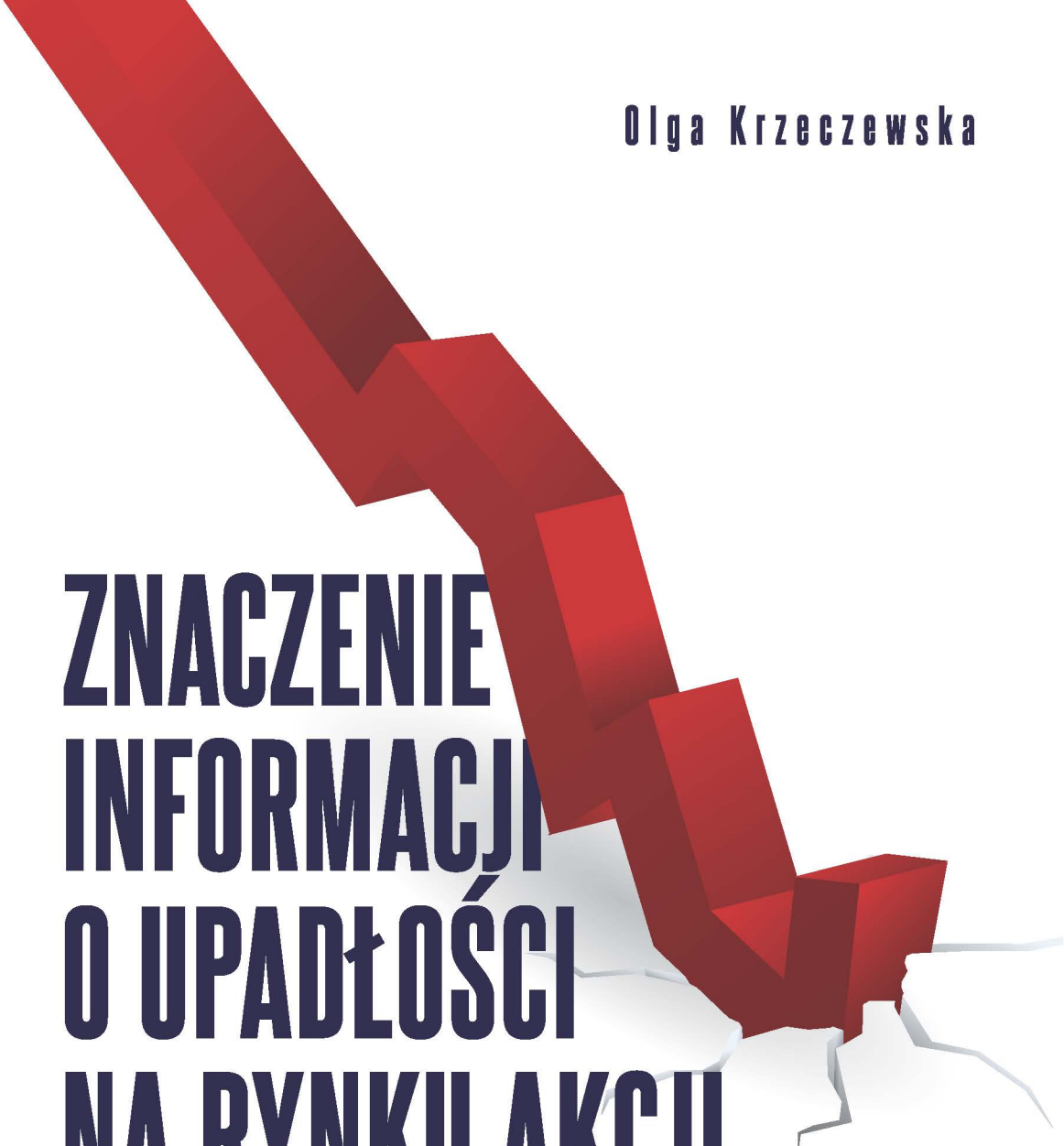


Olga Krzeczewska



ZNACZENIE INFORMACJI O UPADŁOŚCI NA RYNKU AKCJI

**Analiza efektów
wewnątrzsektorowych**

ZNACZENIE INFORMACJI O UPADŁOŚCI NA RYNKU AKCJI



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Olga Krzeczewska

ZNACZENIE INFORMACJI O UPADŁOŚCI NA RYNKU AKCJI

**Analiza efektów
wewnątrzsektorowych**

Olga Krzeczewska (ORCID: 0000-0003-3650-2152)
Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Instytut Finansów, Katedra Finansów Korporacji
90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. 39

RECENZENCI

Elżbieta Bukalska, Krzysztof Borowski

REDAKTOR INICJUJĄCY

Katarzyna Włodarczyk

REDAKCJA

Aleksandra Urzędowska

SKŁAD I ŁAMANIE

Editio

KOREKTA TECHNICZNA

Anna Mateusiak

PROJEKT OKŁADKI

Polkadot Studio Graficzne Aleksandra Woźniak, Hanna Niemierowicz
Grafika wykorzystana na okładce: Freepik.com/djvstock

© Copyright by Olga Krzeczewska, Łódź 2025

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2025

Publikacja jest udostępniona na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 4.0 (CC BY-NC-ND)

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

Wydanie I. W.11431.24.0.M
Ark. wyd. 15; ark. druk. 15.5

<https://doi.org/10.18778/8331-673-4>

ISBN 978-83-8331-672-7
e-ISBN 978-83-8331-673-4

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-237 Łódź, ul. Matejki 34A
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. 42 635 55 77

Spis treści

Wstęp	7
Rozdział 1	
Upadłość podmiotu gospodarczego	11
1.1. Zaprzestanie działalności przez przedsiębiorstwo – problemy definicyjne	11
1.2. Prawne aspekty upadłości przedsiębiorstw w Polsce	21
1.2.1. Główne funkcje i cele systemu upadłościowego	21
1.2.2. Wybrane regulacje dotyczące upadłości przedsiębiorstw w Polsce	23
1.2.3. Wybrane regulacje dotyczące restrukturyzacji przedsiębiorstw w Polsce	32
1.2.4. Sytuacja polskich przedsiębiorstw w zakresie postępowań związanych z niewypłacalnością	37
1.3. Ekonomiczne aspekty upadłości z punktu widzenia przedsiębiorstwa	41
1.3.1. Upadłość ekonomiczna w kontekście cyklu życia przedsiębiorstwa	41
1.3.2. Płynność i wypłacalność w kontekście funkcjonowania bądź upadku przedsiębiorstwa	46
1.3.3. Ekonomiczno-społeczne skutki upadłości przedsiębiorstwa	56
1.4. Podsumowanie	59
Rozdział 2	
Wewnątrzsektorowe uwarunkowania działalności przedsiębiorstwa	63
2.1. Interakcje konkurentów	63
2.2. Znaczenie terminu sektor i pojęć bliskoznacznych	67
2.3. Konkurencyjność wewnątrzsektorowa w kontekście cech strukturalnych	71
2.4. Cechy agregatowe w ocenie funkcjonowania sektorów	84
2.5. Koniunktura i występowanie zjawiska niewypłacalności w ujęciu sektorowym w latach 2016–2020	90
2.6. Uwarunkowania działalności wewnątrz wybranych sektorów według klasyfikacji stosowanej przez Giełdę Papierów Wartościowych	95
2.7. Podsumowanie	107
Rozdział 3	
Efekty związane z upublicznieniem informacji o upadłości przedsiębiorstwa	111
3.1. Efektywność informacyjna rynku kapitałowego	111
3.2. Ujawnienie informacji o upadłości spółek na Głównym Rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w świetle obowiązujących przepisów	118

6 Spis treści

3.3. Rola informacji i powiązań finansowych w rozprzestrzenianiu się kryzysu	124
3.4. Oddziaływanie upadłości na przedsiębiorstwa z tego samego sektora	129
3.5. Występowanie transferu informacji na giełdzie w kontekście wystąpienia upadłości	133
3.6. Efekt zarażania i konkurencyjności w przypadku postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych – przegląd wyników badań	138
3.7. Podsumowanie	148
Rozdział 4	
Efekty związane z upublicznieniem informacji o złożeniu wniosku o upadłość – badanie empiryczne	151
4.1. Opis przedmiotu badania oraz wykorzystanych metod	151
4.1.1. Przedmiot badania i materiał badawczy	151
4.1.2. Opis metod	157
4.2. Wewnątrzsektorowe efekty związane z upublicznieniem informacji o złożeniu wniosku o upadłość – wyniki badania empirycznego	180
4.2.1. Ocena reakcji inwestorów względem akcji spółek ogłaszających	180
4.2.2. Ocena reakcji inwestorów względem akcji spółek nieogłaszających	187
4.2.3. Dyskusja wyników badania empirycznego	200
Zakończenie	203
Literatura	209
Akty prawne	226
Raporty i sprawozdania	229
Źródła internetowe i prasowe	231
Inne źródła	233
Spis rysunków	235
Spis tabel	237
Spis wykresów	239
Załączniki	241
Załącznik 1. Wyniki analizy wskaźnikowej przeprowadzonej dla subsektorów w latach, w których wystąpiła upadłość	241
Załącznik 2. Zdarzenia polegające na upublicznieniu informacji o złożeniu wniosku o upadłość przez spółki z Głównego Rynku GPW w okresie VIII 2016–XII 2020	244

Wstęp

Niniejsza monografia napisana została na podstawie rozprawy doktorskiej pt. „Znaczenie informacji o upadłości dla kształtowania się stóp zwrotu z akcji w wybranych sektorach”, napisanej pod kierunkiem promotora dra hab. Radosława Pastusiaka, prof. UŁ i promotora pomocniczego dra Michała Soliwody w Katedrze Finansów Korporacji na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego.

Zjawisko upadłości przedsiębiorstw, choć różnie definiowane, niewątpliwie ma ogromne znaczenie dla funkcjonowania gospodarek wolnorynkowych. Niesie ono ze sobą skutki nie tylko dla niewypłacalnego przedsiębiorstwa, ale także dla podmiotów z jego otoczenia. W literaturze przedmiotu można wyodrębnić nurty badawcze dotyczące rozprzestrzeniania się kryzysów (w tym kryzysów podmiotów gospodarczych), zarówno na gruncie powiązań finansowych, jak i na gruncie informacyjnym, czy też skupiające się na zjawisku transferu informacji w przypadku upadłości (oddziaływania informacji o upadłości na wycenę rynkową podmiotów, których ta informacja bezpośrednio nie dotyczy). Niniejsza monografia wpisuje się w tę tematykę, a jej głównym celem 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.

Dotychczasowe badania dotyczące transferu informacji na giełdzie w przypadku złożenia wniosku o upadłość prowadzone były przede wszystkim na rynku amerykańskim. Rynek kapitałowy Stanów Zjednoczonych różni się od rynku polskiego ze względu na jego rozmiary i dużą płynność. Choć Polskę charakteryzuje jeden z wiodących rynków giełdowych w Europie Środkowo-Wschodniej, uważana jest ona za kraj rozwinięty dopiero od 2018 r.¹ Na gruncie współczesnych teorii (takich jak hipoteza rynku koherentnego² czy hipoteza rynku adaptacyjnego³), zakładających, że efektywność informacyjna rynków może się różnić, a do tego zmieniać w czasie, zasadnym wydaje się przeprowadzenie analiz na rynku polskim, na którym,

1 FTSE Russel. *Poland: The journey to developed market status*. 9 May 2018, <https://www.ftserussell.com/research/poland-journey-developed-market-status>, data dostępu: 1.10.2021.

2 Szerzej: Vaga, T. *The coherent market hypothesis*. „Financial Analysts Journal” 1990, nr 46(6), s. 36–49.

3 Szerzej: Lo, A. W. *The adaptive markets hypothesis*. „The Journal of Portfolio Management” 2004, nr 30(5), s. 15–29.

według wiedzy autorki, popartej analizą literaturową, zagadnienie wewnątrzsektorowych efektów wywołanych złożeniem wniosku o upadłość nie było jeszcze szeroko badane.

W literaturze wskazuje się, że dane zdarzenie może oddziaływać w tym samym kierunku na stopy zwrotu spółek go doświadczających, ogłaszających informację i spółek nieogłaszających, lub w przeciwnym. Do tej pory w większości analizowane były przypadki transferu informacji związanego z upadłością nastawioną na reorganizację, nie zaś likwidację przedsiębiorstw. Wówczas 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.

Biorąc powyższe pod uwagę, sformułowano następujące **cele cząstkowe**:

1. Przedstawienie znaczenia zjawiska upadłości w kontekście prawno-ekonomicznych uwarunkowań w Polsce.
2. Wskazanie znaczenia cech sektorowych dla funkcjonowania przedsiębiorstw pod kątem analizowanego zjawiska upadłości.
3. Identyfikacja determinant, które warunkują, jak informacja o upadłości może wpływać na inne podmioty na rynku.
4. Określenie, jak informacja o upadłości oddziałuje na spółkę ogłaszającą (składającą wniosek o ogłoszenie upadłości) w warunkach polskiego rynku giełdowego.
5. Ocena oddziaływania informacji o upadłości na spółki nieogłaszające (konkurentów sektorowych spółki ogłaszającej).

Analiza literatury pozwoliła na sformułowanie hipotez badawczych. Postawiono dwie **hipotezy główne** (H1, H2), a dla drugiej z nich postawiono dodatkowo dwie **hipotezy cząstkowe** (H2.1 i H2.2):

H1: Upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość przez spółkę giełdową powoduje powstawanie zwykłych⁴ stóp zwrotu w przypadku spółek ogłaszających.

4 Tłumaczenie angielskiego określenia *abnormal returns* na język polski jako zwykłe stopy zwrotu zostało przyjęte w pracy za: Gurgul, H. *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, wydanie 2 uaktualnione i rozszerzone. Oficyna Wolters Kluwer Business, Warszawa 2012.

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.

Przygotowana monografia składa się z czterech rozdziałów. Pierwszy 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 zjawiska 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 zakreślenie 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 Głównym Rynku 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 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.

Rozdział czwarty ma charakter metodyczno-empiryczny. Została w nim przedstawiona metodyka wykorzystywana w badaniach nad reakcjami inwestorów na różnorodne zdarzenia, którą później zaimplementowano w badaniu wykonanym na potrzeby niniejszej monografii. Zostały również przedstawione wyniki wykonanych analiz. Okres badawczy objął lata 2016–2020, *ergo*: okres od wejścia w życie ustawy Prawo restrukturyzacyjne. Jak już zostało wcześniej zaznaczone, zidentyfikowano 18 zdarzeń dotyczących 17 spółek działających na Głównym Rynku Giełdy Papierów Wartościowych, a także wyłoniono 98 konkurentów sektorowych. Dokonano analizy zdarzeń w różnych ujęciach przekrojowych.

Rozpoznanie implikacji związanych z upadłością przedsiębiorstw ma nie tylko wymiar teoretyczny, ale i praktyczny. Studia empiryczne, ukierunkowane na poszerzenie wiedzy o znaczeniu i oddziaływaniu informacji o upadłości, skierowane są zarówno do uczestników rynku kapitałowego, jak i organów zajmujących się tym rynkiem. Zrozumienie interakcji wewnątrzbranżowych może okazać się istotne zarówno z punktu widzenia zarządzania portfelem inwestycyjnym, jak i oceny ryzyka systematycznego. Wyniki studiów teoretycznych i empirycznych prezentowane w pracy skierowane są zarówno do inwestorów, którzy lokują swoje zaangażowanie w branżach, w których doszło do złożenia wniosku o upadłość, jak i do osób zarządzających przedsiębiorstwami działającymi w takich branżach. Wnioski płynące z badania mogą być też przydatne dla organów nadzoru nad systemem finansowym czy dla organów władzy ustawodawczej. Zrozumienie mechanizmów związanych z oddziaływaniem informacji o upadłości może być istotne w świadomym kształtowaniu regulacji i rekomendacji prawnych dotyczących opisywanego zjawiska oraz do identyfikowania potencjalnych zagrożeń.

Rozdział 1

Upadłość podmiotu gospodarczego

1.1. Zaprzestanie działalności przez przedsiębiorstwo – problemy definicyjne

Zaprzestanie działalności przez przedsiębiorstwo nastrocza wielu problemów definicyjnych. Mnogość terminów i spowodowany tym chaos terminologiczny wynikają ze złożoności opisywanego zjawiska, które ma podłoże ekonomiczne, prawne, a nawet psychologiczne¹.

W mikroekonomii tradycyjnie używa się pojęcia wyjście do określenia ekonomicznego aktu wyjścia przedsiębiorstwa z rynku. Pojęciami z zakresu demografii przedsiębiorstw² są natomiast terminy „śmierć” lub „zgon” zaczerpnięte z obszaru badania społeczności, np. socjologii, demografii czy antropologii społecznej, które odnoszą się raczej do formalnego wypisania przedsiębiorstwa z jakiegoś rejestru (np. krajowego rejestru sądowego). W praktyce, na potrzeby badania populacji przedsiębiorstw, rozróżnienie tych pojęć okazuje się bardzo trudne. „Śmierć” czy „zgon” w przypadku podmiotów gospodarczych, inaczej niż w przypadku człowieka, nie zawsze musi oznaczać fizyczne unicestwienie. Przedsiębiorstwa mogą ulegać podziałom, zmianom właścicieli, rodzaju działalności, formy prawnej, nazwy czy lokalizacji, podlegają fuzjom, przejęciom i łączeniom. W takich przypadkach

- 1 Rosiek, J., Zyguła, A. *Upadłości przedsiębiorstw w Polsce – tendencje i perspektywy*. „Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie” 2009, nr 2(13), s. 211–223.
- 2 Analizą zmian liczby i struktury podmiotów w gospodarce narodowej zajmuje się tzw. demografia przedsiębiorstw (ang. *business demography*). Metody analizy demograficznej, pierwotnie stosowane do analizy i opisu społeczności ludzkiej, odnoszone są poprzez analogię do populacji przedsiębiorstw. Stosowanie nazwy „demografia” w odniesieniu do przedsiębiorstw powoduje wiele kontrowersji – szerzej: Antonowicz, P. *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw. Teoria – praktyka gospodarcza – studia regionalne*. Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2015, s. 111–115.

przedsiębiorstwa mogą rozpocząć nowe „życie” w formalnych rejestrach³. W związku z powyższym pojęcia „zgonu” czy „śmierci” są rozmaicie rozumiane – zastępują terminy odnoszące się do sytuacji prawnych (np. wyrejestrowanie, niewypłacalność, bankructwo⁴), do stwierdzenia stanu faktycznego (np. zaprzestanie działalności, likwidacja, zamknięcie) oraz do zjawisk trudnych do jednoznacznego zdefiniowania (np. niepowodzenie)⁵. „Zgon” przedsiębiorstwa nie zawsze musi mieć negatywne konotacje, jako że nie zawsze wynika on z błędów i nieprawidłowości⁶.

Szerokim pod względem zakresu pojęciem jest „zaprzestanie działalności gospodarczej”, które odnosi się zarówno do rzeczywistego zaprzestania działalności, jak i do zmiany właściciela albo formy prawnej⁷. Może być ono wymuszone lub niewymuszone (w zależności od tego, czy następuje z woli przedsiębiorcy, czy nie)⁸. W kontekście niniejszej monografii interesujące było przede wszystkim zagadnienie wymuszonego zaprzestania działalności.

Waldemar Rogowski⁹ wskazuje, że pojęcia, które dotyczą wymuszonego zaprzestania działalności gospodarczej, takie jak niewypłacalność, kryzys, bankructwo i upadłość, są używane w wielu dziedzinach nauki i w związku z tym są różnie interpretowane. Nie są to określenia, które można w sposób prosty, jednoznaczny i powszechnie akceptowalny zdefiniować.

Wymuszone zaprzestanie działalności przez przedsiębiorstwo związane jest z jego niewypłacalnością. Z punktu widzenia tradycyjnych celów przedsiębiorstwa – ma ono za zadanie przynosić zyski (maksymalizować bogactwo właścicieli, pomnażać kapitał) i istnieć (przynosić korzyści właścicielom w możliwie jak najdłuższym okresie). O prosperowaniu podmiotu gospodarczego decydować będzie przede wszystkim jego wypłacalność, rozumiana jako zdolność do regulowania ogółu zobowiązań¹⁰. Niewypłacalność jest także ściśle powiązana z brakiem płynności finansowej¹¹, choć wielu autorów wskazuje, że nie powinna być z nim mylona.

3 Dominiak, P. *Sektor MSP we współczesnej gospodarce*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 188–189.

4 Bankructwo (ang. *bankruptcy*) jest tu rozumiane jako wąskie pojęcie, definiowane według obowiązujących przepisów prawa – por. Dominiak, P. *Sektor MSP we współczesnej gospodarce...*, s. 188–189.

5 Dominiak, P. *Zgony przedsiębiorstw a cechy demograficzne populacji firm*. W: Mączyńska, E. (red.). *Bankructwa przedsiębiorstw. Wybrane aspekty instytucjonalne*. Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 122.

6 Dominiak, P. *Sektor MSP we współczesnej gospodarce...*, s. 193.

7 *Ibidem*, s. 194.

8 Rogowski, W. *Rozważania nad pojęciem upadłości przedsiębiorstwa, czyli upadłość niejedno ma imię*. „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej” 2015, z. 142, s. 87–116.

9 *Ibidem*.

10 Stępień, K. *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw*. Difin, Warszawa 2008, s. 8–9.

11 Rosiek, J., Zyguta, A. *Upadłości przedsiębiorstw w Polsce...*, s. 211–223.

Zdaniem Marii Sierpińskiej i Tomasza Jachny¹² płynność finansowa utożsamiana jest najczęściej ze zdolnością do regulowania zobowiązań bieżących, zaś wypłacalność odnosi się do możliwości pokrycia całości zobowiązań posiadanym majątkiem. Autorzy zauważają, że wypłacalność bywa nazywana płynnością długoterminową. Podobnie Wiesław Dębski¹³ traktuje wypłacalność jako zdolność do regulowania długu w długim okresie, a Sławomir Nahotko¹⁴ rozumie płynność finansową jako zdolność do terminowego regulowania zobowiązań krótkoterminowych, zaś niewypłacalność jako trwałą utratę zdolności płatniczej.

Z kolei według Błażeja Prusaka¹⁵ niewypłacalność może być rozumiana w szerokim bądź wąskim ujęciu. W wąskim znaczeniu brak płynności oznacza, że podmiot nie jest w stanie spłacać wymagalnych zobowiązań terminowo, zaś niewypłacalność, że wartość rynkowa nie jest wystarczająca do pokrycia całego długu. Prusak wskazuje, że możliwa jest sytuacja, gdy przedsiębiorstwo wykazuje brak płynności, ale jest wypłacalne, bądź też ma zachowaną płynność, lecz brak mu wypłacalności. W tym rozumieniu brak płynności może wynikać z nieodpowiedniego skojarzenia wpływów i wydatków środków pieniężnych, nawet gdy działalność gospodarcza jest dochodowa, podczas gdy niewypłacalność wynika z nieodpowiedniej struktury kapitałowo-majątkowej. W szerokim ujęciu obie te sytuacje objęte są przez zakres znaczeniowy terminu niewypłacalność. Ewa Śnieżek¹⁶ wskazuje, że wypłacalność nie zależy wyłącznie od aktywów i pasywów przedsiębiorstwa, a określa zdolność do generowania gotówki w stosunku do zapotrzebowania na nią. Ma więc ona szersze znaczenie niż pojęcie płynności finansowej.

Jak wskazuje Wiesław Otwinowski¹⁷, termin kryzys z kolei można odnieść do kulminacyjnej fazy narastających zagrożeń – w przypadku gdy nie zostaje on rozwiązany, powoduje przerwanie dotychczas trwającego cyklu rozwojowego. Kryzys oddziela więc dwie jakościowo odmienne fazy jakiegoś procesu, stanowi punkt przełomowy. Jak można wnioskować na podstawie przytoczonego opisu, kryzys nie jest więc nierozzerwalnie związany z zaprzestaniem działalności i upadłością. Jeżeli zostanie on rozwiązany, może stanowić przyczynek do zmiany jakościowej

12 Sierpińska, M., Jachna, T. *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 141.

13 Dębski, W. *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 81.

14 Nahotko, S. *Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach zagrożenia upadłością – podejście finansowe*. AJG Spółka z o.o. – Zakład Pracy Chronionej, Oficyna Wydawnicza, Bydgoszcz 2003, s. 34.

15 Prusak, B. *Ekonomiczna analiza upadłości przedsiębiorstw – ujęcie międzynarodowe*. CeDeWu, Warszawa 2011, s. 23–24.

16 Śnieżek, E. *Sprawozdawczość przepływów pieniężnych*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 114.

17 Otwinowski, W. *Kryzys i sytuacja kryzysowa*. „Przegląd Naukowo-Metodyczny. Edukacja dla Bezpieczeństwa” 2010, nr 2, s. 83–89.

i dalszego rozwoju przedsiębiorstwa. Beata Barczak i Katarzyna Bartusik¹⁸ zauważają, że w przypadku organizacji kryzys wiąże się najczęściej z wystąpieniem sytuacji, która uniemożliwia normalne funkcjonowanie firmy i powoduje zagrożenie kontynuacji działalności. W literaturze przedmiotu wyróżnia się także pojęcie sytuacji kryzysowej. Ryszard Wróblewski¹⁹ rozpatruje sytuację kryzysową jako naturalną część cyklu życia przedsiębiorstwa – w tym okresie następuje proces destabilizacji funkcji organizacji, co, jeżeli nie zostaną podjęte nadzwyczajne działania naprawcze, nieuchronnie prowadzi do upadku. Otwinowski²⁰ stwierdza, że kryzys jest jednym z etapów sytuacji kryzysowej (jej kulminacyjną fazą).

Termin upadłość można odnieść do sfery prawnej lub ekonomicznej. Upadłość *sensu stricto* będzie odnosiła się do stanu wynikającego z postanowienia sądu gospodarczego²¹. Upadłość rozumiana może być także jako instytucja (i to jedna z najważniejszych instytucji gospodarki rynkowej). Andrzej Tokarski i Marek Matuszak²² wskazują, że składają się na nią regulacje prawne odnoszące się do obowiązujących procedur upadłościowych, cały aparat służący do osiągania celów postępowań upadłościowych (np. sędziowie, syndycy, nadzorcy sądowi), a także przekonania dotyczące upadłości funkcjonujące w społeczeństwie oraz istniejące sankcje za łamanie obowiązujących przepisów i związany z tym system penitencjarny. Wioletta Niebieszczańska²³ definiuje upadłość w ujęciu prawnym jako instytucję, której celem jest zaspokojenie roszczeń wierzycieli w możliwie najwyższym stopniu i, o ile jest to możliwe, zachowanie przedsiębiorstwa dłużnika.

W przypadku gdy upadłość odnosi się do sfery ekonomicznej, najczęściej mówi się o bankructwie i niewypłacalności²⁴. W przeciwieństwie do upadłości termin bankructwo nie jest usankcjonowany prawnie. W tabeli poniżej przedstawiono różne podejścia do definiowania i stwierdzania stanu bankructwa i upadłości stosowane w literaturze (tabela 1).

18 Barczak, B., Bartusik, K. *Kryzys w przedsiębiorstwie w kontekście aktualnych uwarunkowań gospodarczych*. W: Stabryła, A. (red.). *Zarządzanie w kryzysie*. Mfiles.pl, Kraków 2010, s. 13–24.

19 Wróblewski, R. *Wybrane problemy zarządzania przedsiębiorstwem w sytuacjach kryzysowych*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego w Siedlcach. Administracja i Zarządzanie” 2010, nr 14(87), s. 49–66.

20 Otwinowski, W. *Kryzys i sytuacja kryzysowa...*, s. 83–89.

21 Boguszewski, P. (red.). *Instrument szybkiego reagowania na zagrożenia upadłością w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych. Koncepcja i implementacja*. Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2014, s. 24, <https://www.parp.gov.pl/storage/publications/pdf/21920.pdf>, data dostępu: 04.01.2016.

22 Tokarski, A., Matuszak, M. *Upadłość jako instytucja gospodarki rynkowej*. „Przedsiębiorczość – Edukacja” 2016, nr 12, s. 199–216.

23 Niebieszczańska, W. *Rola restrukturyzacji naprawczej w postępowaniu upadłościowym przedsiębiorstwa*. „Studia Ekonomiczne” 2014, nr 198, s. 155–169.

24 Rogowski, W. *Rozważania nad pojęciem upadłość...*, s. 87–116.

Tabela 1. Różne podejścia do pojęcia upadłości i bankructwa prezentowane w literaturze przedmiotu

Bankructwo		Upadłość	
– termin niemający umocowania w ustawodawstwie		– upadłość <i>sensu stricto</i> – termin z obszaru prawa, stwierdzenie upadłości przez sąd gospodarczy	
– niemożność kontynuacji działalności bez uzyskania pomocy finansowej z zewnątrz	Boratyńska (2009)	– instytucja	Niebieszczańska (2014) Tokarski, Matuszak (2016)
– określenie odnoszone do podmiotów, które ogłosiły upadłość i zaprzestały działalności (wąskie ujęcie) – określenie odnoszone także do podmiotów, które rynek uznaje za zagrożenie dla pozostałych uczestników obrotu gospodarczego (szerokie ujęcie)	Pociecha (2007)	– upadłość ekonomiczna (związana z kondycją finansową podmiotu) – upadłość sądowa (związana z rozwiązaniami prawnymi odnoszącymi się do powstania stanu niewypłacalności (również sprzed orzeczenia sądowego)	Prusak (2011)
– proces rozpoczynający się od utraty płynności finansowej i trwający do momentu powstania niewypłacalności – poprzedza fazę sądowego dochodzenia wierzytelności (w tym poprzedza złożenie wniosku upadłościowego) – ugodowe, pozasądowe formy porozumienia stron	Antonowicz (2015)	– termin ekonomiczno-prawny obejmuje podmioty gospodarcze, które mają zdolność upadłościową	Grzegorzewska (2008)

Tabela 1. (cd.)

Bankructwo		Upadłość	
– powstaje w momencie złożenia wniosku o upadłość do sądu	Klima (2013)	– stan finansowy podmiotu, polegający na tym, że przedsiębiorstwo przestało spłacać długi, a jego majątek nie jest wystarczający na pokrycie całości tych długów (aspekt statyczny) – pogarszanie się wyników finansowych podmiotu (aspekt dynamiczny)	Nahotko (2003)
– termin odnoszony tylko do sfery ekonomicznej – obejmuje podmioty, które nie mają zdolności upadłościowej	Grzegorzewska (2008)		
– nie obejmuje upadłości niezawinionej	Mączyńska (2007)		

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Antonowicz, P. *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw. Teoria – praktyka gospodarcza – studia regionalne*. Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2015, s. 111–115; Boratyńska, K. *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Ekonomiczne Problemy Usług” 2009, nr 39: *Finanse 2009 – teoria i praktyka. Finanse przedsiębiorstw*, s. 450–457; Grzegorzewska, E. *Zjawisko upadłości przedsiębiorstw w Polsce na tle innych krajów europejskich*. „Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” 2008, nr 68, s. 51–63; Klima, A. *Wykorzystanie narzędzi analitycznych w szacowaniu ewentualnej niewypłacalności przedsiębiorstw*.

