

Podejmowanie decyzji dezinwestycyjnych

Henryk Sobolewski, Grzegorz Wojtkowiak*

Streszczenie: *Cel* – uporządkowanie terminologiczne problematyki dezinwestycji, wskazanie sposobu podejmowania decyzji dezinwestycyjnych, ich przyczyn i skutków oraz aspektów związanych z pomiarem ich efektów, a także charakterystyka pojawiających się problemów utrudniających osiągnięcie wysokiej skuteczności działań.

Metodologia badania – wykorzystano badania wtórne oparte o dane statystyczne, badania literaturowe oraz wyniki badań własnych prowadzonych z wykorzystaniem wywiadów ustrukturyzowanych.

Wynik – uporządkowano wybrane aspekty związane z dezinwestycjami, wskazano problemy związane z procesem podejmowania decyzji i charakterystykę ich stosowania w polskich warunkach.

Oryginalność/wartość – uporządkowana wiedza stanowi podstawę do prowadzenia dalszych badań związanych z wyznaczeniem czynników determinujących efektywność dezinwestycji.

Słowa kluczowe: dezinwestycje, downsizing, dywestycje, restrukturyzacja

Wprowadzenie

Dobór naturalny jest znanym w przyrodzie zjawiskiem. Ugruntowana wiedza na jego temat potwierdza, że selekcja jednostek i konkurencyjność gatunków sprzyja rozwojowi zarówno w obrębie danej grupy istot, jak i w odniesieniu do całej przyrody. Jest podstawą, przyczyną i równocześnie efektem ewolucji.

Podobne zjawisko zaobserwować można jako efekt działania przedsiębiorstw i gospodarki wolnorynkowej – dotyczy ono likwidacji, rezygnacji czy przeobrażeń cech przedsiębiorstw zmierzających do dopasowania do zmieniającego się otoczenia.

Niniejszy artykuł stanowi kontynuację wcześniejszych publikacji autorów, nawiązując bezpośrednio do artykułu *Współczesny wymiar downsizingu – wskazanie skali i uporządkowanie terminologiczne* z 2013 roku. Podjęto w nim temat *downsizingu* jako ważnego narzędzia zarządzania, a jego celem było wskazanie współczesnych ram *downsizingu*, sposobów jego stosowania, a także uporządkowanie terminologiczne problematyki.

Przeprowadzenie dezinwestycji jest jednym z narzędzi *downsizingu*, ale występuje również jako element restrukturyzacji. Celem podjęcia tego tematu jest wskazanie cech charakterystycznych sposobu podejmowania decyzji dezinwestycyjnych, ich przyczyn oraz aspektów związanych z ich skutkami. Metody analizy dezinwestycji zbliżone są do metod

* prof. dr hab. Henryk Sobolewski, prof. zw. UEP, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, e-mail: h.sobolewski@ue.poznan.pl; dr Grzegorz Wojtkowiak, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, e-mail: g.wojtkowiak@ue.poznan.pl.

oceny skutków inwestycji, działaniom tym towarzyszą jednak często czynności restrukturyzacyjne i ratunkowe, przez co właściwe szacowanie skutków działań i ich efektywności napotyka dodatkowe problemy. Ich identyfikacja jest jednym z rezultatów tego artykułu, stanowi też podstawę do prowadzenia przez autorów dalszych badań związanych ze wskazaniem czynników determinujących osiągnięcie wysokiej efektywności w działaniach dez-inwestycyjnych.

Artykuł ten częściowo oparto na badaniach literaturowych, wykorzystano również rozważania o charakterze teoretycznym. Dla wskazania skali zjawiska posłużono się natomiast badaniami opartymi o dane statystyczne (dane źródłowe GUS). W toku pracy wykorzystano także analizy wtórne dotyczące obszaru wydziałania części biznesu.

Całość rozważań związana jest z prowadzonymi metodą wywiadów ustrukturyzowanych (z wykorzystaniem analizy przypadków) badaniami, zmierzającymi do poznania praktyki postępowania polskich przedsiębiorców w realizacji strategii wyjścia i *downsizingu*. Prowadzone są one w firmach doradztwa gospodarczego i prawnego. Efekty badań w zakresie *downsizingu*, a w szczególności metod oceny jego efektywności nie są wystarczające do uogólniania wyciąganych wniosków. Wstępne wyniki pomagają jednak w uporządkowaniu problematyki i zaktualizowaniu wyzwań stojących przed współczesnymi działaniami restrukturyzacyjnymi.

1. Uporządkowanie definicji

Podjęcie rozważań dotyczących dez-inwestycji wymaga umiejscowienia ich jako narzędzia stosowanego w ramach restrukturyzacji przedsiębiorstw. Sama rezygnacja i pozbywanie się inwestycji jest działaniem defensywnym, może mieć jednak charakter rozwojowy, jako część szerszych przedsięwzięć, którym towarzyszy.

Dezinwestycje jako narzędzie zarządzania związane są z realizacją *downsizingu* lub dywestycji. Autorzy definiują *downsizing* jako celowe (ewolucyjne, antycypacyjne, adaptacyjne, naprawcze) zmniejszanie skali działania w obszarze technicznym, majątkowym, finansowym lub kadrowym, wymagające zmian wewnątrz-, zewnątrzorganizacyjnych lub technologicznych – termin ten jest pojęciowo zbliżony do pojęcia dywestycji.

