został w pełni wykorzystany na pokrycie strat bilansowych.

Pozyskiwanie dodatkowego kapitału pożyczkowego ze strony banku (kredytu sanacyjnego) nie jest łatwe, głównie wobec utraty wiarygodności i wzrostu ryzyka banku. Nie oznacza to jednak, że bank (szczególnie bank podstawowy) nie będzie zainteresowany ograniczeniem negatywnych skutków kryzysu, głównie z uwagi na: utrzymanie klienta, z którym dotychczas bank miał ustabilizowane powiązania finansowe i zna jego „historię” oraz zabezpieczenie możliwości kontroli określonego obszaru działalności.

Nierzadko tworzy się – jak już zaznaczono – powiązania grupy interesów (turnaround) z wiodącą rolą banku podstawowego i udziałem innych wierzycieli (głównie z wysokim poziomem współzależności) jak i podstawowych dostawców. Może to być szczególnie forma łączonego finansowania sanacyjnego z udziałem banku podstawowego i ewentualnie innych banków oraz wierzycieli, mających wspólne interesy. Wierzyciele mogą być w różnym stopniu powiązani z sobą i mogą postępować w sposób partnerski. Będzie to wymagało jednak aktywnej polityki informacyjnej oraz przyjęcia odpowiedzialności za utrzymanie linii kredytowej<sup>7</sup>.

Ważną rolę w finansowaniu kryzysowym mogą też odgrywać obligacje o zaniżonej ocenie ratingowej i wyższym ryzyku (np. obligacje „śmieciowe”). Obligacje, którym obniżono ocenę inwestycyjną, dzielą się na dwie kategorie. Pierwsza grupa zawiera te papiery dłużne, których emitent zdecydował się na znaczny wzrost zadłużenia w wyniku wykupu z wykorzystaniem dźwigni finansowej lub zmiany struktury kapitału. Można je więc łączyć z sytuacją ryzykowną wynikającą z wyboru struktury kapitału. W skład drugiej grupy wchodzi obligacje emitowane w sytuacji kryzysu finansowego i trwałej utraty wiarygodno-

---

<sup>7</sup> W. Portisch: *Koalitionen bilden, stakeholders*. Management in der Sanierung. Die Bank 8/2006.



ści<sup>8</sup>. Są to papiery wartościowe bez zabezpieczenia i bez możliwości zmuszenia emitenta do tworzenia funduszu amortyzacyjnego, z przeznaczeniem na ich wykup. W każdym przypadku jednak płatności odsetkowe mogą stanowić zagrożenie dla przywrócenia płynności finansowej. Aby zmniejszyć ryzyko można emitować obligacje z odroczonym kuponem, pozwalającym na karencję płatności odsetkowych, ewentualny ciągły wzrost niezrealizowanych kuponów lub zastosowanie kuponu hybrydowego. Te ostatnie dają emitentowi prawo wyboru pomiędzy wypłatą odsetek a wydaniem wierzycielowi obligacji o tym samym oprocentowaniu i wartości nominalnej równej wysokości niezapłaconych odsetek.

Zwrócić należy uwagę także na hybrydowe papiery wartościowe pozwalające inwestorom na wybór najkorzystniejszej pozycji wobec emitentów. Nierzadko papiery hybrydowe są połączeniem standardowego papieru dłużnego z instrumentem pochodnym. Posiadacz papieru może wykorzystać instrument pochodny w zależności od indywidualnej oceny poziomu ryzyka oraz potrzeby zabezpieczenia swojej pozycji na rynku.

Hybrydowy papier wartościowy pozwala przekroczyć określony poziom zadłużenia, wprowadzając elastyczny sposób finansowania, umożliwiający przesunięcie w czasie realizacji zobowiązania w zależności od wzrostu wiarygodności przedsiębiorstwa.

## Podsumowanie

Wybory przedsiębiorstwa nie zawsze pozwalają na jego utrzymanie na rynku. W gospodarce rynkowej ważną rolę spełnia również instytucja upadłości stanowiąca formę ekonomicznej selekcji przedsiębiorstw w sytuacji trwałej niewypłacalności, zagrożonych interesów wierzycieli i braku realnych szans przywrócenia ich wypłacalności. Powoduje to utratę samodzielności decyzyjnej przedsiębiorstwa, a tym samym jego praw w dysponowaniu majątkiem, z równoczesnym – zgodnym z prawem – rozdzieleniem środków pieniężnych uzyskanych ze sprzedaży majątku pomiędzy wierzycieli.

Podnieść należy jednak fakt, że pełna likwidacja przedsiębiorstwa i związana z tym sprzedaż aktywów wymaga oceny, czy bardziej uzasadniona jest sprzedaż „po kawałku” czy też zorganizowanej całości (wszystkich aktywów). Likwidacja przedsiębiorstwa podejmowana w sposób racjonalny może następować wówczas, kiedy wartość aktywów jako zorganizowanej całości jest niższa od wartości poszczególnych elementów tych aktywów sprzedawanych oddzielnie<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> F.J. Fabozzi: *Rynek obligacji, analiza i strategię*. WIG Press, Warszawa 2000, s. 176–180.

<sup>9</sup> Zob. J. Gajdka: *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*. Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 180.

**THE INFLUENCE OF FINANCIAL CRISIS  
ON DECISIONS MADE BY THE COMPANIES**

**Summary**

Company crisis is one of elements in a company's life cycle. It is distinguished by the less of financial credit worthiness on the market, impossibility to settle liabilities and permanent less of financial liquidity.

The article presents the scope and principles of restructuring allowing the company to overcome the crisis and to acquire capital, i.e. investors ready to accept financial difficulties and related additional risk.