

1

Sposób (strategia) zarządzania kapitałami spółki, która stała się przedmiotem wrogiego jej przejęcia

1.1. Charakterystyka spółki

Spółka pracownicza Chemia powstała w rezultacie prywatyzacji kapitałowej przedsiębiorstwa państwowego. Zatrudniała 180 osób, wytwarzała artykuły rynkowe w czterech wydziałach na ograniczonym wewnętrznym rozrachunku gospodarczym. Wszyscy pracownicy byli akcjonariuszami. Po spłaceniu obciążeń leasingowych aktywa i pasywa przedsiębiorstwa państwowego stały się własnością spółki.

W początkowym okresie działalność gospodarcza spółki była rentowna. Spółka wypłacała akcjonariuszom dywidendę.

1.2. Wyniki finansowe spółki w okresie wyjściowym

	(w tys. zł)
– zysk sprzedaży	823
– zysk z działalności operacyjnej	785
– zysk brutto z działalności gospodarczej	482
– zysk brutto	482
– zysk netto	240

Wskaźnik zysku netto na 1 akcję (EPS):

$$\frac{240 \text{ (zysk netto)}}{283 \text{ (liczba akcji średnia ważona)}} = 0,85$$

Tabela 3. Podstawowe pozycje bilansu

Aktywa		Pasywa	
Aktywa trwałe,	574	Kapitał własny,	1281
w tym:		w tym:	
– rzeczowe aktywa trwałe	554	– kapitał podstawowy	650
– inwestycje długoterminowe	20	– kapitał zapasowy	202
		– zysk	240
Aktywa obrotowe,	3246	Zobowiązania i rezerwy,	2539
w tym:		w tym:	
– zapasy	2210	– zobowiązania długoterminowe	629
– należności krótkoterminowe	866	– zobowiązania krótkoterminowe,	1901
– inwestycje krótkoterminowe	74	w tym:	
		– z tytułu dostaw i usług	1248
Aktywa razem	3820	Razem pasywa	3820

Źródło: sprawozdania finansowe spółki.

Z przedstawionych pozycji bilansu wyjściowego spółki wynika, że jego struktura po stronie aktywów i pasywów nie była prawidłowa. W aktywach dominowały aktywa obrotowe. Przekraczały one prawie pięciokrotnie aktywa trwałe (566%). Oznaczało to duże zamrożenie płynnych środków finansowych. Powstał tu problem optymalizacji aktywów bieżących.

Źródła dofinansowania były dalekie od optymalnych. Kapitały własne pokrywały tylko 34% majątku spółki.

Pozostała część majątku była finansowana długami. Oznaczało to wysokie zadłużenie spółki.

W takiej sytuacji zarząd stanął przed dylematem wyboru ścieżki zwiększenia kapitałów własnych, aby spółka stała się bardziej wiarygodna na rynku.

Pierwsza ścieżka wymagała wielokierunkowych przedsięwzięć:

- przeprowadzenia modernizacji aktywów trwałych dla poszerzenia i uatrakcyjnienia oferty rynkowej wytwarzanych wyrobów. Uzyskane tą drogą wyższe zyski stanowiłyby własne źródło poszerzania kapitałów spółki;
- ograniczenia wysokości wypłacanych dywidend akcjonariuszom;
- zaciągnięcia kredytów średnio- lub długoterminowych;
- optymalizacji aktywów obrotowych – głównie zapasów. Wyzwolone tą drogą płynne środki pieniężne mogły być wykorzystane na spłatę zobowiązań z tytułu dostaw i usług. Wpłynęłoby to na zmniejszenie zadłużenia spółki.

Ścieżka ta zdaniem zarządu była trudna do realizacji. Nie było możliwości obniżenia dywidendy. Dotychczasowi akcjonariusze postanowili większość zysku (76%) przeznaczyć na wypłatę dywidendy, uzasadniając to tym, że są to ich zyski

i powinny zabezpieczyć efektywność ulokowanych w spółce kapitałów. W takiej sytuacji efektywność akcji mierzona dywidendą brutto wynosiła 17% i była relatywnie wyższa od lokat alternatywnych. Zarząd powinien podjąć wysiłki na rzecz zwiększenia zysku w roku następnym, m.in. przez pozyskanie dodatkowych kapitałów z nowej emisji akcji.

W takiej sytuacji zarząd wybrał drugą ścieżkę finansowania rozwoju spółki. Była to pozornie ścieżka łatwiejsza.

1.3. Wybór łatwiejszej drogi rozwoju

Polegała ona na przygotowaniu kolejnej emisji akcji i zgromadzeniu tą drogą wielomilionowego kapitału.

W rezultacie kapitały własne zwiększyły się do wysokości 7183 tys. zł, w tym kapitał podstawy wzrósł do 3650 tys. zł, a kapitał zapasowy do 2641 tys. zł. Oznaczało to powiększenie kapitałów własnych o 5902 tys. zł, w tym kapitału podstawowego o 3000 tys. zł, a zapasowego o 2439 tys. zł. Zadłużenie spółki zmalało z 66% do 20%. Równocześnie liczba akcji powiększyła się z 325 tys. do 1825 tys.