G. Osbert-Pociecha w jednej z ważniejszych publikacji przedmiotu wskazuje, że „dywestycje oznaczają dobrowolne (planowane) lub wymuszone sytuacją kryzysową (doraźne) ograniczanie (obkurczanie) dotychczasowego zakresu (profilu) i skali działania przedsiębiorstwa poprzez rezygnację z części działalności (wycofanie, likwidację) lub pozbycie się jej (głównie poprzez sprzedaż)” (Osbert-Pociecha 1998: 12). Wskazuje również za M.L. Taylorem, że jednym z rodzajów dywestycji mogą być aktywa, w szczególności środki trwałe.

Dywestycje są jednak pojęciem szerszym (na co również wskazuje cytowana Osbert-Pociecha), mimo iż bywają zamiennie stosowane z takimi pojęciami jak deinwestycje lub dez-inwestycje. Powstaje zatem pewna nieścisłość terminologiczna wymagająca uporządkowania. Kwestii tej nie rozwiązuje próba sięgnięcia do źródeł angielskojęzycznych. Angielskie

divestment oraz *disinvestment* mają zbliżone znaczenia (*Oxford Dictionary of English* 2005), choć w niektórych publikacjach internetowych podejmowane są próby wskazania różnic między nimi. Główną podstawą poszukiwania nierówności jest przyporządkowanie słowa *disinvestment* do wycofania kapitału, w domyśle: inwestycyjnego (np. Prasad 2011: 21), podczas gdy słowo *divest* odnosi się do części biznesu (jest również częściej stosowane w angielskojęzycznych publikacjach przedmiotu).

Autorzy przychyliili się jednak do stanowiska G. Osbert-Pociechy wskazującej, że dywestycje są pojęciem szerszym, odnoszącym się do zakresu działalności (co zbliżone będzie np. do definicji umieszczonych w serwisie www.investopedia.com). Dezinwestycje natomiast będą rozumiane jako celowe pozbycie się inwestycji, wartości niematerialnych, aktywów trwałych czy długoterminowych aktywów finansowych (z wnętrza organizacji).

Przyjęta interpretacja zgodna jest również z poglądami innych autorów. Przykładowo J. Różański (2002: 228) definicji dezinwestycji szuka w odwrotności definicji samych inwestycji i wskazuje, że jest to przekształcenie rzeczowych lub finansowych składników majątkowych w pieniądź (co jest procesem przeciwnym do inwestowania).

Doświadczenia praktyczne nakazują jednak pewną korektę przyjmowanego zakresu pojęciowego. Nie zawsze bowiem proces dezinwestycji musi wiązać się z uzyskiwaniem wolnych środków pieniężnych czy nawet zapewnić spłatę zobowiązań, których dane aktywo jest zabezpieczeniem. Ciekawym przykładem z prowadzonych badań wśród firm doradczych wspomagających przedsiębiorstwa, były działania związane z wycofaniem takich środków trwałych, których likwidacja wiązała się z poniesieniem kosztów przewyższających przychód (lub przychód nie występował). Przykładem takich aktywów jest teren byłego składowiska substancji ropopochodnych – jego sprzedaż była możliwa dopiero po rekultywacji i wymianie gruntu, a koszty tej operacji (obowiązkowej z punktu widzenia prawa) przewyższyły wartość rynkową nieruchomości. Podobne problemy zidentyfikowane podczas badań dotyczyły niektórych linii technologicznych – ich wymiana przynosiła wymierne korzyści, jednak bezpośredni proces likwidacji był bardziej kosztowny niż przychody ze złomowania części.

Dezinwestycje będą towarzyszyły takim działaniom jak *downsizing* organizacji czy dywestycje, prowadzonym z zamiarem restrukturyzacji organizacji czy poszczególnych jej jednostek. Mogą być jednak odnoszone także do niewykorzystywanych składników majątku lub takich o zerowej wartości.

Wycofywanie majątku ma swoje stałe miejsce wśród działań restrukturyzacyjnych i antykryzysowych (np. Zelek 2003: 105). Dezinwestycje mogą być skutkiem działań prewencyjnych – przewidywania spadku rentowności danej działalności czy problemów z płynnością całej organizacji. Mogą również dotyczyć przeciwdziałania rozszerzenia kryzysu, jak i być reakcją na jego skutki – w tym również stanowić konsekwencję innych działań antykryzysowych, jak np. zmniejszania skali działalności (por. Walas-Trębacz 2011: 201–203). Wśród strategii naprawczych dezinwestycje są narzędziem zarówno proaktywnym (jeśli

wyprzedzają zmiany rynkowe), reaktywnym (jeśli są stosowane po odnotowaniu objawów), mogą być również częścią strategii wycofywania się (defensywnej).

Jednocześnie w tradycyjnym postrzeganiu pozbywania się majątku, traktuje się je zwykle jako porażkę i zło konieczne, a nie jako szansę optymalizacji i drogę do rozwoju. Taki obraz dezinvestycji zmienia się jednak wraz dowodami skuteczności tych działań w skali mikro i powszechności w skali makro.

