

ANALIZA KONSOLIDACJI AKTYWÓW I ZOBOWIĄZAŃ W PROCESIE RESTRUKTURYZACJI GRUPY KAPITAŁOWEJ

Eryk Bobowski  <https://orcid.org/0000-0002-7320-1191>

Wydział Zarządzania

Uniwersytet Warszawski

e-mail: czubatka75@gmail.com

Streszczenie: W artykule przeprowadzono analizę konsolidacji aktywów i zobowiązań w procesie restrukturyzacji grupy kapitałowej działającej w obszarze produkcyjnym. Zbudowany model stanowić może pomoc dla przygotowania i przeprowadzenia procesu naprawczego, a także do jego wykorzystania w procesie oceny ryzyka finansowego. Kluczowym elementem jest także zwrócenie uwagi na istotny wzrost kapitału spółki dominującej, a w konsekwencji na zdolność finansową do realizowania nowych inwestycji przy uwzględnieniu wyższego poziomu ryzyka.

Słowa kluczowe: przedsiębiorstwo, grupa kapitałowa, fuzja, połączenie, konsolidacja, zobowiązania, aktywa, przychody

JEL classification: G32, G34

WSTĘP

Od dwóch ostatnich dekad sytuacja gospodarcza przedsiębiorstw sektora chemicznego w Polsce związana jest z konsolidacją. Przeprowadzone przez państwo, w nowo budowanej gospodarce rynkowej, procesy objęły prywatyzację, restrukturyzację oraz likwidację przedsiębiorstw państwowych działających praktycznie we wszystkich sektorach gospodarki narodowej. Na ich bazie utworzono prywatne i państwowe firmy funkcjonujące współcześnie w formie spółek kapitałowych, najczęściej tworząc grupy kapitałowe. Stanowią one trzon gospodarki kraju, której struktura branżowa nie uległa znacznej zmianie w ostatnich dziesięcioleciach. W połowie lat 90-tych krajowe grupy przedsiębiorstw mające siedzibę w Polsce stanowiły 56% [Romanowska 2011]. Od

<https://doi.org/10.22630/MIBE.2019.20.4.23>

tego czasu stan i struktura gospodarki polskiej uległa przebudowie i transformacji. Równocześnie ewaluowało pojęcie grupy kapitałowej, które w literaturze łączone jest ze zgrupowaniem kapitałowym. Cechą szczególną grupy kapitałowej jest osiągnięcie celów ekonomicznych w postaci efektu skali, różnorodności, realizacji wspólnych przedsięwzięć [Nogalski, Walentynowicz 2004]. Działania te są możliwe przede wszystkim poprzez zwiększenie potencjału przedsiębiorstw działających w grupie.

Dokonując charakterystyki krajowej struktury gospodarki narodowej możemy w szczególności wyróżnić sektor chemiczny, paliwowy i energetyczny. W branżach tych spółki należące do państwa i przez niekontrolowane posiadają stabilną oraz ugruntowaną pozycję. W sektorze paliwowym Skarb Państwa kontroluje koncerny PKN Orlen S. A. i Grupę Lotos S. A., które posiadają największy udział w rynku¹. Koncertują się one na produkcji i sprzedaży paliw płynnych, smarów oraz wyrobów chemicznych. Dostawa surowca tj. ropy naftowej do polskich rafinerii jest realizowana za pośrednictwem infrastruktury państwowego Przedsiębiorstwa Eksploatacji Rurociągów Naftowych „Przyjaźń” S. A. Również struktura działalności przedsiębiorstw energetycznych wskazuje na silną dominację państwa. Firmy energetyczne, takie jak: PGE Polska Grupa Energetyczna S. A., Energa S. A., Enea S. A., Tauron Polska Energia S. A., są największymi producentami dostawcami energii eklektycznej w Polsce. Ponadto infrastruktura w postaci krajowych i transgranicznych sieci przesyłowych należy do państwa i kontrolowana jest przez Polskie Sieci Elektroenergetyczne S. A.