W: Wawak, S. *Metody i techniki diagnozowania w doskonaleniu organizacji*. Mfiles.pl, Kraków 2013, s. 31–37; Mączyńska, E. *Zagrożenie i szansa upadłości przedsiębiorstwa*. „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2007, nr 3(4), s. 27–33; Nahotko, S. *Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach zagrożenia upadłością – podejście finansowe*. AJG Spółka z o.o. – Zakład Pracy Chronionej, Oficyna Wydawnicza, Bydgoszcz 2003, s. 34; Niebieszczańska, W. *Rola restrukturyzacji naprawczej w postępowaniu upadłościowym przedsiębiorstwa*. „Studia Ekonomiczne” 2014, nr 198, s. 155–169; Pocięcha, J. *Problemy prognozowania bankructwa firmy metodą analizy dyskryminacyjnej*. „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 2007, nr 205, s. 63–79; Prusak, B. *Ekonomiczna analiza upadłości przedsiębiorstw – ujęcie międzynarodowe*. CeDeWu, Warszawa 2011, s. 23–24; Tokarski, A., Matuszak, M. *Upadłość jako instytucja gospodarki rynkowej*. „Przedsiębiorczość – Edukacja” 2016, nr 12, s. 199–216.

Analizując pojęcia bankructwa i upadłości, Katarzyna Boratyńska²⁵ podkreśla, że choć niekiedy stosuje się je zamiennie, to jednak nie są to tożsame terminy. Autorka ta przyjmuje, że bankructwo odnosi się do niemożności kontynuacji działalności bez uzyskania pomocy finansowej z zewnątrz. Upadłość w sensie prawnym jest stwierdzana przez sąd i wiąże się z niewypłacalnością (w literaturze wskazuje się także, że niewypłacalność można określić jako cechę upadłości²⁶). W polskim prawodawstwie

25 Boratyńska, K. *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Ekonomiczne Problemy Usług” 2009, nr 39: *Finanse 2009 – teoria i praktyka. Finanse przedsiębiorstw*, s. 450–457.

26 Rosiek, J., Zyguta, A. *Upadłości przedsiębiorstw w Polsce...*, s. 211–223.

pojęcie bankructwa nie jest natomiast zdefiniowane. Boratyńska²⁷ zauważa także, że możliwe jest wystąpienie sytuacji, gdy nie zostaje orzeczone upadłość przez sąd, jednak przedsiębiorstwo jest bankrutem w sensie ekonomicznym. Innymi słowy, nie każde bankructwo będzie oznaczać upadłość z punktu widzenia prawa.

Bankructwo ekonomiczne rozumiane jest przez Pawła Antonowicza²⁸ jako proces, który rozpoczyna się od pierwszych przesłanek utraty płynności i trwa do momentu, w którym przedsiębiorstwo staje się niewypłacalne. Jest to efekt nagromadzenia się negatywnych skutków kryzysu właściwego w przedsiębiorstwie. Z kolei Józef Pocięcha²⁹ wskazuje, że ze względu na brak międzynarodowej definicji bankructwa można je rozumieć wąsko, i odnosić tylko do podmiotów, które ogłosiły upadłość i zaprzestały działalności, bądź też szeroko – odnosząc to pojęcie także do podmiotów, które rynek uznaje za zagrożenie dla pozostałych uczestników obrotu gospodarczego. Nieco odmienne podejście przyjmuje z kolei Agata Klima³⁰, uznając, że bankructwo powstaje w momencie złożenia wniosku o upadłość do sądu, podczas gdy moment upadłości zachodzi w chwili ogłoszenia przez sąd prawomocnego wyroku. Oba te momenty mogą być od siebie znacznie oddalone w czasie.

Z kolei Prusak³¹ odchodzi od rezerwowania terminu upadłość tylko do oficjalnego stwierdzenia upadłości przez sąd. Proponuje używanie terminów upadłość ekonomiczna i upadłość sądowa do rozróżnienia ujęcia dotyczącego ekonomii i finansów (związanego z kondycją finansową przedsiębiorstwa) od ujęcia odnoszącego się do rozwiązań prawnych, które mogą być zastosowane w związku z wystąpieniem stanu niewypłacalności (autor ma tu na myśli np. wszczęcie procedury w sprawie ogłoszenia przez sąd upadłości przedsiębiorstwa, a więc również zagadnienia sprzed momentu oficjalnego orzeczenia upadłości). Rogowski³² wskazuje, że pojęciami używanymi w kontekście upadłości ekonomicznej są: utrata zdolności płatniczej, niewypłacalność, bankructwo oraz skutek kryzysu organizacyjnego i finansowego.

Emilia Grzegorzewska³³ zwraca uwagę, że upadłość jest terminem prawno-ekonomicznym, a pojęcie bankructwa odnosi tylko do sfery ekonomicznej. Takie podejście jest uzasadnione, jako że pojęcie upadłości w polskim prawodawstwie jest uregulowane, brak natomiast definicji bankructwa. Grzegorzewska wskazuje, że o ile upadłość obejmuje podmioty gospodarcze, które mają zdolność upadłościową

27 Boratyńska, K. *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw...*, s. 450–457.

28 Antonowicz, P. *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw...*, s. 96.

29 Pocięcha, J. *Problemy prognozowania bankructwa firmy metodą analizy dyskryminacyjnej*. „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 2007, nr 205, s. 63–79.

30 Klima, A. *Wykorzystanie narzędzi analitycznych w szacowaniu ewentualnej niewypłacalności przedsiębiorstw*. W: Wawak, S. *Metody i techniki diagnozowania w doskonaleniu organizacji*. Mfiles.pl, Kraków 2013, s. 31–37.

31 Prusak, B. *Ekonomiczna analiza upadłości przedsiębiorstw...*, s. 19, 21.

32 Rogowski, W. *Rozważania nad pojęciem upadłości...*, s. 87–116.

33 Grzegorzewska, E. *Zjawisko upadłości przedsiębiorstw w Polsce na tle innych krajów europejskich*. „Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” 2008, nr 68, s. 51–63.

– ich majątek wystarcza przynajmniej na pokrycie kosztów postępowania upadłościowego i ewentualnie częściowo na pokrycie zobowiązań, o tyle bankructwo dotyczy podmiotów, które w zasadzie nie posiadają majątku do zbycia. Upadłość, w przeciwieństwie do bankructwa, daje możliwość zawarcia ugody dłużnika z wierzycielami.

Według Elżbiety Mączyńskiej³⁴ utożsamianie upadłości z bankructwem może być uzasadnione tylko w przypadku, gdy wystąpiła upadłość zawiniona (podlegająca karze współmiernej do winy). Upadłość niezawiniona nie powinna być traktowana jako bankructwo w ekonomicznym sensie, gdyż nie wynika z błędów w obszarze zarządzania przedsiębiorstwem, a z przyczyn leżących poza nim (np. oszustwa dokonanego przez kontrahenta). Antonowicz³⁵ natomiast zauważa, że w dobie coraz doskonalszych systemów finansowo-księgowych i narzędzi controllingowych, rozwoju baz elektronicznych i centralnych systemów informacji gospodarczych coraz trudniej jest jednak wskazać na „upadłość niezawinioną”. Najczęściej da się wskazać szeroko rozumiane błędy zarządcze, które doprowadziły do upadłości.

Nahotko³⁶ na potrzeby zarządzania finansami zwraca uwagę na aspekt statyczny i dynamiczny upadłości (i ma tu na myśli upadłość w sensie ekonomicznym). W aspekcie statycznym upadłość jest rozumiana jako stan finansowy podmiotu, polegający na tym, że przedsiębiorstwo przestało spłacać długi, a jego majątek nie jest wystarczający na pokrycie całości tych długów. Aspekt dynamiczny odnosi się do pogarszania się wyników finansowych podmiotu (rentowności, płynności finansowej i szybkości obrotu środków).

Antonowicz³⁷ dokonał charakterystyki obszarów znaczeniowych pojęć bankructwo i upadłość i wskazał na obszary wspólne ich znaczeń oraz obszary, w których terminy te nie pokrywają się (tabela 2).

Tabela 2. Charakterystyka obszarów znaczeniowych pojęć bankructwo i upadłość

Termin	Bankructwo	Bankructwo ≠ upadłość	Bankructwo = upadłość	Upadłość ≠ bankructwo
Kontekst	ekonomiczne bankructwo poprzedzające fazę sądowego dochodzenia wierzytelności	bankructwo, którego nie można nazwać upadłością	ekonomiczne bankructwo, które na mocy orzeczenia sądu gospodarczego stało się również upadłością	sądowa upadłość, która nie jest wynikiem standardowego ciągu rozwoju sytuacji kryzysowej przedsiębiorstwa

34 Mączyńska, E. *Zagrożenie i szansa upadłości przedsiębiorstwa*. „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2007, nr 3(4), s. 27–33; Mączyńska, E. *Upadłości przedsiębiorstw – dysfunkcje, ich przyczyny*. „Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie” 2009, nr 2, s. 195–09.

35 Antonowicz, P. *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw...*, s. 100.

36 Nahotko, S. *Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach zagrożenia...*, s. 43.

37 Antonowicz, P. *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw...*, s. 103.

Termin	Bankructwo	Bankructwo ≠ upadłość	Bankructwo = upadłość	Upadłość ≠ bankructwo
Obszar analizy	ekonomia	ekonomia i prawo	prawo i ekonomia	prawo i ekonomia
Cechy	– utrata płynności finansowej eskalująca w kierunku trwałej niezdolności obsługi zadłużenia – etap poprzedzający składanie wniosku upadłościowego – ugodowe, pozasądowe formy porozumienia stron	– brak zdolności upadłościowej bankruta na podstawie przepisów prawa upadłościowego i naprawczego – pomimo ekonomicznego bankructwa dłużnika wierzyciele nie mają wsparcia w instytucji upadłości	– orzeczenie sądu gospodarczego o upadłości bankruta, który stał się dłużnikiem niewypłacalnym – zatory płatnicze implikujące definicję bankruta doprowadziły ostatecznie do jego sądowej upadłości	– sądowe orzeczenie o upadłości podmiotu, który jednak nie zbankrutował – upadłość niezawiniona, będąca konsekwencją np. oszustwa lub przestępstwa gospodarczego, spirali upadłościowej

Źródło: Antonowicz, P. *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw. Teoria – praktyka gospodarcza – studia regionalne*. Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2015, s. 103.

Jak udowodniono wcześniej, istnieją rozbieżności w zakresie stosowania w polskiej literaturze naukowej słów bankructwo i upadłość. Dodatkowych problemów terminologicznych może przysparzać zróżnicowane nazewnictwo stosowane w literaturze naukowej i prawodawstwie poszczególnych krajów.

Etymologię polskiego słowa bankructwo, używanego w języku potocznym, i angielskiego *bankruptcy* można znaleźć w wyrażeniu wł. *banca rotta*³⁸ oraz franc. *banqueroute*³⁹. Określenie *banca rotta*, w dosłownym tłumaczeniu oznaczające złamaną ławę, w średniowieczu odnosiło się do niszczenia stoisk handlarzy nie regulujących swoich zobowiązań⁴⁰. *Banqueroute* natomiast określa dłużnika stale ukrywającego się przed wierzycielami i unikającego postępowania sądowego, a także osobę wydającą lekkomyślnie pozyskane nieuczciwie pieniądze, uciekającą przed wymiarem sprawiedliwości oraz przed wierzycielami⁴¹. Jak można zauważyć,

38 Hrycaj, A. *Jurysdykcja krajowa w sprawach o ogłoszenie upadłości: objętych zakresem zastosowania rozporządzenia Rady (WE) nr 1346/2000 w sprawie postępowania upadłościowego*. Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 34–35.

39 Tokarski, A. *Charakterystyka podstawowych rodzajów upadłości firm w edukacji przedsiębiorczości*. „Przedsiębiorczość – Edukacja” 2012, nr 8, s. 169–182.

40 Rogowski, W. *Rozważania nad pojęciem upadłość...*, s. 87–116.

41 Tokarski, A. *Charakterystyka podstawowych rodzajów upadłości...*, s. 169–182.

historycznie wyrażenie bankructwo odnosiło się do formy oszustwa popełnionej przez dłużnika⁴².

Encyklopedia Britannica podaje, że angielskie słowo *bankruptcy*⁴³ odnosi się do dłużnika, który został uznany przez sąd za niezdolnego do spłaty długów (niekiedy słowo to używane jest w znaczeniu niewypłacalności – por. *insolvency*⁴⁴ – jednak ich znaczenie prawne jest odmienne). W systemie anglosaskim zgodnie z ustawą *Insolvency Act 1986*⁴⁵ do upadłości przedsiębiorstwa odnosi się wyrażenie *winding-up* (likwidacja), a *bankruptcy* odnoszone będzie do osób fizycznych. W Stanach Zjednoczonych Ameryki obowiązuje *United States Bankruptcy Code* (Kodeks upadłościowy Stanów Zjednoczonych)⁴⁶, który odnosi się do osób fizycznych i do przedsiębiorstw. Amerykańscy naukowcy Edward Altman oraz Edith Hotchkiss⁴⁷ z kolei wskazują, że termin *bankruptcy* może odnosić się do ujemnej wartości netto przedsiębiorstwa lub do formalnego ogłoszenia bankructwa w sądzie, złożonego wraz z wnioskiem o likwidację bądź restrukturyzację. Prusak⁴⁸ zauważa, że termin ten dotyczy często sądowego postępowania upadłościowego, zaś do określenia kondycji finansowej przedsiębiorstwa często stosowane jest pojęcie *distress*, dla którego wydaje się, że brak jest adekwatnego odpowiednika w języku polskim. Przykładowo według słownika PONS⁴⁹ odnosi się ono do niebezpieczeństwa, konfiskaty lub sądowego zajęcia.

W Unii Europejskiej na określenie postępowań upadłościowych stosowane są różne nazwy w poszczególnych systemach prawnych. Jak wskazuje Anna Hrycaj⁵⁰, w niektórych krajach, podobnie jak w Polsce, funkcjonuje termin upadłość (np. wł. *fallimento*, hol. *het faillissement*). W amerykańskim systemie prawnym, jak już wspomniano, stosowany jest termin *bankruptcy*, mający etymologicznie te same korzenie co polskie słowo bankructwo (które z kolei, jak już zostało wcześniej opisane, nie ma w Polsce umocowania prawnego). Są też kraje, w których używane

42 Pomykala, J. S. *Bankruptcy's origins in debtor-perpetrated crime*. 1999, s. 1–12, <https://ssrn.com/abstract=222377>, data dostępu: 13.04.2017.

43 [Hasto] *bankruptcy*. W: Encyklopedia Britannica, <https://www.britannica.com/topic/bankruptcy>, data dostępu: 14.04.2017.

44 [Hasto] *insolvency*. W: Encyklopedia Britannica, <https://www.britannica.com/money/insolvency>, data dostępu: 23.01.2025.

45 Ustawa o niewypłacalności 1986 [*Insolvency Act 1986*], Wielka Brytania, <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/45/contents>, data dostępu: 12.07.2021.

46 *United States Bankruptcy Code*, 2020, <https://www.usbankruptcycode.org/>, data dostępu: 12.07.2021.

47 Altman, E., Hotchkiss, E. *Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt*, wydanie 3. John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2006, s. 11.

48 Prusak, B. *Ekonomiczna analiza upadłości przedsiębiorstw...*, s. 21.

49 [Hasto] *distress*. W: Słownik PONS, <https://pl.pons.com/t%C5%82umaczenie/angielski-polski/distress>, data dostępu: 10.07.2021.

50 Hrycaj, A. *Jurysdykcja krajowa w sprawach o ogłoszenie upadłości...*, s. 34–36.

jest określenie konkurs, które pochodzi od łacińskiego wyrażenia *concursum creditorum* (zbieg wierzycieli). Nazwa ta funkcjonuje m.in. w języku szwedzkim (*konkurs*) czy finlandzkim (*konkurssi*). Dodatkowo w ostatnim czasie w prawodawstwie poszczególnych krajów zaczęto używać terminu niewypłacalność (ang. *insolvency*) do określenia upadłości czy postępowania upadłościowego – przykładowo w Austrii i Niemczech słowo *Konkursrecht* zostało w prawodawstwie zastąpione słowem *Insolvenzrecht*. Tendencja ta widoczna jest również w prawie międzynarodowym – przykładem może być Regulation (EU) 2015/848 of the European Parliament and of the Council of 20 May 2015 on insolvency proceedings (recast) – rozporządzenie Rady Unii Europejskiej regulujące kwestie dotyczące międzynarodowego postępowania upadłościowego w prawie europejskim (dla postępowań, które zaistniały po 26 czerwca 2017 r.).

1.2. Prawne aspekty upadłości przedsiębiorstw w Polsce

1.2.1. Główne funkcje i cele systemu upadłościowego

Początkowo prawo upadłościowe miało charakter egzekucji uniwersalnej (prowadzonej na rzecz wszystkich wierzycieli z całego majątku), a dłużnika obejmowały różnego rodzaju sankcje. Celem prawa upadłościowego była więc przede wszystkim likwidacja majątku dłużnika i jego podział między wierzycieli. Stopniowo prawo upadłościowe było jednak łagodzone i zaczęto dopuszczać rozwiązania umożliwiające restrukturyzację zadłużenia. W XX w. w krajach europejskich rozwinęły się procedury układowe, które miały zapobiegać upadłości dłużników, których niewypłacalność była niezawiniona. Obecnie widoczne są tendencje, aby umożliwiać niewypłacalnemu przedsiębiorstwu powrót na rynek po zakończeniu postępowania. Takie rozwiązanie ma lepiej zaspokajać wierzycieli i jednocześnie przynosić korzyści społeczne (choćby przez ochronę miejsc pracy)⁵¹.

Rozwiązania prawne stosowane w poszczególnych systemach prawnych w przypadku niewypłacalności są zróżnicowane. Odmienne mogą być m.in. podstawy wszczęcia i sposobu prowadzenia postępowania czy jego skutki⁵². Choćby system upadłościowy zależy od warunków, w jakich powstał, można uznać, że część jego funkcji i celów jest uniwersalna⁵³. Zdaniem Davida Smitha oraz Pera

51 Zedler, F. *Zarys prawa upadłościowego*. Wolters Kluwer, Warszawa 2016, s. 21–23.

52 *Ibidem*.

53 Prusak, B. *Ekonomiczna analiza upadłości przedsiębiorstw...*, s. 92.

Strömberga⁵⁴ głównym celem prawa upadłościowego jest łagodzenie tarć negocjacyjnych w przypadku wystąpienia trudności finansowych. Funkcje prawa upadłościowego, które mają zapewnić osiągnięcie tego celu, to weryfikacja wartości aktywów i zobowiązań, koordynacja działań wierzycieli, ochrona osób trzecich zaangażowanych w proces upadłościowy (np. pracowników), utrzymanie wartości aktywów w czasie trwania procedury upadłościowej, a także łagodzenie skutków ograniczenia płynności finansowej pośród wierzycieli i potencjalnych nabywców aktywów upadłego przedsiębiorstwa.

Feliks Zedler wymienia cztery główne funkcje prawa upadłościowego, tj.: windykacyjną, oddłużeniową, profilaktyczną i wychowawczą⁵⁵ (uwzględnione w projekcie do ustawy Prawo upadłościowe i naprawcze⁵⁶). Za najistotniejszą z nich uważa się funkcję windykacyjną, która ma prowadzić do maksymalnego zaspokojenia roszczeń wierzycieli (tym samym podkreśla się, że niemożliwym jest zaspokojenie wierzycieli w całości). Funkcja profilaktyczna polega na wyeliminowaniu z obrotu gospodarczego dłużnika, którego zadłużenie może powodować niewypłacalność innych podmiotów (tutaj ważna jest szybkość podjętych działań). Funkcja wychowawcza z kolei ma polegać na kształtowaniu odpowiednich postaw wśród przedsiębiorców. Dodatkowo wymieniana jest także funkcja oddłużeniowa, której wymiar jest ograniczony⁵⁷, a która ma umożliwić dłużnikowi rozpoczęcie nowego etapu rozwoju bez wciąż istniejącego zadłużenia⁵⁸ (dotyczy ona osób fizycznych, wobec których postępowanie powinno być tak prowadzone, aby umożliwić umorzenie zobowiązań niewykonanych w postępowaniu⁵⁹).

Wyrazem wyżej wymienionych tendencji, aby umożliwiać niewypłacalnemu przedsiębiorstwu restrukturyzację zadłużenia, jest wprowadzenie w Polsce prawa restrukturyzacyjnego⁶⁰. Prawo upadłościowe i restrukturyzacyjne tworzy kompleksową regulację prawną, której przedmiotem są wzajemne relacje pomiędzy

54 Smith, D. C., Strömberg, P. *Maximizing the value of distressed assets: Bankruptcy law and the efficient reorganization of firms*. W: Honohan, P., Laeven, L. *Systemic financial crises. Containment and resolution*. Cambridge University Press, New York 2005, s. 232–275.

55 Zedler, F. *Zarys prawa upadłościowego...*, s. 41–44.

56 Obecnie obowiązująca nazwa ustawy to Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (Dz.U. 2003 nr 60, poz. 535). Szerzej na ten temat w podrozdziale 1.2.2.

57 Uzasadnienie do projektu ustawy: Prawo upadłościowe i naprawcze – do druku nr 809, <http://ww2.senat.pl/k5/dok/sejm/033/do809.pdf>, data dostępu: 19.07.2021.

58 Flaga-Gieruszyńska, K. *Prawo upadłościowe i naprawcze*. C.H. Beck, Warszawa 2004, s. 3.

59 Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (Dz.U. 2003 nr 60, poz. 535), art. 2. ust. 2. Szerzej o funkcji oddłużeniowej w tzw. upadłości konsumenckiej: Migaj, J. *Oddłużenie jako podstawowy cel postępowania upadłościowego prowadzonego w stosunku do osób fizycznych nieprowadzących działalności gospodarczej*. Uniwersytet Wrocławski, Wrocław 2017, http://www.repozytorium.uni.wroc.pl/Content/89466/02_15_J_Migaj_Oddluzenie_jako_podstawowy_cel_postepowania_upadlosciowego.pdf, data dostępu: 19.07.2021.

60 Dnia 1 stycznia 2016 r. weszła w życie Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne (Dz.U. 2015, poz. 978).

niewypłacalnym lub zagrożonym niewypłacalnością dłużnikiem a jego wierzycielami⁶¹.

Ustawodawca, tworząc projekt do ustawy Prawo restrukturyzacyjne, jako pierwszy cel podał zapewnienie dłużnikom i ich kontrahentom instrumentów służących do restrukturyzacji przy równoczesnym maksymalizowaniu ochrony praw wierzycieli. Dzięki oddzieleniu prawa upadłościowego od restrukturyzacyjnego ustawodawca chciał uchronić od stygmatyzacji przedsiębiorstwa poddane procedurom restrukturyzacyjnym. Obecnie prawo upadłościowe ma być wykorzystywane w ostateczności – gdy procedury restrukturyzacyjne się nie powiedą. Inne cele dotyczą zwiększenia praw aktywnych wierzycieli, efektywności i szybkości postępowań czy dania drugiej szansy przedsiębiorcom, których zła sytuacja finansowa wyniknęła z niekorzystnych zmian warunków gospodarczych. Prawo restrukturyzacyjne pełni funkcję sanacyjną (zapewnienie skutecznej restrukturyzacji zadłużonego przedsiębiorstwa), windykacyjną (zaspokojenie wierzycieli w drodze zawartego układu z wierzycielami), profilaktyczną (zapobieganie zatorom płatniczym) i wychowawczą (kształtowanie dobrych praktyk). Jedną z naczelných zasad prawa restrukturyzacyjnego jest ochrona słuszných praw dłużnika oraz dominacja zbiorowego interesu wierzycieli (priorytet wspólnego interesu grupy nad interesem indywidualnego wierzyciela)⁶².

1.2.2. Wybrane regulacje dotyczące upadłości przedsiębiorstw w Polsce

Upadłość *sensu stricto* orzeka sąd gospodarczy po przeprowadzeniu postępowania obejmującego analizę sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Jest ona systemowym skutkiem zaistnienia niewypłacalności⁶³. W Polsce kwestie związane z postępowaniem upadłościowym i jego skutkami regulowane są poprzez ustawę Prawo upadłościowe z dnia 28 lutego 2003 r.⁶⁴ Ustawa ta zastąpiła poprzednie rozwiązania prawne, które obowiązywały przez prawie 70 lat – Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 24 października 1934 r. Prawo upadłościowe oraz Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 24 października 1934 r. Prawo o postępowaniu

61 Hrycaj, A. *Prawo i postępowanie restrukturyzacyjne*. Wolters Kluwer, Warszawa 2019, s. 15.

62 Projekt ustawy: Prawo restrukturyzacyjne. Druk nr 2824, Warszawa 2014, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki7ka.nsf/0/2978B4B7B0ADFEFDC1257D78003BAB71/%24File/2824.pdf>, data dostępu: 23.01.2025.

63 Boguszewski, P. (red.). *Instrument szybkiego reagowania na zagrożenia upadłością w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych. Koncepcja i implementacja*. Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2014, s. 19, 25, <https://www.parp.gov.pl/storage/publications/pdf/21920.pdf>, data dostępu: 4.01.2016.

64 Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (Dz.U. 2003 nr 60, poz. 535).

układowem⁶⁵. Pierwsze z wymienionych rozporządzeń miało przede wszystkim charakter egzekucji uniwersalnej, drugie zaś miało na celu zapobieżenie upadłości w drodze układu i restrukturyzacji zadłużenia. W latach 90. XX w., ze względu na następującą transformację rozwojową, obowiązujące od lat 30. XX w. prawo przestało odpowiadać zmieniającym się warunkom gospodarczym, w związku z czym konieczna była jego zmiana.

Obecnie obowiązująca ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. w momencie wejścia w życie nosiła nazwę Prawo upadłościowe i naprawcze. Początkowo regulowała ona kwestie dotyczące dochodzenia roszczeń w przypadku stwierdzenia niewypłacalności dłużnika, skutki ogłoszenia upadłości i zasady postępowania naprawczego w przypadku podmiotów zagrożonych niewypłacalnością⁶⁶. Zunifikowano wówczas procedurę upadłościową i układową, obie nazywając upadłością, oraz wprowadzono postępowanie naprawcze. Postępowanie to umożliwiało zawarcie układu poza sądem, ale pod jego kontrolą. W praktyce, ze względu na restrykcyjne kryteria wszczęcia takiej procedury, postępowanie naprawcze niemal nie funkcjonowało⁶⁷. Z początku ustawa nie regulowała zagadnienia upadłości konsumenckiej. Określenie to zostało wprowadzone na mocy ustawy z dnia 5 grudnia 2008 r.⁶⁸

Z badań przeprowadzonych pod kierunkiem Mączyńskiej w Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie SGH na przykładzie 495 postępowań upadłościowych wynikało, że w latach 2004–2010 poziom zaspokojenia wierzycieli wynosił 17,5%, koszty postępowań przekraczały 40% masy upadłości, zaś ok. 2/3 spraw zakończyło się zwrotem lub oddaleniem wniosku z uwagi na brak majątku wystarczającego na pokrycie kosztów postępowania⁶⁹. Dodatkowo problemem systemu upadłościowego była przewlekłość postępowań oraz fakt, że majątek upadającego podmiotu sprzedawany był znacznie poniżej wartości rynkowej. Aspekt naprawczy postępowań został zmarginalizowany na rzecz likwidacji⁷⁰.

Dnia 1 stycznia 2016 r. weszła w życie ustawa Prawo restrukturyzacyjne z dnia 15 maja 2015 r., regulująca postępowania restrukturyzacyjne. Spowodowało

65 Prędkiewicz, K. *Uwarunkowania i metody zarządzania wypłacalnością małych i średnich przedsiębiorstw*, rozprawa doktorska. Akademia Ekonomiczna im. Oskara Langego, Wydział Nauk Ekonomicznych, Wrocław 2007, s. 53.

66 Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze (Dz.U. 2003 nr 60, poz. 535), art. 1 ust. 1.

67 Tokarski, A. *Kierunki ewolucji systemu upadłościowego w Polsce*. „Przedsiębiorczość – Edukacja” 2015, nr 11, s. 244–260.

68 Ustawa z dnia 5 grudnia 2008 r. o zmianie ustawy – Prawo upadłościowe i naprawcze oraz ustawy o kosztach sądowych w sprawach cywilnych (Dz.U. 2008 nr 234, poz. 1572).

69 Masiukiewicz, P., Morawska, S. *Koncepcja poprawy efektywności upadłości*. „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2012, nr 23(2), s. 44–55.

70 Mączyńska, E. *Syndrom hieny upadłościowej*. „Gazeta Bankowa” 2010, <http://www.gdansk.pte.pl/pliki/2/10/syndrom%20hieny%20upadlosciowej.pdf>, data dostępu: 14.07.2021.

to istotną nowelizację ustawy Prawo upadłościowe i naprawcze⁷¹ oraz zmianę jej nazwy. Obecnie ustawa nosi nazwę Prawo upadłościowe⁷² i reguluje ona jedynie procesy likwidacyjne⁷³. Ustawodawca, rozdzielając od siebie procedurę restrukturyzacyjną i upadłościową, chciał poprawić warunki ich przeprowadzania. W uzasadnieniu projektu ustawy Prawo restrukturyzacyjne stwierdzono, że możliwość skutecznej restrukturyzacji i szybkiej likwidacji jest istotna dla wzrostu gospodarczego kraju. Ówczesne warunki restrukturyzacji uznano za niesatysfakcjonujące⁷⁴.

Wprowadzenie ustawy Prawo restrukturyzacyjne z dnia 15 maja 2015 r. związane było z prowadzonym przez Ministerstwo Gospodarki programem rozwoju Polityka Nowej Szansy, którego główny cel określono jako „przeciwdziałanie upadłości przedsiębiorstw i ułatwianie ponownego rozpoczęcia działalności gospodarczej”. Cel ten realizowany miał być poprzez prewencję w zakresie powstawania sytuacji kryzysowych (systemy wczesnego ostrzegania), ograniczanie ryzyka zbyt wczesnej likwidacji (sądowe i pozasądowe formy naprawy oraz restrukturyzacji), sprawną likwidację przedsiębiorstw (sądowe formy restrukturyzacji oraz likwidacji) oraz tzw. nowy start, czyli pomoc w ponownym podjęciu działalności gospodarczej. Program z założenia nastawiony był na przedsiębiorstwa z sektora MŚP. Jego działania przewidziane zostały na lata 2014–2020⁷⁵, następnie zaś zostały przedłużone na lata 2021–2026⁷⁶. Logika interwencji, zakładana przez Politykę Nowej Szansy, została przedstawiona na schemacie poniżej (rysunek 1).