Znaczna poprawa źródeł finansowania aktywów nie stała się czynnikiem dyscyplinującym poprawy efektywności zarządzania kapitałami.

Napływ do spółki tak wysokich kapitałów oznaczał początek jej wrogiego przejścia. Uzyskane kapitały nie zostały efektywnie ulokowane. Zostały one rozdysponowane na:

- spłatę zobowiązań krótkoterminowych, które zmniejszyły się z 1901 tys. zł do 1260 tys. zł, to znaczy o 641 tys. zł,
- inwestycje krótkoterminowe w wysokości 957 tys. zł,
- inwestycje długoterminowe w wysokości 2938 tys. zł,
- rzeczowe aktywa trwałe, głównie na modernizację budynków, w wysokości 283 tys. zł.

Lokaty kapitałów w inwestycje krótko- i długoterminowe zostały przeznaczone na zakup papierów wartościowych, głównie obligacji skarbu państwa. Zarząd liczył na uzyskanie tą drogą wysokich zysków w postaci odsetek.

Pojawił się tu pierwszy błąd w rozumowaniu. Takie lokowanie kapitałów akcjonariuszy wpływa na obniżenie efektywności ich akcji. Spółka nie może przeznaczyć całego zysku z odsetek na dywidendę, lecz tylko jego część. Akcjonariusz otrzyma tylko część odsetek z oprocentowania papierów wartościowych. Bardziej korzystne jest lokowanie kapitałów przez akcjonariuszy bezpośrednio w papierach wartościowych, z pominięciem pośrednictwa spółki. Dywidenda powinna zapewnić wyższą efektywność akcji od lokat alternatywnych.

Napływ łatwych kapitałów do spółki spowodował zwiększenie zamrożenia środków pieniężnych w aktywach obrotowych o 1620 tys. zł, w tym:

– w zapasach	504 tys. zł,
– w należnościach krótkoterminowych	542 tys. zł,
– w inwestycjach krótkoterminowych	<u>574 tys. zł</u>
Łączne zamrożenie	1620 tys. zł

Zarządzanie kapitałami w nowych warunkach znalazło swój wyraz w informacjach zawartych w rachunku zysków i strat oraz bilansie. Stanowią one załączniki 1. i 2. Informacje te, obrazujące osiągnięte wyniki finansowe, wymagają oceny porównawczej w stosunku do okresu wyjściowego. Z tego względu zostały one przedstawione w tabelach analitycznych w ujęciu syntetycznym.

1.4. Ocena bieżących wyników działalności spółki na podstawie RZiS

Dla prawidłowej oceny wyników finansowych spółki tabela analityczna została odpowiednio zmodyfikowana, zgodnie z metodą dedukcyjną (od ogółu do szczegółu) (tabela 4.).

W pierwszej kolejności przedstawione zostały łączne przychody, które uzyskała spółka:

- 1) ze sprzedaży,
- 2) z pozostałych przychodów operacyjnych,
- 3) z przychodów finansowych.

W taki sam sposób przedstawione zostały koszty uzyskania tych przychodów. Wielkości tych nie ujmuje rachunek zysków i strat, jedynie różnice między tymi wielkościami w postaci zysku brutto z działalności gospodarczej.

W następnej kolejności przedstawione zostały:

- wyniki działalności operacyjnej,
- wyniki pozostałej działalności operacyjnej,
- wyniki działalności finansowej.

Porównując łączne przychody i koszty ich uzyskania w okresie sprawozdawczym do okresu wyjściowego, nietrudno zauważyć, że spółka w znacznym stopniu zwiększyła zysk brutto działalności gospodarczej. Czynnikiem sprawczym była znaczna poprawa wyniku finansowego w porównaniu z okresem ubiegłym. Były to dochody z lokat kapitałowych w papiery wartościowe. Obniżyły się natomiast wyniki sprzedaży.

Tabela 4. Syntetyczne rachunki wyników finansowych oraz ich pionowa i pozioma analiza

