

Małgorzata Porada-Rochon

Uniwersytet Szczeciński

UWARUNKOWANIA RESTRUKTURYZACJI FINANSOWEJ W AMERYKAŃSKICH PRZEDSIĘBIORSTWACH – RYS HISTORYCZNY

1. Wstęp

Proces restrukturyzacji przedsiębiorstw, w tym restrukturyzacji finansowej, nie stanowi *novum* dla amerykańskiej gospodarki. Od dawna przypisuje się omawiany proces do cech amerykańskiego systemu przedsiębiorczości.

Znaczące zmiany ekonomiczne, wśród których należy wymienić wahania wartości dolara skutkujące istotnymi reperkusjami w przemyśle uzależnionym od handlu, gwałtowny wzrost w sektorze usług i duże zmiany w rzeczywistych stopach procentowych oraz cenach względnych, nagły wzrost technologii, szczególnie w automatyce oraz telekomunikacji, stanowiły istotne determinanty ewolucji korporacyjnej Ameryki lat 80. [Geenspan 1998, s. 155-156] Wymienione zmiany w środowisku ekonomicznym implikowały duże, bezprecedensowe przemiany we właściwej strukturze aktywów w przedsiębiorstwach, jak również nowe możliwości polepszenia wydajności. To z kolei obligowało przedsiębiorstwa do tego, by zaniechać niektórych działań, niektóre zredukować, inne wzmocnić lub dodać.

2. Uwarunkowania restrukturyzacji finansowej – rys historyczny

Na uwagę zasługuje fakt, iż w USA, w latach 70. miał miejsce długi i bardzo wolny okres wzrostu produktywności, który przyczyniał się do częściowego nawiązywania się nieefektywnych działań i przedsięwzięć.

W latach 80. amerykański sektor przedsiębiorstw odnotował zwiększony udział długu w finansowaniu, co przejawiało się wzrostem korzystania przez przedsiębiorstwa ze środków finansowych w postaci długu podporządkowanego niezabezpieczonego majątkiem firmy [Poulsen]. Zjawisko wzmożonego zadłużania się

przedsiębiorstw nie było dotąd obecne w gospodarce amerykańskiej, czego dowodem są dane zawarte w tab. 1.

Wymienia się dwa podstawowe powody zwiększonego udziału długu w finansowaniu przedsiębiorstw: wzmoczone procesy restrukturyzacji oraz wzrost aktywności transakcji fuzji i przejęć, w tym transakcji wykupów lewarowanych.

Lata 80. w krajach wysoko rozwiniętych charakteryzowały się wzmocnionym procesem restrukturyzacji przedsiębiorstw. Celem restrukturyzacji było „odzyskiwanie ukrytej wartości” realizowane przez podejmowanie zróżnicowanych działań operacyjnych i finansowych, takich jak wykup i umorzenie akcji, wydzielenie niepodstawowych aktywów czy wykup lewarowany (*leverage buy out* – LBO).

Zintensyfikowana restrukturyzacja wynikała z faktu, iż menedżerowie negatywnie oceniali efektywność zarządzania przedsiębiorstwami notowanymi publicznie. Głównymi przyczynami braku efektywności tych przedsiębiorstw były nie w pełni efektywna alokacja zasobów oraz nieoptymalne kształtowanie struktur finansowania przez większość korporacji publicznych [Wrzesiński 2000, s. 32-33].

Tabela 1. Zagregowane dane bilansowe amerykańskich przedsiębiorstw wybranych lat (w mln USD)

Lata	Aktywa	Krótkoterminowy dług	Długoterminowy dług	Ogólny wskaźnik zadłużenia
1961	628,0	48,0	107,3	0,274
1971	1251,9	138,0	246,0	0,307
1981	3524,3	432,7	565,9	0,283
1991	6483,9	1064,0	1394,0	0,379
1992	6717,9	1066,5	1434,0	0,372
1993	6954,0	1053,4	1507,0	0,368
1994	7351,1	1159,2	1521,6	0,365

Źródło: [Zyblock 1997, s. 18].

Nieefektywna alokacja zasobów przez korporacje w krajach wysoko rozwiniętych, była rezultatem oddzielenia funkcji właścicielskich od funkcji zarządczych.