71 Antkowiak, J. *Nowe prawo restrukturyzacyjne i upadłościowe – rewolucja w przepisach i szansa na nowy start dla zadłużonych przedsiębiorstw*. „Magazyn Controlling” 2016, nr 44, s. 71–75.

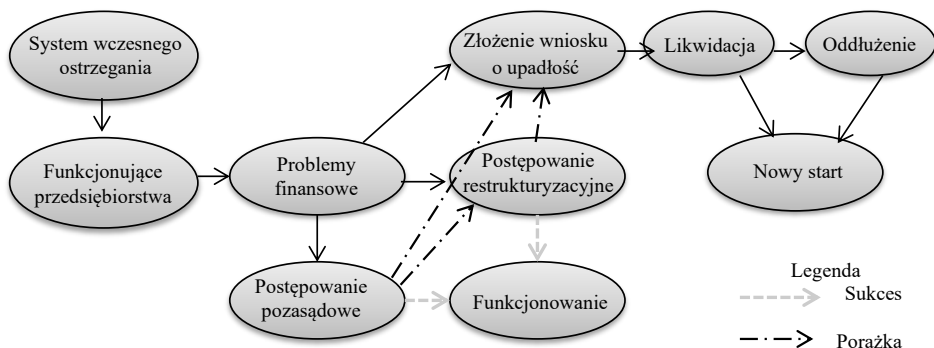
72 Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne (Dz.U. 2015 poz. 978), art. 428 pkt 1.

73 Antkowiak, J. *Nowe prawo restrukturyzacyjne i upadłościowe*..., s. 71–75.

74 Projekt ustawy: Prawo restrukturyzacyjne. Druk nr 2824, Warszawa 2014, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki7ka.nsf/0/2978B4B7B0ADFEFDC1257D78003BAB71/%24File/2824.pdf>, data dostępu: 23.01.2025.

75 Ministerstwo Gospodarki, Departament Innowacji i Przemysłu, Polityka Nowej Szansy, Załącznik do Uchwały Rady Ministrów z dnia 22 lipca 2014 r., Warszawa 2014, s. 29, http://nowaszansa.gov.pl/sites/default/files/pliki/zalaczniki/polityka_nowej_szansy_pol.pdf, data dostępu: 17.10.2017.

76 Komisja Europejska, C(2020)7937, Pomoc państwa SA.58255 (2020/N) – Polska – Przedłużenie polskiego programu pomocy na ratowanie i restrukturyzację MŚP (przedłużenie SA.43594), https://ec.europa.eu/competition/state_aid/cases1/202049/287513_2216340_80_2.pdf, data dostępu: 29.01.2025.



Rysunek 1. Logika interwencji w ramach Polityki Nowej Szansy

Źródło: Ministerstwo Gospodarki, Departament Innowacji i Przemysłu, Polityka Nowej Szansy, Załącznik do Uchwały Rady Ministrów z dnia 22 lipca 2014 r., Warszawa 2014, s. 29, http://nowaszansa.gov.pl/sites/default/files/pliki/zalaczniki/polityka_nowej_szansy_pol.pdf, data dostępu: 17.10.2017.

Zgodnie z intencją ustawodawcy działania w zakresie prewencji i restrukturyzacji miały być preferowane i mieć pierwszeństwo przed działaniami związanymi z likwidacją. W opracowanym przez Ministerstwo Gospodarki dokumencie, przedstawiającym założenia Polityki Nowej Szansy, stwierdzono, że „rolą państwa jest minimalizowanie negatywnych skutków kryzysowej sytuacji w przedsiębiorstwie, a nie przeciwdziałanie upadłości za wszelką cenę”⁷⁷ – w przypadku gdy upadłość jest konieczna, państwo powinno zapewnić warunki do przeprowadzenia procedur likwidacyjnych w sposób przejrzysty, tani i szybki.

Tokarski⁷⁸ wskazuje, że rozdzielenie postępowań upadłościowych od restrukturyzacyjnych zbliżyło polski system upadłościowy do rozwiązań funkcjonujących w Stanach Zjednoczonych, gdzie również występuje czytelny rozdział tych dwóch obszarów. W takim kontekście można by uznać, że procedury restrukturyzacyjne regulowane Prawem restrukturyzacyjnym w Polsce odpowiadają rozdziałowi 11 Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych – *Reorganizacja*, zaś procedury upadłościowe regulowane Prawem upadłościowym są bliższe rozdziałowi 7 Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych – *Likwidacja*.

Zgodnie przepisami prawa warunkiem ogłoszenia upadłości dłużnika jest uznanie jego niewypłacalności⁷⁹. Jedną z najważniejszych zmian wprowadzonych przez

77 Ministerstwo Gospodarki, Departament Innowacji i Przemysłu, Polityka Nowej Szansy, Załącznik do Uchwały Rady Ministrów z dnia 22 lipca 2014, Warszawa 2014, s. 29, http://nowaszansa.gov.pl/sites/default/files/pliki/zalaczniki/polityka_nowej_szansy_pol.pdf, data dostępu: 17.10.2017.

78 Tokarski, A., Tokarski, M. *Przebieg procesu upadłościowego przedsiębiorstw polskich w XXI w. „Przedsiębiorczość – Edukacja”* 2019, nr 15(2), s. 248–263.

79 Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (Dz.U. 2003 nr 60, poz. 535), art. 10.

nowelizację ustawy Prawo upadłościowe w 2016 r. jest zmiana definicji stanu niewypłacalności. Główne zmiany dotyczące identyfikowania stanu niewypłacalności zostały przedstawione w tabeli 3.

Tabela 3. Zmiana przesłanek stwierdzenia niewypłacalności według Ustawy z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe

Ujęcie niewypłacalności	Przed zmianami z 2016 r.	Po zmianach z 2016 r.
Płynnościowe (krótkoterminowe)	Niewykonywanie wymagalnych zobowiązań pieniężnych	Utrata zdolności do wykonywania wymagalnych zobowiązań pieniężnych
Zadłużeniowe (długoterminowe)	Nadwyżka zobowiązań nad wartością majątku, nawet gdy zobowiązania są wykonywane	Nadwyżka zobowiązań pieniężnych nad wartością majątku utrzymująca się przez okres dłuższy niż 24 miesiące

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (Dz.U. 2003 nr 60 poz. 535) (wcześniej: Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze); Konat-Staniek, M., Piątek, E. *Niewypłacalność a płynność finansowa w kontekście nowego prawa restrukturyzacyjnego*. „Studia Ekonomiczne” 2016, nr 299, s. 159–175.

Ustawa przewiduje dwie przesłanki, na podstawie których można orzec niewypłacalność podmiotu. Niewypłacalność została przedstawiona w ujęciu płynnościowym (krótkoterminowym) oraz ujęciu zadłużeniowym (długoterminowym)⁸⁰.

Ujęcie płynnościowe oraz pierwsza z przesłanek stwierdzenia niewypłacalności to utrata zdolności do wykonywania wymagalnych zobowiązań pieniężnych⁸¹. Jest to fundamentalna zasada obowiązująca dla wszystkich dłużników objętych zakresem podmiotowym ustawy Prawo upadłościowe. Bartosz Sierakowski⁸² zauważa, że prezentowane kryterium dotyczy zobowiązań pieniężnych. Nie uwzględnia więc świadczeń niepieniężnych, których dłużnik nie wykonuje terminowo, mimo że jest do tego zobligowany. Dopiero gdy charakter zobowiązania zmieni się na pieniężny (w wyniku działania wierzyciela lub na mocy umowy), zobowiązanie będzie objęte powyższą definicją. Jak wskazują Magdalena Konat-Staniek oraz Edyta Piątek⁸³, według obecnie obowiązującej definicji o zaistnieniu niewypłacalności świadczy utrata zdolności do terminowego wykonywania zobowiązań pieniężnych, a nie, jak wcześniej, fakt ich niewykonywania. Nie zawsze brak zapłaty musi wynikać z braku zdolności płatniczej, czasem jest on spowodowany tym, że dana wierzytelność jest

80 Konat-Staniek, M., Piątek, E. *Niewypłacalność a płynność finansowa w kontekście nowego prawa restrukturyzacyjnego*. „Studia Ekonomiczne” 2016, nr 299, s. 159–175.

81 Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (Dz.U. 2003 nr 60, poz. 535), art. 11 ust. 1.

82 Sierakowski, B. *Ustawa z 15 maja 2015 r. – prawo restrukturyzacyjne (cz. 1)*. „Dziennik Gazeta Prawna. Firma i Prawo” 2015, nr 184(4077), s. c1–c8.

83 Konat-Staniek, M., Piątek, E. *Niewypłacalność a płynność finansowa...*, s. 159–175.

sporna. W pierwotnym tekście ustawy nie było doprecyzowania, w jakim wymiarze brak spłaty zobowiązań miałby świadczyć o niewypłacalności. Sierakowski⁸⁴ wskazuje, że według stanu prawnego sprzed 2016 r. już dwie niezapłacone faktury, bez względu na ich kwotę, mogły być wystarczające do stwierdzenia stanu niewypłacalności.

Również Krzysztof Libiszewski oraz Marta Rybacka⁸⁵ oceniali dotychczasowe brzmienie definicji niewypłacalności jako zbyt rygorystyczne i nieodpowiadające realiom obrotu gospodarczego, gdyż na jej podstawie przedsiębiorcę można było uznać za niewypłacalnego, gdy choćby o jeden dzień naruszył termin zapłaty płatności przysługującej dwóm wierzycielom. Stanisław Gurgul oraz Joanna Podczaszy⁸⁶ wskazują jednak, że w praktyce i orzecznictwie funkcjonowało stanowisko, że definicja niewypłacalności dotyczy trwałego zaprzestania obsługi zobowiązań, a więc sytuacji ekonomicznej na trwałe uniemożliwiającej realizację celów przedsiębiorstwa i spłatę zobowiązań. Zmianą wprowadzoną od 2016 r. jest funkcjonowanie domniemania, że zaistniał stan niewypłacalności, gdy opóźnienie w płatnościach jest dłuższe niż 3 miesiące⁸⁷. Zapis ten rozwiązał sporną kwestię momentu utraty zdolności do wykonywania wymagalnych zobowiązań pieniężnych⁸⁸. Takie domniemanie może być jednak obalone – przedsiębiorca⁸⁹ może wykazać, że w jego przypadku, np. ze względu na specyfikę branży, w której funkcjonuje, opóźnienie w płatnościach nie oznacza jeszcze stanu niewypłacalności⁹⁰. Obecnie kryterium zostało więc dostosowane do realiów gospodarczych i ogólnie przyjętego pojmowania niewypłacalności. W praktyce odnosi się ono do występowania tzw. trwałych zatorów płatniczych, polegających na braku środków na terminową spłatę zobowiązań pieniężnych⁹¹.

Ustawa definiuje także dodatkową przesłankę upadłości obowiązującą w przypadku podmiotów będących osobami prawnymi lub jednostkami organizacyjnymi nieposiadającymi zdolności prawnej, którym odrębna ustawa nadaje zdolność prawną. Nie obejmuje ona jednak spółek osobowych, w których co najmniej jednym współnikiem odpowiadającym całym majątkiem za zobowiązania jest osoba fizyczna. Według tego kryterium (ujęcie zadłużeniowe) niewypłacalność można stwierdzić, gdy przez okres dłuższy niż 24 miesiące występuje nadwyżka zobowiązań

84 Sierakowski, B. *Ustawa z 15 maja...*, s. c1–c8.

85 Libiszewski, K., Rybacka, M. *Nowe przesłanki wszczęcia postępowania upadłościowego*. <https://codozasady.pl/p/nowe-przeslanki-wszczecia-postepowania-upadlosciowego>, data dostępu: 30.09.2021.

86 Gurgul, S., Podczaszy, J. *Niewypłacalność przedsiębiorstwa w ujęciu prawnym i ekonomicznym*. „Przedsiębiorczość i Zarządzanie” 2016, nr 17(8), cz. 1: *Ryzyko i stabilność finansowa w procesach zarządzania*, s. 185–196.

87 Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (Dz.U. 2003 nr 60, poz. 535), art. 11 ust. 1a.

88 Gurgul, S., Podczaszy, J. *Niewypłacalność przedsiębiorstwa...*, s. 185–196.

89 Ciężar dowodu leży na dłużniku.

90 Sierakowski, B. *Ustawa z 15 maja...*, s. c1–c8.

91 *Ibidem*.

pieniężnych nad wartością majątku⁹². We wcześniejszym stanie prawnym (sprzed 2016 r.) przesłanka ta również odnosiła się do występowania nadwyżki zobowiązań nad majątkiem – przepis nie doprecyzowywał jednak sposobu wyceny majątku ani nie wskazywał zobowiązań, które powinny być brane pod uwagę. Co więcej, nawet chwilowo zaburzona relacja aktywów do pasywów przedsiębiorstwa świadczyła o niewypłacalności⁹³. Charakter bezwzględny definicji po nowelizacji nie uległ zmianie, gdyż wciąż odnosi się ona do stanu nadmiernego zadłużenia⁹⁴. Ustawodawca doprecyzował natomiast czas trwania nadwyżki i zawęził zakres zobowiązań oraz aktywów, które są uwzględniane na potrzeby orzeczenia niewypłacalności. Według zapisów znowelizowanej ustawy do określenia majątku na potrzeby stwierdzenia stanu niewypłacalności bilansowej nie wlicza się składników, które nie wchodzą w skład masy upadłościowej. Do zobowiązań nie wlicza się z kolei przyszłych zobowiązań, w tym zobowiązań pod warunkiem zawieszającym i zobowiązań wobec akcjonariusza lub wspólnika z tytułu pożyczki bądź też innej czynności prawnej o podobnym charakterze. Wprowadzono domniemanie, że podmiot jest niewypłacalny, jeżeli według bilansu jego zobowiązania (z wyłączeniem rezerw na zobowiązania oraz zobowiązań wobec jednostek powiązanych) przekraczają wartość jego aktywów, a stan ten utrzymuje się ponad 24 miesiące⁹⁵. Wskazuje się, że zmiany ustawy spowodowały jej uelastycznienie i lepsze dopasowanie do realiów rynkowych⁹⁶.

Co do zasady dłużnik jest zobligowany do złożenia wniosku o upadłość w terminie 30 dni od momentu, kiedy powstała podstawa prawna do ogłoszenia upadłości (niewypłacalność). W przypadku gdy wniosek nie zostanie złożony, dłużnik ponosi odpowiedzialność (dłużnik może uwolnić się od winy, w szczególności gdy wykaze, że otwarto postępowanie restrukturyzacyjne lub zatwierdzono układ w postępowaniu o zatwierdzenie układu). Wniosek o ogłoszenie upadłości może zgłosić także każdy z wierzycieli osobistych dłużnika, uprawdopodobniając jednocześnie swoją wierzytelność⁹⁷.

Sąd może oddalić wniosek o ogłoszenie upadłości, jeżeli majątek dłużnika nie wystarczy na pokrycie kosztów postępowania albo gdy wystarcza jedynie na pokrycie tych kosztów. Jeżeli jednak ogłoszona zostanie upadłość, syndyk sporządza listę wierzytelności, a upadły musi wydać syndykowi cały będący w jego posiadaniu majątek, który staje się masą upadłości (istnieją wyłączenia z masy upadłości przewidziane ustawowo, a jeżeli są wątpliwości co do składu masy upadłości, to

92 Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (Dz.U. 2003 nr 60, poz. 535), art. 11 ust. 2 i 7.

93 Libiszewski, K., Rybacka, M. *Nowe przesłanki wszczęcia...*

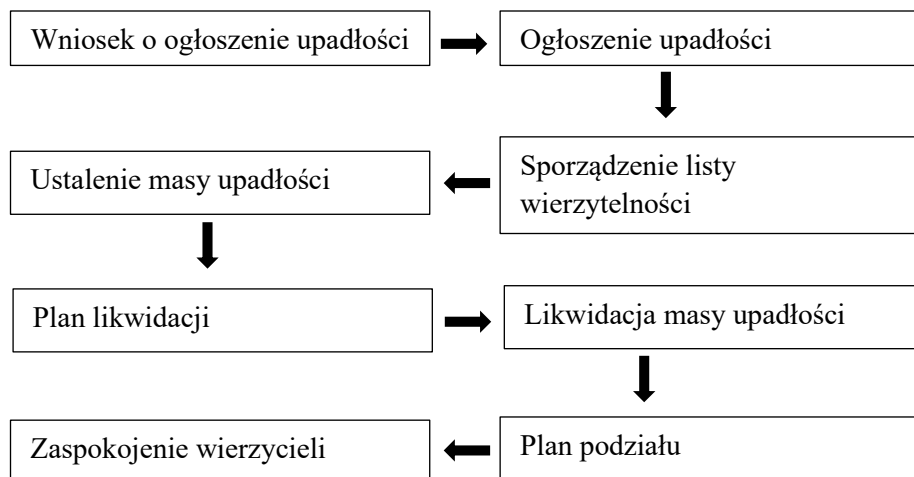
94 *Ibidem*.

95 Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (Dz.U. 2003 nr 60, poz. 535), art. 1 ust. 2–5.

96 Libiszewski, K., Rybacka, M. *Nowe przesłanki wszczęcia...*

97 Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (Dz.U. 2003 nr 60, poz. 535), art. 20 ust. 1, art. 21 ust. 1 i 3, art. 24.

rozstrzyga je sędzia-komisarz). Po ustaleniu masy upadłości syndyk sporządza plan likwidacyjny, który dotyczy przede wszystkim sprzedaży aktywów. Po dokonaniu sprzedaży majątku możliwe jest zaspokojenie wierzycieli w ramach opracowanego planu podziału⁹⁸. Uproszczony schemat postępowania upadłościowego zaprezentowany jest na rysunku 2.



Rysunek 2. Uproszczony schemat postępowania upadłościowego

Źródło: opracowanie własne.

Postępowanie może być zakończone, jeżeli dojdzie do wykonania ostatecznego planu podziału lub jeżeli wszyscy wierzyciele zostaną zaspokojeni. Postępowanie może jednak również zostać umorzone, jeżeli majątek nie wystarcza na koszty postępowania – wówczas jest to podstawa do rozwiązania podmiotu wpisanego do Krajowego Rejestru Sądowego bez przeprowadzenia postępowania likwidacyjnego⁹⁹.

Niemal jednocześnie z nowelizacją Prawa upadłościowego i wprowadzeniem Prawa restrukturyzacyjnego w Polsce nastąpiły zmiany w prawie europejskim. Źródłem europejskiego prawa upadłościowego jest rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/848 z dnia 20 maja 2015 r. w sprawie postępowania upadłościowego (Dz.Urz. L nr 141/2015, s. 19)¹⁰⁰. Dotyczy ono postępowań wszczętych po dniu 26 lipca 2017 r. i zastąpiło Rozporządzenie nr 1346/2000¹⁰¹. Rozporządzenie

98 *Ibidem*, art. 13, art. 57 ust. 1, art. 61, art. 63, art. 63a, art. 70, art. 244, art. 306, art. 347.

99 Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (Dz.U. 2003 nr 60, poz. 535), art. 361, art. 368 ust. 1–2.

100 Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/848 z dnia 20 maja 2015 r. w sprawie postępowania upadłościowego (wersja przekształcona) (Dz.Urz. L nr 141/2015, s. 19).

101 Rozporządzenie Rady (WE) nr 1346/2000 z dnia 29 maja 2000 r. w sprawie postępowania upadłościowego (Dz.U. L 160 z 30.06.2000, s. 1).

ma za zadanie zarówno ułatwić dochodzenie wierzytelności w transgranicznych postępowaniach upadłościowych, jak i ułatwić restrukturyzację dłużnika¹⁰². Służy ono określeniu zasad, na podstawie których państwa członkowskie Unii Europejskiej mogą wszczynać postępowanie upadłościowe w sytuacji upadłości transgranicznej. Jego celem nie jest natomiast ingerencja w prawa upadłościowe poszczególnych państw¹⁰³. Rozporządzenie obejmuje szerszy zakres krajowych procedur restrukturyzacyjnych, aby mogły być wykorzystywane w sprawach transgranicznych. Ma zabezpieczać przed „turystyką upadłościową”, czyli przed ogłaszaniem upadłości w krajach o przepisach korzystniejszych dla dłużnika. Zawarte w nim regulacje mają także zapewnić ramy dla zbiorowych postępowań upadłościowych, aby zwiększyć szansę na ratowanie grupy przedsiębiorstw jako całości. Mają także na celu uniknięcie „wtórnych postępowań upadłościowych”, czyli postępowań wszczętych przez sądy w innym kraju UE niż ten, w którym znajduje się siedziba spółki, przy jednoczesnej ochronie interesów lokalnych wierzycieli¹⁰⁴.

Na mocy rozporządzenia kraje członkowskie Unii Europejskiej zobligowane zostały do prowadzenia krajowych rejestrów upadłości, które mają być połączone w sieć za pomocą scentralizowanego systemu. W Polsce początkowo planowano stworzyć Centralny Rejestr Upadłości i Restrukturyzacji (CRUR), który miał zacząć funkcjonować od 1 stycznia 2018 r. Ostatecznie termin ten nie został jednak dotrzymany, a 7 czerwca 2018 r. złożono do Sejmu projekt ustawy o Krajowym Rejestrze Zadłużonych. Krajowy Rejestr Zadłużonych (KRZ) zastąpił planowany CRUR¹⁰⁵. W zamyśle ma być to jeden wspólny rejestr dla wszystkich podmiotów zagrożonych niewypłacalnością i niewypłacalnych. Ma on pełnić funkcję ewidencyjną, a także funkcję informacyjną, komunikacyjną oraz portalu orzeczniczego. W celach szczegółowych projektu KRZ wymieniono m.in. polepszenie warunków wychodzenia z trudnej sytuacji gospodarczej, usprawnienie postępowania upadłościowego i restrukturyzacyjnego czy umożliwienie dostępu do informacji o upadłości i restrukturyzacji sądom, wierzycielom i innym zainteresowanym podmiotom¹⁰⁶. Data wejścia w życie Ustawy z dnia 6 grudnia 2018 r. o Krajowym Rejestrze Zadłużonych to 1 grudnia 2021 r.¹⁰⁷

102 Komisja Europejska. *W dniu dzisiejszym wchodzi w życie nowe przepisy dotyczące transgranicznych postępowań upadłościowych*, komunikat prasowy. Bruksela 2017, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-1743_pl.pdf, data dostępu: 28.08.2017.

103 Prusak, B. *Ekonomiczna analiza upadłości przedsiębiorstw...*, s. 209.

104 Komisja Europejska. *W dniu dzisiejszym wchodzi w życie...*

105 Janik, E. *Rejestry upadłości w wybranych państwach europejskich*. „Zeszyty Naukowe KUL” 2018, nr 61(4), s. 181–194.

106 Ministerstwo Sprawiedliwości, Projekt: Krajowy Rejestr Zadłużonych (KRZ), <https://www.gov.pl/web/sprawiedliwosc/projekt-krajowy-rejestr-zadluzonych-krz>, data dostępu: 14.07.2020.

107 Ustawa z dnia 6 grudnia 2018 r. o Krajowym Rejestrze Zadłużonych (Dz.U. 2019 poz. 55); Ustawa z dnia 28 maja 2021 r. o zmianie ustawy o Krajowym Rejestrze Zadłużonych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2021 poz. 1080), art. 1 ust. 8.

W związku z pandemią wirusa SARS-CoV-2, wywołującego chorobę COVID-19, która rozpoczęła się w 2020 r., i w związku z ogłoszonym stanem epidemii w Polsce konieczne okazało się także dokonanie pewnych zmian w prawie upadłościowym i restrukturyzacyjnym. Ustawa o tzw. tarczy antykryzysowej 2.0¹⁰⁸ wprowadziła zawieszenie obowiązku składania wniosku o upadłość do momentu ustania stanu epidemicznego czy stanu zagrożenia epidemicznego. Przepis ten dotyczył jednak tylko niewypłacalności spowodowanej pandemią COVID-19, powstałej w momencie trwania ww. stanów. Ustawa nie zablokowała możliwości składania wniosków przez wierzycieli.

Szczególnie duże zmiany wprowadzone w 2020 r. dotyczą upadłości konsumenckiej. Jak wskazuje Maciej Langer¹⁰⁹, przepisy zostały znacznie zliberalizowane, co jest zgodne z polityką Unii Europejskiej, aby umacniać pozycję konsumenta jako słabszej strony w relacji przedsiębiorca–osoba fizyczna. Podstawową zmianą było poszerzenie zakresu konsumenckiej zdolności upadłościowej – obecnie bez względu na przyczynę niewypłacalności (zawiniona czy niezawiniona) można ogłosić upadłość. Tym samym upadłość konsumencka ma być bardziej dostępna dla dłużników.

Podsumowując, polskie prawodawstwo jest wciąż dostosowywane do zmieniających się warunków ekonomicznych. Obowiązujące przesłanki niewypłacalności zostały dostosowane do realiów gospodarczych. Występuje tendencja, aby umożliwiać podmiotom niewypłacalnym drugą szansę, dając pierwszeństwo postępowaniom restrukturyzacyjnym, oraz by liberalizować przepisy dotyczące upadłości konsumenckiej. Istotne stają się elektroniczne formy komunikacji i gromadzenie oraz udostępnianie informacji za pośrednictwem scentralizowanych systemów.

1.2.3. Wybrane regulacje dotyczące restrukturyzacji przedsiębiorstw w Polsce

Ustawa Prawo restrukturyzacyjne z dnia 15 maja 2015 r., która weszła w życie z dniem 1 stycznia 2016 r., ma umożliwić restrukturyzację przedsiębiorstwa poprzez zapewnienie skutecznych instrumentów do jej przeprowadzenia, a jednocześnie ma maksymalizować ochronę praw wierzycieli. Wedle zasady subsydiarności postępowanie upadłościowe miało stać się *ultima ratio* – ostatecznym środkiem stosowanym wobec dłużnika w razie ekonomicznego niepowodzenia postępowania restrukturyzacyjnego¹¹⁰.

108 Ustawa z dnia 2 marca 2020 r. o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych (Dz.U. 2020 poz. 374), art. 15z zra.

109 Langer, M. *Liberalizacja przepisów dotyczących upadłości konsumenckiej*. „Folia Iuridica Universitatis Wratislaviensis” 2020, nr 9(1), s. 207–218.

110 Projekt ustawy: Prawo restrukturyzacyjne. Druk nr projektu 2824, Warszawa 2014, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki7ka.nsf/0/2978B4B7B0ADFEFDC1257D78003BAB71/%24File/2824.pdf>, data dostępu: 23.01.2025.

Wprowadzenie odrębnej ustawy, oddzielnej od Prawa upadłościowego, regulującej procesy restrukturyzacyjne, miało na celu m.in. uniknięcie stygmatyzacji przedsiębiorstw¹¹¹. Jak wskazują badania wykonane na zlecenie PARP z 2011 r., zarówno upadłość, jak i samo złożenie wniosku o upadłość czy fakt prowadzenia działalności gospodarczej po doświadczeniu upadłości, odbiera wiarygodność. Badania wykazały, że na stopień surowości w ocenie upadłych przedsiębiorców nie wpływają takie czynniki jak rodzaj upadłości, relacja łącząca oceniającego z danym przedsiębiorcą, płeć ani to, czy oceniający ma doświadczenie biznesowe czy eksperckie. Takie negatywne oceny społeczne i stygmatyzacja powodowały, że przedsiębiorcy w postępowaniu upadłościowym widzieli przede wszystkim zagrożenie, a nie szansę¹¹².

Zgodnie z przyjętymi założeniami Prawo restrukturyzacyjne ma także na celu zwiększenie roli aktywnych wierzycieli poprzez nadanie im większych uprawnień. Nierzetelni dłużnicy i upadli mają z kolei ponosić większą odpowiedzialność¹¹³. Jak wskazuje Piotr Zimmerman¹¹⁴, wierzyciele, jako najbardziej zainteresowani pomyślnym zakończeniem postępowania restrukturyzacyjnego i zawarciem korzystnego układu, powinni mieć realny wpływ na tok postępowania i kształt zawartego układu. Omawiana ustawa premiuje przy tym aktywnych wierzycieli.

Przyjęte w Prawie restrukturyzacyjnym rozwiązania mają za zadanie odformalizowanie postępowań oraz szersze wykorzystanie nowoczesnych narzędzi teleinformatycznych. Według projektu omawianej ustawy szybkość i efektywność, zarówno restrukturyzacji, jak i upadłości, miały zostać zmaksymalizowane¹¹⁵.

Procesem restrukturyzacyjnym mogą zostać objęte zarówno przedsiębiorstwa niewypłacalne (zgodnie z rozumieniem definicji określonej w ustawie Prawo upadłościowe z dnia 28 lutego 2003 r.), jak i przedsiębiorstwa zagrożone niewypłacalnością (których sytuacja finansowa wskazuje, że w niedługim czasie mogą się one stać niewypłacalne)¹¹⁶. Z kolei złożenie wniosku o upadłość w polskim systemie prawnym następuje, jak już zostało wskazane, w przypadku zaistnienia niewypłacalności. Co do zasady dłużnik ponosi odpowiedzialność za niezłożenie wniosku o upadłość

111 *Ibidem*.

112 Kowalewska, A. *Polityka drugiej szansy. Opinie przedsiębiorców i ekspertów*, badanie realizowane na zlecenie PARP. Instytut Badawczy ProPublicom i TNS Pentor, Warszawa 2011, <http://www.seipa.edu.pl/s/p/artykuly/90/907/Druka%20szansa%20Badanie%20PARP%202012.pdf>, data dostępu: 15.07.2017.

113 Projekt ustawy: Prawo restrukturyzacyjne. Druk nr projektu 2824, Warszawa 2014, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki7ka.nsf/0/2978B4B7B0ADFEFDC1257D78003BAB71/%24File/2824.pdf>, data dostępu: 23.01.2025.

114 Zimmerman, P. *Ustawa z 15 maja 2015 r. – Prawo restrukturyzacyjne (cz. 6)*. „Dziennik Gazeta Prawna. Firma i Prawo” 2016, nr 36(4183), s. c1–c8.

115 Projekt ustawy: Prawo restrukturyzacyjne. Druk nr projektu 2824, Warszawa 2014, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki7ka.nsf/0/2978B4B7B0ADFEFDC1257D78003BAB71/%24File/2824.pdf>, data dostępu: 23.01.2025.

116 Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne (Dz.U. 2015 poz. 978), art. 1 i 6.

w terminie (a więc w ciągu 30 dni od momentu zaistnienia niewypłacalności)¹¹⁷. Może się więc zdarzyć, że wniosek o postępowanie restrukturyzacyjne i wniosek o postępowanie upadłościowe wpłyną do sądu w podobnym czasie.