	Elementy rachunku wyników	Wynik finansowy (tys. zł)			Struktura wyników finansowych (%)		Dynamika wyników finansowych (%)		Uwagi
		rok poprzedni	rok sprawozdawczy		rok poprzedni	rok sprawozdawczy	rok sprawozdawczy: rok poprzedni		
		ceny bieżące	ceny bieżące	ceny skoryg. ¹	wskaźnik. struktury	wskaźnik. struktury	ceny bieżące	ceny skoryg. ²	
1	Przychody ogółem	13 482	15 578	14 836	100,00	100,00	115,55	110,04	
2	Koszty ogółem	13 000	14 471	13 782	96,42	92,89	111,32	106,02	
3	Wynik brutto działalności gospodarczej	482	1107	1054	3,58	7,11	229,67	218,67	
4	Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	13 325	14 823	14 117	98,84	95,15	111,24	105,94	
5	Koszty działalności operacyjnej	12 502	14 181	13 506	92,73	91,03	113,43	108,03	
6	Wynik ze sprzedaży	823	642	611	6,10	4,12	78,00	74,24	
7	Pozostałe przychody operacyjne	135	147	140	1,00	0,94	108,89	103,70	
8	Dotacje	173	82	78	1,28	0,53	47,40	45,09	
9	Pozostałe koszty działalności operacyjnej	(38)	65	62	–	–	271,05	263,16	
10	Wynik z działalności operacyjnej	785	707	673	5,82	4,54	90,06	85,73	
11	Przychody finansowe	22	608	579	0,16	3,90	2 763,64	2 631,82	
12	Koszty finansowe	325	208	198	2,41	1,34	64,00	60,92	
13	Wynik z działalności finansowej	(303)	400	381	(2,25)	2,57	232,00	225,74	

14	Zyski nadzwyczajne	–	–		–	–	–	–	
15	Straty nadzwyczajne	–	2	2	–	–	–	–	
16	Wynik brutto	482	1105	1052	3,58	7,09	229,25	218,26	
17	Podatek dochodowy	242	467	445	1,79	3,00	192,98	183,88	
18	Wynik netto	240	638	607	1,78	4,10	265,83	252,92	

¹ Ceny te uzyska się, dzieląc pozycje rachunku wyników z roku sprawozdawczego wyrażone w cenach bieżących podzielonych przez średnioroczny wskaźnik cen detalicznych w roku sprawozdawczym w stosunku do roku poprzedniego, wskaźnik inflacji wyniósł 5%.

² Dynamikę w tych cenach uzyska się, dzieląc pozycje z rachunku wyników roku sprawozdawczego wyrażone w cenach skorygowanych przez odpowiednie pozycje z roku poprzedniego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych.

Pozostała działalność operacyjna w nieznacznym stopniu obniżyła wynik finansowy. Znalazło to swój wyraz w wyniku finansowym działalności operacyjnej. Wynik na działalności finansowej zwiększył się w cenach porównywalnych o 680 tys. zł.

Na uwagę zasługuje znaczny wzrost zysku netto w porównaniu z okresem wyjściowym.

Przedstawione wyniki w wielkościach absolutnych dają podstawę do pozytywnej oceny zarządzania kapitałami spółki. Ocena taka byłaby zwodnicza. Nie ujawniałyby sygnałów ostrzegawczych dotyczących zagrożeń przetrwania spółki na rynku w następnych latach. Sygnały takie ujawni ocena pionowa (struktury) rachunku wyników i ocena relacji dynamicznych poszczególnych obszarów działalności.

Ocena pionowa ujawnia wagę poszczególnych obszarów decydujących o przetrwaniu spółki na rynku. Z informacji zawartych w tabeli wynika, że obszarem takim są przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi.

Przychody, jakie uzyskała spółka w tym obszarze, stanowią w badanych okresach odpowiednio 98,84% i 95,15% wszystkich przychodów. Oznacza to, że obszar ten decyduje o istnieniu spółki. Zysk na tym obszarze zmniejszył się o 2 pkt procentowe. Jego dynamika w porównaniu do okresu wyjściowego zmniejszyła się o 26,37%. Pozostałymi obszarami możemy się nie zajmować. Stanowią one niewielki procent udziału w strukturach wyników. Sygnał ostrzegawczy zawarty w tym obszarze ujawnia również relacja zachodząca między dynamiką przychodów a dynamiką kosztów ich utrzymania. Dynamika przychodów jest niższa od dynamiki kosztów o 2,19% w cenach bieżących, podobnie w cenach porównywalnych.

Odwroćenie takiej relacji jest bardzo trudne, a często niemożliwe. Miało to miejsce w badanej spółce Chemia. Zwiększenie przychodów na podstawowym obszarze działalności wymagało szeregu przedsięwzięć dotyczących rozszerzenia i uatrakcyjnienia oferty rynkowej wytwarzanych wyrobów. Zarząd spółki nie potrafił tego uczynić; liczył na zyski z lokat kapitałowych uzyskanych z emisji akcji. Uzyskane kapitały z emisji akcji zwiększyły wiarygodność spółki na rynku. Analiza bilansu ujawniła kolejne sygnały ostrzegawcze.

1.5. Ocena bilansu majątkowego

Korzystniejsze warunki działalności spółki wywołały istotę zmiany w strukturze bilansu (aktywach i pasywach).

1.5.1. Ocena wielkości i struktury aktywów

Informacja o zmianach w stosunku do okresu wyjściowego ujmuje tabela 5.