Zbliżoną pozycję w gospodarce posiadają spółki sektora chemicznego. W latach 80-tych przedsiębiorstwa te mając status zakładów państwowych działały samodzielnie, a także na własny rachunek. Nie było również rywalizacji typowo rynkowej pomiędzy przedsiębiorstwami, ponieważ gospodarka była sterowana centralnie. Dlatego też, nie wytworzono istotnych powiązań kapitałowych umożliwiających wykorzystanie ich posiadanego potencjału ekonomicznego. Sytuacja ta diametralnie zmieniła się w latach 90-tych. Przemiany gospodarcze związane z budowaniem gospodarki rynkowej wpłynęły na realizację przez Skarb Państwa procesów prywatyzacyjnych spółek państwowych działających w sektorze chemicznym. W 2003 roku opracowano „Strategię restrukturyzacji i prywatyzacji sektora Wielkiej Syntezy Chemicznej”. Nakreśliła ona kierunki restrukturyzacji, konsolidacji rynkowej i produktowej, biorąc pod uwagę powiązania surowcowe, produktowe i ekonomiczne podmiotów Wielkiej Syntezy Chemicznej oraz podmiotów działających w sektorze naftowym. Strategia stanowiła pierwszy etap realizacji przyjętej przez Radę Ministrów w dniu 4 czerwca 2002 roku „Strategii dla przemysłu chemicznego w Polsce do 2010 roku”. Proces ten objął spółki: Zakłady Azotowe Puławy S. A., Zakłady Azotowe Kędzierzyn S. A., Zakłady

¹ Zob. Polska Organizacja Przemysłu i Handlu Naftowego (2018) Raport roczny 2017. Przemysł i handel naftowy.

Azotowe w Tarnowie-Mościcach S. A., Zakłady Chemiczne Police S. A., Zakłady Chemiczne Organika-Sarzyna S. A., Zakłady Chemiczne Zachem S. A.

W strategii WSCh niekorzystnie definiowano przedsiębiorstwa sektora chemicznego wskazując, iż są to firmy, między którymi istnieją niewielkie powiązania wzajemne. Łącuchy produktowe są bardzo krótkie, a to powodowało brak dostępu do surowców. Dodatkowo wskazywano, iż majątek produkcyjny firm WSCh jest zdekapitalizowany. Urządzenia i maszyny produkcyjne częściowo miały zostać wyłączone, gdyż nie spełniały wymogów przepisów środowiskowych. Na podmioty WSCh nałożono również obowiązek wprowadzenia zmian technologicznych w celu dostosowania instalacji do obowiązujących przepisów, a także realizację przedsięwzięć w zakresie rekultywacji środowiska. Firmy te generalnie znajdowały się w niekorzystnej sytuacji ekonomicznej. Przyczynę tego stanu wiązano z wysokimi cenami gazu, kryzysem na rynku nawozów, wysokimi kosztami, a także nietrafionymi oraz niedokończonymi przedsięwzięciami.

Strategia WSCh nie definiowała procesu prywatyzacyjnego innych istotnych przedsiębiorstw chemicznych, jak na przykład CIECH S. A. Spółka ta posiadała ustabilizowaną sytuację finansową i gospodarczą. W planach rządowych zakładano, iż dokapitalizowanie powinno w pierwszej kolejności objąć firmy państwowe, mające problemy z inwestycjami kapitałowymi, przestarzałym parkiem technologicznym oraz obciążone wysokokosztową produkcją. Czynniki te uniemożliwiały konkurowanie z firmami zagranicznymi funkcjonującymi w strukturze koncernów, grup kapitałowych czy holdingów. Zderzenie potencjałów ekonomicznych postkomunistycznych przedsiębiorstw z międzynarodowymi firmami wskazywało na możliwość ich eliminacji z rynku lub w najlepszej sytuacji przejęcie przez zagranicznego konkurenta. Ostatecznie sprzedaż pakietu kontrolnego akcji CIECH S. A. został zrealizowany w indywidualnym procesie prywatyzacyjnym². Spółka ta wyróżniała się na tle podmiotów WSCh, gdyż posiadała rzetelnie zbudowaną strukturę grupy kapitałowej. Ponadto jej działalność była oparta na produkcji krajowej i eksporcie. Wraz z intensywnym rozwojem spółka CIECH S. A. w ostatnich dwóch dekadach stała się właścicielem również kilku zagranicznych firm produkcyjnych.