W przypadku jednoczesnego złożenia wniosku o upadłość i o restrukturyzację w pierwszej kolejności z zasady rozpatrywany jest wniosek restrukturyzacyjny¹¹⁸. Sąd nie wstrzyma się natomiast z rozpoznaniem wniosku o ogłoszenie upadłości, jeżeli jest to niezgodne z interesem ogółu wierzycieli – wówczas może oba wnioski połączyć do wspólnego rozpoznania lub, jeżeli prowadziłoby to do zbyt długiego opóźnienia wydania orzeczenia i tym samym do szkody wierzycieli, może rozpoznać wniosek o ogłoszenie upadłości¹¹⁹. Otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego może zwolnić od odpowiedzialności za niezłożenie wniosku o upadłość w terminie. Jeżeli jednak sąd odmówi otwarcia restrukturyzacji, nie zwalnia to z odpowiedzialności dłużnika. Z tego powodu dłużnicy chcący przeprowadzić restrukturyzację składają często dwa wnioski – o restrukturyzację i o ogłoszenie upadłości jednocześnie. **Oznacza to, że przepisy wymuszają wystąpienie z wnioskiem o ogłoszenie upadłości, nawet gdy celem jest restrukturyzacja przedsiębiorstwa**¹²⁰.

Wraz z wejściem w życie ustawy Prawo restrukturyzacyjne wprowadzone zostały następujące niezależne od siebie procedury restrukturyzacyjne, które różnią się między sobą przede wszystkim stopniem, w jakim zaangażowane są w nie organy władzy publicznej (tabela 4)¹²¹:

- postępowanie o zatwierdzenie układu,
- przyspieszone postępowanie układowe,
- postępowanie układowe,
- postępowanie sanacyjne.

Dodatkowo wprowadzono instytucję układu częściowego, który może być zawierany w postępowaniach restrukturyzacyjnych z wybraną grupą lub grupami wierzycieli. Wszystkie rodzaje postępowań mają na celu uniknięcie upadłości dłużnika poprzez umożliwienie mu restrukturyzacji drogą zawarcia układu z wierzycielami. Postępowanie sanacyjne umożliwia dodatkowo restrukturyzację przez przeprowadzenie działań sanacyjnych, przy zabezpieczeniu praw wierzycieli¹²².

117 Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (Dz.U. 2003 nr 60, poz. 535), art. 20 ust. 1, art. 21 ust. 1 i 3.

118 Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne (Dz.U. 2015 poz. 978), art. 11.

119 *Ibidem*, art. 12.

120 Szerzej: Maśnicka, M. *Postępowanie restrukturyzacyjne a odpowiedzialność karna członków zarządu spółek i likwidatorów za niezłożenie wniosku o ogłoszenie upadłości w terminie*. „Palestra. Pismo Adwokatury Polskiej” 2018, nr 1–2, s. 116–120.

121 Wcisło, P. *Postępowanie o zatwierdzenie układu*. W: Wardynscy i Wspólnicy. *Prawo restrukturyzacyjne i zmiany w prawie upadłościowym*. Warszawa 2015, s. 25–28, https://wardynski.com.pl/upload/wordpress/2016/11/Wardynski-i-Wspolnicy_prawo-restrukturyzacyjne-i-zmiany-w-prawie-upadlosciowym1.pdf, data dostępu: 10.07.2017.

122 Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne (Dz.U. 2015 poz. 978), art. 3 ust. 1.

Tabela 4. Pierwotnie wprowadzone rodzaje postępowań przewidziane przez ustawę
Prawo restrukturyzacyjne

Rodzaj postępowania	Sposób przeprowadzenia	Warunek przeprowadzenia
Postępowanie o zatwierdzenie układu	Zawarcie układu bez udziału sądu – dłużnik samodzielnie zbiera głosy wierzycieli	Suma wierzytelności spornych uprawniających do głosowania nad układem nie przekracza 15% sumy wierzytelności uprawniających do głosowania nad układem
Przyspieszone postępowanie układowe	Zawarcie układu po sporządzeniu i zatwierdzeniu spisu wierzytelności w trybie uproszczonym	Suma wierzytelności spornych uprawniających do głosowania nad układem przekracza 15% sumy wierzytelności uprawniających do głosowania nad układem
Postępowanie układowe	Zawarcie układu po sporządzeniu i zatwierdzeniu spisu wierzytelności	Suma wierzytelności spornych uprawniających do głosowania nad układem przekracza 15% sumy wierzytelności uprawniających do głosowania nad układem
Postępowanie sanacyjne	Zawarcie układu i przeprowadzenie działań sanacyjnych po sporządzeniu i zatwierdzeniu spisu wierzytelności	–

Źródło: opracowanie własne na podstawie Ustawy z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne (Dz.U. 2015 poz. 978), art. 2. i art. 3.

Powyższe rodzaje postępowania różnią się między sobą m.in. w zakresie stopnia zaangażowania organów władzy publicznej. Najbardziej prywatny charakter ma postępowanie o zatwierdzenie układu, w którym rola sądu restrukturyzacyjnego sprowadza się do zatwierdzenia przyjętego układu. Na dłużniku spoczywa odpowiedzialność za przeprowadzenie postępowania. W celu zagwarantowania zgodnego z prawem postępowania nad przeprowadzeniem układu czuwa opłacany przez samego dłużnika¹²³ doradca restrukturyzacyjny, który pełni funkcję nadzorcy układu¹²⁴.

W przyspieszonym postępowaniu układowym układ jest zawierany po sporządzeniu i zatwierdzeniu spisu wierzytelności w trybie uproszczonym¹²⁵. Na potrzeby tego postępowania ustanawiany jest nadzorca sądowy¹²⁶, a więc niezależny podmiot ustanawiany przez sąd. W momencie otwarcia tego postępowania wszczęte postępowania egzekucyjne, dotyczące wierzytelności objętej układem, z mocy prawa zostają zawieszone¹²⁷, co jest korzystne dla dłużnika. Do zawarcia układu dochodzi na zwoływanym przez sąd zgromadzeniu wierzycieli¹²⁸. Gdy suma wierzytelności

¹²³ *Ibidem*, art. 35 ust. 1.

¹²⁴ Wcisło, P. *Postępowanie o zatwierdzenie układu...*

¹²⁵ Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne (Dz.U. 2015 poz. 978), art. 3 ust. 3 pkt 1.

¹²⁶ *Ibidem*, art. 38 ust 1.

¹²⁷ *Ibidem*, art. 259.

¹²⁸ *Ibidem*, art. 261 i 263.

spornych przekracza 15% sumy wierzytelności uprawniających do głosowania nad układem, przeprowadza się „klasyczne” postępowanie układowe. Postępowanie to trwa dłużej, gdyż uwzględnia się w nim etap zgłaszania sprzeciwów wierzycieli do listy wierzytelności¹²⁹.

Najbardziej restrykcyjny charakter ma postępowanie sanacyjne, w którym największą rolę odgrywają organy władzy publicznej. Jako jedyne postępowanie to ma na celu, poza uniknięciem upadłości poprzez zawarcie układu z wierzycielami, „uzdrowienie” sytuacji gospodarczej dłużnika¹³⁰. Ma ono nastąpić poprzez przeprowadzenie działań sanacyjnych – tzn. czynności prawnych i faktycznych, zmierzających do poprawy sytuacji ekonomicznej dłużnika i przywrócenia mu zdolności do wykonywania zobowiązań, przy jednoczesnym zapewnieniu ochrony przed egzekucją¹³¹. Układ zawierany jest na zgromadzeniu wierzycieli zwołanym dopiero po zrealizowaniu całości lub części planu restrukturyzacyjnego – nie później niż w terminie 12 miesięcy od dnia otwarcia postępowania sanacyjnego¹³².

Sąd może nie przychylić się do otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego, jeżeli skutkowało by pokrzywdzeniem wierzycieli, może również odmówić otwarcia postępowania układowego lub sanacyjnego, jeżeli dłużnik nie ma uprawdopodobnionej zdolności do regulowania na bieżąco kosztów postępowania i zobowiązań powstałych po otwarciu postępowania¹³³.

Ustawa znana jako tarcza 4.0¹³⁴, która uchwalona została w związku z pandemią COVID-19, czasowo wprowadziła także uproszczone postępowanie restrukturyzacyjne (UPR) – najmniej sformalizowane postępowanie. Postępowanie to odbywało się po zawarciu umowy z doradcą restrukturyzacyjnym (nadzorcą układu) oraz po zamieszczeniu obwieszczenia w Monitorze Sądowym i Gospodarczym (MSiG) – dzień dokonania obwieszczenia to równocześnie dzień otwarcia postępowania i wraz z nim rozpoczynała się ochrona dłużnika przed egzekucją. Dopiero po głosowaniu wierzycieli i zatwierdzeniu układu składany był wniosek do sądu o jego zatwierdzenie. Postępowanie z założenia miało być relatywnie krótkie – wniosek do sądu o zatwierdzenie układu musiał zostać złożony nie później niż w przeciągu czterech miesięcy od obwieszczenia w MSiG, inaczej umarzał się na mocy prawa¹³⁵. Ten rodzaj postępowania obowiązywał do końca listopada 2021 r., a od 1 grudnia wynikające z niego udogodnienia (z pewnymi modyfikacjami) wprowadzono na

129 Jura, B. *Upadłość przedsiębiorstw na rynku publicznym i niepublicznym w Polsce*. „Finanse. Czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN” 2016, nr 9(1), s. 291–316.

130 Wcisło, P. *Postępowanie sanacyjne*. W: Wardyńscy i Wspólnicy. *Prawo restrukturyzacyjne...*, s. 29–32.

131 Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne (Dz.U. 2015 poz. 978), art. 3 ust. 6.

132 *Ibidem*, art. 321.

133 *Ibidem*, art. 7 i 8.

134 Ustawa z dnia 19 czerwca 2020 r. o dopłatach do oprocentowania kredytów bankowych udzielanych przedsiębiorcom dotkniętym skutkami COVID-19 oraz o uproszczonym postępowaniu o zatwierdzenie układu w związku z wystąpieniem COVID-19 (Dz.U. 2020 poz. 1086).

135 *Ibidem*, art. 15–25.

stałe do postępowania o zatwierdzenie układu. W efekcie czego obecnie dłużnicy mogą szybko uzyskać pełną ochronę przed wierzycielami oraz przed kontrahentami chcącymi wypowiedzieć im kluczowe umowy¹³⁶.

Można podkreślić, że rozwiązania wprowadzone wraz z uproszczonym postępowaniem restrukturyzacyjnym wpisują się w postanowienia tzw. dyrektywy drugiej szansy¹³⁷ Unii Europejskiej. Dyrektywa drugiej szansy ma na celu zapewnienie dostępu do restrukturyzacji zapobiegawczej, umożliwienie umorzenia długów uczciwym przedsiębiorcom (tzw. druga szansa) oraz poprawę przebiegu postępowań związanych z niewypłacalnością, restrukturyzacją i umorzeniem długów. Położony jest w niej nacisk na tworzenie „kultury zachęcającej do restrukturyzacji zapobiegawczej” i tworzone są ramy dla tego typu restrukturyzacji. Podkreśla się w niej także wagę systemów wczesnego ostrzegania oraz ułatwionego dostępu do informacji – poprzez narzędzia dostępne online¹³⁸. Podstawowy termin implementacji dyrektywy to 17 lipca 2021 r.¹³⁹

Podsumowując, w ciągu ostatniej dekady następowały zmiany systemowe zmierzające do ułatwienia restrukturyzacji przedsiębiorstw, „dania” podmiotom drugiej szansy, a tym samym zapobieżenia łańcuchom niewypłacalności. Zmiany te widoczne są w prawodawstwie polskim, a także na gruncie Unii Europejskiej. Widoczny jest także trend zmierzający ku większej informatyzacji i ułatwieniu dostępu do informacji.

1.2.4. Sytuacja polskich przedsiębiorstw w zakresie postępowań związanych z niewypłacalnością

Na wykresie 1 przedstawiono dane dotyczące liczby postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych w latach 2008–2020. Jak zostało zarysowane w podrozdziale 1.2.2 oraz 1.2.3, do roku 2015 obowiązywało w Polsce Prawo upadłościowe

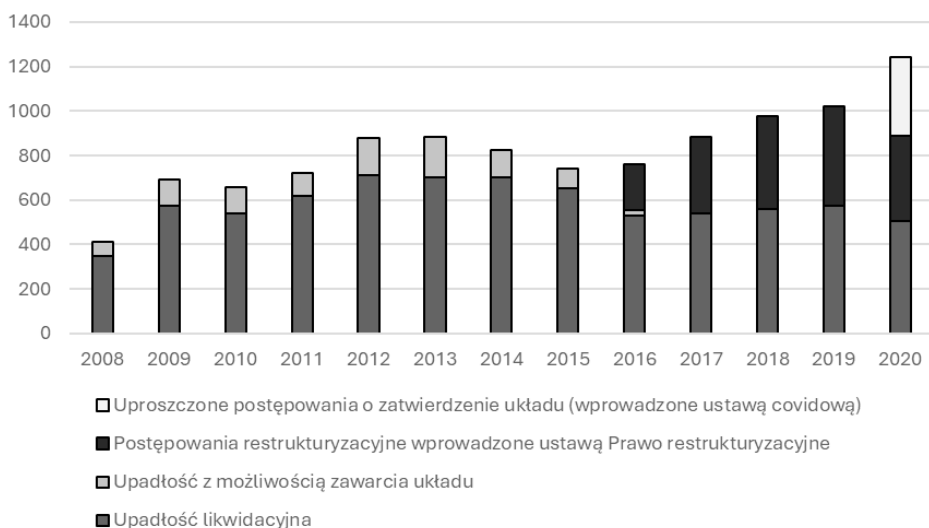
136 Świerczyński, J. *Elementy Dyrektywy Drugiej Szansy w polskim porządku prawnym – Uprozczone Postępowanie Restrukturyzacyjne (UPR) – od 01 grudnia 2021 r. już na stałe jako Postępowanie o Zatwierdzenie Układu (PZU)*, <https://www.parp.gov.pl/component/content/article/76123:elementy-dyrektywy-drugiej-szansy-w-polskim-porzadku-prawnym-uproszczone-postepowanie-restrukturyzacyjne-upr-od-01-grudnia-2021-r-juz-na-stale-jako-postepowanie-o-zatwierdzenie-ukladu-pzu>, data dostępu: 6.04.2022.

137 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/1023 z dnia 20 czerwca 2019 r. w sprawie ram restrukturyzacji zapobiegawczej, umorzenia długów i zakazów prowadzenia działalności oraz w sprawie środków zwiększających skuteczność postępowań dotyczących restrukturyzacji, niewypłacalności i umorzenia długów, a także zmieniającej dyrektywę (UE) 2017/1132 (dyrektywa o restrukturyzacji i upadłości).

138 *Ibidem*.

139 Projekt ustawy implementującej Dyrektywę został ogłoszony 4 lipca 2022 r. na stronie Rządowego Centrum Legislacji i zakłada on 18-miesięczny okres *vacatio legis*. Rządowe Centrum Legislacji, <https://legislacja.rcl.gov.pl/>, data dostępu: 23.12.2022.

i naprawcze, zaś w roku 2016 weszła w życie ustawa Prawo restrukturyzacyjne, rozdzielając od siebie postępowania upadłościowe i restrukturyzacyjne. W efekcie wprowadzenia nowej ustawy zaimplementowano nowe formy postępowań o charakterze restrukturyzacyjnym. W roku 2020 dodatkowo wprowadzono uproszczone postępowania o zatwierdzenie układu o charakterze przejściowym, wdrożone tzw. ustawą covidową¹⁴⁰.



Wykres 1. Liczba postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych w latach 2008–2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie Coface. *Raport roczny Coface: Niewypłacalności firm w Polsce w 2020 r.* Warszawa 2021, http://img.go.coface.com/Web/COFACE/%7B635f800d-875e-49d9-96b9-c9eff82dff87%7D_Niewypłacalności_w_Polsce_w_2020_ROCZNY_Raport_Coface_ok.pdf, data dostępu: 17.03.2021.

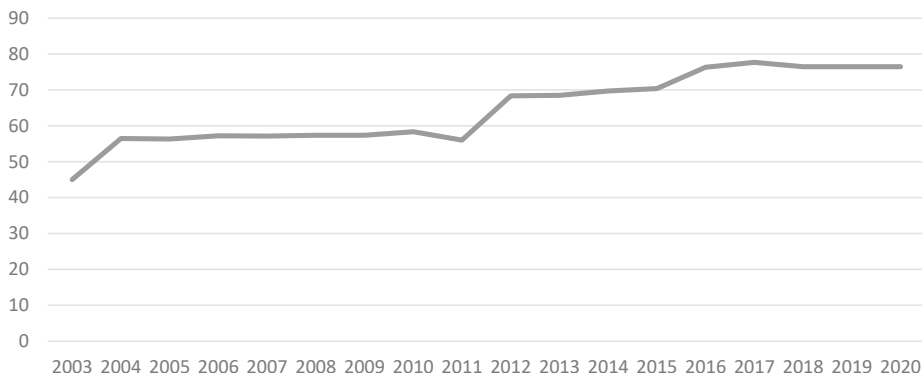
Analizując dane przedstawione na wykresie 1, można zauważyć, że od roku 2008 do roku 2013 ogólna liczba postępowań wzrosła dwukrotnie. W kolejnych latach (2014, 2015) nastąpił niewielki spadek ogólnej liczby postępowań. Od roku 2016 zaobserwować można trend wzrostowy w liczbie postępowań. Dodatkowo zaznaczyć należy, że na okres powyższych rozważań nałożyły się istotne wydarzenia makroekonomiczne – kryzys finansowy roku 2008/2009 oraz pandemia COVID-19, która rozpoczęła się w roku 2020. Skutki obu zdarzeń widoczne są w zwiększonej ogólnej liczbie postępowań (rok 2009 i 2020).

140 Ustawa z dnia 19 czerwca 2020 r. o dopłatach do oprocentowania kredytów bankowych udzielanych przedsiębiorcom dotkniętym skutkami COVID-19 oraz o uproszczonym postępowaniu o zatwierdzenie układu w związku z wystąpieniem COVID-19 (Dz.U. 2020 poz. 1086).

W latach poprzedzających wprowadzenie ustawy Prawo restrukturyzacyjne większość postępowań to sprawy dotyczące upadłości likwidacyjnej (udział upadłości z możliwością zawarcia układu w ogólnej liczbie postępowań kształtował się w przedziale pomiędzy 10 a 20%). Po wprowadzeniu ustawy Prawo restrukturyzacyjne procesy restrukturyzacyjne, zgodnie z założeniami Polityki Nowej Szansy, zdecydowanie zyskały na znaczeniu. W latach 2016–2020 następował coroczny wzrost udziału postępowań restrukturyzacyjnych w ich ogólnej liczbie (w roku 2016 było to ok. 30%, zaś w roku 2020 ok. 59%). W roku 2020 duże znaczenie miały uproszczone postępowania o zatwierdzenie układu.

Według raportu *Doing Business*, przygotowywanego przez Bank Światowy (World Bank), w 2020 r. Polska była na 25 miejscu w rankingu pod względem miernika *resolving insolvency*, odnoszącego się do rozwiązywania niewypłacalności, w tym do czasu, kosztów i wyniku postępowań związanych z niewypłacalnością (tym samym uzyskała 76,5 pkt na 100 możliwych). Na ten wskaźnik, będący w istocie miarą syntetyczną, składają się liczne mierniki dotyczące różnych aspektów rozwiązywania problemu niewypłacalności. Analizując wybrane wskaźniki, można powiedzieć, że czas postępowań w Polsce w 2020 r. wynosił średnio 3 lata, podczas gdy kraje OECD o wysokich dochodach, stanowiące grupę odniesienia dla Polski, notowały średni czas postępowań na poziomie 1,7 roku. Wskaźnik odzysku (ang. *recovery rate*), pokazujący, ile centów od dolara uzyskują wierzyciele zabezpieczeni w ramach postępowania, wynosił dla Polski 60,9, podczas gdy dla całej grupy krajów OECD o wysokich dochodach wynosił on 70,2. Koszt odzyskania długu, mierzony jako procent majątku, to dla Polski 15%, a dla krajów OECD o wysokim dochodzie – 9,3%. Natomiast pod względem systemowych ram radzenia sobie z niewypłacalnością (ang. *strength of insolvency framework*) Polska otrzymała relatywnie wysoką ocenę – 14 pkt na 16, podczas gdy średnia dla krajów OECD o wysokim dochodzie to 11,9¹⁴¹. Na wykresie 2 przedstawiono kształtowanie się wartości indeksu *resolving insolvency* w latach 2004–2020.

141 World Bank Group. *Doing Business 2020: Comparing Business Regulation in 190 Economies – Economy Profile of Poland (English)*. Washington 2020, <http://documents.worldbank.org/curated/en/917561575289217529/Doing-Business-2020-Comparing-Business-Regulation-in-190-Economies-Economy-Profile-of-Poland>, data dostępu: 21.07.2021.



Wykres 2. Wartości punktowe wskaźnika *resolving insolvency* dla Polski w latach 2004–2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie World Bank Group. *Doing Business 2020: Comparing Business Regulation in 190 Economies – Economy Profile of Poland (English)*. Washington, D. C. 2020, <http://documents.worldbank.org/curated/en/917561575289217529/Doing-Business-2020-Comparing-Business-Regulation-in-190-Economies-Economy-Profile-of-Poland>, data dostępu: 21.07.2021.

Jak można zauważyć, od 2004 r. zasadniczo sytuacja w zakresie systemowego radzenia sobie z niewypłacalnością stopniowo polepszała się. Na koniec analizowanego okresu względem 2004 r. ocena uzyskana przez Polskę zwiększyła się o ok. 31,5 pkt, czyli o ok. 70%. Podstawy funkcjonowania systemu upadłościowego w Polsce zostały stosunkowo dobrze ocenione, choć koszty odzyskania długu, czas postępowań czy stopień, w jakim środki są odzyskiwane przez wierzycieli, były jeszcze nieco poniżej średniej.

Podsumowując, można uznać, że warunki do przeprowadzania upadłości i restrukturyzacji w Polsce znacząco poprawiły się w okresie obowiązywania ustawy Prawo upadłościowe i naprawcze z 2003 r. Szczególnego zaś znaczenia nabrały procesy restrukturyzacyjne po wprowadzeniu ustawy Prawo restrukturyzacyjne. W 2020 r. dużą popularnością cieszyły się uproszczone postępowania o zatwierdzenie układu wprowadzone w związku z pandemią, zgodne z polityką drugiej szansy Unii Europejskiej.

Zauważyć należy, że przed polskim systemem upadłościowym stoją jednak kolejne wyzwania związane ze zjawiskami kryzysowymi, jakie wywołane zostały m.in. konfliktem w Ukrainie. W 2022 r. przedsiębiorstwa w kraju i za granicą musiały radzić sobie z rosnącymi cenami energii i surowców, zaburzonymi łańcuchami dostaw i rosnącą inflacją (w listopadzie 2022 r. inflacja w Polsce wyniosła 17,5%¹⁴²). Wśród

142 W porównaniu z analogicznym miesiącem ub. roku – por. Główny Urząd Statystyczny, <https://stat.gov.pl>, data dostępu: 5.12.2022.

ekonomistów pojawiają się głosy o możliwości pojawienia się stagflacji¹⁴³, której wystąpienie zagrażałoby polskiej gospodarce i mogłoby przełożyć się na istotne zwiększenie zjawiska upadłości. W tym kontekście właściwe przepisy i rozwiązania dotyczące uwarunkowań procesu upadłości i restrukturyzacji w Polsce mogą okazać się szczególnie ważne.

1.3. Ekonomiczne aspekty upadłości z punktu widzenia przedsiębiorstwa

1.3.1. Upadłość ekonomiczna w kontekście cyklu życia przedsiębiorstwa

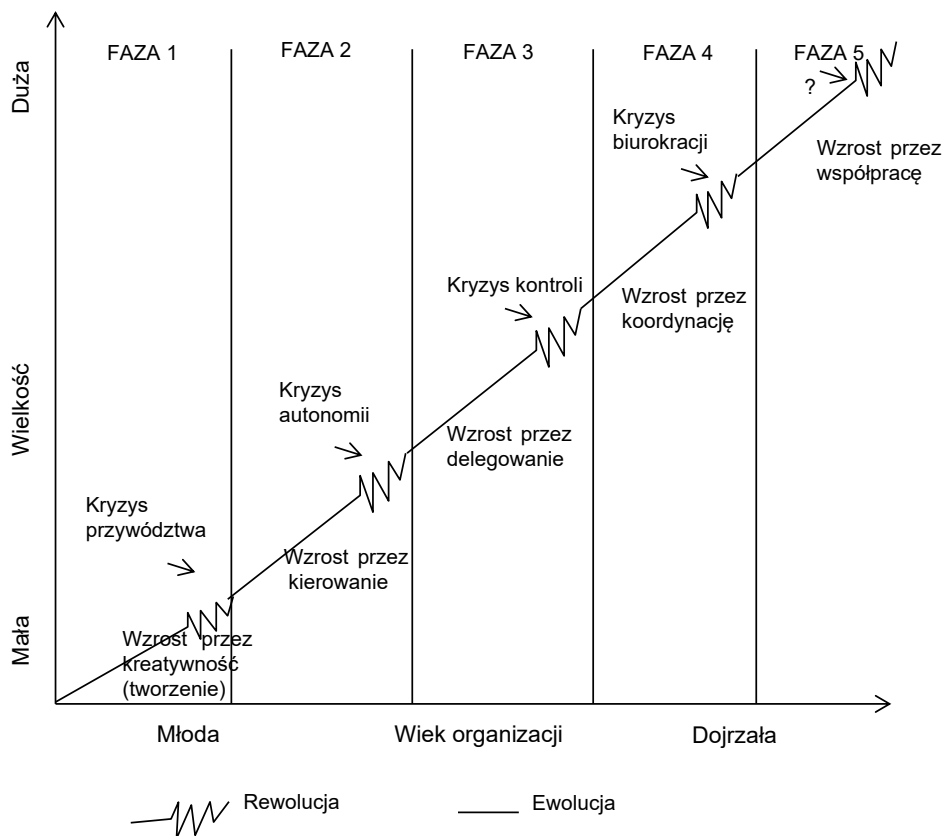
Powszechnie uważa się, że „życie” przedsiębiorstwa podlega cyklowi, co wiąże się z przechodzeniem w kolejne stadia (fazy) rozwoju, a wzrost organizacji nie odbywa się w sposób liniowy – okresy stabilnego wzrostu przecinane są okresami zawirowań¹⁴⁴. Każde przedsiębiorstwo napotyka na swojej drodze kryzysy, które mogą doprowadzić do jego upadku lub rozwoju.

W literaturze przedmiotu znaleźć można wiele modeli wzrostu przedsiębiorstwa. Zdaniem Larry'ego Greinera¹⁴⁵ rozwój określonego podmiotu uzależniony będzie przede wszystkim od takich czynników jak wiek organizacji, jej wielkość, etap ewolucji (okres wzrostu przedsiębiorstwa bez poważnych zakłóceń), etap rewolucji (okres zakłóceń rozwoju i turbulentnych zmian), stopa wzrostu branży.

143 World Bank Group. *Global economic prospects*. Washington 2022, <http://hdl.handle.net/10986/37224>, data dostępu: 5.12.2022; Orłowski, W. M. *Czy świat idzie w stronę stagflacji*. „Rzeczpospolita” 2022, <https://www.rp.pl/opinie-ekonomiczne/art37308511-witold-m-orlowski-czy-swiat-idzie-w-strone-stagflacji>, data dostępu: 5.12.2022.

144 Greiner, L. E. *Evolution and revolution as organizations grow*. W: Asch, D., Bowman, C. (red.). *Readings in strategic management*. Palgrave, London 1989, s. 373–387.

145 *Ibidem*.



Wykres 3. Pięć faz wzrostu organizacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie Greiner, L. E., *Evolution and revolution as organizations grow*. W: Asch, D., Bowman, C. (red.). *Readings in strategic management*. Palgrave, London 1989, s. 373–387.

Greiner¹⁴⁶ wyróżnia co najmniej pięć faz rozwoju, podczas których występuje wzrost o charakterze ewolucyjnym, a po nim gwałtowne zmiany rewolucyjne (kryzys) (wykres 3). Kryzys wymusza zmiany organizacyjne, dzięki którym odpowiednio zarządzane przedsiębiorstwo może przenieść się na wyższy etap rozwoju. Kluczowym zadaniem podczas „rewolucji” jest ustalenie nowego zestawu praktyk organizacyjnych, który stanie się podstawą zarządzania w kolejnym okresie „ewolucji”. Co ważne, każda faza jest zarówno efektem poprzedniej fazy, jak i przyczyną kolejnej. Rozwiązania, które pomagają zwalczyć jeden kryzys, stanowią podłoże kolejnego. Z tego powodu przebieg kolejnych faz oraz podejmowane decyzje determinują cykl życia przedsiębiorstwa.

¹⁴⁶ *Ibidem*.

Każdemu ewolucyjnemu etapowi rozwoju odpowiada dominujący styl zarządzania, podczas gdy każdej rewolucji odpowiada dominujący problem związany z zarządzaniem. Przykładowo początkowy etap ewolucyjnego wzrostu – kreatywność – charakteryzuje się m.in. nastawieniem na tworzenie i sprzedaż produktu, marginalizowaniem znaczenia obszaru zarządzania, częstą i nieformalną komunikacją pracowników czy długimi godzinami pracy i skromnym wynagrodzeniem. Po tym etapie pojawia się kryzys przywództwa, gdy w wyniku wzrostu skali działalności dotychczasowe rozwiązania organizacyjne i wiedza okazują się niewystarczające i pojawiają się nowe obowiązki związane z kierowaniem organizacją. Rozwiązaniem może być znalezienie menedżera, który zostanie zaakceptowany przez właścicieli oraz rozwiąże problemy związane z kierowaniem firmą, zaś barierą niechęć właścicieli do oddania kierownictwa. Jeżeli kryzys zostanie przezwyciężony, rozpocznie się kolejny etap „ewolucji” – wzrost przez kierowanie¹⁴⁷.

Katalog przedstawionych faz nie jest zamknięty, a opisany model nie ma skończonego charakteru. Wzrost organizacji związany jest z ciągłą walką o przetrwanie. Kryzys oddziela od siebie odmienne jakościowo fazy i może prowadzić do wzrostu organizacji, jednak nieumiejętne przechodzenie przez pojawiające się trudności może doprowadzić do upadłości podmiotu. Można także zauważyć, że potencjalne przyczyny upadku przedsiębiorstw mogą być różne w zależności m.in. od ich stażu (wieku). Znajduje to potwierdzenie w badaniach innych autorów. Stewart Thornhill i Raphael Amit¹⁴⁸ wskazują, że młode firmy upadają najczęściej ze względu na niedostatki w zakresie wiedzy menedżerskiej i umiejętności w zakresie zarządzania finansami, zaś przedsiębiorstwa dojrzałe upadają, gdy nie potrafią dostosować się do zmieniającego się otoczenia.