Dynamiczny rozwój gospodarki w krajach rozwiniętych zanotowany po II wojnie światowej zobligował przedsiębiorstwa do pozyskania znacznie większych niż dotychczas wielkości środków finansowych. Źródłem, które było w stanie zapewnić wystarczający dla rozwoju kapitał, stała się emisja akcji na giełdzie papierów wartościowych. Finansowanie poprzez giełdę wpłynęło zasadniczo na zmiany w zakresie sprawowania kontroli nad firmą. Taka sytuacja oznaczała przesunięcie efektywnej kontroli od właścicieli do menedżerów zarządzających firmą [Wrzesiński 2000, s. 32-33]. Interes menedżerów nie zawsze natomiast był zbieżny z interesem właścicieli, co często prowadziło do podejmowania przez nich decyzji wpływających na nieefektywne wykorzystanie zasobów rzeczowych i finansowych przez przedsiębiorstwa.

Wielu ekonomistów przyczyny restrukturyzacji amerykańskich przedsiębiorstw upatruje właśnie w istnieniu rozbieżnych interesów pomiędzy kadrą zarządzającą a akcjonariuszami. Z zasady akcjonariusze dążą do wzrostu wartości firmy, mene-

dżerowie – do zmniejszenia ryzyka działania. W konsekwencji często rozbieżne przedsięwzięcia i decyzje podejmowane przez obie strony wykazywały się brakiem efektywności zarządzania zasobami, jak również procesami na tych zasobach.

Minimalizując ryzyko bankructwa, przedsiębiorstwo może skłonić się w stronę dywersyfikacji swojej działalności, jednak po przekroczeniu pewnego progu powoduje spadek wartości firmy zamiast wzrostu. W związku z tym nadmierną ekspansję i dywersyfikację uważa się za kolejną przyczynę restrukturyzacji amerykańskich przedsiębiorstw.

Za istotny czynnik wpływający na konieczność przeprowadzenia procesu restrukturyzacji należy uznać niewłaściwe kształtowanie struktur kapitałowych przez większość korporacji publicznych.

Po pierwsze należy zwrócić uwagę na znaczenie struktury kapitałowej. Znana powszechnie teoria Modiglianiego-Millera (M&M) [Miller 1990] wskazuje, iż na dobrze funkcjonujących rynkach kapitałowych zmiany w strukturze kapitału i polityka dywidend nie powinny mieć żadnych przewidywalnych skutków dla dochodowości i wartości przedsiębiorstwa. Istnieje jednak kilka ograniczających założeń, na których spoczywa ten argument, przede wszystkim perfekcyjna informacja, brak podatków i kosztów transakcyjnych oraz brak kosztów bankructwa. Jednakże, co warto podkreślić, najważniejszym założeniem wspierającym teorię M&M jest to, że realne inwestycje i decyzje operacyjne nie oddziałują na strukturę kapitału i politykę dywidend. Oznacza to, iż bez względu na to, czy firma operuje 10%, czy 90% długiem, czy zobowiązuje się do wypłacania wszystkich, czy też żadnych zysków, teoria M&M zakłada, że polityka realnych inwestycji przedsiębiorstwa i operacyjnego przepływu gotówki nie ulegnie zmianie. Zatem jako sugestia logiczna teoria M&M jest całkowicie prawidłowa. Zgodnie z przedstawionymi założeniami zmiany w strukturze kapitałowej i polityce dywidend nie powinny mieć wpływu na wartość.

Praktyka lat 80. w USA wskazuje, że nie został spełniony właśnie ten ostatni warunek [Jensen 1998, s. 130]. Jeżeli przedsiębiorstwo dokonuje drastycznych zmian w strukturze kapitałowej, strukturze własności, zwykle przekłada się to na znaczące zmiany w kondycji oraz wartości tego przedsiębiorstwa. Uwidaczniają się również zmiany w polityce realnych inwestycji na *in plus* bądź *in minus* w zależności od tego, jak zmienia się polityka finansowa.

Po II wojnie światowej miało miejsce zachowawcze podejście do problemu kształtowania struktury finansowania. Było to niewątpliwie korzystne dla zarządców przedsiębiorstw, które preferowały pozyskiwanie finansowania w formie kapitału własnego zamiast w formie długu, uzasadniając to koniecznością utrzymania wysokiej wiarygodności i standingu finansowego przedsiębiorstwa. W konsekwencji koszt pozyskania finansowania przez przedsiębiorstwa był dość wysoki. Zwiększenie udziału długu w strukturze finansowania stanowiło istotne potencjalne źródło wartości. Zwiększenie zadłużenia było korzystne dla właścicieli, lecz nie za-

wsze było zbieżne z interesami menedżerów, którzy preferowali bezpieczniejsze finansowanie przedsiębiorstwa kapitałem własnym [Wrzeński 2000, s. 36].