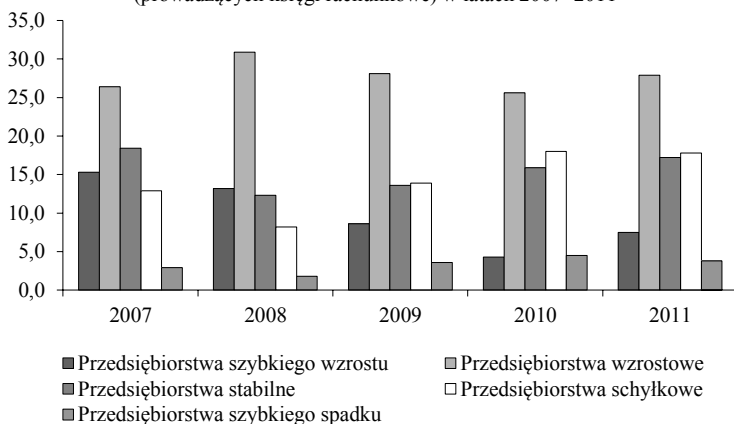
2. Skala dezinvestycji

W okresie ostatnich pięciu lat, w sytuacji kryzysu finansowego i wywołanej nim stagnacji czy recesji gospodarczej, znacznie częściej używa się słów: restrukturyzacja, likwidacja czy nawet upadłość. Nie tylko serwisy informacyjne, ekonomiczne czy branżowe, ale również publikacje naukowe częściej podejmowały temat adaptacji przedsiębiorstw do zmieniającego się rynku.

Zainteresowanie to potwierdzają zdarzenia gospodarcze, w tym te z zakresu dezinvestycji. Jednocześnie ustalenie skali dezinvestycji w Polsce czy na świecie nie jest zadaniem prostym – choćby ze względu na problemy definicyjne. Zasadnym jest jednak chociażby wskazanie pewnych obszarów, które potwierdzają słuszność zainteresowania tematem.

Jak wspomniano wcześniej, pozbywanie się aktywów związane może być ze zmniejszeniem rozmiaru działalności, a założenie to pozwala na wskazanie istotności zagadnienia na podstawie danych dotyczących dynamiki rozwoju przedsiębiorstw. W zaktualizowanych danych GUS (dane o zbliżonej strukturze zostały wykorzystane we wcześniejszych

Procentowy udział badanych przedsiębiorstw w populacji przedsiębiorstw aktywnych (prowadzących księgi rachunkowe) w latach 2007–2011

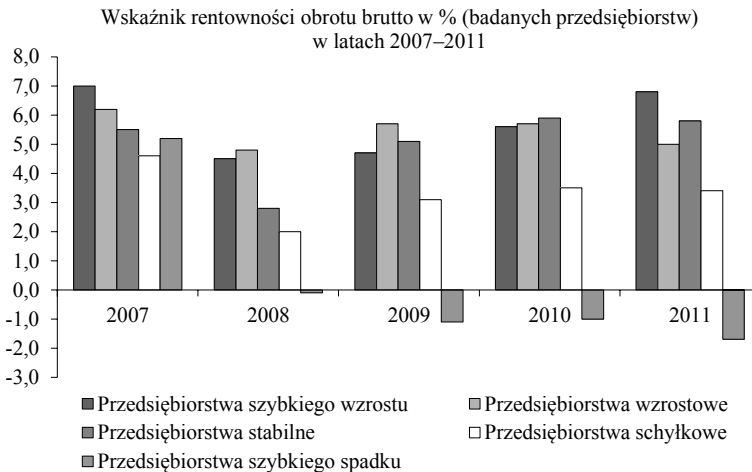


Rysunek 1. Struktura grupy badanych przedsiębiorstw względem tempa wzrostu ich przychodów

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Wybranych wskaźników przedsiębiorczości*, GUS (2013).

publikacjach autorów) wyróżniono m.in. podmioty schyłkowe, czyli te, które w ciągu ostatnich 3 lat zmniejszyły skalę swoich przychodów do poziomu od 51,2% do 90% przychodów z początku okresu, oraz podmioty szybkiego spadku, które zmniejszyły poziom przychodów poniżej 51,2% względem początku okresu. Z danych wynika, że udział przedsiębiorstw schyłkowych i szybkiego spadku w badanej grupie w ciągu lat 2008–2011 istotnie wzrósł.

Znaczenie problematyki dezinwestycji może być potwierdzone także spadającymi wynikami przedsiębiorstw schyłkowych i szybkiego spadku (co zaprezentowano na rysunku 2). O ile spadek ich rentowności względem przedsiębiorstw stabilnych czy rozwijających wydaje się naturalny, o tyle poprawie tej sytuacji (i zmniejszeniu różnic rentowności) służyć mogą właśnie sprawnie przeprowadzone dezinwestycje – co w szczególności ważne byłoby dla przedsiębiorstw szybkiego spadku, których rentowność w badanej grupie istotnie spada.



Rysunek 2. Rentowność grupy badanych przedsiębiorstw w zależności od tempa rozwoju

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Wybranych wskaźników przedsiębiorczości*, GUS (2013).