Rozważając przebieg samego upadku przedsiębiorstwa, można stwierdzić, że inaczej będzie on wyglądał w przypadku przedsiębiorstw młodych, a inaczej w przypadku dojrzałych. John Argenti¹⁴⁹ wyróżnił trzy trajektorie niepowodzenia przedsiębiorstw w zależności od ich stażu – dla przedsiębiorstw nowo założonych, o niewielkim stażu oraz dojrzałych. Przedsiębiorstwa rozpoczynające działalność z powodu błędów w zarządzaniu nie są w stanie przetrwać na tyle długo, by przejść wczesne fazy rozwoju i zazwyczaj nie są rentowne. Młode firmy – o niewielkim stażu – często prowadzone są przez ambitnych właścicieli, którzy jednak mają dużą skłonność do ryzyka. W takich podmiotach upadek następuje po szybkim i niekontrolowanym wzroście. Dojrzałe przedsiębiorstwa, które już od pewnego czasu funkcjonują na rynku, upadają ze względu na brak motywacji i niedostrzeżenie

147 *Ibidem*.

148 Thornhill, S., Amit, R. *Learning about failure: Bankruptcy, firm age, and the resource-based view*. „Organization Science” 2003, nr 14(5), s. 497–509.

149 Argenti, J. *Corporate collapse: The causes and symptoms*. McGraw-Hill, Berkshire 1976. Za: Ropęga, J. *Ścieżki niepowodzeń gospodarczych: redukcja zagrożenia niepowodzeniem jako element strategii małej firmy*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013, s. 116.

zmian w otoczeniu. Jak wskazuje Jarosław Ropega¹⁵⁰, Argenti rozpoczął analizy dotyczące ścieżek prowadzących do upadku przedsiębiorstw, a kolejni badacze często nawiązywali do stworzonego przez niego opisu. Przykładem może być klasyfikacja według Billa Richardsona, Sonny'ego Nwankwo i Susan Richardson¹⁵¹, w której pierwsze trzy typy wyróżnionych ścieżek niepowodzenia odpowiadają klasyfikacji Argenti (kijanka – ang. *tadpole* – to nieudany start-up; utopiona żaba – ang. *drowned frog* – przedsiębiorstwo o niewielkim stażu, prowadzone przez zbyt ambitnego właściciela; ugotowana żaba – ang. *boiled frog* – dojrzałe przedsiębiorstwo, które nie zauważa zmian w otoczeniu; ropucha – ang. *bullfrog* – przedsiębiorstwo o nadmiernej wewnętrznej konsumpcji).

Ważnym nurtem badawczym analizy cyklów organizacyjnych w światowej literaturze przedmiotu jest ekologia organizacji, koncentrująca się na procesie selekcji przedsiębiorstw¹⁵². W ramach tego nurtu powstały koncepcje przetrwania i rozwoju przedsiębiorstw, wiążące cechy strukturalne przedsiębiorstw (np. ich wielkość, wiek) z prawdopodobieństwem ich przetrwania bądź upadku. Przykładem takiego podejścia jest teoria *liability of newness*, według której młode przedsiębiorstwa są bardziej narażone na upadłość niż dojrzałe podmioty¹⁵³. Z teorią tą blisko związana jest koncepcja *liability of smallness*, według której małe przedsiębiorstwa mają mniejsze szanse na przetrwanie niż przedsiębiorstwa duże w tym samym wieku¹⁵⁴. Z kolei zgodnie z teorią *liability of adolescence* prawdopodobieństwo upadku jest relatywnie niewielkie na początku istnienia firmy, następnie wzrasta, by po pewnym czasie ponownie spaść¹⁵⁵.

W literaturze przedmiotu przedstawiono również inne propozycje modeli wzrostu przedsiębiorstwa. Na wykresie 4 zaprezentowano wartość przedsiębiorstwa w zależności od fazy cyklu życia organizacji.

150 Ropega, J. *Ścieżki niepowodzeń gospodarczych...*, s. 116.

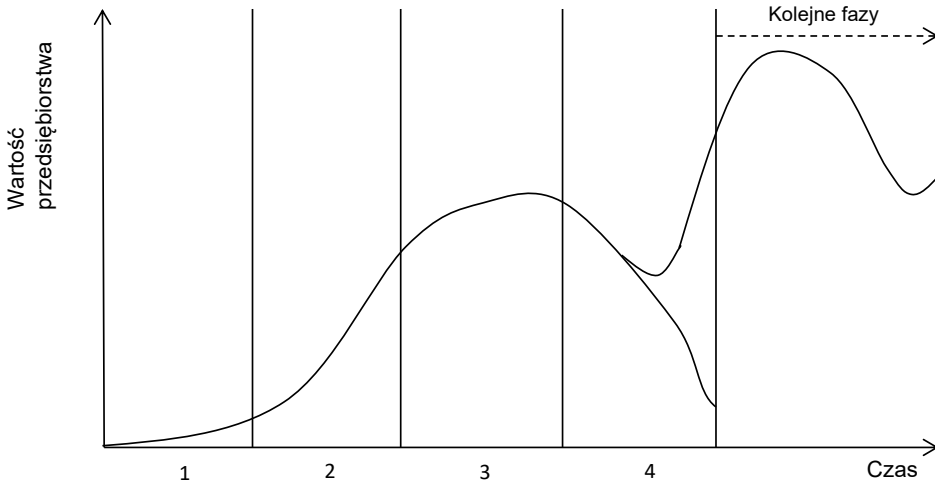
151 Szerzej: Richardson, B., Nwankwo, S., Richardson, S. *Understanding the causes of business failure crises: generic failure types: Boiled frogs, drowned frogs, bullfrogs and tadpoles*. „Management Decision” 1994, nr 32(4), s. 9–22.

152 Hannan, M. T., Freeman, J. *The population ecology of organizations*. „American Journal of Sociology” 1977, nr 82(5), s. 929–964.

153 Por. Thornhill, S., Amit, R. *Learning about failure...*, s. 497–509; Evans, D. S. *The relationship between firm growth, size, and age: Estimates for 100 manufacturing industries*. „The Journal of Industrial Economics” 1987, nr 35(4), s. 567–581; Freeman, J., Carroll, G. R., Hannan, M. T. *The liability of newness: Age dependence in organizational death rates*. „American Sociological Review” 1983, nr 48(5), s. 692–710.

154 Weyh, A. *What characterizes successful start-up cohorts?* W: Fritsch, M., Schmude, J. (red.). *Entrepreneurship in the region*. Springer Science & Business Media, New York 2007, s. 63.

155 Fichman, M., Levinthal, D. A. *Honeymoons and the liability of adolescence: A new perspective on duration dependence in social and organizational relationships*. „Academy of Management Review” 1991, nr 16(2), s. 442–468.



Faza 1 – Założenie przedsiębiorstwa, zgromadzenie odpowiednich zasobów i rozpoczęcie działalności.

Faza 2 – Wzrost przedsiębiorstwa.

Faza 3 – Stagnacja w działalności przedsiębiorstwa.

Faza 4 – Kryzys przedsiębiorstwa lub jego upadłość.

Wykres 4. Typowy cykl życia przedsiębiorstwa

Źródło: Prusak, B. *Ekonomiczna analiza upadłości przedsiębiorstw – ujęcie międzynarodowe*. CeDeWu, Warszawa 2011, s. 53.

W modelu tym można odnaleźć podobieństwa do modelu Greinera. Kryzys jest postrzegany jako moment przełomowy, który prowadzić może do upadku przedsiębiorstwa lub stanowić etap pośredni w dalszym wzroście przedsiębiorstwa, a model nie ma skończonego charakteru.

Przedstawione teorie nie stanowią wyczerpującego katalogu funkcjonujących w literaturze opisów niepowodzenia gospodarczego. Ropęga¹⁵⁶ zauważa, że różnorodne zestawienia opisu ścieżki niepowodzenia gospodarczego z jej przyczynami oraz symptomami funkcjonujące w literaturze są użyteczne, jednak trudno porównywalne. Przedstawia on natomiast uproszczoną, graficzną ilustrację punktów wspólnych na modelowych ścieżkach niepowodzenia gospodarczego (rysunek 3).

przyczyny ⇒ problemy wtórne ⇒ kryzys ⇒ niepowodzenie

Rysunek 3. Główne etapy ścieżki niepowodzenia gospodarczego

Źródło: Ropęga, J. *Ścieżki niepowodzeń gospodarczych: redukcja zagrożenia niepowodzeniem jako element strategii małej firmy*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013, s. 110.

¹⁵⁶ Ropęga, J. *Ścieżki niepowodzeń gospodarczych...*, s. 110.

Zdaniem Ropęgi¹⁵⁷ każde niepowodzenie poprzedzone jest przyczynami, które niezauważone przez zarządzających prowadzą do problemów wtórnych, obejmujących szerokie spektrum zjawisk, często interpretowanych jako główne powody niepowodzenia. Brak zidentyfikowania rzeczywistych przyczyn prowadzi do niewłaściwych decyzji, co z kolei pogłębia sytuację kryzysową. Pojawiają się symptomy kryzysu, które wpływają na jakość relacji z otoczeniem, pracownikami czy problemy z utrzymaniem płynności. W przypadku braku odpowiednich działań ostatnim etapem jest niepowodzenie.

Zauważyć można, że w literaturze przedmiotu kryzys jest rozpatrywany jako naturalny element życia organizacji. Może przebiegać w różny sposób i wynikać z odmiennych przyczyn, a przedsiębiorstwa są na niego narażane w niejednakowym stopniu. Czynniki determinujące wystąpienie i przebieg kryzysu są chociażby wiek czy wielkość organizacji oraz etap życia, na którym się znajduje. Przetrwanie natomiast zależy będzie przede wszystkim od decyzji kadry kierowniczej, umiejętności zarządzania oraz dostosowywania się do zmiennych warunków.

1.3.2. Płynność i wypłacalność w kontekście funkcjonowania bądź upadku przedsiębiorstwa

W tradycyjnym ujęciu cele zarządzania przedsiębiorstwem można podzielić ze względu na znaczenie dla firmy na pierwotne i wtórne. Celem pierwotnym jest przetrwanie przedsiębiorstwa, które działając w turbulentnych warunkach (przy zmieniających się potrzebach konsumentów, występujących zmianach technologicznych etc.), jest narażone na powstawanie i kumulowanie się strat, a w efekcie na upadłość. Celem wtórnym jest zaś rozwój, bez którego przedsiębiorstwo w dłuższym okresie nie byłoby w stanie wygospodarować środków na dostosowanie się do zmieniającego się rynku, zapewnienie i ciągle zwiększanie korzyści dla właścicieli i pracowników¹⁵⁸.

Według ekonomii klasycznej i neoklasycznej za główny cel działalności przedsiębiorstwa uznaje się maksymalizację zysku, przy czym zysk najczęściej rozumiany jest tu jako zysk netto. Pamiętać jednak należy, że podejście to jest dość ostro krytykowane w literaturze¹⁵⁹. Nieco nowsze podejście zakłada odejście od oceny efektywności gospodarowania tylko na podstawie mierników księgowych, co przekłada się na zwiększenie roli mierników rynkowych i strategii zarządzania

157 *Ibidem*, s. 110–115.

158 Wędzki, D. *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa – przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 16–17.

159 *Ibidem*, s. 19–21; Paździor, A. *Mankamenty zysku księgowego jako miernika oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa*. „Przegląd Organizacji” 2008, nr 4, s. 36–39.

nastawionej na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy¹⁶⁰. Na tej podstawie za nadrzędny cel działalności przedsiębiorstwa, z punktu widzenia literatury finansowej i ekonomicznej, uważa się raczej maksymalizację jego wartości dla właścicieli (ang. *shareholder wealth maximization*, SWM)¹⁶¹. Założenie o maksymalizacji wartości dla właścicieli jako nadrzędnym celu działalności jest jednak również poddawane szerokiej krytyce, głównie ze względu na aspekty etyczne¹⁶². Znaczenia nabierają natomiast zagadnienia związane ze społeczną odpowiedzialnością biznesu (ang. *corporate social responsibility*, CSR). John Elkington w 1994 r. opracował koncepcję TBL lub 3BL (ang. *triple bottom line*), która obejmuje trzy wymiary działalności przedsiębiorstwa – 3P (ang. *planet* – planeta, ang. *people* – ludzie, ang. *profit* – zysk). Według tej koncepcji przedsiębiorstwa powinny dążyć do zachowania równowagi pomiędzy zyskowością a interesem ekologicznym i społecznym¹⁶³. Sam twórca koncepcji po 25 latach od jej sformułowania stwierdził, że zarządzający przedsiębiorstwami wciąż dokładają o wiele więcej starań do celów związanych z zyskowością niż ze społeczeństwem czy środowiskiem¹⁶⁴.

Jakkolwiek nie byłby sformułowany cel główny przedsiębiorstwa, bezspornym jest, że aby przedsiębiorstwo mogło w jak najdłuższym okresie go realizować, musi ono istnieć. Podobnego zdania jest Konrad Stępień¹⁶⁵, który wskazuje, że przedsiębiorstwo prywatne powinno w zasadzie realizować dwa cele jednocześnie: maksymalizować bogactwo dla właścicieli i zapewniać sobie przetrwanie.

Na podstawie definicji podawanych w literaturze ekonomicznej, przedstawionych w podrozdziale 1.1, stwierdzono, że w dyskursie naukowym brak jest pełnego konsensusu co do znaczenia upadłości. Jak zostało wskazane w podrozdziale 1.3.1, upadłość ekonomiczna następuje w wyniku narastania sytuacji kryzysowej w przedsiębiorstwie i nieumiejętnego radzenia sobie z kryzysem. Na gruncie przepisów prawa główna przesłanka stwierdzenia upadłości to zaistnienie niewypłacalności. Niewypłacalność może odnosić się do braku zdolności do spłaty wymagalnych zobowiązań pieniężnych, a więc z ekonomicznego punktu widzenia dotyczy problemu

160 Jaki, A., Cwiąg, W. *Ryzyko upadłości przedsiębiorstwa a wartość dla akcjonariuszy*. „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2016, nr 4 (82), cz. 2: *Rynek kapitałowy i wycena przedsiębiorstw*, s. 383–394.

161 Windsor, D. *Shareholder wealth maximization*. W: Boatright, J. R. *Finance ethics: Critical issues in theory and practice*. John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2010, s. 435–455.

162 Szerzej: *ibidem*; Jones, T. M., Felps, W. *Shareholder wealth maximization and social welfare: A utilitarian critique*. „Business Ethics Quarterly” 2013, nr 23(2), s. 207–238; Dobson, J. *Is shareholder wealth maximization immoral?* „Financial Analysts Journal” 1999, nr 55(5), s. 69–75.

163 Slaper, T. F., Hall, T. J. *The triple bottom line: What is it and how does it work*. „Indiana Business Review” 2011, nr 86(1), s. 4–8.

164 Elkington, J. *25 years ago I coined the phrase „triple bottom line.” Here’s why it’s time to rethink it*. „Harvard Business Review” 2018, nr 25, s. 2–5.

165 Stępień, K. *Rentowność a wypłacalność...*, s. 41–42.

braku płynności finansowej oraz zjawiska zatorów płatniczych¹⁶⁶ (ujęcie płynnościowe niewypłacalności), lub do nadmiernego zadłużenia (ujęcie zadłużeniowe).

Jak zostało wykazane w podrozdziale 1.1, płynność finansowa zazwyczaj utożsamiana jest z krótkim okresem, zaś wypłacalność ocenia się w dłuższej perspektywie. Przejściowe problemy z płynnością finansową nie oznaczają jeszcze niewypłacalności, ale gdy utrzymują się przez dłuższy czas, mogą się w nią przerodzić. Brak płynności finansowej (w rozumieniu zdolności do regulowania bieżących zobowiązań krótkoterminowych) jest zagrożeniem dla działalności gospodarczej i jednym z kryteriów oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa¹⁶⁷.

Zdaniem Włodzimierza Wąsowskiego¹⁶⁸ w kontekście przetrwania utrzymanie płynności finansowej (zdolności płatniczej) w przedsiębiorstwie ma pierwszeństwo nad zapewnieniem rentowności. Upadłość następuje przede wszystkim w wyniku utraty płynności finansowej, a nie braku zysku. Wysoka rentowność nie gwarantuje utrzymania płynności finansowej na odpowiednim poziomie, gdyż zysk jest ujmowany według zasady memoriałowej, nie zaś kasowej. Do podobnych wniosków doszedł Jacek Jaworski¹⁶⁹, badając mikroprzedsiębiorstwa. Uznał on, że utrzymanie zdolności do regulowania zobowiązań krótkoterminowych stanowi kluczowy cel finansowy tego typu podmiotów, jako że utrata płynności finansowej stanowi najczęstszy powód ich upadłości. Dodatkowo Wąsowski¹⁷⁰ zaznacza, że płynność finansowa powinna być utrzymana na optymalnym, nie zaś maksymalnym poziomie. Jego zdaniem zagrożeniem dla funkcjonowania podmiotu gospodarczego może być nie tylko brak płynności finansowej, ale i nadpłynność, która oznacza brak efektywnego wykorzystania zasobów.

Należy jeszcze raz wyraźnie podkreślić, że dopiero trwała utrata zdolności do regulowania zobowiązań bieżących oznacza niewypłacalność. Konsekwencje utraty płynności finansowej mogą być mniej lub bardziej dotkliwe, w zależności od czasu trwania i skali problemów. Mogą mieć zarówno wymiar finansowy, jak i wizerunkowy¹⁷¹. Chroniczny brak płynności finansowej powoduje szereg negatywnych skutków, powiązanych ze sobą zależnościami o charakterze przyczynowo-skutkowym, które w efekcie mogą doprowadzić do upadłości podmiotu¹⁷². Relacje między płynno-

166 Sierakowski, B. *Ustawa z 15 maja...*, s. c1–c8.

167 Nahotko, S. *Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach zagrożenia...*, s. 34.

168 Wąsowski, W. *Istota i warunki utrzymania płynności finansowej*. „Przegląd Corporate Governance” 2011, nr 1(25), s. 29–44.

169 Jaworski, J. *Pomiar i analiza przyczynowa płynności finansowej w polskim mikroprzedsiębiorstwie*. „Przegląd Organizacji” 2009, nr 7–8, s. 49–52.

170 Wąsowski, W. *Istota i warunki utrzymania płynności...*, s. 29–44.

171 Adamska, A. *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa – podstawowe zagadnienia*. W: Fierla, A. (red.). *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw. Wybrane aspekty*. SGH, Warszawa 2009, s. 11–21.

172 Nahotko, S. *Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach zagrożenia...*, s. 34.

ścią finansową i upadłością można przedstawić w układzie faz kryzysu i upadku przedsiębiorstwa¹⁷³. Można wskazać na następujące etapy kryzysu finansowego¹⁷⁴:

- utrata zdolności płatniczej – przedsiębiorstwo nie jest w stanie finansować swojej działalności ani prowadzić gospodarki finansowej;
- niewypłacalność – następuje trwała utrata zdolności płatniczej (przedsiębiorstwo nie jest w stanie pokryć zobowiązań, których kwota przekracza wartość majątku);
- upadłość – orzeczenie sądu o rozwiązaniu działalności przedsiębiorstwa.

Utrata płynności finansowej pogarsza pozycję rynkową przedsiębiorstwa zarówno po stronie dostaw, jak i sprzedaży. Dostawcy żądają przedpłat i płatności gotówkowych lub stosują restrykcyjną politykę w zakresie udzielania kredytu kupieckiego. W efekcie przedsiębiorstwo nie jest w stanie kredytować swoich odbiorców, co może przełożyć się na spadek sprzedaży i rentowności. Kredytodawcy mogą zacząć ograniczać kredytowanie. Kredyty udzielane na przywrócenie płynności często będą wysoko oprocentowane ze względu na zwiększone ryzyko kredytowe. Przedsiębiorstwo traci zdolność do elastycznego doboru źródeł finansowania. Dotyczy to również kredytu kupieckiego. Przedsiębiorstwo, które zmuszone jest dokonywać płatności gotówkowych, kupuje potrzebne mu surowce w małych i nieracjonalnych partiach, przez co traci upusty ilościowe. Niekiedy korzysta przy zakupach z usług pośredników, kompensując kwoty za dostawy wyrobami gotowymi. Pośrednicy narzucają warunki dostaw i realizują wysokie marże. Ostatecznie następuje utrata zdolności do obsługi dotychczasowych długów i zaciągania nowych. Akcjonariusze nie są skłonni do objęcia nowej emisji akcji. Następuje odcięcie od dopływu źródeł finansowania, a więc brak jest środków na sfinalizowanie trwających inwestycji i rozpoczęcie nowych¹⁷⁵.

Zdaniem Antonowicza¹⁷⁶ płynność finansowa może mieć nadrzędne znaczenie dla oceny zagrożenia przedsiębiorstw upadłością, choć katalog źródeł upadłości jest oczywiście znacznie szerszy. Autor ten, przedstawiając patologiczną ścieżkę rozwoju sytuacji kryzysowej, wyróżnia następujące etapy na drodze ku bankructwu dłużnika:

- pojawienie się niezauważonych i bagatelizowanych symptomów kryzysogennych – rozwój i eskalacja sytuacji kryzysowej;
- brak reakcji ze strony organizacji – przerodzenie się sytuacji kryzysowej w kryzys właściwy;
- utratę wiarygodności przedsiębiorstwa w opinii interesariuszy, skutkującą problemami z utrzymaniem właściwego poziomu środków pieniężnych;

173 Wypych, M. *Płynność finansowa i zatory płatnicze w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw na tle zmian unormowań prawnych*. „Przedsiębiorczość i Zarządzanie” 2015, nr 16(12), cz. 2, s. 187–203.

174 Klepka, R. *Specyfika kryzysu finansowego w przedsiębiorstwie*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2013, nr 32, s. 139–152.

175 Sierpińska, M., Jachna, T. *Ocena przedsiębiorstwa...*, s. 161–162.

176 Antonowicz, P. *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw...*, s. 68, 202–204.

- przerodzenie się okresowej utraty płynności w niewypłacalność przedsiębiorstwa – ekonomiczne bankructwo podmiotu.

W kolejnych etapach następuje stwierdzenie niewypłacalności przez sąd i przedsiębiorstwo może zostać poddane reorganizacji bądź zostać zlikwidowane¹⁷⁷. Jak stwierdzono, problemy z płynnością mogą przełożyć się na niewypłacalność podmiotów i doprowadzić do ich upadłości. Co więcej, niewypłacalność jednego przedsiębiorstwa może rozprzestrzeniać się na podmioty z jego otoczenia.

Symptomami utraty płynności finansowej, rozumianej jako zdolność do terminowego regulowania zobowiązań, według Nahotko są¹⁷⁸:

- nieregularność w płaceniu zobowiązań,
- powstawanie zatorów płatniczych,
- brak możliwości elastycznego podejmowania decyzji,
- pogarszanie się pozycji rynkowej przedsiębiorstwa.

Płynność finansowa rozpatrywana jest w odniesieniu do pojedynczego przedsiębiorstwa, natomiast pojęcie zatorów płatniczych odnosi się do grupy przedsiębiorstw będących dla siebie kontrahentami. Wskutek skumulowania zadłużeń i przechodzenia ich na kolejnych kontrahentów, powstaje łańcuch wzajemnych zaległości płatniczych, czyli zatory płatnicze. Zatory płatnicze definiowane mogą być więc jako sytuacja, gdy podmioty gospodarcze nie mogą regulować terminowo swoich zobowiązań ze względu na opóźnienia w spłynie należności¹⁷⁹. Skutki zatorów odczuwają nawet przedsiębiorstwa, które do tej pory dobrze prosperowały. W efekcie nieotrzymania zapłaty od swoich odbiorców tracą one płynność finansową¹⁸⁰. Zatory płatnicze przekładają się na niemożność terminowej zapłaty kontrahentom i pracownikom¹⁸¹. W głównej mierze to one mają wpływ na narastanie problemów finansowych, które w efekcie prowadzą do zagrożenia upadłością¹⁸². Mirosław Wypych¹⁸³ zauważa, że poza brakiem otrzymania zapłaty od kontrahenta źródłem powstawania zatorów płatniczych są także generowane straty i mentalność przedsiębiorców (kredytowanie się kosztem innych).

Wskazuje się, że zatory płatnicze wiążą się także z dodatkowymi kosztami prowadzenia działalności, tj. koniecznością uzyskania alternatywnych źródeł finansowania oraz obsługi przeterminowanych należności oraz osłabieniem inwestycji w wyniku odłożenia ich w czasie czy ryzykiem utraty reputacji, szczególnie w kontekście relacji

177 *Ibidem*, s. 68.

178 Nahotko, S. *Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach zagrożenia...*, s. 32–34.

179 Grodzka, D. *Zatory płatnicze jako bariera rozwoju przedsiębiorstw (MSP)*. „Studia BAS” 2007, nr 9: *Varia: z prac Biura Analiz Sejmowych*, s. 81–100.

180 *Ibidem*.

181 Wypych, M. *Płynność finansowa i zatory płatnicze...*, s. 187–203.

182 Antonowicz, P. *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw...*, s. 136.

183 Wypych, M. *Płynność finansowa i zatory płatnicze...*, s. 187–203.

handlowych pomiędzy przedsiębiorstwami polskimi i zagranicznymi¹⁸⁴. Oszacowano, że w 2015 r. koszty związane z opóźnieniami w płatnościach dla przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce wyniosły ponad 100 mld zł. Z najwyższym udziałem kosztów wynikających z opóźnień w kosztach ogółem musiały się mierzyć firmy z branży budowlanej i telekomunikacyjnej (ponad 8%). Dodatkowo udział kosztów opóźnień w ogóle kosztów malał wraz ze wzrostem wielkości przedsiębiorstwa – najwyższy udział kosztów opóźnień wykazywały przedsiębiorstwa mikro (8%), a najmniejszy duże (3%)¹⁸⁵. Mając na uwadze znaczenie, jakie mają zatory płatnicze dla polskiej gospodarki oraz dla funkcjonowania przedsiębiorstw, w 2020 r. ustawodawca wprowadził w życie Ustawę z dnia 19 lipca 2019 r. o zmianie niektórych ustaw w celu ograniczenia zatorów płatniczych, wprowadzającą szereg rozwiązań prawnych, mających na celu ograniczenie tego problemu¹⁸⁶.

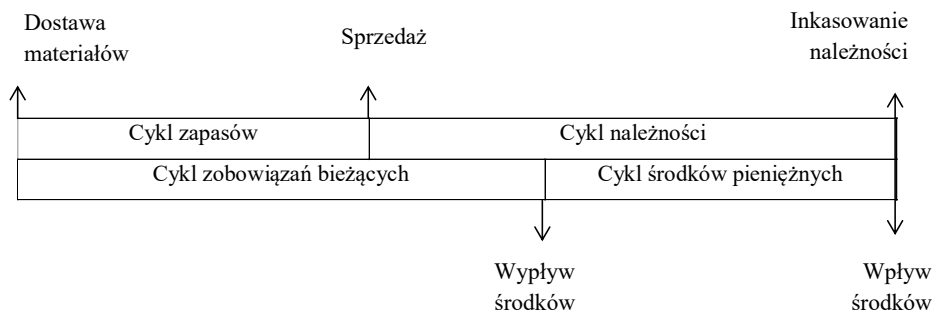
Zatory płatnicze są ściśle związane z korzystaniem z tzw. kredytu kupieckiego (handlowego), polegającego na odroczonym terminie sprzedaży. Każda odroczone płatność powoduje wzrost ryzyka związanego z nieterminowym jej regulowaniem. Pojęcie zatorów płatniczych można więc odnieść do sytuacji, gdy ze względu na błędy w zarządzaniu aktywami obrotowymi występują problemy z terminowym regulowaniem zobowiązań lub/i wpływem należności. Zatory płatnicze wynikają więc z dysfunkcji w zakresie kontroli nad cyklem konwersji gotówki¹⁸⁷ (cyklem środków pieniężnych), tj. okresem, który upływa od momentu wypływu środków pieniężnych na zakup zapasów (moment spłaty zobowiązań) do momentu wpływu środków ze sprzedaży (moment wpływu należności). Poniższy rysunek prezentuje kształtowanie cyklu konwersji gotówki przez cykl rotacji zapasów, cykl inkasa (rotacji) należności oraz cykl rotacji zobowiązań (rysunek 4).

184 Ministerstwo Przedsiębiorczości i Technologii. *Zatory płatnicze w Polsce. Zielona księga*. 2018, <https://www.gov.pl/web/rozwoj-technologie/zielona-ksiega-nt-zatorow-platniczych>, data dostępu: 7.04.2022.

185 Białowski, P., Łaszek, A. *Zatory płatnicze: duży problem dla małych firm*. Forum Obywatelskiego Rozwoju, 2017, https://for.org.pl/pliki/artykuly/5166_for10lat-raport-www.pdf, data dostępu: 7.04.2022.

186 Ustawa z dnia 19 lipca 2019 r. o zmianie niektórych ustaw w celu ograniczenia zatorów płatniczych, Dz.U. 2019 poz. 1649.

187 Antonowicz, P. *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw...*, s. 136.



Rysunek 4. Cykl konwersji gotówki

Źródło: Sierpińska, M., Jachna, T. *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 160.

Przedsiębiorstwo powinno dążyć do skrócenia cyklu rotacji zapasów (tj. minimalizacji okresu zamrażania kapitału w postaci zapasów) i cyklu rotacji należności (tj. jak najszybszego spływu należności). W zakresie zarządzania cyklem rotacji zobowiązań dla przedsiębiorstwa korzystne będzie jego wydłużenie, gdyż późniejsza spłata zobowiązań oznacza możliwość obracania wolnymi środkami. Należy jednak pamiętać, że nadmierna kumulacja zobowiązań i wydłużanie terminu spłaty mogą skutkować negatywnymi konsekwencjami¹⁸⁸. Badania Marcina Kaczorowskiego¹⁸⁹ pokazały, że przedsiębiorstwa wykazujące problemy z płynnością maksymalnie wydłużają termin spłaty swoich zobowiązań, gdyż mają problem z ich regulowaniem.

Pomimo iż z zasady skracanie się cyklu konwersji gotówki jest odczytywane pozytywnie, to jednak nie zawsze musi być ono korzystne. Działania zmierzające do skrócenia cyklu konwersji gotówki poprzez skracanie cyklu zapasów mogą powodować, że przedsiębiorstwo zostanie postawione w sytuacji niedoborów zapasów, restrykcyjna polityka względem odbiorców zniechęci niektórych kontrahentów (w tym również tych rzetelnie wywiązujących się z płatności), a wydłużanie cyklu zobowiązań spowoduje utratę reputacji wśród dostawców¹⁹⁰.