Firmy nawozowe podlegały w zasadzie konsolidacji krajowej. Sporządzenie oceny ich rozwoju pod kątem gospodarczym i ekonomicznym zapewne przysporzyłoby wielu cennych informacji dla zbadania zależności pomiędzy konsolidacją, wartością, nakładami inwestycyjnymi i źródłami finansowania. Utrudnieniem dla analizy byłaby kwestia bliskich wzajemnych powiązań kapitałowych, sprawowania nad nimi kontroli przez Skarb Państwa oraz ustalony historycznie rynek zbytu dla wytwarzanych produktów. Ograniczenia te nie występują w tak znacznym stopniu dla przedsiębiorstwa CIECH S. A. Spółka ta przez okres ponad 10 lat znajdowała się w centrum prowadzonych procesów

² Zob. Ministerstwo Skarbu Państwa (2003) Program prywatyzacji majątku Skarbu Państwa do roku 2006.

restrukturyzacyjnych sektora chemicznego, będąc podmiotem tych zmian oraz narzędziem właściciela – państwa – do kształtowania polskiego sektora chemicznego.

WYKORZYSTANE DANE

Podstawę analizy stanowią dane finansowe z lat 2005-2017 zawarte w sprawozdaniach skonsolidowanych i jednostkowych spółki CIECH S. A., a także informacje gospodarcze przedstawiające przebieg poszczególnych procesów zachodzących w otoczeniu i wewnątrz Grupy CIECH S. A. związanych z procesem restrukturyzacji przedsiębiorstwa.

Zdefiniowana w strategiach sytuacja ekonomiczna i produkcyjna podmiotów WSCh miała istotne znaczenie w kontekście dokonanej w 2006 roku ich sprzedaży, w szczególności w kwestii ZA Zachem S. A. i ZA Organika-Sarzyna S. A. Zakłady te w 2006 roku zakupił CIECH S. A., który również w tym czasie nabył rumuńskie zakłady produkcji sody S.C. Uzinele Sodice Govora S. A.³ W kolejnym roku została dokonana akwizycja niemieckiej firmy Sodawerk Strassfurt GmbH Co. & KG. Od tego czasu nastąpiła kumulacja zobowiązań finansowych CIECH S. A. w związku z przeprowadzonymi inwestycjami. Obciążeniem dla spółki stały się nakłady inwestycyjne wynikające z zobowiązań deklarowanych w umowach zakupu oraz nakłady finansowe na zwiększenie sprawności produkcyjnej firm: S.C. US Govora S. A., Sodawerk Stassfurt GmbH Co. & KG, ZCh Zachem S. A. W 2014 roku nastąpiła finalizacja prywatyzacji CIECH S. A. Przejęcie kontroli przez prywatnego inwestora poprzedzone było istotnymi działaniami restrukturyzacyjnymi m.in. w zakresie:

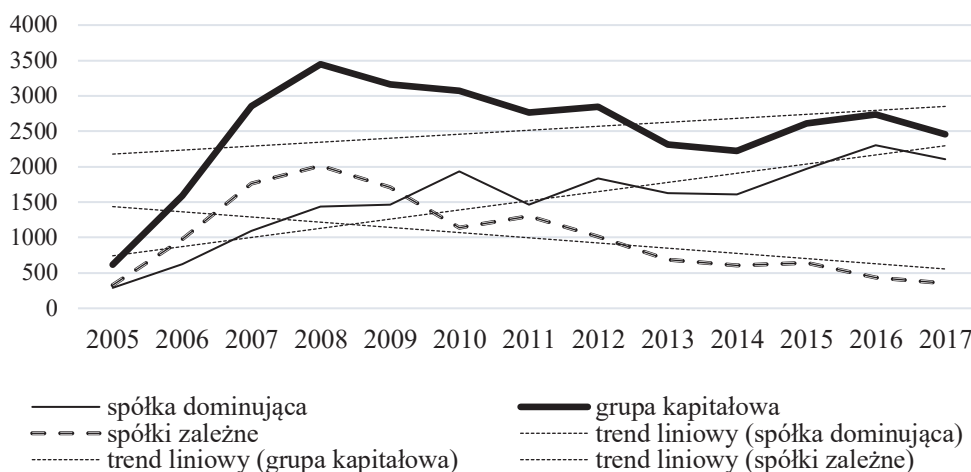
- sprzedaży w 2010 roku za 3,1 mln zł spółki CIECH Service sp. z o.o.;
- sprzedaży w latach 2010-2011 za 227 mln zł spółki Gdańskie Zakłady Nawozów Fosforowym „Fosfory” sp. z o.o.;
- procesu likwidacji ZCh Zachem S. A. obejmującego podział zakładu i sprzedaż aktywów w latach 2012-2013;
- sprzedaży w 2013 roku za 13,4 mln USD spółki Zakłady Chemiczne Alwernia S. A.;
- sprzedaży w 2013 roku zakładu Huta Szkła w Pobiedziskach.