W ramach dostępnych statystyk dotyczących przedsiębiorstw, nie są jednak gromadzone informacje pozwalające na wyciągnięcie wniosków dotyczących zmian uwzględniających różne formy zbycia aktywów trwałych. Dla wskazania skali dezinwestycji możliwe jest natomiast posłużenie się jedną z wycinkowych sytuacji, w których dochodzi do wyzbycia się majątku w drodze likwidacji.

Przykładowo, na podstawie danych GUS, w roku 2012 zlikwidowany został majątek stanowiący około 0,7% wartości środków trwałych brutto ogółem (przed umorzeniem) – zestawienie struktury likwidowanych środków trwałych przedstawiono w tabeli 1. Względem ich wartości brutto, likwiduje się najczęściej środków trwałych w kategorii „pozostałe”, ale pod względem wartościowym przeważają maszyny i urządzenia oraz budynki i budowle, choć te ostatnie likwidowane są stosunkowo rzadko. Ciekawy wynik daje odniesienie

wartości likwidacji do wartości inwestycji – ogółem wynosi ona na przestrzeni ostatnich lat ok. 8,7%, najczęściej w grupie środków „pozostałych” oraz grupie maszyn i urządzeń.

Tabela 1

Struktura likwidowanych przez przedsiębiorstwa środków trwałych w Polsce (%)

| Grupa środków trwałych (ŚT) | Likwidowane ŚT do stanu ŚT (brutto) na koniec roku (2012 r.) | Struktura wartości likwidowanych ŚT (2012 r.) | Likwidowane ŚT do nabywanych ŚT (w wartościach brutto) | | |
|-----------------------------|--|---|--|------|------|
| | | | 2012 | 2008 | 2004 |
| Ogółem | 0,70 | 100 | 8,8 | 7,8 | 9,4 |
| Budynki i budowle | 0,26 | 24 | 3,6 | 3,4 | 6,4 |
| Maszyny i urządzenia | 1,66 | 65 | 17,9 | 14,8 | 14,0 |
| Środki transportu | 0,83 | 8 | 7,1 | 5,4 | 6,2 |
| Pozostałe ŚT | 2,78 | 3 | 90,0 | 67,1 | 80,8 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GRS – tablice stanu i ruchu środków trwałych (ŚT) w wartościach brutto.

Oczywiste jest, że likwidacja w procesie dezinwestycji powinna być ostatecznością – znacznie korzystniejsze wydają się takie działania jak sprzedaż (zapewne najpopularniejsza), wynajem, dzierżawa czy prywatyzacja menedżerska. Skalę tych form rezygnacji z aktywów oraz jej tendencje wzrostowe można wykazać posługując się badaniami firmy Deloitte (2013). Wskazano w nich, że wartość operacji związanych z wydzieleniem części biznesu w skali całego świata zwiększy się z blisko 150 mld euro w 2011 r. do około 290 mld euro w 2012 roku.

3. Przyczyny, cele i formy dezinwestycji

Znaczenie dezinwestycji dla procesów restrukturyzacyjnych, szczególnie w czasie recesji, wydaje się oczywiste. Skala bezpośrednich przyczyn ich przeprowadzenia może być jednak różna. Ze wskazań uzyskiwanych podczas wywiadów, przyczyny należy podzielić na bezpośrednie – związane z charakterem posiadanego majątku oraz pośrednie – będące często pierwotną przyczyną weryfikacji stanu majątku.

Do przyczyn pośrednich (obok przeprowadzanego *downsizingu* czy likwidacji przedsiębiorstwa) zaliczyć należy takie cechy przedsiębiorstwa lub jego otoczenia jak:

- reinwestowanie,
- utrata lub ryzyko utraty płynności,
- zbyt wysokie lub rosnące koszty kapitału związanego z finansowaniem aktywów,
- chęć skupienia się na kluczowej działalności,
- zmiana strategii,
- konieczność dywersyfikacji działalności.

Wśród przesłanek bezpośrednio wskazujących na wybór przedmiotu dezinwestycji wymienić należy takie cechy aktywów (lub grupy aktywów) jak:

- brak rentowności (lub zbyt niska rentowność) części działalności,
- spadek przychodów (wywołany różnymi zmianami rynkowymi), z których wytworzeniem związany był dany majątek,
- zmiana przepisów prawa (np. związanych z ochroną środowiska) uniemożliwiających korzystanie z danych aktywów,
- pojawienie się okazji rynkowej (zwykle związane ze znacznym wzrostem wartości aktywa w porównaniu z aktualną jego wartością dochodową).

Listę przyczyn uzupełnić można również studiami literaturowymi, np. M. Porada-Rachoń (red. 2009: 116) wymienia takie przyczyny, jak pojawienie się luki techniczno-technologicznej, możliwość wykreowania wartości dodanej ze sprzedaży czy obrona przed przejęciem.

Przesłanki pozbywania się części aktywów trwałych związane są również z celami, jakie mogą być osiągnięte dzięki takiemu postępowaniu. Dążeń tych nie można wartościować ani traktować jednostkowo lub rozłącznie. Znaczenie dla organizacji i faktyczne korzyści zawsze zależne będą od sytuacji danego przedsiębiorstwa, skali działania i właściwości podlegających dezinwestycji aktywów.