Tabela 5. Syntetyczne bilanse majątkowe oraz ich pionowa i pozioma analiza

Elementy aktywów	Pozycje bilansowe na koniec (tys. zł)			Struktura bilansu na koniec (%)		Dynamika		Uwagi
	roku poprzedniego	roku sprawozdawczego	roku poprzedniego	roku sprawozdawczego	roku sprawozdawczego	roku sprawozdawczego: roku poprzedniego		
	ceny bieżące	ceny bieżące	ceny skoryg. ¹	wskaźnik struktury	wskaźnik struktury	ceny bieżące	ceny skoryg. ²	
I. Inwestycje krótkoterminowe, w tym:	74	957	903	1,94	10,64	1293,24	1220,27	
1. Aktywa finansowe		957	903		10,64			
a) w jedn. powiązanych								
b) pozostałych jedn.		574	542	542		6,38		
c) środki pieniężne	74	383	361	1,94	4,26	517,57	487,35	

	2. Inne inwestycje krótkoterminowe								
II.	Należności krótkoterminowe, w tym:	866	1408	1328	22,67	15,66	162,59	153,35	
	1) od jednostek powiązanych								
	2) pozostałych jednostek	866	1408	1328	22,67	15,66	162,59	153,35	
III.	Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	96	9	9	2,51	0,10	9,38	9,38	
IV.	Zapasy w tym:	2210	2714	2560	57,85	30,19	122,81	115,84	
	– materiały	996	1212	1143	26,07	13,48	21,69	114,76	
	– wyroby gotowe	933	1096	1034	24,42	12,19	117,47	110,83	
	– towary	21			0,55				
	Razem aktywa obrotowe	3246	5088	4800	84,97	56,59	156,75	147,87	
I.	Należności długoterminowe								
II.	Inwestycje długoterminowe, w tym: aktywa finansowe	20	2938	2772	0,52	32,68	14 690,00	13 860,00	
III.	Wartości niematerialne i prawne								
IV.	Rzeczowe aktywa trwałe	554	965	910	14,50	10,73	174,19	164,26	
V.	Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe								
	Razem aktywa trwałe	574	3903	3682	15,03	43,41	679,97	641,46	
	Aktywa ogółem	3820	8991	8482	100,00	100,00	235,37	222,04	

¹ Ceny te uzyska się, dzieląc pozycje z bilansu na koniec roku sprawozdawczego wyrażone w cenach bieżących przez wskaźnik wzrostu cen w grudniu roku sprawozdawczego w stosunku do grudnia roku poprzedniego wynoszący 6%.

² Dynamikę w tych cenach uzyska się, dzieląc pozycje z bilansu na koniec roku sprawozdawczego wyrażone w cenach bieżących skorygowanych przez odpowiednie pozycje z bilansu na koniec roku poprzedniego.

Źródło: opracowanie własne.

Informacje zawarte w tabeli 5. obrazują zmiany, jakie nastąpiły w wielkości i strukturze majątku spółki.

Aktywa spółki zwiększyły się o 122%, w tym:

- majątek obrotowy – o 48%,
- majątek trwały – o 541%.

W aktywach obrotowych wzrosły wszystkie składniki tych aktywów. W aktywach trwałych największe zmiany wywołały aktywa finansowe. Wzrost aktywów w wielkościach absolutnych w ważniejszych pozycjach bilansu wpłynął korzystnie na procentową strukturę bilansu (analiza pionowa). Zmniejszył się udział aktywów obrotowych (mimo jego wzrostu w wielkościach absolutnych). Zwiększył się znacząco udział procentowy aktywów trwałych.

Pozytywna ocena struktury aktywów byłaby niewiarygodna.

W aktywach obrotowych udział procentowy należności i zapasów zmniejszył się, ale ich dynamika znacznie wyprzedza dynamikę przychodów ze sprzedaży na podstawowym obszarze działalności. Oznacza to znaczne zamrożenie płynnych środków finansowych w tych składnikach środków obrotowych. Ujawnia to dopiero wskaźniki sprawności zarządzania. Obfitość środków pieniężnych z emisji akcji nie stwarzała konieczności optymalizacji należności i zapasów.

W aktywach trwałych dynamika inwestycji finansowych 13 razy wyprzedza dynamikę aktywów trwałych. Zarząd przestał inwestować w ten rodzaj aktywów. Jest to trudne do uzasadnienia w świetle spadku dynamiki przychodów ze sprzedaży na podstawowym obszarze działalności.

1.5.2. Ocena wielkości i struktury pasywów

W ujęciu liczbowym nastąpiły korzystne zmiany w strukturze pasywów. Znacznie zmalała wielkość zobowiązań bieżących. Ponadtrzykrotnie wzrosły pozostałe pasywa, w tym głównie kapitały własne. W mniejszym stopniu nastąpił wzrost zysku. W strukturze pasywów wystąpiły również pozytywne zmiany. Zmniejszył się udział zobowiązań bieżących, natomiast znacznie powiększył się udział pozostałych pasywów, w tym głównie kapitałów własnych, zwłaszcza kapitału zapasowego. Wynikało to z dużej różnicy cen nominalnych i emisyjnych. Przedstawione zmiany w wielkości i strukturze pasywów nie stanowią podstawy do ich pozytywnej oceny. Ważne są relacje w dynamice poszczególnych elementów pasywów. Dynamika pasywów bieżących znacznie się obniżyła w porównaniu do okresu wyjściowego. Wynikało to z korzystnej sytuacji płatniczej spółki.