Zachodzące w Grupie Kapitałowej CIECH S. A. w latach 2005-2013 procesy inwestycyjne skutkowały koniecznością pozyskania wielomilionowego źródła ich finansowania. Znaczna część środków pieniężnych pochodziła ze źródeł obcych, co spowodowało, że konsolidacja i prowadzone procesy restrukturyzacyjne wpłynęły istotnie na strukturę finansową CIECH S. A. oraz Grupy Kapitałowej CIECH S. A., zwanymi dalej dla potrzeb sporządzonej analiz „spółką

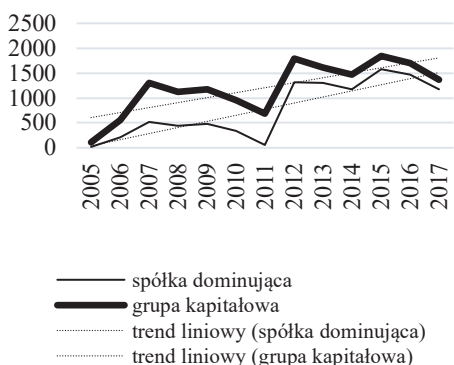
³ Zob. Najwyższa Izba Kontroli (2008) Informacja o wynikach kontroli prywatyzacji zakładów Wielkiej Syntezy Chemicznej.

dominującą” i „grupą kapitałową”. Kształtowanie się poziomu zobowiązań dla wskazanych podmiotów w latach 2005-2017 przedstawiono na rysunkach 1a, 1b oraz 1c.

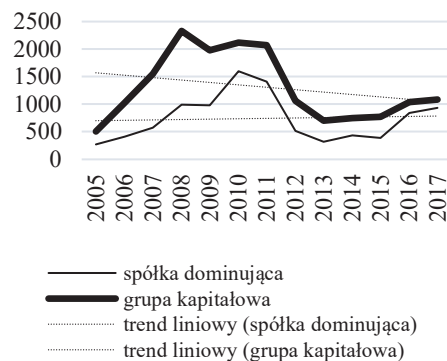
Rysunek 1a. Zobowiązania finansowe spółki dominującej i grupy kapitałowej w latach 2005-2017 wraz z ukazaniem trendu liniowego (mln zł)