Wobec powyższego należy zachować ostrożność interpretacyjną i przeanalizować poszczególne składowe cyklu konwersji gotówki. W celu oceny cyklu środków pieniężnych należałoby chociażby ustalić czasową strukturę zobowiązań. W przypadku występowania wysokiego poziomu zobowiązań przeterminowanych cykl konwersji

188 Antonowicz, P. *Składowe Cyklu Konwersji Gotówki na trzy lata przed ogłoszeniem upadłości polskich przedsiębiorstw*. W: Morawska, S. (red.). *Ekonomia i prawo upadłości przedsiębiorstw – zarządzanie przedsiębiorstwem w kryzysie*. Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2012, s. 100–111.

189 Kaczorowski, M. *Cykl konwersji gotówki a upadłość przedsiębiorstw*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2012, nr 30, s. 169–180.

190 Nobanee, H., Al Hajjar, M. *An optimal cash conversion cycle*. „International Research Journal of Finance and Economics” 2014, nr 3(120), s. 13–22.

gotówki może przyjmować nawet wartości ujemne¹⁹¹. Taka sytuacja charakteryzuje często przedsiębiorstwa zbliżające się do upadłości, w których okres spłaty zobowiązań wydłuża się w sposób, który nie jest już akceptowalny dla kontrahentów¹⁹².

Cykl konwersji gotówki jest związany z kapitałem pracującym (ang. *working capital*), nazywanym też kapitałem obrotowym netto. Kapitał pracujący stanowi bufor bezpieczeństwa czy też płynną rezerwę, która może zostać użyta w przypadku, gdy środki pieniężne są zamrożone na okres dłuższy niż zakładano (np. w przypadku braku spływu należności na czas czy problemów ze spieniężeniem zapasów)¹⁹³. Kapitał pracujący stanowi miernik płynności finansowej przedsiębiorstwa. Może być on ustalany jako¹⁹⁴:

- różnica pomiędzy aktywami obrotowymi a zobowiązaniami bieżącymi,
- różnica pomiędzy kapitałem stałym, na który składają się kapitał własny i zobowiązania długoterminowe, a aktywami trwałymi.

Pierwsze podejście nazywane jest w literaturze bilansowym (księgowym), zaś drugie finansowym (kapitałowym)¹⁹⁵, choć nazewnictwo to jest niekiedy krytykowane¹⁹⁶. Można więc powiedzieć, że kapitał pracujący obrazuje kwotę kapitałów stałych finansujących aktywa obrotowe. Dodatni kapitał pracujący świadczy o bezpieczeństwie sytuacji płatniczej przedsiębiorstwa, a jego spadek o pogorszeniu płynności finansowej¹⁹⁷. Ujemny kapitał pracujący oznacza natomiast, że kapitał stały nie pokrywa w pełni aktywów trwałych, co zazwyczaj interpretowane jest negatywnie, choć w niektórych przypadkach, jak np. w przypadku sieci handlowych, może to być zjawisko powszechne ze względu na specyfikę działalności¹⁹⁸.

Niewypłacalność może być rozumiana nie tylko jako trwała utrata zdolności do terminowego regulowania zobowiązań krótkoterminowych, ale także jako niewypłacalność bilansowa – występuje ona w sytuacji nadwyżki zobowiązań nad wartością majątku. Aby zaistniała sytuacja niewypłacalności bilansowej, konieczne jest wystąpienie ujemnego kapitału własnego¹⁹⁹ (wartość kapitału własnego odpowiada

191 Sierpińska, M., Jachna, T. *Ocena przedsiębiorstwa...*, s. 160.

192 Antonowicz, P. *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw...*, s. 222.

193 Pawlonka, T. *Płynność finansowa a wielkość kapitału obrotowego w wybranych przedsiębiorstwach branży mięsnej*. „*Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*” 2011, nr 92, s. 115–128.

194 Por. Ostaszewski, J. *Kapitał obrotowy netto w przedsiębiorstwie i metody jego pomiaru*. W: Ostaszewski, J. (red.). *O nowy ład finansowy w Polsce. Rekomendacje dla animatorów życia gospodarczego*. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2015, s. 185–195; Gołębiowski, G. *Rola kapitału obrotowego i jego wpływ na zarządzanie finansami przedsiębiorstw*. www.golebiowski.stansat.pl/publikacje_g/rola%20KON.pdf, data dostępu: 7.07.2017.

195 Gołębiowski, G. *Rola kapitału obrotowego i jego wpływ...*

196 Por. Ostaszewski, J. *Kapitał obrotowy netto w przedsiębiorstwie...*, s. 185–195.

197 Gołaś, Z., Witczyk, A. *Pojęcie i metody oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa*. „*Journal of Agribusiness and Rural Development*” 2010, nr 1(15), s. 81–95.

198 Gołębiowski, G. *Rola kapitału obrotowego...*

199 Antonowicz, P. *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw...*, s. 138.

wartości aktywów netto, a więc różnicy między aktywami podmiotu a jego zobowiązaniami²⁰⁰. Kapitał własny jest ważną kategorią ekonomiczną w funkcjonowaniu przedsiębiorstw, jako że jest podstawą finansowania działalności gospodarczej i zapewnia jej bezpieczeństwo oraz pełni funkcję gwarancyjną dla wierzycieli²⁰¹. Wystąpienie ujemnego kapitału własnego odbierane jest jako symptom zagrożenia kontynuacji działalności²⁰². Także ujemna dynamika kapitału własnego utożsamiana jest zazwyczaj z zagrożeniem funkcjonowania. Z tego powodu wskaźniki wykorzystujące wartość kapitału własnego często stosowane są w modelach predykcji upadłości przedsiębiorstw²⁰³.

Należy zwrócić uwagę, że w literaturze międzynarodowej można spotkać się z poglądem, że ujemny kapitał własny nie zawsze musi wynikać z kryzysu finansowego. Zdaniem niektórych badaczy na światowych rynkach można znaleźć przedsiębiorstwa, które są „zdrowe”, jednak decydują się na działanie przy tak ekstremalnej strukturze kapitałowej²⁰⁴. Co więcej, w niektórych przypadkach ujemny kapitał własny może wskazywać jedynie na przejściowy szok finansowy, nie zaś na kryzys prowadzący do bankructwa²⁰⁵. Przykładowo Ching-Lih Jan i Jane Ou²⁰⁶ twierdzą, że ujemny kapitał własny może wynikać z innych przyczyn niż niepowodzenie biznesowe (np. początkowe stadium działalności lub duże nakłady na badania i rozwój, potencjalnie świadczące o istnieniu wartości niematerialnych i prawnych, których wartość nie jest ujawniona w bilansie). Niemniej jednak znamienne jest, że ujemny kapitał własny w okresie poprzedzającym upadłość najczęściej związany jest z wykazaną stratą. Według badań Antonowicza²⁰⁷, przeprowadzonych na podstawie próby 1493 podmiotów upadłych w Polsce w latach 2007–2013, zmienność kapitału własnego przedsiębiorstw upadających na rok przed ogłoszeniem upadłości, spośród wszystkich składowych tego kapitału, w najwyższym stopniu jest wyjaśniana

200 Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. 1994 nr 121, poz. 591), art. 3 ust. 1 pkt 29.

201 Barburski, J. *Kapitały własne jako podstawa bezpieczeństwa działalności gospodarczej na przykładzie przedsiębiorstw WIG20*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 67: *Narzędzia zarządzania finansami*, s. 117–136.

202 Tokarski, A. *Upadłość jako naturalny regulator konkurencji i przedsiębiorczości w gospodarce rynkowej na przykładzie gospodarki polskiej*. „Przedsiębiorczość – Edukacja” 2010, nr 6, s. 101–112.

203 Mączyńska, E., Zawadzki, M. *Dyskryminacyjne modele predykcji bankructwa przedsiębiorstw*. „Ekonomista” 2006, nr 2, s. 205–235; Nehrebecka, N., Dzik, A. M. *Konstrukcja miernika szans na bankructwo firmy*. „Materiały i Studia Narodowego Banku Polskiego” 2012, nr 280, s. 1–24.

204 Haowen, L. *Aggressive capital structure and the myth of negative book equity firms*. Eastern Finance Conference. SWFA 2015 Annual Conference, Southwestern Finance Association, Houston, Texas 2015.

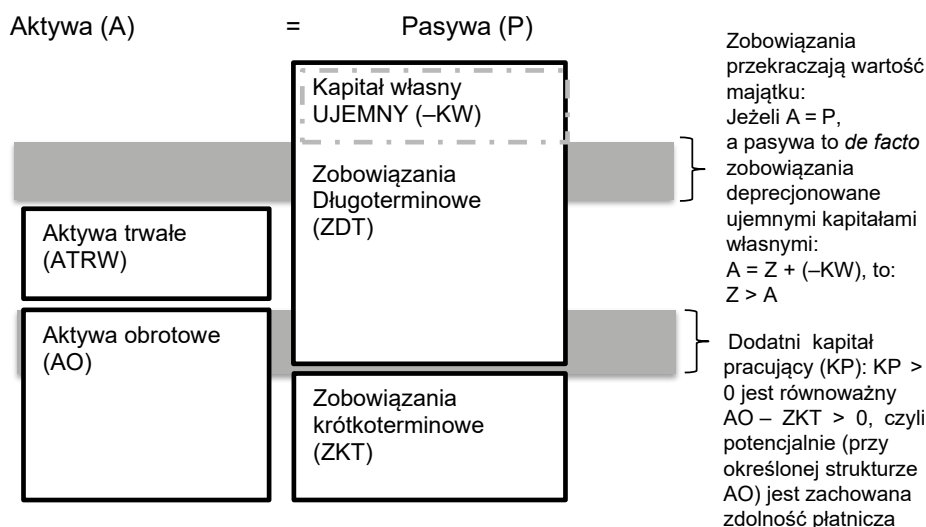
205 Ang, T. C. C. *Are firms with negative book equity in financial distress?* „Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies (RPBFMP)” 2015, nr 18(03), s. 1–41.

206 Jan, C. L., Ou, J. A. *Negative-book-value firms and their valuation*. „Accounting Horizons” 2011, nr 26(1), s. 91–110.

207 Antonowicz, P. *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw...*, s. 137–145.

osiąganym wynikiem finansowym netto – w 80,71% przypadków odnotowywaną przez nie stratą netto. Na drugim miejscu zmienność kapitału własnego była objaśniana zyskiem (stratą) netto z lat poprzednich²⁰⁸.

Należy także zauważyć, że możliwa jest sytuacja, że przedsiębiorstwo jest niewypłacalne w tym sensie, że jest nadmiernie zadłużone, a więc zobowiązania przekraczają wartość jego majątku, ale jednocześnie ma potencjalnie zachowaną płynność finansową. Przykładowa struktura kapitałowa charakteryzująca przedsiębiorstwo o ujemnym kapitale własnym została przedstawiona na rysunku 5. Schemat ten obrazuje sytuację, w której z jednej strony przedsiębiorstwo wykazuje nadwyżkę zobowiązań nad majątkiem (występowanie ujemnego kapitału własnego), z drugiej zaś strony dodatni kapitał pracujący (kapitał obrotowy netto)²⁰⁹.



Rysunek 5. Przykładowa struktura bilansowa przedsiębiorstwa, w którym wystąpiła niewypłacalność bilansowa, przy jednoczesnym występowaniu dodatniego kapitału pracującego

Źródło: opracowanie własne na podstawie Antonowicz, P. *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw. Teoria – praktyka gospodarcza – studia regionalne*. Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2015, s. 138.

²⁰⁸ Należy w tym miejscu zaznaczyć, że w okresie objętym badaniem ujemną wartość wykazywały uwzględnione w pasywach pozycje: „należne wpłaty na kapitał podstawowy” oraz „udziały (akcje) własne”, które zgodnie z Ustawą o rachunkowości zostały w 2016 r. przeniesione na stronę aktywów ze znakiem dodatnim.

²⁰⁹ Antonowicz, P. *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw...*, s. 138.

Schemat przedstawia sytuację, gdy przedsiębiorstwo potencjalnie jest w stanie wywiązywać się z bieżących zobowiązań, natomiast nie jest w stanie pokryć całości zobowiązań majątkiem²¹⁰. W takiej sytuacji podmiot będzie wprawdzie posiadał płynne aktywa umożliwiające spłatę zobowiązań krótkoterminowych, jednak nie będzie dysponował majątkiem wystarczającym na pokrycie całości zobowiązań²¹¹. Chociaż przedsiębiorstwo będzie niewypłacalne, podmiot nie utraci płynności finansowej²¹². Innymi słowy, posiadanie płynności finansowej nie gwarantuje wypłacalności.

Podsumowując, niewypłacalność jest skutkiem kryzysu w przedsiębiorstwie i może być rozumiana na dwa sposoby. Pierwszy z nich odnosi się do trwałej utraty płynności finansowej. Chroniczny brak terminowego regulowania zobowiązań może powodować zatory płatnicze, które z kolei prowadzą do rozprzestrzeniania się niewypłacalności (tzw. efekt domina) i mogą zagrażać istnieniu nawet tych podmiotów, które do tej pory nie miały problemów z regulowaniem swoich zobowiązań. Z ekonomicznego punktu widzenia wydaje się, że trudno jest określić jeden punkt, w którym problemy z płynnością przeradzają się w niewypłacalność. Niewypłacalność może również być postrzegana jako nadwyżka zobowiązań nad aktywami przedsiębiorstwa. Wówczas nazywana jest bilansową i wiąże się z występowaniem ujemnego kapitału własnego. Choć powszechnie przyjmuje się, że taka sytuacja oznacza kryzys, to jednak niektórzy badacze próbują podważyć ten pogląd²¹³. Dodatkowo przy ujemnym kapitale własnym przedsiębiorstwo potencjalnie może nawet zachować płynność finansową, choć całość jego majątku nie wystarcza na pokrycie całości jego zobowiązań. Wobec powyższego należy uznać, że na upadłość przedsiębiorstwa z ekonomicznego punktu widzenia powinno się patrzeć raczej jako na pewien proces niż konkretny punkt w czasie, którego wystąpienie da się określić *stricte* na podstawie danych płynących ze sprawozdań finansowych.

1.3.3. Ekonomiczno-społeczne skutki upadłości przedsiębiorstwa

Jak wskazują Edyta Mioduchowska-Jaroszewicz oraz Malwina Szczepkowska²¹⁴, upadłość podmiotu gospodarczego może rodzić negatywne, jak i pozytywne skutki społeczno-ekonomiczne. Jest zjawiskiem naturalnym i prowadzi do oczyszczania

210 *Ibidem*.

211 Stępień, K. *Rentowność a wypłacalność...*, s. 41–43.

212 Przy wąskim rozumieniu niewypłacalności i płynności finansowej – por. Prusak, B. *Ekonomiczna analiza upadłości przedsiębiorstw...*, s. 23–24.

213 Por. Jan, C. L., Ou, J. A. *Negative-book-value firms...*

214 Mioduchowska-Jaroszewicz, E., Szczepkowska, M. *Pozytywne i negatywne skutki upadłości. „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego”* 2016, t. 43, s. 65–74.

rynku z podmiotów nieefektywnych i lepszej alokacji zasobów, choć oczywiście niesie ze sobą również różnego rodzaju koszty.

Tematyka kosztów upadłości przedsiębiorstw jest rzadko podejmowana w literaturze polskojęzycznej. Halina Chłodnicka²¹⁵ dzieli koszty upadłości na oczekiwane (symptomatyczne) – bezpośrednie i pośrednie, oraz na koszty procesu upadłości. Katarzyna Boratyńska²¹⁶ z kolei dzieli koszty upadłości (nazywane przez nią kosztami bankructwa, aby podkreślić ich ekonomiczny charakter) na trzy grupy: trudności finansowe, koszty postępowania upadłościowego oraz koszty społeczne. Wśród kosztów społecznych Mioduchowska-Jaroszewicz oraz Szczepkowska²¹⁷ wymieniają wzrost bezrobocia czy obniżenie konkurencyjności podmiotu.

Najczęściej koszty upadłości odnoszone są jedynie do upadającego przedsiębiorstwa. Koszty te dzielone są nierzadko na bezpośrednie i pośrednie. Koszty bezpośrednie to różnego rodzaju opłaty administracyjne związane z postępowaniem upadłościowym, zaś koszty pośrednie to wartości utraconych korzyści związane ze stratą potencjału przedsiębiorstwa – a więc obejmują utraconą sprzedaż, niewygenerowane zyski, wyższe koszty kredytu bądź w ogóle brak możliwości pozyskania finansowania. Koszty te mogą odnosić się nie tylko do podmiotów, które rzeczywiście upadły, ale także tych, które są w dużej mierze zagrożone upadłością. Ich pomiar jest oczywiście trudny i wymaga poczynienia pewnych założeń²¹⁸.

Koszty upadłości badane były przede wszystkim na rynku amerykańskim. Jednym z pierwszych badaczy kosztów bankructwa był Jerold Warner²¹⁹, który jednak oparł swoje badanie na niewielkiej próbie linii kolejowych i dość ograniczonej definicji kosztów upadłości. Wskazywał on, że koszty upadłości nie są znaczące dla wartości upadającego podmiotu, choć zwiększają się wraz ze zbliżaniem do ogłoszenia upadłości. Altman²²⁰ krytykował to podejście za brak oceny pośrednich kosztów upadłości i wprowadził metodykę ich pomiaru polegającą na oszacowaniu oczekiwanych zysków (za pomocą analizy regresji albo na podstawie prognoz analityków) w okresie poprzedzającym upadłość i odjęciu od nich rzeczywistych zysków, które zaistniały w tym czasie. Wyniki jego badań wskazały, że koszty upadłości sięgają niejednokrotnie nie kilku (jak wskazywał Warner), a kilkunastu procent wartości przedsiębiorstwa (średnio od 11 do 17%, a mogą przekraczać nawet 20%).

215 Chłodnicka, H. *Identyfikacja i systematyka kosztów upadłości*. „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 2004, nr 1039: *Modele rachunku kosztów i rachunkowości zarządczej*, s. 133–142.

216 Boratyńska, K. *Koszty bankructwa przedsiębiorstwa na świecie i w Polsce – przegląd dotychczasowych badań*. „Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” 2009, nr 78, s. 175–186.

217 Mioduchowska-Jaroszewicz, E., Szczepkowska, M. *Pozytywne i negatywne skutki...*, s. 65–74.

218 Altman, E. I. *A further empirical investigation of the bankruptcy cost question*. „The Journal of Finance” 1984, nr 39(4), s. 1067–1089.

219 Warner, J. B. *Bankruptcy costs: Some evidence*. „The Journal of Finance” 1977, nr 32(2), s. 337–347.

220 Altman, E. I. *A further empirical investigation...*, s. 1067–1089.

Należy także zwrócić uwagę na koszty zewnętrzne upadłości, związane z upadkiem przedsiębiorstw o zasięgu międzynarodowym. Przedsiębiorstwa takie są często ratowane przez rządy państw, w obawie przed skalą potencjalnych kosztów ich upadłości (ang. zasada *too big to fail*), co z kolei może zwiększać pokusę nadużycia. Próby ratowania takich przedsiębiorstw mogą jednak zakłócić stabilność finansową państw czy organizacji międzynarodowych²²¹. Prowadzi to jednocześnie do zjawiska „prywatyzacji korzyści i upublicznienia strat”²²², które może być rozumiane jako powstawanie korzyści po stronie przedsiębiorstw finansowanych ze środków publicznych.

Trzeba zauważyć, że choć szczególna uwaga jest zwracana na koszty upadłości, to jednak utrzymywanie nieefektywnych podmiotów też rodzi pewne koszty i może być uważane za sprzeczne z interesem społecznym – w końcu niewypłacalne przedsiębiorstwo może spowodować cały łańcuch niewypłacalności. Znaczenie upadłości widoczne jest przede wszystkim w teorii twórczej destrukcji Josepha Schumpetera²²³, w której to rozwój dokonuje się pod wpływem ciągłego burzenia starej struktury gospodarczej i tworzenia nowej dzięki wdrażanym innowacjom. Z podejściem tym zgodne są rozważania Mioduchowskiej-Jaroszewicz oraz Szczepkowskiej²²⁴, które to wśród pozytywnych aspektów upadłości wymieniają wymuszenie procesów innowacyjnych. Również Tokarski²²⁵ wskazuje, że upadłość pełni rolę regulatora konkurencji i przedsiębiorczości dzięki temu, że gospodarka oczyszcza się z podmiotów nieefektywnych, a zasoby mogą być efektywnie alokowane.

Upadłość jest zjawiskiem nieodłącznie towarzyszącym gospodarkom wolnorynkowym. Można to zobrazować chociażby na przykładzie polskiej gospodarki. Dorota Hadasik oraz Tadeusz Kowalski²²⁶ podkreślają, że upadłość przedsiębiorstw nabrała znaczenia w Polsce w wyniku transformacji makroekonomicznej, która nastąpiła po roku 1989. Wcześniej, w warunkach gospodarki centralnie planowanej, w której dominował sektor państwowy, nawet przedsiębiorstwa prywatne charakteryzowały się zachowaniami odmiennymi od tych typowych dla gospodarki wolnorynkowej. Dotyczyło to kształtowania polityki produktowej, cenowej i zbytu, ze względu na możliwość nawiązania stosunków umownych z sektorem państwowym, którego nie dotyczyły ściśle ograniczenia budżetowe. Zjawisko upadłości nabrało znaczenia

221 Adamska, A. *Bankructwa, upadłości i restrukturyzacja przedsiębiorstw*. „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2012, nr 22(1), s. 51–57.

222 Adamska, A. *Ryzyko i odpowiedzialność*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 67: *Narzędzia zarządzania finansami*, s. 177–184.

223 Schumpeter, J. A. *Kapitalizm, socjalizm, demokracja*, s. 2. <http://coin.wne.uw.edu.pl/lhardt/SchumpeterKSD.pdf>, data dostępu: 24.07.2020.

224 Mioduchowska-Jaroszewicz, E., Szczepkowska, M. *Pozytywne i negatywne skutki...*, s. 65–74.

225 Tokarski, A. *Upadłość jako naturalny regulator...*, s. 78–91.

226 Hadasik, D., Kowalski, T. *Transformacja makroekonomiczna a upadłość przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–1995*. „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 1997, nr 59(1), s. 53–74.

dzięki poszerzeniu zakresu wolności gospodarczej, a także dzięki zwiększeniu dostępności i jakości danych makro- i mikroekonomicznych.

Należy także zauważyć, że obecnie coraz większego znaczenia nabiera restrukturyzacja przedsiębiorstw, co widoczne jest chociażby na gruncie polskiego prawa. Również Iraj Hashi²²⁷ wskazuje, że w dobie globalnych korporacji wyjście z rynku oznacza przede wszystkim reorganizację i przepływ zasobów z jednych obszarów i aktywności do innych, rzadziej zaś likwidację, która sygnalizować będzie fizyczne wyjście podmiotu z rynku. Jego zdaniem, gdyby rynek był w pełni efektywny, z informacjami w pełni dostępnymi dla wszystkich jego uczestników, osobne procedury upadłościowe byłyby niepotrzebne, a podmiot przechodzący trudności finansowe mógłby szybko zostać przejęty przez inne przedsiębiorstwo. W obliczu występowania asymetrii informacji potrzebny jest jednak mechanizm chroniący kredytodawców i wierzycieli upadającego przedsiębiorstwa.

Podsumowując, choć upadłość jest niejednokrotnie postrzegana jako zjawisko nacechowane negatywnie, ze względu na koszty jakie ze sobą niesie dla upadającego przedsiębiorstwa oraz ze względu na skutki społeczne – jak utrata miejsc pracy, to jednak należy je postrzegać również przez pryzmat oczyszczającej roli, którą pełni dla gospodarki, oraz ochrony, jaką zapewnia. Mechanizmy upadłościowe są również sposobem na nieefektywność rynku i ochronę kredytodawców i wierzycieli.

1.4. Podsumowanie

Podsumowując rozważania zawarte w niniejszym rozdziale, można wskazać, że upadłość podmiotu gospodarczego jest zjawiskiem, które jest różnie rozumiane i odmiennie definiowane w literaturze przedmiotu – zarówno polskiej, jak i światowej. Można wskazać, że upadłość w rozumieniu prawnym wiąże się z orzeczeniem sądu, który ocenia, czy zaistniała niewypłacalność podmiotu. Niewypłacalność w polskim systemie prawnym rozumiana jest w ujęciu płynnościowym (jako trwała utrata zdolności do regulowania wymagalnych zobowiązań) i zadłużeniowym (utrzymująca się powyżej 24 miesięcy nadwyżka zobowiązań pieniężnych nad wartością majątku).

Historycznie prawo upadłościowe miało przede wszystkim charakter egzekucji uniwersalnej, tj. prowadzonej na rzecz wszystkich wierzycieli całego majątku. Obecnie na świecie, w tym też w Polsce, dostrzega się tendencje, aby w pierwszej kolejności starać się zrestrukturyzować przedsiębiorstwo. Odzwierciedlenie tego podejścia widać chociażby w założeniach prowadzonego przez Ministerstwo Gospodarki programu rozwoju nazwanego Polityką Drugiej Szansy, we wprowadzeniu ustawy

227 Hashi, I. *The economics of bankruptcy, reorganization, and liquidation: Lessons for East European transition economies*. „Russian & East European Finance and Trade” 1997, nr 33(4), s. 6–34.

Prawo restrukturyzacyjne czy w rozporządzeniach i dyrektywach wydawanych przez organy Unii Europejskiej. Widać także zmiany w zakresie liberalizacji praw dotyczących upadłości konsumenckiej. Obecnie duży nacisk kładziony jest także na zbieranie danych o upadłościach, ułatwienie dostępu do informacji, elektroniczne formy komunikacji i informatyzację. Na polskim gruncie stworzony został Krajowy Rejestr Zadłużonych, połączony w sieć z innymi krajowymi rejestrami upadłości na terenie Unii Europejskiej.

Od 2016 r. w Polsce prawo upadłościowe i restrukturyzacyjne są od siebie oddzielone i tworzą kompleksową regulację prawną. Podstawową funkcją prawa upadłościowego jest funkcja windykacyjna, która przekłada się na dążenie do maksymalnego zaspokojenia roszczeń wierzycieli. Prawo restrukturyzacyjne, które z założenia ma pierwszeństwo nad prawem upadłościowym, ma umożliwić skuteczną restrukturyzację przedsiębiorstwa i jednocześnie zapewnić ochronę jego wierzycielom. Prawo restrukturyzacyjne zostało wprowadzone, aby uniknąć stygmatyzacji przedsiębiorstw, które mają jeszcze szansę na powrót na rynek. Przemiany następujące w systemie prawnym regulującym kwestie zagrożenia niewypłacalnością i niewypłacalności dążą do zwiększenia roli aktywnych wierzycieli oraz przyspieszenia i wzrostu efektywności postępowań. Pojawienie się w 2020 r. pandemii COVID-19 również spowodowało dalsze przemiany w kierunku uproszczenia postępowań, poprzez wprowadzenie w znacznym stopniu mniej sformalizowanej procedury, tzw. uproszczonego postępowania restrukturyzacyjnego.

Zmiany w zakresie uwarunkowań polskiego systemu upadłościowego, jakie zaszły w ciągu ostatnich niemal 20 lat od wprowadzenia ustawy Prawo upadłościowe w 2003 r., widać we wzrastającej ogólnej liczbie postępowań, a także we wzroście udziału postępowań o charakterze restrukturyzacyjnym. Bank Światowy w opracowywanym raporcie Doing Business na przestrzeni lat coraz lepiej ocenia polski system upadłościowy, co widać we wzroście wartości syntetycznego wskaźnika *resolving insolvency* (40,05 pkt w 2004 r. vs. 76,5 pkt w 2020 r.). Miernik ten odnosi się do różnych aspektów rozwiązywania problemu niewypłacalności, takich jak czas, koszty czy wyniki postępowań.

Pamiętać jednak należy, że zarówno przed przedsiębiorstwami, jak i całym systemem upadłościowym stoją kolejne wyzwania, związane m.in. ze zjawiskami wywołanymi przez konflikt w Ukrainie. Związana z tym możliwość zaistnienia stagflacji może zagrozić funkcjonowaniu przedsiębiorstw i jednocześnie stanowić sprawdzian skuteczności narzędzi upadłościowych i restrukturyzacyjnych w Polsce.

Upadłość w sensie ekonomicznym (określana w literaturze najczęściej jako bankructwo) jest różnie rozumiana i nie zawsze musi wiązać się z formalnym stwierdzeniem niewypłacalności przez sąd. Można natomiast stwierdzić, że jest ona wynikiem nieumiejętności dostosowania się do zmiennych warunków funkcjonowania i niepomyślnego przejścia przez kryzys w przedsiębiorstwie. Wskazuje się, że ścieżka prowadząca do upadłości i podstawy występującego kryzysu zależą od fazy życia organizacji oraz jej wieku czy wielkości.

Niewypłacalność występuje często w wyniku narastania i utrwalania się problemów z płynnością finansową. Płynność najczęściej odnoszona jest do krótkookresowej zdolności do regulowania bieżących zobowiązań, niewypłacalność zaś kojarzy się raczej z trwałą utratą płynności finansowej. Odpowiednie zarządzanie w celu jej zachowania będzie ważne zarówno w związku z osiąganiem celów takich jak przetrwanie, jak i w kontekście rozwoju i dążenia do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli. Chroniczny brak płynności stanowi zagrożenie nie tylko dla samego przedsiębiorstwa, ale także dla podmiotów z nim kooperujących – uwidacznia się to w łańcuchach niewypłacalności. Niewypłacalność może być także rozumiana jako brak zdolności do uregulowania całości zobowiązań z całego majątku – wówczas możliwa jest sytuacja, że podmiot jest niewypłacalny, ale ma zachowaną płynność finansową.

Upadłość to zjawisko naturalne – nie tylko z punktu widzenia cyklu życia organizacji, ale i szerzej – z punktu widzenia funkcjonowania gospodarek wolnorynkowych. Mimo że niesie ze sobą zarówno koszty dla upadającego przedsiębiorstwa (bezpośrednie, związane z procesem upadłościowym, i pośrednie, związane przede wszystkim z utraconymi korzyściami), jak i koszty społeczne (np. wzrost bezrobocia), stanowi ważny mechanizm oczyszczania rynku z podmiotów nieefektywnych. Przyczynia się do lepszej alokacji zasobów i pozwala uniknąć powstawania łańcucha niewypłacalności (efektu domina).

Rozdział 2

Wewnątrzsektorowe uwarunkowania działalności przedsiębiorstwa

2.1. Interakcje konkurentów

W literaturze przedmiotu punktem wyjścia do rozważań dotyczących relacji między przedsiębiorstwami jest zazwyczaj konkurencja¹, która może być postrzegana jako zachowania przedsiębiorstw z danej branży lub jako struktura rynkowa². Opisywane w literaturze modele konkurencji na rynku różnią się przede wszystkim sposobem wyznaczania cen i rozmiarów produkcji. Punkt odniesienia stanowi wywodzący się z ekonomii neoklasycznej model konkurencji doskonałej, w którym przedsiębiorstwa przyjmują cenę rynkową, a zmiany wielkości produkcji czy zakupów dokonywane przez pojedynczy podmiot nie mają wpływu na kształtowanie się ceny rynkowej³. Konkurencja doskonała jest konstruktorem czysto teoretycznym, poddawany szerokiej krytyce, jednak niejednokrotnie służy jako wzorzec do oceny natężenia konkurencji rzeczywiście występującej w gospodarce.