Tabela 6. Pionowa i pozioma analiza bilansów majątkowych

Elementy pasywów	Pozycje bilansowe na koniec (w tys. zł)			Struktura bilansu na koniec (%)		Dynamika pozycji bilansowych na koniec (w %)			Uwagi
	roku poprzedniego	roku sprawozdawczego		roku poprzedniego	roku sprawozdawczego	roku sprawozdawczego / roku poprzedniego			
	ceny bieżące	ceny bieżące	ceny skorygowane ¹	wskaźniki struktury	wskaźniki struktury	ceny bieżące ²	ceny skorygowane		
I. Zobowiązania krótkoterminowe, w tym: 1) wobec jednostek powiązanych	1901	1260	1189	49,76	14,01	66,28	62,55		
2) wobec pozostałych jednostek	1813	1191	1124	47,46	13,25	65,69	62,00		
3) fundusze specjalne	88	69	65	2,30	0,76	78,41	73,86		
II. Rezerwy na zobowiązania									
III. Rozliczenia międzyokresowe	9	19	18	0,24	0,22	211,11	200,00		
IV. Razem zobowiązania bieżące	1910	1279	1207	50,00	14,23	66,96	63,19		
I. Zobowiązania długoterminowe	629	529	499	16,47	5,88	84,10	79,33		

II.	Kapitał własny, w tym:	1281	7183	6776	33,53	79,89	560,73	528,96
	1. Kapitał podstawowy	650	3650	3443	17,00	40,60	561,54	529,69
	2. Należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)							
	3. Udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)							
	4. Kapitał zapasowy	202	2641	2492	5,30	29,37	1307,43	1233,66
	5. Kapitał z aktualizacji wyceny	115	114	108	3,01	1,26	99,13	93,91
	6. Pozostałe kapitały rezerwowe	74	140	131	1,94	1,56	189,19	177,03
	7. Zysk (strata) z lat ubiegłych							
	8. Zysk (strata) netto	240	638	602	6,28	7,10	265,83	250,83
	9. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)							
	Razem pozostałe pasywa	1910	7712	7275	50,00	85,77	403,77	380,89
	Pasywa ogółem	3820	8991	8482	100,00	100,00	235,37	222,04

1 Ceny te uzyska się, dzieląc pozycje z bilansu na koniec roku sprawozdawczego wyrażone w cenach bieżących przez wskaźnik wzrostu cen w grudniu roku sprawozdawczego w stosunku do grudnia roku poprzedniego, wynoszący 6%.

2 Dynamikę w tych cenach uzyska się, dzieląc pozycje z bilansu na koniec roku sprawozdawczego wyrażone w cenach bieżących skorygowanych przez odpowiednie pozycje z bilansu na koniec roku poprzedniego.

Źródło: opracowanie własne.

Bardzo niekorzystnie ukształtowała się dynamika pozostałych elementów pasywów:

- kapitały własne w cenach bieżących wzrosły o 460,73%, w tym:
 - kapitał podstawowy o 461,54%,
 - kapitał zapasowy o 12,207%,
 - kapitał + zysk tylko o 165,83%.

Oznacza to, że dynamika zysku wlokła się w przysłowiowym ogonie za dynamiką kapitałów własnych. Świadczy to o nieefektywnym zarządzaniu kapitałami uzyskanymi na rynku papierów wartościowych.

Spowodowało to rozwodnienie akcji, które znalazło swój wyraz w zysku przypadającym na 1 akcję $\frac{(zysk)638}{(\text{średnia ważona liczba akcji})1366} = 0,46$

Rentowność kapitału własnego $\frac{(zysk\ netto)}{(kapitały\ własne)}$ obniżyła się z 18,74 w okresie wyjściowym do 8,88 w okresie następnym.

W takiej sytuacji spółka nie miała możliwości wypłaty dywidendy dla zwiększonej o 383% ilości akcji. Nie miała również możliwości kolejnej emisji akcji. Wpłynęło to na obniżenie cen akcji notowanych na giełdzie. Był to drugi sygnał ostrzegawczy przed wrogim przejęciem spółki.

Jest rzeczą interesującą, w jaki sposób zwiększone kapitały własne wpłynęły na obniżenie efektywności zarządzania finansami spółki.

Przyczyna wydaje się stosunkowo prosta, nieujawniona w sprawozdaniach finansowych. Zarząd nie miał możliwości przeprowadzenia restrukturyzacji.