Rysunek 1b. Zobowiązania długoterminowe



Rysunek 1c. Zobowiązania krótkoterminowe



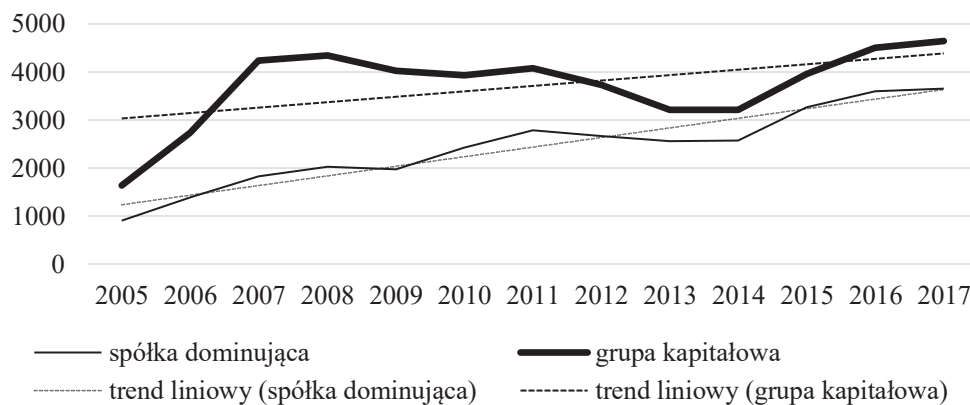
Źródło: opracowanie własne

Zapotrzebowanie na zewnętrzne źródła finansowania wynika naturalnie z wielu czynników, w tym m.in. z rozwoju sprzedaży, poziomu efektywności finansowej, polityki dywidend, zobowiązań finansowych, wysokości odpisów amortyzacyjnych. Zadłużenie jest także czynnikiem wpływającym na płynność przedsiębiorstwa oraz jego wycenę wartości [Jajuga, Jajuga 2008]. Pojawia się

zatem pytanie w przedmiocie zidentyfikowania procesów zachodzących w strukturze finansowej, które umożliwiły opisanej spółce przeprowadzenie kosztownych inwestycji. Analiza finansowa powinna objąć spółkę dominującą CIECH S. A. oraz Grupę Kapitałową CIECH S. A. Próbę wykonania przedmiotowego badania oparto zatem na danych finansowych ujętych w jednostkowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych. W badaniu wzięto pod uwagę zobowiązania, aktywa, przepływy środków z działalności operacyjnej oraz przychody. Istotą analizy jest historyczne ukazanie rozbieżności i zmian zaobserwowanych w strukturze bilansu, z podziałem na „grupę kapitałową” oraz „spółkę dominującą”. Badanie zmierza do identyfikacji czynników, które mogą mieć wpływ na wybór strategii finansowania przedsięwzięć w procesie budowania grupy kapitałowej.

W uzupełnieniu należy dodać, iż CIECH S. A. aktualnie kontynuuje główną działalność w zakresie produkcji sody w dwóch zakładach w Polsce. Natomiast w skład Grupy Kapitałowej wchodzi ponadto krajowe zakłady produkujące środki ochrony roślin, sól, chemię organiczną, szkło, krzemian oraz zagraniczne zakłady wytwarzające sodę w Rumunii i Niemczech. Struktura Grupy Kapitałowej CIECH S. A. posiada czytelny podział, w której możemy wyróżnić spółkę matkę i spółki zależne.

Rysunek 2. Zestawienie aktywów spółki dominującej i grupy kapitałowej w latach 2005-2017 wraz z ukazaniem trendu liniowego (mln zł)



Źródło: opracowanie własne

W literaturze poświęconej działalności gospodarczej często poruszana jest tematyka wyceny wartości przedsiębiorstwa, która jest przeprowadzana m.in. z powodów kupna-sprzedaży, prywatyzacji, reprivatyzacji, czy też z potrzeby zabezpieczeń kredytów, pożyczek lub wierzytelności [Szczepankowski 2007]. Z kolei wybór metody i procedury wyceny wynika z wartości biznesu w działaniu, wartości zorganizowanej części mienia, wartości mienia w sytuacji

