

Mgr Olga Krzeczewska
Katedra Finansów Korporacji
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Uniwersytet Łódzki
Promotor: dr hab. Radosław Pastusiak, prof. UŁ
Promotor pomocniczy: dr Michał Soliwoda

Streszczenie rozprawy doktorskiej

Temat: Znaczenie informacji o upadłości dla kształtowania się stóp zwrotu z akcji w wybranych sektorach

Rozważania zawarte w rozprawie doktorskiej poświęcone są znaczeniu oddziaływania informacji o upadłości na stopy zwrotu z akcji w wybranych sektorach. W literaturze wskazuje się, że dane zdarzenie może oddziaływać w tym samym kierunku na stopy zwrotu spółek doświadczających zdarzenia (ogłaszających informację) i spółek nieogłaszających (efekt zarażania – *ang. contagion effect*), lub w przeciwnym kierunku (efekt konkurencyjności – *ang. competitive effect*). Dotychczasowe badania dotyczące transferu informacji na giełdzie, w przypadku złożenia wniosku o upadłość przede wszystkim prowadzone były na rynku amerykańskim i dotyczyły transferu informacji związanego z upadłością nastawioną na reorganizację, nie zaś likwidację przedsiębiorstw. W takim przypadku wskazuje się na dominację efektu zarażania wywołanego upublicznieniem informacji o upadłości. W literaturze można znaleźć jednak wskazania, że w przypadku upadłości nastawionej na likwidację, reakcje inwestorów mogą być odmienne. W Polsce system upadłościowy podlegał w ostatnich latach wielu przemianom i w 2016 r. prawo restrukturyzacyjne zostało oddzielone od upadłościowego. Celem rozłączenia postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych miało być między innymi uniknięcie stygmatyzacji przedsiębiorstw, które mają szansę powrócić na rynek. W związku z tym warto zastanowić się nad pełnym znaczeniem informacji, jaka jest przekazywana inwestorom w momencie upublicznienia komunikatu o złożeniu wniosku o upadłość, w warunkach polskiego systemu prawnego.

W związku z powyższym, **głównym celem** rozprawy doktorskiej jest ocena znaczenia informacji o upadłości dla kształtowania się stóp zwrotu z akcji w sektorach, w których wystąpiło złożenie wniosku o upadłość na przykładzie polskiego rynku giełdowego w krótkim okresie czasu. Warto zaznaczyć, że postawiono również szereg celów częściowych. Analiza literatury pozwoliła na sformułowanie hipotez badawczych. Postawiono trzy **hipotezy główne** (H1, H2, H3), a dla hipotezy H2 postawiono dodatkowo dwie **hipotezy częściowe** (H2.1 i H2.2):

H1: Upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość przez spółkę giełdową powoduje powstawanie zwykłych stóp zwrotu w przypadku spółek ogłaszających.

H2: Upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość przez spółkę giełdową powoduje powstawanie zwykłych stóp zwrotu u konkurentów sektorowych.

H2.1. Upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość ze względów ostrożnościowych powoduje u konkurentów sektorowych dominację efektu zarażania.

H2.2 Upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy powoduje u konkurentów sektorowych dominację efektu konkurencyjności.

H3: Na poziom średnich zwykłych stóp zwrotu dla konkurentów sektorowych w wyniku złożenia wniosku o upadłość istotnie wpływają cechy sektora.

W pracy szczegółowej analizie poddano okres od 2016 do 2020 roku, czyli od momentu wprowadzenia ustawy Prawo Restrukturyzacyjne, która to ustawa zmieniła znacząco polski system prawny w zakresie upadłości. Podejście takie pozwoliło na objęcie analizami stosunkowo jednorodnego okresu pod względem uwarunkowań prawnych. Zidentyfikowano 18 zdarzeń polegających na złożeniu wniosku o upadłość przez 17 spółek działających na Rynku Głównym GPW oraz wyłoniono 98 spółek konkurencyjnych, które działały w tych samych subsektorach wg. klasyfikacji GPW. Metody badawcze wykorzystane w badaniu to krytyczny przegląd literatury, pogłębiony o analizę bibliometryczną, analiza zdarzenia oraz metody ekonometryczne ukierunkowane na opracowanie autorskiego modelu obrazującego determinanty oddziałujące na kształtowanie się średnich zwykłych stóp zwrotu dla konkurentów sektorowych w wyniku zajścia analizowanego zdarzenia.

Przygotowana dysertacja składa się z czterech rozdziałów. Pierwszy rozdział ma na celu określenie znaczenia upadłości w kontekście prawno-ekonomicznych uwarunkowań w Polsce.

Przedstawione w nim zostały problemy definicyjne związane ze zjawiskiem zaprzestania działalności przez przedsiębiorstwo. Wskazano na podstawowe regulacje i przemiany w zakresie polskiego systemu upadłościowego oraz na ekonomiczne aspekty upadłości przedsiębiorstw, takie jak miejsce upadłości w cyklu życia przedsiębiorstwa, czy zjawisko niewypłacalności i braku płynności. Wskazano także na problem kosztów, które niesie ze sobą upadłość.