Spółka Chemia była spółką pracowniczą, w której pracowało 180 pracowników. Wszyscy pracownicy byli akcjonariuszami.

Działalność spółki była prowadzona w czterech wydziałach (A, B, C, D) rozliczanych według zasad wewnętrznego ograniczonego rozrachunku gospodarczego. Trzy wydziały były rentowne, jeden przynosił duże straty.

W badanym okresie wyniki finansowe poszczególnych wydziałów przedstawiały się następująco:

– wydział A	340 tys. zysku
– wydział B	450 tys. zysku
– wydział C	500 tys. zysku
<u>razem</u>	<u>1290 tys. zysku</u>
– wydział D	652 tys. straty
Łączny wynik spółki	638 tys. zysku

Wniosek zarządu o likwidację tego wydziału nie został zaakceptowany przez walne zgromadzenie. Taką decyzję uzasadniono koniecznością zachowania kilkudziesięciu miejsc pracy dla kolegów akcjonariuszy. Likwidacja deficytowego wydziału stworzyłaby szansę przetrwania spółki na rynku. Spółka miałaby możliwość wypłaty dywidendy dla zwiększonej liczby akcjonariuszy.

Zysk przypadający na 1 akcję byłby korzystniejszy niż w roku wyjściowym:
$$\frac{(zysk) 1290}{(\text{\textit{średnioważona liczba akcji zwykłych}}) = 1366} = 0,94$$

Decyzja walnego zgromadzenia okazała się bardzo ryzykowna, nie stwarzała szans przetrwania spółki na rynku w najbliższych latach.

1.5.3. Nieudane próby ratowania spółki w kolejnych latach

Ocena bieżących wyników działalności spółki w kolejnych dwóch okresach działalności była zdecydowanie negatywna.

Zamiast zysków w kolejnych dwóch okresach spółka zanotowała głębokie straty. Wszystkie postacie wyniku finansowego były ujemne.

Drastycznie obniżyły się przychody na podstawowym obszarze działalności. Dynamika kosztów uzyskania tych przychodów była bardzo niekorzystna. Wyprzedzała ona dynamikę przychodów aż o 21,77 pkt procentowego. Niewielkie zyski brutto sprzedaży w tym obszarze zostały skonsumowane przez wysokie koszty sprzedaży i zarządu. W rezultacie wynik sprzedaży wykazał głębokie straty. Podstawową przyczyną takiej sytuacji była niekonkurencyjna oferta rynkowa wytwarzanych wyrobów. W rezultacie przychody ze sprzedaży systematycznie malały. Był to nieodwracalny proces. Obrazuje to tabela 7.

Zarząd podjął rozpaczliwą próbę ratowania spółki i rozpoczął sprzedawanie posiadanego majątku rzeczowego i finansowego. W pierwszej kolejności sprzedał działkę, która została przez kupującego przeznaczona na budowę stacji benzynowej. Spowodowało to dodatni wynik finansowy na działalności operacyjnej. Nie uratowało to trudnej sytuacji finansowej. Wysokie koszty finansowe doprowadziły do wysokiej straty netto wynoszącej ponad 2 mln zł w ostatnim okresie. W rezultacie ujemna rentowność łącznych przychodów wyniosła 14%.

W następnej kolejności zarząd upłynnił inwestycje długo- i krótkoterminowe. Znalazło to swój wyraz w bilansie.

Tabela 7. Pionowa i pozioma ocena rachunków zysków i strat

Lp.	Treść	Wyniki finansowe			Struktura wyników finansowych			Dynamika wyników finansowych		Uwagi
		okres I	okres II	okres III	I	II	III	okres I	okres II	
		cenę bie- żące	cenę bie- żące	cenę bie- żące				4:3	5:4	
1.	Przychody ogółem	15 578	14 318	14 810	100	100	100	91,91	103,44	
2.	Koszty uzyskania przychodów	14 471	18 238	16 730	92,89	127,38	112,96	126,02	91,74	
3.	Zysk brutto działalności gospodarczej	1107	(3920)	(1920)	7,11	(27,38)	(12,96)	454,11	48,98	
4.	Przychody netto ze sprzedaży	14 823	13 749	9103	95,15	96,03	61,47	92,75	66,21	
5.	Koszty sprzedanych produktów, materiałów i towarów	10 471	11 991	8223	67,22	83,75	55,52	114,52	68,58	
6.	Zysk (strata) brutto sprzedaży	4352	1758	880	27,94	12,28	5,94	40,40	50,06	
7.	Koszty sprzedaży i zarządu	3710	3219	3.148	23,82	22,48	21,26	86,77	97,79	
8.	Zysk (strata) sprzedaży	642	(1461)	(2268)	4,12	(10,20)	(15,31)	327,57	155,24	
9.	Pozostałe przychody operacyjne	147	331	5608	0,94	2,31	37,87	225,17	1694,26	
10.	Pozostałe koszty operacyjne	82	1830	1869	0,53	12,78	12,62	2231,70	102,13	