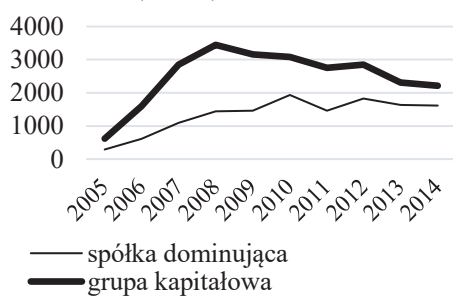
nieprzymusowej, wartości upłynnienia aktywów w sytuacji przymusowej. W dynamicznie rozwijającej się Grupie Kapitałowej CIECH S. A. w latach 2005-2013 występowały liczne zmiany związane z zakupem, sprzedażą oraz likwidacją zakładów produkcyjnych. Okoliczności te wpływały na zmiany, które można przedstawić w analizie wskaźnikowej. Dla banków udzielających kredytów krótkoterminowych ważnym wskaźnikiem jest ocena płynności bieżącej, czyli zdolność kredytobiorcy do wywiązania się z zaciągniętych zobowiązań [Kowalczyk, Kusak 2006]. W przypadku kredytów długoterminowych należy wziąć pod uwagę kwestię długookresowej zdolności do generowania gotówki oraz ocenę ryzyka finansowego. Natomiast właściciele firmy i akcjonariusze są najczęściej zainteresowani rentownością i ryzykiem działalności przedsiębiorstwa. Można również wskazać istotne słabości analizy wskaźnikowej. Należą do niej informowanie o poprawie lub pogorszeniu sytuacji ekonomicznej, ale bez wskazania przyczyn tego stanu. Dość łatwo jest także popełniany błąd w interpretacji wskaźników, które mogą być analizowane indywidualnie oraz bez uwzględnienia innych informacji. W procedurze pozyskiwania obcego finansowania uwzględniać trzeba zatem również inne kryterium. Wycena wartości przedsiębiorstwa, czy też analiza wskaźnikowa mogą być niewystarczające dla podjęcia pozytywnych decyzji udzielenia wysokich kredytów i pożyczek przez instytucje bankowe. Sytuacja może się komplikować przy pojawiających się w przyszłości wydarzeniach, które powodują konieczność pozyskania nowych zobowiązań pieniężnych mających formę, czy to tzw. rolowania zadłużenia czy też zaciągnięcia kolejnych zobowiązań. Dlatego też, przy inwestycjach należy wziąć pod uwagę prognozę krótkoterminową, jak również długoterminową. W procesie tym można bazować na metodzie porównawczej, która jest wykorzystywana przez analityków bankowych. Jest to zestawienie konkretnej sytuacji i jej prognoz do wcześniej zbadanych przypadków charakteryzujących się podobieństwem.

Procesy konsolidacyjne i restrukturyzacyjne wpływają istotnie na zmienność wskaźników finansowych oraz wycenę wartości przedsiębiorstwa. Do ich sporządzania wykorzystuje się również analizy fundamentalne i techniczne. Można także zbudować na bazie danych historycznych, mających charakter empiryczny, model kształtowania się sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstwa, które w przeszłości podlegało zbliżonym procesom związanym z konsolidacją, sprzedażą, czy też akwizycją przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części. Pozwoli to na uzupełnienie prognozowanej sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstwa, ale przede wszystkim na ocenę wiarygodności sporządzanych analiz.

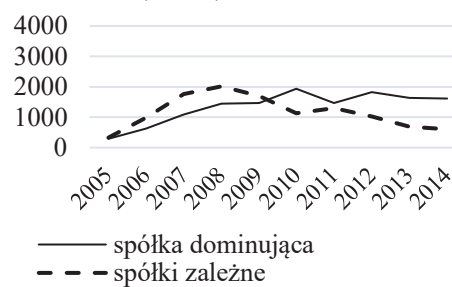
WYNIKI BADAŃ

Na bazie opisanego problemu badawczego przedstawiono kształtowanie się w latach 2005-2014 zobowiązań obcych oraz aktywów w procesie rozwoju Grupy CIECH S. A. Wyniki wskazują, iż w pierwszych latach analizowanego okresu uwidacznia się znaczna rozbieżność w wysokości zobowiązań spółki dominującej i grupy kapitałowej (rysunek 3). Różnica między osiągniętymi wartościami w 2008 roku wyniosła 2 mld zł, co jest wartością odpowiadającą poziomowi zobowiązań spółek zależnych. Ponadto w latach 2005-2010 uwidacznia się istotny proces zmiany struktury zobowiązań. W tym czasie CIECH S. A. konwertuje zobowiązania krótkoterminowe na długoterminowe (rysunek 1b i 1c), co pomaga w stabilizacji płynności przedsiębiorstwa oraz realizacji inwestycji.