Z. Sapijaszka (1997: 45) wskazując restrukturyzację zakresu działania jako jeden z wymiarów restrukturyzacji, podkreśla, że pozbywanie się aktywów, np. w celu zmniejszenia dywersyfikacji, może mieć dwa aspekty: finansowy i rzeczowy (związany z redukcją czynników wytwórczych). Cele dezinwestycji można scharakteryzować w podobnych kategoriach:

- uwolnienie kapitału,
- likwidacja nierentownych części działalności (związanych z nią zasobów),
- zwiększenie atrakcyjności rynkowej (wartości przedsiębiorstwa).

Wygenerowanie dodatniego kapitału z dezinwestycji jest celem związanym z większością przyczyn pośrednich, wywołujących podjęcie takich działań przez przedsiębiorców. Uzyskanie dodatkowych środków finansowych pozwala na zrealizowanie nowych inwestycji, zwiększenie wartości majątku obrotowego czy zwiększenie płynności bieżącej. Pozwala także na zmianę struktury i wzajemnej relacji aktywów i źródeł finansowania, w tym na spłatę zobowiązań.

Jeżeli celem dezinwestycji jest likwidacja majątku, który nie generuje dochodów na oczekiwanym poziomie, ich przeprowadzenie może skutkować poprawą ogólnej rentowności przedsiębiorstwa, obniżką kosztów bezpośrednich utrzymania majątku, a także kosztów finansowania tego majątku.

Ostatnia grupa celów powiązana jest z wcześniejszymi. Pozbycie się majątku, a w konsekwencji poprawa płynności czy rentowności, mogą mieć pozytywny wpływ na zdolności inwestycyjne, świadczyć o odwadze decyzyjnej czy racjonalności postępowania. To w konsekwencji zapewnia poprawę wizerunku przedsiębiorstwa. Niebagatelne znaczenie będzie tu miało ogólne ograniczenie ryzyka związanego z płynnością lub ewentualnymi stratami generowanymi przez wydzielany majątek.

Osiągnięcie tak sformułowanych celów zależne jest od wykorzystywanych metod dezinvestycji. Do najbardziej oczywistych należy sprzedaż oraz likwidacja. Poszukiwanie nabywcy, zwykle najkorzystniejsze dla zorganizowanych grup aktywów, jest związane z przygotowaniem oferty inwestycyjnej. Opiera się na założeniu, że inny nabywca potrafi efektywniej wykorzystać dany zasób. Osiąga to dzięki innej strukturze własnego majątku, innej skali działania, bardziej dopasowanej strukturze sprzedaży, technologiom wytwarzania wartości dodanej czy w końcu lepszemu, odświeżonemu pomysłowi.

Likwidacja majątku rozpatrywana jest zwykle jako ostateczność. Nie zawsze pozwala na wygenerowanie dodatnich przepływów z dezinvestycji (lub generuje znacznie niższe niż sprzedaż), wymagać też może istotnego zaangażowania organizacyjnego. Znacznie atrakcyjniejsze, choć z pewnością występujące rzadziej, są dzierżawa, wynajem czy wykup menedżerski.

Do ciekawych form pochodnych, porównywalnych z procesem dezinvestycji, zaliczyć można leasing zwrotny. W jego wyniku nie zmienia się możliwość wykorzystania aktywa, zmienia się jednak podmiot jego własności. Właściciel danego aktywa (zwykle nieruchomości) sprzedaje je do instytucji finansowej, podpisując jednocześnie umowę leasingu. Może nadal korzystać z przedmiotu transakcji jak właściciel, uzyskuje jednak w krótkim okresie dodatni wynik na przepływach pieniężnych (płacąc za to cenę w przyszłości).

4. Charakterystyka procesu decyzyjnego i jego skutków

Wybór określonej formy i sposobu prowadzenia działań dezinvestycyjnych zależy będzie od świadomości menedżerów i ich zdolności do podejmowania (nawet niepopularnych) decyzji.

Proces decyzyjny związany z wycofaniem się z inwestycji porównywalny jest z pozoru do działalności inwestycyjnej. Ta jednak zwykle ma charakter prorozwojowy, a dezinvestycje mogą jedynie pośrednio prowadzić do przyszłych pozytywnych skutków. Charakter rezygnacji z aktywów ma częściej charakter adaptacyjny (przedsiębiorstwo musi dostosować np. technologię do zmieniającego się rynku), restrukturyzacyjno-naprawczy (zmiany są wymuszone negatywnymi zmianami sprzedaży lub rentowności) czy ratunkowy (gdy następuje w sposób wymuszony np. utratą płynności przedsiębiorstwa).

Niemniej cały proces dezinvestycji można opisać w etapach faktycznie zbieżnych do procesu inwestycyjnego. Występują tutaj następujące fazy:

1. Antycypowanie przyszłej sytuacji rynkowej dotyczącej działalności związanej z danym aktywem.
2. Ocena aktualnego wykorzystania majątku, w tym kosztów z nim związanych i tworzonej przez niego wartości dodanej.
3. Planowanie i szacowanie skutków dezinvestycji prowadzonych w różnych formach dla całej organizacji, w tym ocena wariantów alternatywnych względem dezinvestycji, np. inwestycji w usprawnienie, remont.