11.	Wynik pozostałej działalności operacyjnej	65	(1499)	3739	0,42	(10,47)	25,25	2406,15	349,43
12.	Wynik działalności operacyjnej	707	(2960)	1 471	4,54	(20,67)	9,93	518,67	149,70
13.	Przychody finansowe	608	238	99	3,90	1,66	0,67	39,14	41,60
14.	Koszty finansowe	208	1 198	3 490	1,34	8,37	23,57	575,96	291,56
15.	Wynik działalności finansowej	400	(960)	(3391)	2,57	6,70	(22,90)	340,00	353,23
16.	Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	(2)							
17.	Zysk (strata) brutto	1 105	(3920)	(1920)	7,09	(27,38)	(12,96)	454,75	48,98
18.	Obciążenia wyniku finansowego	467		160	3,00		1,08		
19.	Zysk (strata) netto	638	(3920)	(2080)	4,10	(27,38)	(14,04)	714,42	53,06

Źródło: opracowanie własne.

1.5.3.1. Pionowa i pozioma ocena wyników bieżących

Ocena bilansów spółki w ostatnich dwóch okresach

Rozpoczęty proces sprzedaży majątku spowodował, że w drugim okresie aktywa spółki zmniejszyły się o 3633 tys. zł, w tym:

- inwestycje zmniejszyły się o 750 tys. zł w porównaniu z pierwszym okresem,
- inwestycje długoterminowe (aktywa finansowe) zmniejszyły się o 2800 tys. zł. Zmniejszyły się również zapasy w porównaniu z pierwszym okresem:
- materiały – o 1004 tys. zł,
- wyroby gotowe – o 658 tys. zł.

Jest rzeczą interesującą, że należności krótkoterminowe gwałtownie wzrosły o 2065 tys. zł w porównaniu do pierwszego okresu.

Z wpływów finansowych ze sprzedaży aktywów zarząd dokonał zakupu innej jednostki (funkcjonującej w branży), z nadzieją że stanie się ona czynnikiem uzdrawiającym dotychczasową nieefektywną działalność spółki. Zakup nie był do końca przemyślany. Zakupiona jednostka pogorszyła sytuację finansową spółki.

Ryzyko wrogiego przejęcia spółki zbliżało się coraz szybciej. Sytuację wielkości, struktury i dynamiki aktywów obrazuje tabela 7.

1.5.3.2. Ocena bilansów majątkowych

Ocena pasywów bilansów potwierdza wyjątkowo niekorzystną sytuację finansową spółki. Wysokość, strukturę i dynamikę pasywów obrazuje tabela 9.

Zobowiązania bieżące spółki w końcu okresu trzeciego w porównaniu z okresem pierwszym wzrosły o 4174 tys. zł. Znalazło to swój wyraz w strukturze i dynamice elementów tego obszaru. Oznaczało to, że spółka nie ma możliwości regulowania bieżących zobowiązań. Gdyby nawet zdołała wyegzekwować wszystkie należności bieżące, to uzyskane wpływy nie pokryłyby wysokości zobowiązań. Wystąpiła tu bieżąca nierównowaga finansowa. Zobowiązania przewyższały należności o 1980 tys. zł.

W tym czasie pojawiła się korzystna sytuacja rynkowa. Potaniały surowce do produkcji na podstawowym obszarze działalności. Spółka nie mogła wykorzystać tej szansy. Nie miała możliwości zakupu tańszych surowców. Spółka nie mogła liczyć na uzyskanie kredytów obrotowych. Banki nie finansują działalności przedsiębiorstw deficytowych. Gorzej przedstawiała się sytuacja spółki w kapitałach własnych. Zmniejszyły się one w końcu okresu trzeciego o 4857 tys. zł w porównaniu z okresem pierwszym i stanowiły zaledwie 27,39% w strukturze pasywów.

Na tym samym poziomie pozostał jedynie kapitał podstawowy ze względu na ograniczenia prawne.

Tabela 8. Ocena bilansów majątkowych

Elementy aktywów	O kresy										Uwagi	
	wyniki			struktura			dynamika					
	I	II	III	I	II	III	3:2	4:3				
I.												
Inwestycje krótkoterminowe, w tym:	957	144	208	10,64	1,19	2,45	15,05	144,44				
1) aktywa finansowe	957	144	208	10,64	1,19	2,45	15,05	144,44				
a) w jedn. powiązanych												
b) pozostałych jedn.	574	29	70	6,38	0,24	0,82	5,05	241,38				
c) środki pieniężne	383	115	138	4,26	0,95	1,63	30,03	120,00				
2) inne inwestycje krótkoterminowe												
II.												
Należności krótkoterminowe, w tym:	1408	1861	3473	15,66	15,35	40,92	132,17	186,62				
1) od jednostek powiązanych												
2) pozostałych jednostek	1408	1861	3473	15,66	15,35	40,92	132,17	186,62				
III.												
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	9	667	94	0,10	5,50	1,11	7411,11	14,09				