Można wskazać, że konkurencja stanowi podstawowy mechanizm ekonomiczny gospodarki rynkowej i ma na celu maksymalizację przychodów ze sprzedaży albo korzyści z zakupu produktów czy usług. Oznacza ona rywalizację o zasoby i rynki zbytu⁴. Podmiotami konkurencji są uczestnicy tej rywalizacji, czyli przedsiębiorstwa, ich jednostki organizacyjne, pracownicy, bloki państw czy gospodarki narodowe⁵.

1 Jeszka, A. *Sektor usług logistycznych w teorii i praktyce*, wydanie 2. Difin, Warszawa 2013, s. 30.

2 Rosa, G. *Konkurencja na rynku usług transportowych*. C. H. Beck, Warszawa 2013, s. 21.

3 Rekowski, M. *Mikroekonomia*. Akademia, Poznań 2011, s. 207–208.

4 Brodowska-Szewczuk, J. *Konkurencyjność przedsiębiorstw i źródła przewagi konkurencyjnej*. „Zeszyty Naukowe Akademii Podlaskiej. Administracja i Zarządzanie” 2009, nr 7(80), s. 87–100.

5 Brzeziński, A., Ryśnik, J. *Konkurencja jako istotny czynnik rozwoju przedsiębiorstwa na przykładzie klastrów*. „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Humanitas. Zarządzanie” 2012, nr 13(1), s. 37–47.

Według definicji słownikowej konkurent to „osoba lub firma konkurująca z innymi”⁶ lub „osoba lub firma, która współzawodniczy o coś z inną osobą lub firmą”⁷. Kotler wskazuje, że „konkurencja obejmuje wszystkie bieżące i potencjalne kontr-oferty i substytuty, które nabywca może brać pod uwagę”⁸. Można wyróżnić cztery poziomy konkurencji:

- konkurencja marki obejmuje podmioty, które oferują tej samej grupie klientów podobne produkty/usługi po zbliżonych cenach;
- konkurencja branżowa dotyczy podmiotów produkujących takie same wyroby albo jednakową kategorię wyrobów;
- konkurencja rodzajowa obejmuje podmioty oferujące wyroby zaspokajające tę samą potrzebę;
- konkurencja uniwersalna dotyczy podmiotów rywalizujących ze sobą o pieniądze tych samych konsumentów.

Przedsiębiorstwa muszą być konkurencyjne, aby utrzymać się na rynku. Konkurencyjność odzwierciedla potencjał firmy (zasoby, zdolności, umiejętności) pozwalający jej na uzyskanie przewagi nad innymi podmiotami w danym sektorze. Przedsiębiorstwo jest konkurencyjne, gdy ma zdolność do rozwoju, odnoszenia korzyści i osiągania przewagi konkurencyjnej⁹, tj. lepszego usytuowania podmiotu na rynku w stosunku do konkurentów¹⁰.

Główne nurty ekonomiczne w ramach ekonomii branży (ang. *industrial organization*) upatrują źródeł przewagi konkurencyjnej w: optymalnej kombinacji czynników wytwórczych (ekonomia neoklasyczna), dominującej pozycji na rynku (teoria konkurencji monopolistycznej), innowacjach (koncepcja twórczej destrukcji Schumpetera), niskich kosztach produkcji i dystrybucji (szkoła chicagowska), minimalizacji kosztów transakcyjnych związanych z udziałem w grze rynkowej (szkoła kosztów transakcyjnych), trudnych i kosztownych do skopiowania zasobach (nurt zasobowy)¹¹.

Konkurencja nie jest jednak jedynym typem relacji, jaki zachodzi pomiędzy konkurentami. Barbara Jankowska¹² wskazuje na trzy podstawowe typy relacji

6 [Hasło] konkurent. W: *Słownik języka polskiego*. PWN, <https://sjp.pwn.pl/sjp/konkurent;2564351.html>, data dostępu: 24.06.2020.

7 [Hasło] konkurent. W: *Wielki słownik języka polskiego*. Instytut Języka Polskiego PAN, https://wsjp.pl/index.php?id_hasla=9126&id_znaczenia=4874330&l=-8&ind=0, data dostępu: 8.08.2020.

8 Kotler, P. *Marketing*. Dom Wydawniczy Rebis, Poznań 2005, s. 14–15.

9 Walecka, A. *Konkurencyjność przedsiębiorstw w dobie kryzysu gospodarczego*. „Studia Ekonomiczne Regionu Łódzkiego” 2012, wydanie specjalne, s. 37–51.

10 Brodowska-Szewczuk, J. *Konkurencyjność przedsiębiorstw...*, s. 87–100.

11 Conner, K. R. *A historical comparison of resource-based theory and five schools of thought within industrial organization economics: Do we have a new theory of the firm?* „Journal of Management” 1991, nr 17(1), s. 121–154.

12 Jankowska, B. *Konkurencja wewnątrzbranżowa jako determinanta konkurencyjności przedsiębiorstwa*. „Gospodarka Narodowa” 2002, nr 4, s. 66–82.

przedsiębiorstw funkcjonujących w ramach branży: konfrontację (walkę konkurencyjną, konflikt), kooperację (współpracę) i unik. Konfrontacja, często uważana za dominujący typ relacji w branży, odnosi się do chęci rozwoju kosztem rywali (ograniczanie ich ekspansji lub wyparcie z rynku). Kooperacja pozwala na osiągnięcie efektu synergii oraz rywalizację z konkurentami nieobjętymi współpracą i do tej pory niemożliwymi do pokonania (formy kooperacji to np. porozumienia monopolistyczne, alianse strategiczne, stowarzyszenia, *joint venture* czy połączenia). Relacja określana jako unik dotyczy zazwyczaj przedsiębiorstw o niskim potencjale konkurencyjnym, które nie chcą konkurować ani kooperować. Może on polegać na rezygnacji z ekspansji, rezygnacji z rynków o kluczowym dla rywali znaczeniu lub na poszukiwaniu niszy rynkowej.

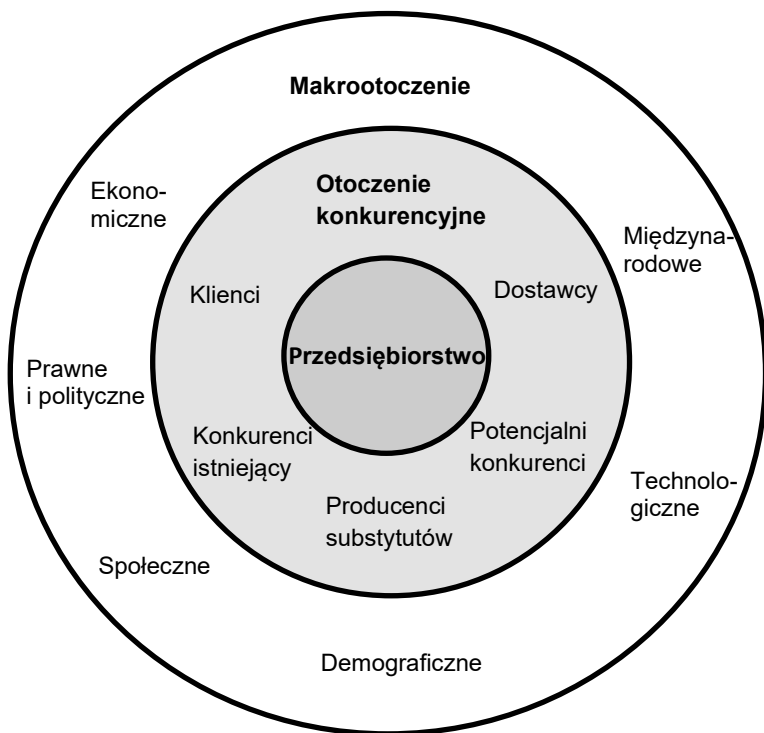
Relacje występujące pomiędzy przedsiębiorstwami są złożone. Pomiedzy konkurentami może występować więcej niż jeden rodzaj relacji. Forma relacji polegająca na jednoczesnym konkurowaniu i kooperacji określona została mianem koopetycji (kooperencji)¹³. Jednoczesne występowanie współpracy i rywalizacji wynika z faktu, że interesy konkurentów mogą być choć w części wspólne. Kooperacja może dotyczyć funkcji w łańcuchu wartości¹⁴, zaś jednoczesna konkurencja może dotyczyć działań rynkowych¹⁵.

Należy również zauważyć, że każde przedsiębiorstwo funkcjonuje w pewnym otoczeniu, które ma nieustanny wpływ na jego działalność. Środowisko jest siłą zewnętrzną wobec podmiotu. Otoczenie można podzielić na bliższe (konkurencyjne, branżowe, sektorowe, mikrootoczenie) i dalsze (makrootoczenie), co zostało przedstawione na rysunku 6.

13 Por. Świątowiec-Szczepańska, J. *Renta ekonomiczna a przewaga konkurencyjna przedsiębiorstwa*. „*Ekonomista*” 2012, nr 2, s. 203–226; Kwieciński, D. *Premia koopetycyjna – premia za współpracę z konkurentem*. W: Majecka, B., Jarocka, M. *Zachowania rynkowe przedsiębiorstw w teorii i praktyce gospodarczej*. Polskie Towarzystwo Ekonomiczne Oddział w Gdańsku, Gdańsk 2015, s. 100–122.

14 Łańcuch wartości jest koncepcją sformułowaną przez Michaela Portera i odnosi się do procesu obejmującego czynności takie jak zakup materiałów, produkcja, logistyka, marketing czy świadczenie usług dodatkowych na rzecz klientów, w którym tworzona jest wartość produktu oraz całego przedsiębiorstwa – por. Rojek, T. *Koncepcja łańcucha wartości w zarządzaniu przedsiębiorstwem*. „*Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*” 2014, nr 66, s. 813–822.

15 Cygler, J. *Korzyści kooperencji – oczekiwania i efekty*. „*Organizacja i Kierowanie*” 2013, nr 5, s. 60–76.



Rysunek 6. Otoczenie przedsiębiorstwa

Źródło: Griffin, R. W. *Podstawy zarządzania organizacjami*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 76.

Otoczenie bliższe przedsiębiorstwa obejmuje podmioty, które z nim kooperują lub konkurują. W tym przypadku interakcje z przedsiębiorstwem są wzajemne. Otoczenie wpływa na przedsiębiorstwo, a to z kolei może oddziaływać na podmioty działające wokół. Siła tego oddziaływania zależy od zajmowanej pozycji konkurencyjnej¹⁶. Czynniki działające w ramach otoczenia bliższego wiążą się ze specyficznym ryzykiem, które jest dywersyfikowalne, niesystematyczne i zmienne. Ich oddziaływanie jest różne dla sektorów, a nawet dla poszczególnych podmiotów działających w ramach jednego sektora¹⁷. Ricky Griffin¹⁸ wymienia klientów, dostawców, konkurentów potencjalnych i istniejących oraz producentów substytutów jako podmioty wchodzące w skład otoczenia konkurencyjnego.

16 Dorozik, L. (red.). *Restrukturyzacja ekonomiczna przedsiębiorstw w świetle polskiego prawa upadłościowego i naprawczego*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 25, 34.

17 Siemińska, E. *Finansowa kondycja firmy, metody pomiaru i oceny*. Poltex, Warszawa 2003, s. 23.

18 Griffin, R. W. *Podstawy zarządzania organizacjami*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 76.

Otoczenie dalsze z kolei obejmuje czynniki, które w podobny sposób oddziałują na funkcjonowanie wszystkich podmiotów na danym rynku. Są to przede wszystkim polityka rządu, system finansowy, zasady rachunkowości, system podatkowy, regulacje prawne czy poziom i zmiany inflacji¹⁹. Makrootoczenie można podzielić na ekonomiczne, międzynarodowe, technologiczne, demograficzne, społeczne oraz prawne i polityczne²⁰. Czynniki działające w ramach otoczenia konkurencyjnego wiążą się z ryzykiem systematycznym, które jest względnie stałe i nie podlega dywersyfikacji²¹. Są to czynniki, na które przedsiębiorstwo z reguły nie ma możliwości oddziaływania i musi się do nich dostosować.

Przedsiębiorstwo, funkcjonując na rynku, jest powiązane wieloma zależnościami z podmiotami działającymi w jego otoczeniu, zatem jego kryzys bądź też upadek nie może pozostać bez znaczenia dla innych podmiotów. Jednostkami, które mogą odczuć efekty upadłości przedsiębiorstwa, są spółki wchodzące w skład jego otoczenia konkurencyjnego, gdyż tu charakter powiązań jest wzajemny. Oznacza to, że upadłość podmiotu będą odczuwać m.in. jego konkurenci branżowi.

2.2. Znaczenie terminu sektor i pojęć bliskoznacznych

Zanim poczynione zostaną rozważania dotyczące konkurencji wewnątrz sektorów, należy wskazać na zasadność eksploracji problematyki definiowania sektorów oraz pojęć bliskoznacznych (tj. synonimów) w literaturze. Poza określeniem sektor funkcjonują chociażby takie terminy jak branża, przemysł czy rynek, które niekiedy traktowane są jako odrębne pojęciowo, niekiedy zaś używane są zamiennie.

Można uznać, że system gospodarczy ma budowę o charakterze hierarchicznym, tzn. można z niego wyodrębnić podsystemy²². Wyodrębnieniu podsystemów z całego złożonego systemu gospodarczego służy delimitacja. Delimitacja ma dwa wymiary: po pierwsze, określa się poziom hierarchiczny (wymiar pionowy), a po drugie, za pomocą ustalonego kryterium, ustala się granicę pomiędzy podsystemem a jego otoczeniem na danym poziomie hierarchicznym (wymiar poziomy)²³. Szukając umiejscowienia branż czy sektorów w systemie gospodarczym, trzeba więc brać

19 Siemińska, E. *Finansowa kondycja firmy...*, s. 19, 22–23.

20 Griffin, R. W. *Podstawy zarządzania organizacjami...*, s. 76.

21 Siemińska, E. *Finansowa kondycja firmy...*, s. 22–23.

22 Gorynia, M., Kowalski, T. *Nauki ekonomiczne i ich klasyfikacja a wyzwania współczesnej gospodarki*. „*Ekonomista*” 2013, nr 4, s. 457–474.

23 Gorynia, M. *Delimitacja systemów gospodarczych w naukach ekonomicznych*. „*Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*” 1993, nr 2, s. 65–72.

pod uwagę zarówno wymiar pionowy, jak i poziomy. W wymiarze pionowym należy uznać, że ich miejsce znajduje się między gospodarką a przedsiębiorstwem²⁴. W obszarze gospodarki globalnej można więc wyodrębnić gospodarki narodowe, a w nich z kolei branże i sektory, niżej zaś w tej hierarchii znajdują się przedsiębiorstwa²⁵. Wyznaczenie granic w wymiarze poziomym jest już o wiele bardziej dyskusyjne, gdyż należy rozważyć cechy, które będą stanowić kryterium wyodrębniania granic pomiędzy poszczególnymi sektorami czy branżami²⁶.

Sektor według definicji słownikowej to „część gospodarki wydzielona ze względu na określony typ własności produkcji czy usług”²⁷ lub „część gospodarki wyodrębniona ze względu na określony typ działalności, formę własności lub inne kryterium”²⁸ – definicja ta jest dość otwarta, co pozwala na ustalenie „innego kryterium” niż wymienione. W takim ujęciu sektor może być pojmowany bardzo szeroko (sektor prywatny i sektor publiczny albo sektor rolniczy, przemysłowy i usługowy). Agnieszka Skowrońska²⁹ wskazuje, że w praktyce najczęściej do wyodrębnienia sektorów przyjmuje się takie kryteria jak podobieństwo w zakresie oferowanych produktów czy usług, rodzaj zaspokajanych potrzeb (sektor jako zbiór firm tworzących łańcuch substytucyjnych dóbr czy usług), kryterium przestrzenne (pozwalające doprecyzować granice sektora zakreszone na podstawie innych kryteriów) czy kryterium statystyczne, uwzględniające obowiązującą klasyfikację statystyczną. Jej zdaniem w obliczu takiej relatywizacji pojęcia sektor zakreslenie jego granic powinno być uzależnione przede wszystkim od celów badania.

W przypadku zakreslania granic branż niekiedy kładzie się nacisk na stronę popytową gospodarki, niekiedy zaś na podaźową³⁰. Podstawowe kryteria wyodrębniania branży w wymiarze poziomym to homogeniczność technologii produkcji, produktów lub zaspokajanych potrzeb (odnoszące się do bliższych i dalszych substitutów)³¹. Przykładowo definicja zaczerpnięta ze słownika PWN stosuje kryterium produktowe, według niej branża to „gałąź produkcji lub handlu obejmująca towary

24 Jankowska, B. *Branża jako mezosystem gospodarczy*. „Ruch Prawniczy i Ekonomiczny” 2002, nr 2, s. 234–243.

25 Gorynia, M., Kowalski, T. *Nauki ekonomiczne i ich klasyfikacja...*, s. 457–474.

26 Jankowska, B. *Branża jako mezosystem...*, s. 234–243.

27 [Hasło] sektor. W: *Słownik języka polskiego*. PWN, <https://sjp.pwn.pl/szukaj/sektor.html>, data dostępu: 6.08.2020.

28 [Hasło] sektor. W: *Wielki słownik języka polskiego*. Instytut Języka Polskiego PAN, https://wsjp.pl/index.php?id_hasla=9126&id_znaczenia=4874330&l=-8&ind=0, data dostępu: 8.08.2020.

29 Skowrońska, A. *Sektor logistyczny jako przykład pojęcia implikowanego intensyfikacji rozwoju rynku*. „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2011, nr 235, s. 109–122.

30 Jankowska, B. *Branża jako mezosystem...*, s. 234–243.

31 Łukiewska, K. *Metodologiczne aspekty pomiaru międzynarodowej konkurencyjności branży na przykładzie przemysłu spożywczego*. Wydawnictwo Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego w Olsztynie, Olsztyn 2019, s. 53–54.

lub usługi jednego rodzaju”³². Marian Gorynia³³ zauważa jednak istotną trudność w określeniu granic branż za pomocą wymienionych kryteriów – tj. elastyczność granic rynków branżowych powodowana przez rewolucję elektroniczną, wielofunkcyjność produktów (jeden produkt zaspokaja wiele potrzeb) czy pojawianie się nowych technologii produkcyjnych.

W literaturze dodatkowo trwa dyskusja nad zasadnością zamiennego stosowania pojęć sektor i branża, a przykładowe poglądy w tym zakresie prezentuje poniższa tabela 5.

Tabela 5. Przykładowe podejście do rozróżnienia pojęć sektor i branża w literaturze przedmiotu

Badanie	Rozróżnienie pojęć sektor i branża
Gorynia (1995)	Sektor tradycyjnie wyróżnia się na podstawie rodzaju podstawowej działalności, zaś najczęściej przyjmuje się, że pojęcie branży obejmuje swym zasięgiem jednostki produkcyjne, które zajmują się tą samą działalnością i oferują ten sam typ produktu. Sektor może pokrywać się z branżą , gdy zaliczane do niego przedsiębiorstwa prowadzą tylko jeden rodzaj działalności i nie jest on prowadzony jako drugorzędna działalność żadnego innego przedsiębiorstwa
Skowrońska (2011)	Kryterium wyodrębnienia sektora może być podobieństwo produktów i/lub usług – wówczas sektor jest zbiorem firm w znaczeniu branży
Jeszka (2013)	Pojęcia sektor i branża można stosować zamiennie z uwagi na zwyczajowe rozumienie tych określeń
Stachowiak (2015)	Sektor to zbiór branż o zbliżonym charakterze , jeżeli przyjąć, że branża to zbiór podmiotów lub działalności gospodarczych oferujących podobne dobra lub usługi

Źródło: opracowanie własne na podstawie Gorynia, M. *Teoria i polityka regulacji mezosystemów gospodarczych a transformacja postsocjalistycznej gospodarki polskiej*. „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu. Prace Habilitacyjne” 1995, nr 141, s. 30, 32, 35; Jeszka, A. *Sektor usług logistycznych w teorii i praktyce*, wydanie 2. Difin, Warszawa 2013, s. 15; Skowrońska, A. *Sektor logistyczny jako przykład pojęcia implikowanego intensyfikacją rozwoju rynku*. „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2011, nr 235, s. 109–122; Stachowiak, K. *Problemy metodologiczne badania sektora kreatywnego*. „Rozwój Regionalny i Polityka Regionalna” 2015, nr 30, s. 9–46.

Branża i sektor w zależności od podejścia mogą być utożsamiane bądź traktowane odrębnie. Wydaje się, że w literaturze naukowej występuje chaos terminologiczny, a pojęcia nie są do końca usystematyzowane. Katarzyna Łukiewska³⁴ stwierdza, że w zasadzie nie ma nawet zgody co do tego, które z pojęć – branża czy sektor – jest pojęciem węższym.

32 [Hasło] *branża*. W: *Słownik języka polskiego*. PWN, <https://sjp.pwn.pl/doroszewski/bran-za;5414602.html>, data dostępu: 16.07.2020.

33 Gorynia, M. *Delimitacja systemów gospodarczych...*, s. 65–72.

34 Łukiewska, K. *Metodologiczne aspekty pomiaru...*, s. 56–57.

Dodatkowych problemów definicyjnych nastręcza występowanie także innych pojęć bliskoznacznych. W literaturze anglojęzycznej stosowany jest chociażby termin *industry* tłumaczony na język polski jako przemysł³⁵, ale powszechnie używany w znaczeniu branży. Przemysł jest nierolniczym działem produkcji materialnej, w którym wydobywanie i przetwarzanie zasobów przyrody prowadzone jest na znaczną skalę, przy zastosowaniu podziału pracy i z wykorzystaniem maszyn³⁶. Termin ten w literaturze polskojęzycznej wydaje się nadużywany, gdyż mówi się np. o przemyśle kreatywnym, tłumacząc z angielskiego wyrażenie *creative industries*, do którego zaliczane są m.in. film, sztuka, reklama czy moda³⁷, a więc wytwory o charakterze niematerialnym. Wynika to zapewne ze zbyt dosłownego tłumaczenia słowa *industries*.

Rynek w szerokim ujęciu jest definiowany jako „ogół zamierzonych i zrealizowanych transakcji kupna–sprzedaży oraz warunków, na jakich są one proponowane i dokonywane”³⁸. Jako kategoria ekonomiczna obejmuje więc ogół stosunków wymiennych (towarowo-pieniężnych) pomiędzy sprzedającymi a kupującymi³⁹. Rynki można wyodrębniać na podstawie przedmiotu wymiany, np. rynek finansowy, produktów, nieruchomości czy pracy⁴⁰. W encyklopedii PWN rynek opisany został jako „ogół transakcji kupna–sprzedaży danego dobra lub czynnika produkcji, zawieranych na pewnym terytorium w określonym czasie”⁴¹ – można zauważyć, że taka definicja jest bliska definicji branży ujętej na podstawie kryterium homogeniczności produktu. Rynek może być też wprost wyodrębniony według branży⁴². Rynek branżowy obejmuje „ogół relacji i interakcji zachodzących pomiędzy podmiotami tworzącymi branżę”⁴³. W ujęciu marketingowym rynek z kolei może być odnoszony do potrzeb klientów (obecnych i potencjalnych), a jego granice wyznacza możliwość zastępowania jednego produktu innym. W takim ujęciu znaczenie tego terminu

35 [Hasło] *industry*. W: *Słownik angielsko-polski*. PWN, <https://translatica.pl/haslo/po-polsku/industry;4579335.html>, data dostępu: 30.07.2021.

36 Encyklopedia PWN, <https://encyklopedia.pwn.pl/haslo/przemysl;3963491.html>, data dostępu: 30.07.2021.

37 Por. Kotylak, S. *Przemysł kreatywny jako element gospodarki elektronicznej*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Ekonomiczne Problemy Usług” 2013, nr 105, s. 715–728.

38 Czekaj, J. (red.). *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 21.

39 Chotkowski, J. *Rynek jako podstawowa instytucja gospodarki – pojęcie, struktury, efektywność*. „Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” 2013, nr 101, s. 53–65.

40 Czekaj, J. (red.). *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe...*, s. 21.

41 Encyklopedia PWN, <https://encyklopedia.pwn.pl/haslo/rynek;3970464.html>, data dostępu: 16.08.2020.

42 *Ibidem*.

43 Wanat, L., Klus, S. *Sytuacja konkurencyjna branży i mezoekonomiczne aspekty polityki sektorowej państwa na przykładzie rynku drzewnego w Polsce*. „Rynek – Społeczeństwo – Kultura” 2015, nr 1(13), s. 41–55.

pokrywa się z branżą wyodrębnioną na podstawie homogeniczności potrzeb⁴⁴. Michał Pietrzak⁴⁵ jest zwolennikiem koncepcji wielowymiarowego ujmowania pojęć rynek i sektor (których używa zamiennie) – zarówno z perspektywy podaży (którą odnosi do sprzedawców oferujących produkty substytucyjne), jak i popytu (nabywcy i ich potrzeby). Zaznacza on także, że ważny jest również wymiar geograficzny, który niekiedy trudno zakreślić ze względu na intensyfikację procesów globalizacyjnych.

Na podstawie powyższych rozważań autorka monografii uznaje, że na potrzeby niniejszej publikacji sektor i branża mogą dla uproszczenia być stosowane zamiennie. Zdaniem autorki sektor i branża są pojęciami bardzo do siebie zbliżonymi. Z uwagi na szeroki zakres prezentowanych definicji wydaje się, że dobierając odpowiednie kryterium delimitacji, można uznać pojęcie sektor za tożsame z branżą. Stąd rozważania przedstawione w literaturze, dotyczące chociażby sił działających w branży czy procesów konkurencyjnych, powinny być adekwatne również do sektora. Określenie rynek będzie zaś stosowane przede wszystkim w odniesieniu do rynku wyodrębnionego według branży. Przemysł odnosić będzie się tylko do działu produkcji materialnej, zgodnie z definicją słownikową.

2.3. Konkurencyjność wewnątrzsektorowa w kontekście cech strukturalnych

Rozważając problematykę konkurencji, należy zwrócić uwagę, że konkurencyjność może być wewnątrz- lub międzysektorowa, stąd sposób rozumienia tych pojęć zależeć będzie od przyjętej definicji sektora. Konkurencja wewnątrzbranżowa może dotyczyć przedsiębiorstw oferujących te same dobra, zaspokajających te same potrzeby lub stosujących tę samą technologię. Konkurencja międzybranżowa dotyczy konkurowania różnych branż o udział w sile nabywczej⁴⁶. Z punktu widzenia niniejszej rozprawy istotne znaczenie ma konkurencja odbywająca się między przedsiębiorstwami wewnątrz sektora.

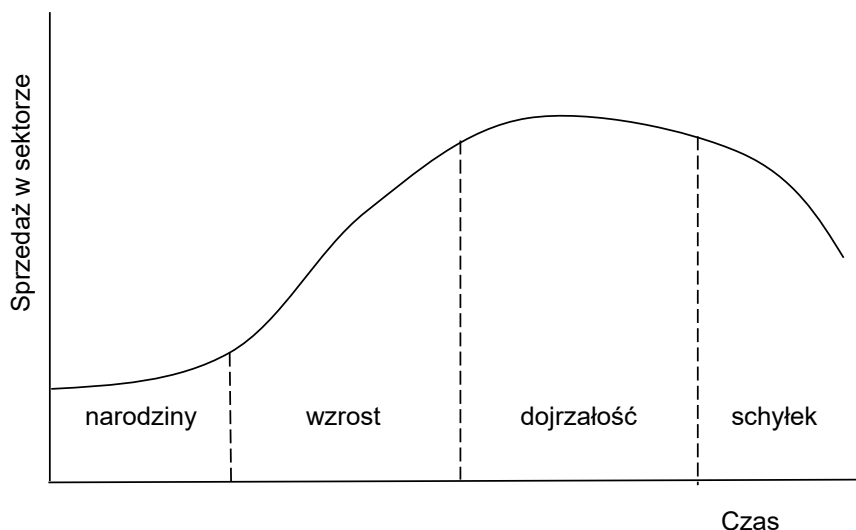
Rozważając cechy sektora, należy zauważyć, że – podobnie jak przedsiębiorstwo – podlega on pewnym cyklom. Sektor nie jest więc strukturą statyczną, a jego cechy mogą podlegać przemianom. W literaturze wskazuje się na występowanie cyklu życia sektora, którego etapy determinują zachowania i strategie przedsiębiorstw. Powszechnie przyjmuje się, że fazy cyklu życia sektora to narodziny, wzrost, dojrzałość

44 Jeszka, A. *Sektor usług logistycznych...*, s. 15.

45 Pietrzak, M. *Problem geograficznego zakresu rynków/sektorów w dobie globalizacji i regionalizacji*. „Zagadnienia Ekonomiki Rolnej” 2014, nr 1(338), s. 3–21.

46 Gorynia, M. *Teoretyczne aspekty konkurencyjności*. W: Gorynia, M., Łażniewska, E. (red.). *Kompendium wiedzy o konkurencyjności*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009, s. 48–67.

i schyłek⁴⁷, podobnie jak w przypadku cyklu życia produktu⁴⁸. Różnica pomiędzy cyklem życia produktu i sektora widoczna jest w ich długości – cykl życia branży może zawierać w sobie wiele cykli życia kolejnych generacji produktu⁴⁹. Fazy cechują się różnymi warunkami technologicznymi czy też warunkami związanymi z otoczeniem i konkurencją⁵⁰. Cykl życia sektora, z uwzględnieniem wielkości sprzedaży, został przedstawiony na rysunku 7.



Rysunek 7. Cykl życia sektora

Źródło: opracowanie własne na podstawie Grant, R. M. *Contemporary strategy analysis*, wydanie 7. John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2010, s. 271.

Robert Grant⁵¹ wskazuje, że siłą napędową cyklu życia sektora są wiedza i popyt. W początkowej fazie przedsiębiorstwa rywalizują pod względem technologicznym. Podczas wzrostu ważne jest dostosowanie się do wymagań produkcji na dużą skalę; zatem istotne stają się inwestycje w badania i rozwój oraz środki trwałe. W fazie

47 Guidice, R. M., Vasudevan, A., Duysters, G. *From „me against you” „to us against them”: Alliance formation based on inter-alliance rivalry.* „Scandinavian Journal of Management” 2003, nr 19(2), s. 135–152.