Rysunek 3. Zestawienie zobowiązań (mln zł)



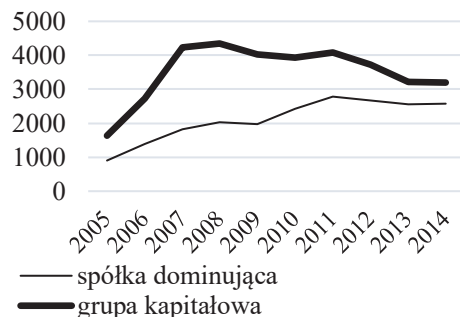
Rysunek 4. Zestawienie zobowiązań (mln zł)



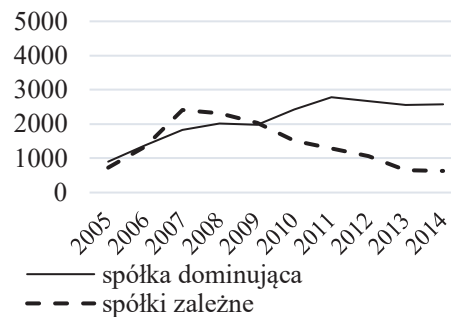
Źródło: opracowanie własne

Sukcesywnie z upływem kolejnych lat następuje spadek zobowiązań spółek zależnych i wzrost zobowiązań spółki dominującej (rysunek 4). Proces ten kończy się w roku 2014. W analizowanym okresie maksymalna różnica w wysokości zobowiązań pomiędzy spółką dominującą i spółkami zależnymi przypada na rok 2008 i 2014. Wynoszą one odpowiednio 2 mld zł i 600 mln zł, co wskazuje na spadek w przeciągu sześciu lat o 1,4 mld zł (70%). Zbliżony proces ma miejsce w przypadku aktywów. Ich poziom wzrasta dla spółki dominującej przy jednoczesnym spadku dla spółek zależnych (rysunek 6). Natomiast w roku 2008 i 2014 różnica w wartości pomiędzy poziomem aktywów spółki dominującej i grupy kapitałowej wynosi odpowiednio 2,3 mld zł i 630 mln zł, co oznacza spadek o 73% (rysunek 5).

Rysunek 5. Zestawienie aktywów (mln zł)

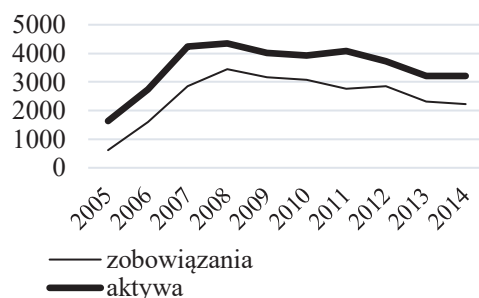


Rysunek 6. Zestawienie aktywów (mln zł)

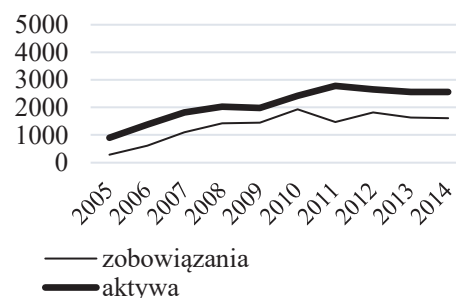


Źródło: opracowanie własne

Rysunek 7. Zestawienie dla grupy kapitałowej (mln zł)



Rysunek 8. Zestawienie dla spółki dominującej (mln zł)



Źródło: opracowanie własne

Z obserwacji ustalono również, iż pomiędzy rokiem 2008 i 2014 następuje zmiana poziomu aktywów spółki dominującej z 2 mld zł do 2,5 mld zł (rysunek 8). Wzrost ten jest proporcjonalnie skorelowany ze wzrostem zobowiązań. Odwrotna sytuacja ma miejsce dla zestawienia aktywów i zobowiązań grupy kapitałowej (rysunek 7), gdzie występuje trend spadkowy dla obu tych wartości.