4. Ocena wariantów i wybór sposobu dezinwestycji.
5. Realizacja i kontrola wyników, w tym ewentualna zmiana formy.

Prowadzone badania wskazywały jednak na znaczne niedowartościowanie i pomijanie fazy przewidywania i systematycznej oceny sytuacji. W prowadzonych wywiadach prze-ważały oceny procesu dezinwestycyjnego jako reaktywnego, co z kolei miało wpływ na uzyskiwane efekty ekonomiczne i stopień wypełnienia celów.

Faza planowania i oceny wariantów została scharakteryzowana przez I. Gehrke (cyt. za Róžański 2002: 231), który przytacza kryteria determinujące decyzje dezinwestycyjne. Zalicza do nich:

- rzeczywisty i oczekiwany przychód ze sprzedaży,
- faktyczny przebieg działalności gospodarczej,
- zachowanie kadry kierowniczej i reszty załogi,
- zyskowność na sprzedaży innych produktów,
- opłacalność finansową sprzedaży majątku,
- reakcję rynku kapitałowego,
- przyszłe perspektywy rynkowe.

Realizacja nawet najtrafniejszych decyzji napotyka jednak na szereg problemów i trudności związanych zarówno z cechami przedmiotu dezinwestycji, czasem podjęcia decyzji, jak i warunkami rynkowymi. W toku badań praktycznych (w znacznym stopniu pokrywają-cych się wynikami z badaniami literaturowymi) wyróżniono:

- znaczną różnicę między wartością odtworzeniową a likwidacyjną,
- znaczną różnicę między wartością księgową a likwidacyjną,
- koszty demontażu (w tym koszty logistyki),
- wydłużający się okres sprzedaży,
- niski popyt (brak chętnych, znacznie niższe od zakładanych ceny),
- postępującą utratę wartości (w trakcie wydłużającego się czasu sprzedaży),
- negatywne reakcje kadry (pracowników i kierowników),
- obawę przed pogorszeniem wizerunku przedsiębiorstwa.

W szczególności ostatni problem związany jest z przygotowaniem i przekonaniem o słusności działania kadry menedżerskiej – należy on do grupy problemów behawio-ralnych, które w wyniku wywiadów zostały wskazane jako kluczowe dla osiągnięcia wła-ściwych efektów działania. Optymizm cechujący przedsiębiorców bardziej skłania ku decy-zjom inwestycyjnym niż dezinwestycyjnym. W fazie antycypacji chętniej poszukuje się nowych obszarów rozwoju biznesu niż weryfikuje i przewiduje efektywność obecnych. Po-nadto wskazania i analizy innych autorów pokazują, że zaniechanie nietrafionej inwestycji i przyznanie się do porażki jest znacznym problemem dla zarządów i właścicieli przedsię-biorstw (Kozakiewicz-Chlebowska 2004: 93).

Ostateczna skuteczność dezinwestycji zależeć z pewnością będzie też od determinacji decydentów, ich świadomości i czasu podjęcia decyzji (a więc również stosowania fazy antycypacji). Sprzyjać temu będzie sytuacja gospodarcza i zwiększająca się niepewność,

które determinują konieczność uelastyczniania organizacji i przygotowanie jej na trudne do zaplanowania scenariusze.

Samo wykorzystanie dezinvestycji i ich planowanie związane jest ze szczególną cechą procesów decyzyjnych uwydatnioną w czasie kryzysu. Jest nią coraz częściej analizowane ryzyko, które traktowane bywa jako główny czynnik determinujący wynik prognoz i analiz, przesądzający o rezultatach i końcowych rozstrzygnięciach.

Szacowanie ryzyka nie eliminuje jednak samych skutków ryzyka (Siwiera 2010: 173). Zasadnym zatem jest uwzględnianie analiz scenariuszowych i budowanie drzew decyzyjnych nie tylko dla identyfikacji ryzyka, ale także analizy skutków ich wystąpienia i zaplanowania możliwych działań ratunkowych. Skuteczne dezinvestycje mogą być zatem odpowiedzią na wystąpienie ryzyka, a skuteczne wycofanie może przesądzać o kosztach i konsekwencjach ziszczenia się negatywnych scenariuszy. Zaplanowanie wycofania z inwestycji będzie miało przełożenie na decyzje inwestycyjne (szczególnie te o wyższym ryzyku).

Warto posłużyć się tu hipotetycznym przykładem przedsiębiorcy zamierzającego wybudować nową linię produkcyjną. Może on skorzystać z uniwersalnej technologii – powszechnej i wykorzystywanej w innych typach produkcji, albo kupić linię wysoce wyspecjalizowaną, efektywniejszą, ale dedykowaną jedynie dla tej produkcji. W takim przypadku analiza decyzyjna uwzględni i przeciwstawi dwie zmienne: ryzyko powodzenia projektu i koszty dezinvestycji, uwzględniając oczywiście różnicę w efektywności (wydajności lub kosztochłonności produkcji). Im ryzyko niepowodzenia wyższe, tym bardziej opłacalne stanie się skorzystanie z technologii uniwersalnej o niższych kosztach likwidacji.

W takich sytuacjach zasadnym staje się wykorzystanie tzw. opcji rezygnacji (wyjścia, sprzedaży lub zaniechania). Jest ona stosowana w projektach inwestycyjnych wymagających znacznych nakładów (np. przemysł, lotnictwo), narażonych na znaczne ryzyko niepowodzenia, wykorzystujących nowatorskie (obciążone ryzykiem) technologie czy związane z niepewnymi branżami (np. o wysokiej zmienności cen).