Celem drugiego rozdziału było określenie znaczenia cech sektorowych dla funkcjonowania przedsiębiorstw pod kątem analizowanego zjawiska upadłości. Punkt wyjścia stanowiło zagadnienie zakreślenia granic sektora. Wskazano na różne typy interakcji konkurentów oraz ich przemiany na tle cyklu życia sektora. Opisano podstawowe cechy, które związane są z natężeniem konkurencji i osiąganą rentownością sektorów. Dodatkowo zidentyfikowano 18 zdarzeń polegających na złożeniu wniosku o upadłość przez spółki działające na Rynku Głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2016-2020 i scharakteryzowano uwarunkowania działalności sektorów, w których wystąpiły przypadki złożenia wniosku o upadłość, na tle *benchmarku*, który stanowił makrosektor oraz na tle zmieniającej się koniunktury gospodarczej.

Trzeci rozdział poświęcony został oddziaływaniu informacji o upadłości na spółki, których ta upadłość bezpośrednio nie dotyczy. Jego celem jest identyfikacja determinant, które warunkują, jak taka informacja może wpływać na inne podmioty na rynku. Wskazane tu zostały kanały, poprzez które upadłość oddziałuje na podmioty w otoczeniu upadającego przedsiębiorstwa. Opisano także problematykę efektywności informacyjnej rynku kapitałowego oraz dokonano przeglądu literatury w zakresie efektów wywołanych przez złożenie wniosku o upadłość. Zidentyfikowano zmienne, które mogą determinować reakcję inwestorów względem konkurentów sektorowych przedsiębiorstw upadłych bądź zagrożonych upadłością.

Rozdział czwarty ma charakter metodyczny - empiryczny. Została w nim przedstawiona metodyka wykorzystywana w badaniach nad reakcjami inwestorów na różnorodne zdarzenia, która później została zaimplementowana w badaniu wykonanym na potrzeby niniejszej dysertacji, jak również przedstawione zostały wyniki wykonanych analiz. Dokonano analizy zdarzeń w różnych ujęciach przekrojowych, a także zaprezentowano model ekonometryczny mający opisać wpływ różnorodnych zmiennych na kształtowanie się zwyżkowych stóp zwrotu w wybranych sektorach.

Wyniki badań empirycznych pokazały, że spółki ogłaszające wyraźnie traciły na rynkowej wycenie ich akcji, w wyniku upublicznienia informacji o zamiarze lub złożeniu wniosku o

ogłoszenie upadłości w dniach okalających zdarzenie, przy czym reakcja ta była najsilniejsza w dniu zdarzenia. Na podstawie analizy komunikatów giełdowych spółek wskazano, że część spółek złożyła, poza wnioskiem o ogłoszenie upadłości, również wniosek o restrukturyzację. Założono, że celem tych spółek była restrukturyzacja, nie zaś likwidacja¹, a wniosek o ogłoszenie upadłości złożony był ze względów ostrożnościowych. Osobna analiza dla tych spółek wykazała, że reakcja względem wyceny ich akcji jest słabsza i bardziej krótkotrwała, niż względem pozostałych spółek - określonych w pracy jako spółki składające wniosek o ogłoszenie upadłości ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy.

Efekt zdarzenia na spółki nieogłaszające był krótkotrwały (dotyczył krótkich przedziałów okna zdarzenia). W przekroju całej próby konkurenci sektorowi spółek ogłaszających doświadczali pozytywnej reakcji względem wyceny rynkowej ich akcji z opóźnieniem. Dalsze analizy pokazały, że motyw złożenia wniosku o upadłość różnicuje reakcje inwestorów względem akcji spółek nieogłaszających. Konkurenci sektorowi spółek składających wniosek o ogłoszenie upadłości ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy doświadczali **pozytywnego** oddziaływania zdarzenia na wycenę ich akcji, co pozwoliło wnioskować o wystąpieniu dominacji efektu **konkurencyjności**. Konkurenci sektorowi spółek składających wniosek o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych doświadczali **negatywnego** oddziaływania zdarzenia na rynkową wycenę ich akcji, co dało podstawy do wnioskowania o dominacji efektu **zarażania**. Ponadto, wyniki modelowania ekonometrycznego potwierdziły, że motyw złożenia wniosku o upadłość różnicuje reakcję inwestorów a cechą sektora, jaka determinowała wartość skumulowanych średnich zwykłych stóp zwrotu w przedziale czasowym okna zdarzenia od 0 do 1, był poziom finansowania długiem.

W kontekście przeprowadzonych analiz można uznać, że analiza efektu zarażania i konkurencyjności wymaga uwzględnienia uwarunkowań regulacyjno-instytucjonalnych gospodarek. Pomimo tego, że rynek amerykański zdaje się być uważany za pewien wyznacznik, oddziaływanie upadłości przedsiębiorstw na innych rynkach, w zależności od obowiązującego systemu prawnego, może być inne. Dodatkowo, z pozoru takie samo zdarzenie, może wywoływać odmienną reakcję inwestorów na określonym rynku, w zależności od kontekstu sytuacyjnego jego zajścia, czy też motywów, które za nim stoją.

¹ W przypadku takiej kolizji wniosków, na etapie ich rozpoznawania przez sąd, pierwszy rozpoznawany jest wniosek o restrukturyzację.