Tabela 2. Porównanie podstawowych wskaźników struktury finansowania przedsiębiorstw w krajach wysoko rozwiniętych i w Polsce w 1991 r.

Kraj	Stosunek długu do kapitału własnego
USA	92%
Niemcy	70%
Francja	88%
Kanada	89%
Polska (1993-1997)	31%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS oraz [Rajan 2000, s. 149].

Dane z tab. 2 wskazują na znaczną rozbieżność w finansowaniu działalności przedsiębiorstw w Polsce i USA. Dług w finansowaniu polskich przedsiębiorstw stanowi tylko trzecią część w porównaniu z wykorzystaniem długu w stosunku do kapitału własnego w finansowaniu działalności amerykańskich przedsiębiorstw w badanym okresie.

Dynamiczny wzrost gospodarczy w USA odnotowany w latach 80. wpłynął na rozwój oraz wzrost popularności koncepcji LBO.

Rozwój transakcji wykupów lewarowanych był spowodowany pojawieniem się na rynku aktywnych inwestorów finansowych dysponujących znacznymi środkami finansowymi oraz rozwojem emisji obligacji wysokiego oprocentowania, które umożliwiały przejęcia przez narzędzie LBO nawet największych przedsiębiorstw. Należy również wskazać na fakt, iż zwiększona obecność banków zagranicznych na rynkach amerykańskich znacznie zwiększyła zdolność banków do uczestnictwa w transakcjach fuzji i przejęć. Fenomenalny rozwój w latach 80. rynku długów korporacyjnych niższego szczebla, tzw. obligacji śmieciowych, również wzmocnił zdolność kredytową dla wielu transakcji korporacyjnych. Zwiększona płynność tego rynku umożliwiła inwestorom dywersyfikację specyficznych dla przedsiębiorstw grup ryzyka przez konstruowanie portfeli długów.

Perspektywa uzyskania przez inwestorów w transakcjach LBO bardzo wysokiej stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału spowodowała nie tylko wzrost zainteresowania nimi, ale również zwiększenie środków dostępnych dla potencjalnych inicjatorów transakcji LBO. Większa możliwość pozyskania środków finansowych skutkowała większym zainteresowaniem również inwestorów charakteryzujących się brakiem doświadczenia w realizacji transakcji.

W związku z rosnącą konkurencją wśród nabywców ceny płacone za przedsiębiorstwa znacznie przewyższały ich faktyczną wartość. Wyższe ceny zmuszały nabywców do stosowania przy wykupie coraz bardziej agresywnej struktury finansowania zwiększającej ryzyko przedsięwzięć [Wrzeński 2000, s. 34]. W konsekwencji cena wykupu przedsiębiorstwa nie była kompatybilna z jego kondycją finansową.

Późne lata 80. zaowocowały wzrostem problemów związanych z lewarowanymi transakcjami. Od 1989 r. nastąpił wzrost zaległości w regulowaniu zobowiązań i bankructw transakcji LBO. Okazuje się, że większość tych problemów była konsekwencją transakcji dokonywanych w drugiej połowie lat 80. Dowodem na to jest statystyka [Jensen 1998, s. 132], która wskazuje, iż z 41 transakcji lewarowanych po cenach zakupu w wysokości 100 mln dolarów lub więcej, które ukończono w okresie 1980-1984, tylko jedna nie spłaciła swoich zobowiązań, jednak gdy podda się analizie 83 transakcje dokonane w okresie 1985-1989 opiewające na więcej niż 100 mln dolarów, to okaże się, iż co najmniej 26 nie spłaciło swoich zobowiązań, a 18 zbankrutowało.

Następnie miały miejsce tzw. niepowodzenia kontraktowe wynikające z rażącego braku równowagi pomiędzy zawierającymi umowy, promującymi transakcje a kredytodawcami i innymi inwestorami je finansującymi. Historia pokazuje, że większość transakcji była przeceniana i ustalana na podstawie nadmiernego zadłużenia. To doprowadziło do głębokiej recesji w gospodarce amerykańskiej w latach 1981-1982 i zmiany polityki finansowej w kierunku zwiększonego udziału kapitału własnego w strukturze kapitałowej.