Wiedzę w zakresie metod ich wyceny uporządkowała A. Kozakiewicz-Chlebowska (2004: 87). Dla oszacowania opcji wyjścia stosuje się modele inżynierii finansowej, ale również metody oparte o podejście scenariuszowe i symulację. Takie rozwiązanie może prowadzić do zmiany sposobu podejścia do podstawowej analizy NPV. Przykładowo, standardowa analiza scenariuszowa pozwala na zbudowanie rozkładu NPV uwzględniającego negatywne i pozytywne wyniki. Zastosowanie opcji wyjścia (jeśli taka jest w projekcie przewidziana) pozwala natomiast na odrzucenie tych negatywnych przeciwstawiając je wynikowi zastosowania opcji wyjścia – taka analiza może zasadniczo zmienić uzyskiwane rezultaty.

Tym samym nasuwa się wniosek, że wyższa efektywność dezinvestycji wyrażona minimalizacją negatywnego wpływu na pozostałą działalność przedsiębiorstwa, czasem przeprowadzenia (możliwie krótkim) oraz maksymalizacją uzyskiwanego przepływu pieniężnego, może istotnie wpłynąć na decyzje inwestycyjne i rozwojową kondycję przedsiębiorstwa (por. Feil, Musshoff 2013: 443).

Niestety praktyka gospodarcza nie zawsze dowodzi wysokiej sprawności działania menedżerów. W toku badań zidentyfikowano przedsiębiorstwo usługowe – usług specjalistycznych, w którego strukturze własności przeważał rozdrobniony akcjonariat pracowniczy. Przedsiębiorstwo od kilku lat, ze względu na sytuację rynkową, przeżywało proces *downsizingu* (zmniejszenie w ciągu 10 lat o około 70%), finansując jednocześnie odejścia pracowników i pokrywając bieżące straty operacyjne sprzedażą majątku (uzasadnionej również mniejszym zapotrzebowaniem). Takie postępowanie nie zmieniało jednak sytuacji strategicznej przedsiębiorstwa. Zmiany nie miały charakteru adaptacyjnego, a reakcyjny (i ratunkowy). Przeprowadzone dezinwestycje nie wypełniały roli w procesie restrukturyzacji, ale stosowane były do „gaszenia pożaru”. To dowodzi, że nawet skutecznie przeprowadzona dezinwestycja, oceniana przez pryzmat uzyskanych dochodów czy ograniczenia kosztów, może nie przynosić pozytywnego rezultatu dla organizacji.

Problem takiej zależności, choć z odwrotnym skutkiem, zauważa D. Zarzecki (2010: 121), oceniając sytuację ze strony podejmowania decyzji inwestycyjnych. W zaprezentowanym przez niego przykładzie wskazał problem wzajemnego wpływu nowych przedsięwzięć zarówno w kontekście wzmocnienia, jak i prawdopodobnej „kanibalizacji” projektów (co można odnieść bezpośrednio do dezinwestycji). Dochodzi do niej w sytuacji wymuszonej dezinwestycji, np. rentownej linii technologicznej, w celu pozyskania kapitału (lub uwolnienia innych zasobów) dla bardziej perspektywicznego nowego przedsięwzięcia.

Uwagi końcowe

Przedstawiony i postulowany prorozwojowy charakter dezinwestycji zgodny jest ze współczesnymi tendencjami zarządzania. C. Suszyński (2009: 114) w jednej z publikacji wskazuje hipotezę o przeobrażeniu dotychczasowego naprawczo-rozwojowego kanonu restrukturyzacji. Trudności w planowaniu i przewidywaniu wymuszają raczej dostosowanie organizacji do zmiennego otoczenia i wykształcenie umiejętności wdrażania ciągłych zmian.

Działania restrukturyzacyjne coraz częściej traktowane są nie jako programy czy projekty czasowe, ale działanie permanentne. Wdrożenie takiego myślenia zmierza do stworzenia inteligentnej organizacji, a jej wyznacznikiem jest elastyczność i szczupłość – zdolność do szybkich inwestycji, ale i dezinwestycji (Dźwigoł 2008: 378).

Elastyczność można osiągnąć m.in. przez redundancję zasobów pozwalającą na szybszą adaptację (Olejczyk-Kita 2011: 195), nadmiar zasobów może utrudnić przeprowadzenie właściwej reakcji na zmiany otoczenia. Sukces w rozwoju współczesnej organizacji osiąga się także przez świadome uwzględnianie opcji rezygnacji w procesach inwestycyjnych i skuteczną realizację dezinwestycji w przypadku, gdy stają się zbędne.

Wspomniana elastyczność organizacji dotyczy głównie jej zasobów ludzkich, rzeczowych, niematerialnych, a także relacyjnych – posiadania partnerów o dużym potencjale dostosowawczym. Jednocześnie takie ukształtowanie organizacji wymaga odpowiednich kwalifikacji kadry menedżerskiej i stworzenia struktur pozwalających na podejmowanie

szybkich decyzji, tak kształtujących wewnątrz i powiązania organizacji, aby móc odpowiednio reagować na otoczenie.