IV.	Zapasy, w tym:	2714	2746	899	30,19	22,65	10,59	101,18	32,74
	– materiały	1212	1411	208	13,48	11,64	2,45	116,42	14,74
	– wyroby gotowe	1096	989	438	12,19	8,16	5,16	90,24	44,29
	– towary		1	128			1,51		
	Razem aktywa obrotowe	5088	5418	4674	56,59	44,70	55,07	106,49	86,27
I.	Należności długoterminowe								
II.	Inwestycje długoterminowe, w tym: aktywa finansowe	2938	2800	134	32,68	23,10	1,58	95,30	4,79
III.	Wartości niematerialne i prawne		714	1059		5,89	12,48		148,32
IV.	Rzeczowe aktywa trwałe	965	3189	2621	10,73	26,31	30,88	330,47	82,19
V.	Długoterminowe rozlicze- nia międzyokresowe								
	Razem aktywa trwałe	3903	6703	3814	43,41	55,30	44,93	171,74	56,90
	Aktywa ogółem	8991	12 121	8488	100	100	100	134,81	70,03

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 9. Ocena bilansów majątkowych

Elementy pasywów	Okresy										Uwagi
	wyniki			struktura			dynamika				
	I	II	III	I	II	III	3:2	4:3			
I	1260	4845	4399	1,78	39,97	51,8	384,52	90,79			
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:											
1) wobec jednostek powiązanych	1191	4513	4117	32,25	37,23	48,50	378,93	91,23			
2) wobec pozostałych jednostek	69	332	282	1,07	2,74	3,32	481,16	84,94			
3) fundusze specjalne	–	1000	865	–	8,25	10,19	–	86,50			
II	–	1000	865	–	8,25	10,19	–	86,50			
Rezerwy na zobowiązania											
III	19	464	189	0,21	3,83	2,23	2444,11	40,73			
Rozliczenia międzyokresowe											
IV	1279	6309	5453	14,23	52,05	64,24	493,28	86,43			
Razem zobowiązania bieżące											
I	529	1406	710	5,88	11,60	8,36	265,78	50,50			
Zobowiązania długoterminowe											
II	7183	4406	2325	79,89	36,35	27,39	61,34	52,77			
Kapitał własny, w tym:											
1) kapitał podstawowy	3650	3650	3650	40,60	30,11	43,00	100,00	100,00			
2) należne wpłaty na kapitał podstawowy (wielkość ujemna)	–	–	–	–	–	–	–	–			
3) udziały (akcje) własne (wielkość ujemna)	2641	2644	2682	29,37	21,81	31,60	100,11	101,44			
4) kapitał zapasowy	–	–	–	–	–	–	–	–			
5) kapitał z aktualizacji wyceny	254	2032	1993	2,83	16,76	23,48	800,00	98,08			
6) pozostałe kapitały rezerwowe	–	–	(3920)	–	–	(46,18)	–	–			
7) zysk (strata) z lat ubiegłych	–	–	(2080)	–	–	(24,52)	–	–			
8) zysk (strata) netto	638	(3920)	(2080)	7,10	(32,34)	(24,52)	714,42	53,06			
9) odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)	–	–	–	–	–	–	–	–			
Razem pozostałe pasywa (I+II)	7712	5812	3035	85,77	47,95	35,76	75,36	52,22			
Pasywa ogółem	8991	12 121	8488	100	100	100	134,81	70,03			

Źródło: opracowanie własne.

Kapitał zapasowy i kapitał rezerwowy zostały całkowicie skonsumowane.

W takiej sytuacji spółce pozostało jedynie oczekiwać na wrogie przejęcie lub ogłosić upadłość.

1.5.3.3. Ostatnia próba ratowania spółki

Kiedy zarząd znalazł się w takiej sytuacji, zaczął poszukiwać inwestora strategicznego, który dostarczyłby spółce nowych kapitałów w wystarczającej wysokości. Po znalezieniu takiego inwestora spółka przygotowała nową emisję akcji w wysokości 7 mln zł, którą strategiczny inwestor zobowiązał się wykupić.

Po wykupieniu akcji inwestor strategiczny stał się automatycznie akcjonariuszem większościowym. Zwołał walne zgromadzenie akcjonariuszy, na którym zwolnił zarząd i radę nadzorczą. Prawie całkowicie ograniczył produkcję, a pomieszczenia przeznaczył na inne cele, zgodne z profilem jego działalności. Było to nieplanowane wrogie przejęcie spółki, która nie potrafiła efektywnie zarządzać kapitałami, którymi dysponowała.

Potwierdziła się sformułowana na wstępie hipoteza, że ograniczenie ryzyka wrogiego przejęcia spółki jest uzależnione od efektywnego zarządzania kapitałem.