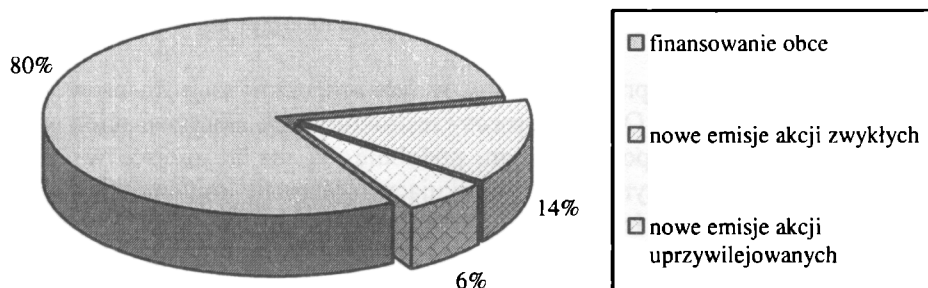
W okresie 1976-1990 w wyniku restrukturyzacji finansowej, w tym również zawierania transakcji wykupu lewarowanego, wartość akcji dla samych akcjonariuszy sprzedających zwiększyła się łącznie o 650 mld USD. Wzrost wartości dla akcjonariuszy wynikał częściowo z transferu wzrostu operacyjnej efektywności, a częściowo z transferu wartości od pożyczkodawców do akcjonariuszy. Straty pożyczkodawców z tytułu LBO i restrukturyzacji w tym samym czasie wyniosły 50 mld USD. Oznacza to, że znaczna część wzrostu wartości wynikała ze skutecznie przeprowadzonej restrukturyzacji przejmowanych przedsiębiorstw. Potwierdza to tezę, iż LBO było transakcją efektywną na poziomie mikroekonomicznym [Wrzesiński 2000, s. 58].

Warto również wskazać na fakt, że wynik netto lewarowanych nabyć lat 80. był bliski trylionowi dolarów wartości zakupów na rynku akcji. Większość dokonanych wówczas transakcji LBO w wyniku przegrzania koniunktury można uznać za kontrowersyjne, pomimo tego służyły interesom ekonomii Stanów Zjednoczonych, dostarczając rozwiązań problemu wolnego przepływu gotówki. Paradoksalnie zostało to osiągnięte w tym czasie, gdy wielu nie tylko amerykańskich ekonomistów twierdziło, że korporacyjna Ameryka straciła swój potencjał konkurencyjny przez rynki finansowe. Obecnie amerykańskie przedsiębiorstwa zadowalająco prosperują na międzynarodowych rynkach w dużym stopniu jako rezultat ówczesnych zmian.

Z perspektywy czasu, stwierdza się, iż w latach 80. amerykańskie przedsiębiorstwa w zbyt dużym stopniu finansowały się za pomocą długu, stąd też uznaje się iż lata 80. to dekada niebezpiecznej finansowej nadwyżki. Niebezpieczeństwo może np. wynikać z faktu, iż z nadmiernym zadłużeniem związane jest duże obciążenie odsetkami, a to z kolei skupia uwagę menedżerów przedsiębiorstwa na planowaniu operacyjnym przepływów finansowych kosztem strategicznych perspektyw przedsiębior-

stwa. Nadmierne zadłużenie niejednokrotnie przekłada się na bankructwo, skutkując np. wzrostem bezrobocia, zagrożeniem rentowności instytucji finansowych.

Obecnie w USA obserwuje się wzrost poziomu dźwigni finansowej w przedsiębiorstwach, co obrazują dane przedstawione na rys. 1. Ta dynamika nie budzi kontrowersji przede wszystkim ze względu na ewolucję najnowszych innowacji w zarządzaniu ryzykiem ułatwiających bezpieczne zwiększenie poziomu zadłużenia w przedsiębiorstwie.



Kys. 1. Struktura finansowania przedsiębiorstw w Stanach Zjednoczonych w 2000 r.

Źródło: [Finnerty, Emery 2001, s. 3-5] (za: [Stradomski 2004, s. 102]).

Na uwagę zasługują również dwie determinanty, które niwelują obawy wynikające z wzrostowego trendu dźwigni finansowej: w ostatnim okresie proporcjonalnie większe kwoty zostały pożyczone w ramach obligacji długoterminowych, a zatem tych, które w mniejszym stopniu są podatne na problemy wynikające z kryzysu płynności. Obligacje nie będą musiały być tak często refinansowane jak zadłużenia krótkoterminowe. Oprócz tego warto zwrócić uwagę, iż znaczna kwota zwiększonego zadłużenia jest skoncentrowana w tych branżach, które są mniej wrażliwe na cykliczne spadki koniunktury gospodarczej.