W kontekście dezinvestycji oznacza to umiejętność podjęcia decyzji o wycofaniu, rezygnacji z części majątku – trafność w tym względzie wiąże się jednak ze znajomością i umiejętnością stosowania właściwych metod oceny skuteczności podejmowanych działań.

Autorzy, porządkując wiedzę w zakresie terminologii, przyczyn czy sposobów podejmowania decyzji, mają nadzieję na zbudowanie dobrej podstawy do dalszej analizy determinant skuteczności tych działań (co będzie przedmiotem kolejnych publikacji).

Literatura

- Dezinwestycje coraz popularniejszym sposobem na przetrwanie kryzysu ekonomicznego*, Informacja prasowa Deloitte, Warszawa, 25 marca 2013 r., www.deloitte.com/view/pl_pl/pl/89521ad3590ad310VgnVCM-1000003256f70aRCRD.htm (24.01.2014).
- Dźwigoł H., Dźwigoł M., (2008), *Restrukturyzacja obszarów działalności przedsiębiorstwa*, w: *Nowoczesność przemysłu i usług. Metody i narzędzia nowoczesnego zarządzania organizacjami*, red. J. Pyka, TNOiK, Katowice.
- Feil J.H., Musshoff O. (2013), *Modelling investment and disinvestment decisions under competition, uncertainty and different market interventions*, „Economic Modelling”, September, vol. 35.
- Kozakiewicz-Chlebowska A. (2004), *Ocena projektów inwestycyjnych z opcją rezygnacji*, w: *Czas na pieniądź. Zarządzanie Finansami. Finansowanie przedsiębiorstw w UE*, red. D. Zarzecki, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin.
- Olejczyk-Kita K. (2011), *Redundancja zasobów – konieczność czy niepotrzebny wydatek*, w: *Dylematy współczesnych przedsiębiorstw w procesie restrukturyzacji. Dywersyfikacja – integracja – rozwój*, red. R. Borowiecki, A. Jaki, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- Oxford Dictionary of English, Second Edition, Revised* (2005), Second edition edited by: Catherine Soanes, Angus Stevenson, Oxford University Press.
- Prasad A. (2011), *Disinvestment in India: Policy, Mechanism and Future Roadmap*, „IUP Journal of Managerial Economics”, February, vol. 9, issue 1.
- Restrukturyzacja przedsiębiorstw w procesie adaptacji do współczesnego otoczenia, perspektywa międzynarodowa* (2009), red. M. Porada-Rochoń, Diffin, Warszawa.
- Różański J. (2002), *Dezinwestycje jako źródło finansowania przedsiębiorstwa*, w: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. J., Duraj, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Sapieżaska Z. (1997), *Restrukturyzacja przedsiębiorstwa. Szanse i ograniczenia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Siwiera A. (2010), *Analiza ryzyka projektów inwestycyjnych*, w: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w warunkach kryzysu. Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia*, nr 35, red. E. Urbańczyk, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Słownik, <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/divest>.
- Słownik, www.investopedia.com.
- Sobolewski H., Wojtkowiak G. (2013), *Współczesny wymiar downsizingu – wskazanie skali i uporządkowanie terminologiczne*, w: *Zachowania przedsiębiorstw w obliczu nowych wyzwań gospodarczych: restrukturyzacja – zarządzanie – analiza*, red. R. Borowiecki, J. Chadam, J. Kaczmarek, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- Suszyński C. (2009), *Globalny kryzys a restrukturyzacja przedsiębiorstw. Nowa perspektywa procesu kształtowania wartości firmy*, w: *Wyzwania restrukturyzacyjne w obliczu globalnego kryzysu gospodarczego*, red. R. Borowiecki, A. Jaki, Kraków.
- Walas-Trębacz J. (2011), *Crisi management in enterprises*, w: *Developmental challenges of contemporary economies*, red. R. Borowiecki, T. Rojek, Kraków.
- Wybrane wskaźniki przedsiębiorczości* (2013), Główny Urząd Statystyczny, www.stat.gov.pl (24.01.2014).

- Zarzecki D. (2010), *Inwestycje zależne ekonomicznie – zarys problemu*, w: *Współczesne problemy analizy ekonomicznej*, red. R. Borowiecki, A. Jaki, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków, s. 121.
- Zelek A. (2003), *Zarządzanie kryzysem w przedsiębiorstwie – perspektywa strategiczna*, Instytut Organizacji i Zarządzania w Przemśle ORGMASZ, Warszawa.

DISINVESTMENT DECISION-MAKING

Abstract: *Purpose* – making order in the terminology of divestments, showing the way of making divestment decisions, its reasons, results and problems with measuring its effects, but also explaining why it is hard to reach high effectiveness of such decisions.

Design/methodology/approach – the research of other authors based on the statistical data, literature of the subject, and own research based on the interviews were used in the article.

Findings – the article puts in order the chosen aspects of the divestments, indicates the problems of making divestment decisions and describes how such divestments are done in Poland.

Originality/value – the above knowledge puts a base for further research on effectiveness of divestments.

Keywords: disinvestment, downsizing, divestment, restructuring

Cytowanie

- Sobolewski H., Wojtkowiak G. (2014), *Podjęmowanie decyzji dezinwestycyjnych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 803, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 66, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 171–183; www.wneiz.pl/frfu.