PODSUMOWANIE

Przeprowadzona analiza wskazuje, iż różnice w kształtowaniu wartości bilansowych zobowiązań oraz aktywów występują na płaszczyźnie ich struktury i związane są z prowadzonymi procesami zarządczymi występującymi w trakcie restrukturyzacji grupy kapitałowej. W przypadku zobowiązań uwidaczniają się dwa procesy, w którym jeden powiązany jest z aktywami. Po pierwsze, zobowiązania spółek zależnych spadają przy jednoczesnym wzroście zobowiązań spółki dominującej. Zmiany te wynikają z obranej strategii spółki dominującej,

która nabywając nowe zakłady lub restrukturyzując podmioty zależne, dokonała również zmian w strukturze ich finansowania kapitałem obcym. Zobowiązania zostały „przeniesione” z poziomu spółek zależnych na spółkę dominującą. Drugi proces to konsumowanie przez spółkę dominującą aktywów i zobowiązań oraz utrzymanie tego trendu po roku 2014. Poziom aktywów w okresie konsolidacji wyraźnie ma zaznaczony podział i różnica pomiędzy spółką dominującą a grupą kapitałową zmniejsza się, przy jednoczesnym trendzie wzrostowym aktywów grupy kapitałowej. Badanie również wskazuje, iż grupa kapitałowa oraz tworząca ją spółka dominująca realizując inwestycje dokonuje zamiany sposobu finansowania zadłużenia. Tzn. zobowiązania krótkoterminowe są zastępowane zobowiązaniami długoterminowymi, co stabilizuje na dłuższy okres płynność przedsiębiorstwa.

Dalsze badania zostaną ukierunkowane na ocenę efektywności finansowej wewnątrzgrupowych procesów obejmujących konsolidację aktywów i zobowiązań w grupach kapitałowych wynikających z procesu ich restrukturyzacji. Badania dotyczyć będą przedsiębiorstw posiadających niekorzystną sytuację ekonomiczną, ale nie objętych postępowaniem upadłościowym. W znacznym stopniu podmiotem badań będą państwowe lub sprywatyzowane przedsiębiorstwa, które wymagały działań naprawczych w celu kontynuowania działalności gospodarczej.

BIBLIOGRAFIA

- Jajuga K., Jajuga T. (2012) Inwestycje, instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Kowalczyk J., Kusak A. (2006) Decyzje finansowe firmy. Metody analizy, Wydawnictwo C.H. BECK, Warszawa, 1-25.
- Romanowska M. (2011) Grupy Kapitałowe w Polsce. Strategie i struktury. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 27-36, 59-62.
- Nogalski B., Walentynowicz P. (2004) Zarządzanie w grupach kapitałowych, aspekty organizacyjne, finansowe, właścicielskie i personalne. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Administracji i Biznesu im. Eugeniusza Kwiatkowskiego w Gdyni, 11-15.
- Szczepankowski P. (2007) Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 185-201.
- Najwyższa Izba Kontroli (2008) Informacja o wynikach kontroli prywatyzacji zakładów Wielkiej Syntezy Chemicznej.
- Ministerstwo Skarbu Państwa (2003) Program prywatyzacji majątku Skarbu Państwa do roku 2006.
- Ministerstwo Gospodarki, Ministerstwo Skarbu Państwa (2002) Strategia dla przemysłu chemicznego w Polsce do 2010 roku.
- Ministerstwo Skarbu Państwa, Ministerstwo Gospodarki Pracy i Polityki Społecznej (2003) Strategia restrukturyzacji i prywatyzacji Sektora Wielkiej Syntezy Chemicznej.
- Polska Organizacja Przemysłu i Handlu Naftowego (2018) Raport roczny 2017. Przemysł i handel naftowy.

**ANALYSIS OF CONSOLIDATION OF ASSETS
AND LIABILITIES IN THE RESTRUCTURING PROCESS
CAPITAL GROUP**

Abstract: The article analyzes the effectiveness of assets and liabilities consolidation in the process of restructuring a capital group operating in the production area. The built model can help to prepare and carry out the repair process, as well as to use it in the financial risk assessment process. The key element is also to draw attention to the significant increase in the capital of the parent company, and as a consequence to the financial ability to implement new investments taking into account the higher level of risk.

Keywords: enterprise, capital group, merger, consolidation, liabilities, assets, revenues

JEL classification: G32, G34