Należy zauważyć, iż stabilizacja stóp procentowych, wymiany walut i cen produktów w dalszych latach spowolniła wyłanianie się nowych możliwości dalszych restrukturyzacji, jak również zmniejszyła tempo fuzji i przejęć oraz aktywności LBO. To z kolei nasuwa wniosek, iż większość mocnych strategii łagodzenia bo-
omu restrukturyzacyjnego na dłuższą metę jest zasadniczo tymi samymi strategiami makroekonomicznymi w kierunku redukcji deficytu budżetowego i stabilności cen, które stanowiły nadrzędną strategię lat 80.

3. Wnioski końcowe

Dokonując analizy literatury dotyczącej restrukturyzacji przedsiębiorstw w USA, napotyka się stwierdzenia, iż restrukturyzacje przedsiębiorstw przyczyniły się do „uszkodzenia” amerykańskiej ekonomii oraz że wartość zrestrukturyzowanych przedsiębiorstw nie jest wynikiem wzrostu efektywności czy produktywności

[Jensen 1987, s. 3-4], raczej jest wynikiem ciągłej presji menedżerów do zarządzania operacyjnego bez uwzględnienia perspektywy długoterminowej.

Teoria, że restrukturyzacja amerykańskich przedsiębiorstw miała bardzo pozytywny wpływ na amerykańską koniunkturę, wynikała z komparatystyki z ekonomią Japonii. Realny wzrost produktu krajowego brutto w latach 1988-1998 dla Stanów Zjednoczonych wyniósł 26%, dla Japonii – 23%. Jednakże w latach 90. (do 1998 r.) realny produkt krajowy brutto w USA wzrósł o 26% w porównaniu ze wzrostem o 8% w Japonii. Dla porównania w latach 1988-1998 amerykański wskaźnik giełdowy Dow wzrósł o 323%, natomiast japoński Nikkei obniżył się o 54% [Weston, 1999, s. 11].

Zakres restrukturyzacji przedsiębiorstw, w tym restrukturyzacji finansowej, stał się globalnym zjawiskiem. Obecnie procesy restrukturyzacji amerykańskich przedsiębiorstw są zjawiskiem powszechnym, podobnie jak ma to miejsce w Polsce. Różnica polega tylko na czynnikach warunkujących potrzebę implementacji zmian i narzędzi niezbędnych do ich realizacji. Uważa się, iż restrukturyzacje są wspólnym i ważnym procesem wynikającym z międzynarodowej konkurencji produktów, kapitałów i rynku pracy, implikują tym samym silną potrzebę wzrostu konkurencyjności przedsiębiorstw i maksymalizacji ich wartości rynkowej.

Literatura

- Finnerty J.D., Emery D.R., *Debt Management. A Practitioner's Guide*, Harvard Business School Press. Boston 2001.
- Geenspan A., *LBOs and Corporate Debt*, [w:] D.H. Chew, *Discussing to the Revolution in Corporate Finance*, Blackwell 1998.
- Jensen M., *Leverage and Corporate Restructuring Bank of America Roundtable on the Link between Capital Structure and Shareholder Value*, [w:] D.H. Chew, *Discussing to the Revolution in Corporate Finance*, Blackwell 1998.
- Jensen M., *Bank of America Roundtable on the Link between Capital Structure and Shareholder Value*, [w:] D.H. Chew, *Discussing to the Revolution in Corporate Finance*, Blackwell 1998.
- Jensen M., *The Takeover Controversy: The Restructuring of Corporate America*, Harvard Business School 1987.
- Miller M., *Leverage*, Nobel lecture, Chicago 1990, www.nobelprize.org/economics/laureates/1990/miller-lecture.pdf.
- Poulsen A., *Corporate Debt. The Concise Encyclopedia of Economics*, <http://www.econlib.org>.
- Rajan R., *What do We Know about Capital Structures?* [w:] M. Wrzesiński, *Fuzje i przejęcia*, Liber, Warszawa 2000.
- Stradomski M., *Zarządzanie strukturą zadłużenia przedsiębiorstw*, Wydawnictwo PWE, Warszawa 2004.
- Weston J. F., *Mergers and Performance*, Finance Scholarship Repository, Los Angeles 1999.
- Wrzesiński M., *Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany (LBO) i menadżerski (MBO)*, Liber, Warszawa 2000.
- Zyblock M., *Corporate Financial leverage. A Canada – US Comparison, 1961-1996*, „Business and Labour Market Analysis Division” 1997 no 111.

THE CONDITIONS OF FINANCIAL RESTRUCTURING IN AMERICAN ENTERPRISES – A HISTORICAL PERSPECTIVE

Summary

The paper presents the influence of different factors and phenomena on the necessity of company's financial restructuring in the USA. The author analyzes the historical aspect of conditions of the restructuring process in American companies at the turn of the 1970s, 1980s, 1990s.