48 Kuczyńska-Chałada, M., Furman, J. *Wspomaganie strategii przedsiębiorstwa produkcyjnego – studium przypadku.* „Przedsiębiorczość i Zarządzanie” 2016, nr 17(7), cz. 3: Nowe trendy w zarządzaniu – wybrane uwarunkowania innowacyjności i konkurencyjności, s. 97–112.

49 Grant, R. M. *Contemporary strategy analysis*, wydanie 7. John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2010, s. 271.

50 Szerzej: Auster, E. R. *The relationship of industry evolution to patterns of technological linkages, joint ventures, and direct investments between U.S. and Japan.* „Management Science” 1992, nr 38(6), s. 778–792.

51 Grant, R. M. *Contemporary strategy analysis...*, s. 279–280.

dojrzałości coraz ważniejsza jest efektywność kosztowa. W fazie schyłku nasila się presja na obniżanie kosztów.

W zależności od fazy cyklu życia sektora przedsiębiorstwa wykazują także różną skłonność do kooperacji⁵². Rebecca Guidice, Ash Vasudevan i Geert Duysters⁵³ wskazują, że skłonność do konkurencji opartej na zawieraniu sojuszy jest najniższa w fazie początkowej i schyłkowej życia branży, zaś najwyższa w fazie wzrostu i dojrzałości. Joanna Cygler⁵⁴ podkreśla, że motywacją do kooperacji w fazie wzrostu jest chęć osiągnięcia efektu synergii i efektu skali, zaś w fazie dojrzałości, gdy tempo wzrostu spada, motywem staje się chęć utrzymania pozycji konkurencyjnej. Autorka zauważa także, że nasilenie relacji kooperacyjnych jest wyższe w sektorach, które przechodzą cykl życia w sposób burzliwy i skokowy.

Analizując branżę, można wskazać jej cechy, które również determinować będą zachowania przedsiębiorstw wchodzących w jej skład. Cechy branży można podzielić na dwie kategorie: te, które można przypisać podmiotom tworzącym branżę, oraz charakterystyki, na które składają się wprawdzie posunięcia poszczególnych uczestników rynku, ale których nie da się im bezpośrednio przypisać⁵⁵. Pierwsza z wymienionych kategorii to cechy agregatowe. Uzyskiwane są poprzez zagregowanie przymiotów, które charakteryzują poszczególnych uczestników branży. Można tu wymienić np. rentowność czy efektywność. Cechy branży, których nie da się przypisać poszczególnym uczestnikom rynku (cechy strukturalne), to m.in. koncentracja, bariery wejścia do i wyjścia z branży, struktura konkurencyjna rynku (forma organizacji rynku od monopolu do konkurencji doskonałej), a także „umieralność” przedsiębiorstw⁵⁶.

Koncentracja traktowana jest jako wskaźnik intensywności konkurencji⁵⁷. Określona jest przez liczbę działających na rynku podmiotów i ich wielkość (udziały w rynku). Z koncentracją rynku związane jest pojęcie siły rynkowej⁵⁸. Siła rynkowa najczęściej rozumiana jest jako zdolność do wywierania wpływu na

52 Cygler, J. *Kooperencja przedsiębiorstw a cykl życia sektora*. „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej” 2008, t. 90, s. 60–71.

53 Guidice, R. M., Vasudevan, A., Duysters, G. *From „me against you”...*, s. 135–152.

54 Cygler, J. *Kooperencja przedsiębiorstw...*, s. 60–71.

55 Jankowska, B. *Międzynarodowa konkurencyjność polskiej branży budowlanej*, rozprawa doktorska. Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Wydział Zarządzania, Poznań 2003, s. 40.

56 Gorynia, M. *Teoria i polityka regulacji mezosystemów gospodarczych a transformacja postsocjalistycznej gospodarki polskiej*. „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu. Prace Habilitacyjne” 1995, nr 141, s. 46; Jankowska, B. *Międzynarodowa konkurencyjność...*, s. 40.

57 OECD, <https://www.oecd.org/daf/competition/market-concentration.htm>, data dostępu: 2.08.2021.

58 Kwiatkowska, E. M. *Miary koncentracji – teoria a praktyka ich wykorzystania przez organy regulacyjne na rynkach telekomunikacyjnych*. „Metody Ilościowe w Badaniach Ekonomicznych” 2014, nr 3(15), s. 189–198.

cenę rynkową produktu⁵⁹, choć można ją definiować także w kontekście możliwości oddziaływania na wielkość produkcji, wykluczanie konkurentów, warunki handlowe czy „dyscyplinowanie” rywali⁶⁰. Co ważne, poziom koncentracji może dawać także obraz tego, na ile przedsiębiorstwa są od siebie zależne: gdy podmiotów jest dużo i nie posiadają one dominujących udziałów w rynku, wówczas występuje wzajemne dostosowywanie się uczestników rynku⁶¹.

Wstępnym etapem pomiaru koncentracji jest określenie wskaźników udziału (u_i) względem badanej cechy (1)⁶²: w przypadku badania natężenia konkurencji będą to udziały poszczególnych przedsiębiorstw w rynku.

(1)

$$u_i = \frac{z_i}{Z}$$

gdzie:

z_i – wartość badanej cechy w przypadku spółki i ,

Z – łączna wartość badanej cechy wszystkich spółek.

Miary koncentracji można podzielić na dyskretne (uwzględniające N największych pod kątem badanej cechy podmiotów) i skumulowane (uwzględniające wszystkie przedsiębiorstwa działające na rynku i rozkład ich udziałów w wartości danej cechy)⁶³, choć nie jest to jedyny funkcjonujący w literaturze podział⁶⁴. Jako podstawowe i najczęściej spotykane miary koncentracji wymienia się współczynnik dyskretny koncentracji (CR_N), współczynnik Herfindahla-Hirschmana (HHI), współczynnik entropii oraz współczynnik Giniego⁶⁵ (tabela 6).

59 Kamiński, J. *Metody szacowania siły rynkowej w sektorze energetycznym*. „Polityka Energetyczna” 2009, nr 12, s. 229–241.

60 Jankowska, B. *Międzynarodowa konkurencyjność...*, s. 75.

61 *Ibidem*.

62 Jackowicz, K., Kowalewski, O. *Koncentracja działalności sektora bankowego w Polsce w latach 1994–2000*. „Materiały i Studia NBP” 2002, t. 143, s. 4.

63 Bailey, D., Boyle, S. E. *The optimal measure of concentration*. „Journal of the American Statistical Association” 1971, nr 66(336), s. 702–706; Krawczyk, G. *Metody pomiaru koncentracji rynków transportu miejskiego*. „Transport Miejski i Regionalny” 2014, nr 5, s. 25–29.

64 Inny podział proponują chociażby Jackowicz, K., Kowalewski, O. *Koncentracja działalności sektora bankowego...*, s. 1–132.

65 Batóg, J. *Analiza związków między koncentracją, intensywnością kapitałową i rentownością przedsiębiorstw – podejście sektorowe*. „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego” 2008, nr 2, s. 19–27; Urbaniak, W. *Współczynniki koncentracji w analizie ekonomicznej*. „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 2004, nr 180, s. 287–289; Dudek, H., Krawiec, M., Landmesser, J. M. *Podstawy analizy statystycznej w badaniach rynku*. Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2011, s. 30.

Tabela 6. Najczęściej stosowane miary koncentracji w badaniach rynku

Miara	Wzór	Opis
Współczynnik dyskretny koncentracji	$CR_N = \sum_{i=1}^N u_i,$ gdzie $N < n$	Suma udziałów największych przedsiębiorstw: – obejmuje wartości od 0 do 1 (100%) – wyższe wartości oznaczają wyższą koncentrację, – nie wymaga zaawansowanych obliczeń, – nie uwzględnia informacji o wszystkich przedsiębiorstwach, więc nawet w sytuacji istotnej zmiany udziałów przedsiębiorstw niezaliczanych do największych, wartość wskaźnika się nie zmienia, – jest podatna na manipulację ze względu na możliwość arbitralnego wyboru parametru N.
Współczynnik Herfindahla-Hirschmana	$HHI = \sum_{i=1}^n u_i^2$	Suma kwadratów udziałów poszczególnych podmiotów w łącznej wartości rozpatrywanej cechy: – obejmuje wartości od 0 do 10 000 (w przypadku procentowego wyrażenia udziałów) lub od 0 do 1 (w przypadku ułamkowego wyrażenia udziałów) – wyższe wartości oznaczają wyższą koncentrację, – najczęściej stosowana w analizach koncentracji rynku, – uwzględnia wszystkie przedsiębiorstwa, – jest wrażliwa na zmiany udziałów na rynku wśród największych firm, – charakteryzuje się tym, że na jej wyniki największy wpływ mają podmioty o wysokim udziale w wartości sumarycznej badanej cechy, – uwzględnia informacje o wszystkich przedsiębiorstwach.
Entropia	$E = - \sum_{i=1}^n u_i \ln u_i$	Miara stopnia nieuporządkowania danego zbioru – syntetyczna miara rozproszenia rozkładu prawdopodobieństw wartości zmiennej losowej: – obejmuje wartości od 0 do $\ln(n)$ – minimalna koncentracja oznacza maksymalną entropię, – większe znaczenie przypisuje podmiotom o niższych udziałach w wartości badanej cechy niż w przypadku współczynnika HHI.

Tabela 6. (cd.)

Miara	Wzór	Opis
Współczynnik Giniego	$G = \frac{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n u_i - u_j }{2n^2 \frac{\sum_{i=1}^n u_i}{n}}$ (wzór dla zbioru danych nieposortowanych)	Miara nierówności rozkładu – miara różnicy pomiędzy równomiernym a rzeczywistym rozkładem udziałów rynkowych: – obejmuje wartości od 0 do 1 – wyższe wartości oznaczają wyższą koncentrację cechy.

Objaśnienia:

CR_N – wskaźnik dyskretny dla N największych przedsiębiorstw,

u_i – udział w rynku i -tego przedsiębiorstwa,

HHI – wskaźnik Herfindahla-Hirschmana,

n – liczba badanych spółek,

N – liczba największych spółek w branży,

E – entropia,

G – współczynnik Giniego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Urbaniak, W. *Współczynniki koncentracji w analizie ekonomicznej*. „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 2004, nr 180, s. 287–295; Ginevičius, R., Čirba, S. *Additive measurement of market concentration*. „Journal of Business Economics and Management” 2009, nr 10(3), s. 191–198; Dudek, H., Krawiec, M., Landmesser, J. M. *Podstawy analizy statystycznej w badaniach rynku*. Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2011, s. 30–42; Kryzia, D. *Poziom konkurencji na światowym rynku gazu ziemnego*. „Polityka Energetyczna” 2016, nr 19, s. 47–62.

Zdaniem Ewy Kwiatkowskiej⁶⁶ nie można jednoznacznie określić, który wskaźnik koncentracji jest najlepszy, a przy jego wyborze należy kierować się celem badania i dostępnością danych. Hanna Dudek, Monika Krawiec i Joanna Landmesser⁶⁷ zalecają na przykład, by przy dokonywaniu porównań, gdy liczebność grup podmiotów jest zróżnicowana, stosować współczynnik CR_N , HHI lub Giniego. Romualdas Ginevičius i Stasys Čirba⁶⁸ zaznaczają, że w zasadzie każda z opisanych miar zniekształca rzeczywisty obraz rynku. Rogowski⁶⁹ wskazuje także, że należy pamiętać, że na wyniki ma także wpływ to, jak określone zostaną granice rynku. Badanie koncentracji nadmiernie szczegółowej lub zbyt szerokiej segmentacji produktowej rynku może spowodować odpowiednio przeszacowanie lub niedoszacowanie wyniku.

Z uwagi na łatwość stosowania najczęściej używanym i najlepiej znanym jest wskaźnik HHI ⁷⁰. Wykorzystuje się go często w badaniach związanych z upublicznieniem informacji o złożeniu wniosku o upadłość przedsiębiorstwa giełdowego.

66 Kwiatkowska, E. M. *Miary koncentracji – teoria a praktyka...*, s. 189–198.

67 Dudek, H., Krawiec, M., Landmesser, J. M. *Podstawy analizy statystycznej...*, s. 42.

68 Ginevičius, R., Čirba, S. *Additive measurement of market concentration*. „Journal of Business Economics and Management” 2009, nr 10(3), s. 191–198.

69 Rogowski, W. *Konkurencja na rynku usług bankowych – miary koncentracji*. „Bank i Kredyt” 2001, nr 5, s. 43–50.

70 Ginevičius, R., Čirba, S. *Additive measurement...*, s. 191–198.

Wskaźnik ten jest zaliczany do skumulowanych miar koncentracji⁷¹. Jak wskazuje Rogowski⁷², jest to miernik skuteczny dla oligopoli, dla których przybiera wartość od 0,1 do 0,25, co odpowiada wartości wskaźnika dyskretnego na poziomie od 50 do 70%. W przypadku gdy nie są znane udziały wszystkich podmiotów działających na rynku, ale wiadome jest, ile ich istnieje, możliwe jest także zastosowanie skorygowanej postaci wskaźnika *HHI*, jak zaproponowali Marco Barina i Silvano Carletti⁷³. Krzysztof Jackowicz i Oskar Kowalewski⁷⁴ zauważają, że wskaźnik *HHI* jest często wykorzystywany w badaniach empirycznych analizujących związek struktur rynkowych z efektami gospodarowania osiąganymi przez podmioty działające w branży.

Inną ważną cechą strukturalną branży są bariery wejścia na rynek. Składają się na nie warunki, których spełnienie decyduje o tym, czy konkurencja potencjalna zmieni się w rzeczywistość⁷⁵. Bariery wejścia na rynek są wyższe, gdy funkcjonujące w danym sektorze przedsiębiorstwa korzystają w znacznym stopniu z korzyści skali: nowo wchodzące przedsiębiorstwo musiałoby od razu zacząć działalność na podobną skalę jak dotychczasowi uczestnicy branży lub zaakceptować początkowo niekorzystny poziom kosztów. Niekiedy również pewne przewagi konkurencyjne są nieosiągalne dla nowych podmiotów, niezależne od ich wielkości i skali działalności. Dotyczy to specjalistycznej wiedzy budowanej przez lata oraz posiadanych patentów. Bariery wejścia dotyczą również sektorów o dużym zróżnicowaniu produktów, gdzie oferowane są unikalne produkty marek, które pozyskały już lojalność i zaufanie klientów. Również regulacje prawne mogą ograniczać dostęp do niektórych sektorów. Dodatkowo wysoka kapitałochłonność niektórych sektorów czy utrudniony dostęp do kanałów dystrybucji ogranicza nowe wejścia⁷⁶. Bariery wejścia na rynek w dużej mierze stanowiąc będą o tym, czy przedsiębiorstwa dysponujące wysokimi udziałami w rynku będą mogły wykorzystać swoją siłę rynkową⁷⁷.

Koncentracja i bariery wejścia na rynek są nieodłącznie związane z opisem struktur konkurencyjnych rynku. W teorii ekonomii opisuje się cztery główne struktury konkurencyjne, tj.: monopol, konkurencję monopolistyczną, oligopol i konkurencję doskonałą. Są to teoretyczne modele odzwierciedlające rywalizację na rynku, a ich porównanie przedstawiono w tabeli 7.

71 Krawczyk, G. *Metody pomiaru koncentracji rynków...*, s. 25–29.

72 Rogowski, W. *Konkurencja na rynku usług bankowych...*, s. 43–50.

73 Barina, M., Carletti, S. *Changes in the degree of concentration of the Italian banking system – An international comparison*. „Research Papers Banca Nazionale del Lavoro” 1986, nr 5. Za: Rogowski, W. *Konkurencja na rynku usług bankowych...*, s. 43–50.

74 Jackowicz, K., Kowalewski, O. *Koncentracja działalności sektora bankowego...*, s. 14.

75 Jankowska, B. *Międzynarodowa konkurencyjność...*, s. 80.

76 Porter, M. E. *How competitive forces shape strategy*. W: Asch, D., Bowman, C. (red.). *Readings in strategic management*. Palgrave, London 1989, s. 133–143.

77 Jankowska, B. *Międzynarodowa konkurencyjność...*, s. 80.

Tabela 7. Porównanie struktur konkurencyjnych rynku

Rodzaje struktur konkurencyjnych rynku					
Rodzaj struktury konkurencyjnej		Liczba producentów	Charakter produktu	Sposób ustalenia ceny	Bariera wejścia na rynek
Konkurencja doskonała		bardzo duża	homogeniczny	rynkowa jednolita	brak
Konkurencja monopolistyczna		duża	heterogeniczny	zróżnicowana	małe
Oligopol	homogeniczny	kilku	homogeniczny	rynkowa	duże
	heterogeniczny	kilku	heterogeniczny	częściowo zróżnicowana	dość duże
Monopol		jeden	homogeniczny	ustalona przez monopolistę	bardzo duże

Źródło: Chotkowski, J. *Rynek jako podstawowa instytucja gospodarki – pojęcie, struktury, efektywność*. „Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego. Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” 2013, nr 101, s. 53–65.

Należy zaznaczyć, że opisywane powyżej struktury rynku różnią się sposobami jego koncentracji: od konkurencji doskonałej, gdzie rynek nie jest skoncentrowany, do monopolu, gdzie występuje jeden producent. Wysoki poziom koncentracji, jaki charakteryzuje monopol, oznacza występowanie siły rynkowej pozwalającej na podnoszenie cen powyżej kosztów krańcowych. Na rynku o doskonałej konkurencji przedsiębiorstwa nie dysponują zaś siłą rynkową⁷⁸.

Konkurencja doskonała stanowi czysto teoretyczny model, niemożliwy do osiągnięcia. Wiąże się ona z występowaniem na rynku bardzo dużej liczby producentów i brakiem barier wejścia na rynek. W sytuacji gdy dostępny jest produkt o homogenicznym charakterze, konsument może nabyć go od dowolnego producenta. Pojedynczy producenci nie mają wpływu na ustalenie ceny. Na rynku doskonale konkurencyjnym liczba podmiotów jest tak duża, że gdy jeden z nich zmienia cenę, nie ma to przełożenia na zmianę cen innych podmiotów⁷⁹.

Przeciwieństwem konkurencji doskonałej jest monopol. W monopolu występuje jeden dostawca produktu, który ustala cenę produktu i może podnosić ją powyżej kosztów krańcowych⁸⁰. Przy ograniczeniu konkurencji w wyniku wygenerowania nadwyżki ceny nad kosztami krańcowymi monopolista uzyskuje rentę monopolistyczną⁸¹.

78 Kwiatkowska, E. M. *Miary koncentracji – teoria a praktyka...*, s. 189–198.

79 Robinson, J. *What is perfect competition?* „The Quarterly Journal of Economics” 1934, nr 49(1), s. 104–120.

80 Firlej, K., Hamulczuk, M., Kozłowski, W., Kufel, J., Piwowar, A., Stańko, S. *Struktury rynku i kierunki ich zmian w łańcuchu marketingowym żywności w Polsce i na świecie*. Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej – Państwowy Instytut Badawczy, Warszawa 2015, s. 16.

81 Obecnie poszukuje się źródeł powstawania renty ekonomicznej nie tylko w konkurencji, ale także na gruncie współdziałania – szerzej o rentach ekonomicznych: Kwieciński, D. *Premia kooperacyjna...*, s. 100–122; Światowiec-Szczepeńska, J. *Renta ekonomiczna...*, s. 203–226.

Istnieją również formy pośrednie pomiędzy konkurencją doskonałą a monopolem. Koncepcja konkurencji monopolistycznej została zapoczątkowana przez Edwarda Chamberlina i rozwinięta przez Joan Robinson⁸². Jak przedstawiono w tabeli 7, struktura ta charakteryzuje się dużą liczbą producentów i niskimi barierami wejścia na rynek. Konkurencja monopolistyczna rozwija się w miarę wzrostu zróżnicowania produktów. Produkty są do siebie zbliżone, a więc posiadają cechy, które czynią je substytutami, jednak posiadają też unikalne właściwości, którymi wyróżniają się na tle produktów konkurencyjnych⁸³. W teorii konkurencji monopolistycznej dopatruje się przewagi konkurencyjnej w dominującej pozycji na rynku uzyskanej poprzez bariery wejścia, ograniczenie produkcji i narzucanie wysokich cen⁸⁴.

W praktyce większość rynków przybiera formę oligopolistyczną. W przypadku konkurencji oligopolistycznej sprzedawców jest niewielu i posiadają oni stosunkowo wysoki udział w rynku, występują bariery utrudniające wejście na rynek. Działania, decyzje i reakcje sprzedawców są współzależne. Producenci muszą uwzględniać zachowania innych uczestników rynku, określając swoją politykę. Oligopole mogą rozwijać się zarówno na rynku homogenicznym, jak i heterogenicznym⁸⁵. W tym miejscu warto także przytoczyć teorię rynków kontestowalnych (kwestionowalnych; potencjalnie konkurencyjnych; spornych), której twórcami są William Baumol, John Panzar i Robert Willig⁸⁶. Rynek kontestowalny opisywany jest jako oligopol bez barier wejścia i wyjścia z gałęzi. W warunkach takiego rynku przedsiębiorstwa, pod presją potencjalnych konkurentów, zachowują się podobnie jak w warunkach konkurencji doskonałej⁸⁷. Oznacza to, że bez względu na poziom koncentracji po stronie podaży, rynek wciąż może być konkurencyjny. Jest to możliwe dzięki konkurencji potencjalnej, która zależy od występowania barier wejścia do branży.

Neoklasyczne ujęcie konkurencji ma wymiar statyczny, odnoszący się do pewnego charakterystycznego stanu, określonej struktury rynkowej. Takie podejście oznacza, że konkurencja utożsamiana jest z jej efektami, tj. stanem końcowym rynku⁸⁸. Przedstawiciele ekonomii ewolucyjnej wskazali jednak na przeobrażenia,

82 Por. Kaldor, N. *Professor Chamberlin on monopolistic and imperfect competition*. „The Quarterly Journal of Economics” 1938, nr 52(3), s. 513–529.

83 Firlej, K., Hamulczuk, M., Kozłowski, W., Kufel, J., Piwowar, A., Stańko, S. *Struktury rynku i kierunki...*, s. 10–11.

84 Koźmiński, A. K., Latusek-Jurczak, D. *Rozwój teorii organizacji*. Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 113.

85 Firlej, K., Hamulczuk, M., Kozłowski, W., Kufel, J., Piwowar, A., Stańko, S. *Struktury rynku i kierunki...*, s. 10, 12, 14.

86 Baumol, W. J., Panzar, J. C., Willig, R. D. *Contestable markets and the theory of industry structure*. Harcourt Brace Jovanovich, New York 1982.

87 Encyklopedia PWN, <https://encyklopedia.pwn.pl/haslo/rynek-potencjalnie-konkurencyjny;3970477.html>, data dostępu: 21.07.2020.

88 Maniak, G. *Konkurencja i konkurencyjność w badaniach współczesnej ekonomii*. W: Kopycińska, D. (red.). *Teoretyczne aspekty gospodarowania*. Wydawnictwo Naukowe Katedry Mikroekonomii Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2005, s. 153.

którym poddany jest rynek. Schumpeter⁸⁹ opisał koncepcję twórczej destrukcji, która towarzyszy kapitalizmowi i w której kluczową rolę pełnią innowacje. Twórcza destrukcja polega na nieustannej mutacji przemysłowej, która przekształca strukturę gospodarczą od wewnątrz, burząc starą i tworząc nową. Proces ten znajduje wyraz w zachodzących cyklach koniunkturalnych. Schumpeter wskazywał, że statyczna analiza określonej branży może dać pewien obraz o fragmencie rzeczywistości, jednak ważniejsze jest ujęcie na tle zachodzącego procesu.

W dyskursie naukowym rozważany jest także związek pomiędzy cechami branży a wynikami osiąganymi przez przedsiębiorstwa. W ramach szkoły harwardzkiej funkcjonuje pogląd, że struktura rynku jest jedną z determinant uzyskiwanych wyników działalności, w tym zyskowności, podmiotów działających na tym rynku. Tę zależność opisuje paradygmat SCP (ang. *structure–conduct–performance*⁹⁰), który został opracowany przez Joe'ego Baina w 1951 r. na podstawie studiów zapoczątkowanych przez Edwarda Masona w 1930 r.⁹¹ Zakłada on, że struktura rynku determinuje zachowania podmiotów na nim działających⁹², a te z kolei przekładają się na wyniki czy też rezultaty działalności⁹³ przedsiębiorstw⁹⁴. Zgodnie z koncepcją SCP wyższe poziomy koncentracji rynku powodują niższą konkurencyjność. Jest to związane z niższymi kosztami porozumienia eliminującego rywali i tym samym wyższym prawdopodobieństwem jego zawarcia w przypadku, gdy uczestników na rynku jest niewielu, a ich udziały w rynku są wyższe⁹⁵.

Z kolei Michael Smirlock⁹⁶, badając sektor bankowy, wyszedł od paradygmatu SCP i wskazał, że nie znajduje on potwierdzenia związku pomiędzy koncentracją a zyskownością branży, a udział w rynku danej spółki powiązany jest z jej zyskownością. Według koncepcji względnej struktury rynku (ang. *relative market power*, RMP) tylko przedsiębiorstwa o wysokim udziale w rynku i zróżnicowanych produktach dysponują siłą rynkową⁹⁷. Różnica w koncepcji SCP i RMP będzie widoczna przede

89 Schumpeter, J. A. *Kapitalizm, socjalizm, demokracja*, s. 2, <http://coin.wne.uw.edu.pl/lhardt/SchumpeterKSD.pdf>, data dostępu: 24.07.2020.

90 Struktura–zachowanie–wynik (efektywność) według tłum. Gorynia, M. *Teoria i polityka regulacji...*

91 Roman, M. *Porównanie polskiego i irlandzkiego sektora mleczarskiego z wykorzystaniem modelu SCP*. „Roczniki Naukowe Stowarzyszenia Ekonomistów Rolnictwa i Agrobiznesu” 2015, nr 17(3), s. 326–331.

92 Jackowicz, K., Kowalewski, O. *Koncentracja działalności sektora...*, s. 1.

93 Angielskie słowo *performance* można tłumaczyć na różne sposoby, w tym kontekście m.in. jako wyniki, wydajność, osiągi.

94 McWilliams, A., Smart, D. L. *Efficiency v. structure-conduct-performance: Implications for strategy research and practice*. „Journal of Management” 1993, nr 19(1), s. 63–78.

95 Jackowicz, K., Kowalewski, O. *Koncentracja działalności sektora...*, s. 2.

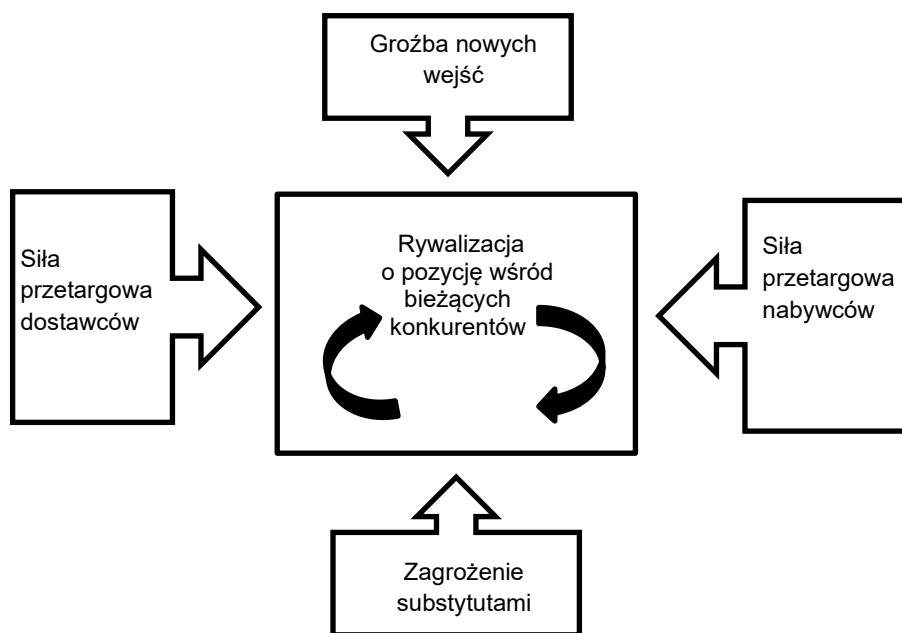
96 Smirlock, M. *Evidence on the (non) relationship between concentration and profitability in banking*. „Journal of Money, Credit and Banking” 1985, nr 17(1), s. 69–83.

97 Berger, A. N. *The profit-structure relationship in banking – Tests of market-power and efficient-structure hypotheses*. „Journal of Money, Credit and Banking” 1995, nr 27(2), s. 404–431.

wszystkim dla małych podmiotów. Zgodnie z koncepcją SCP koncentracja oddziałuje na wyniki małych przedsiębiorstw, zaś w przypadku koncepcji RMP – nie⁹⁸.

Przedstawiciel ekonomii menedżerskiej, Michael Porter, zakładał, że otoczenie przedsiębiorstwa w większym stopniu oddziałuje na strategię przedsiębiorstwa, niż dzieje się to w odwrotnym kierunku. Przedsiębiorstwo powinno jego zdaniem kłaść nacisk na dostosowanie się do otoczenia, w którym funkcjonuje⁹⁹. Widać tu zgodność z teorią SCP, według której struktura branży przekłada się na zachowania podmiotów, a te z kolei przekładają się na rezultaty działania przedsiębiorstw.

Poziom konkurencji w sektorze, rozumianym jako grupa przedsiębiorstw wytwarzająca substytucyjne produkty, wyznacza zdaniem Portera pięć sił, które determinują potencjalne zyski z sektora. Im wyższe jest natężenie sił w sektorze, tym mniejsza jest jego rentowność¹⁰⁰. Schemat oddziaływania sił obrazuje rysunek 8.



Rysunek 8. Pięć sił Portera

Źródło: opracowanie własne na podstawie Porter, M. E. *How competitive forces shape strategy*. W: Asch, D., Bowman, C. (red.). *Readings in strategic management*. Palgrave, London 1989, s. 133–143.

98 Clarke, G. R. G., Cull, R. *Political determinants and economic effects of bank privatization in Argentina*. W: Columbus, F. (red.). *Politics and economics of Latin America*. Nova Science Publishers, Huntington, NY 2001, s. 24.

99 de Wit, B. *Porter on business strategy*. W: van den Bosch, F. A. J., de Man, A. P. *Perspectives on strategy*. Springer, Boston, MA 1997, s. 7–18.

100 Porter, M. E. *How competitive forces...*, s. 133–143.

Silę przetargową dostawców czy nabywców można ocenić, rozważając charakterystykę ich sytuacji rynkowej oraz relatywne znaczenie sprzedaży czy zakupów związanych z danym sektorem w stosunku do całości prowadzonej przez nich działalności. Siła przetargowa dostawców może manifestować się poprzez podnoszenie przez nich cen lub obniżenie jakości oferowanego przez nich produktu. Nabywcy z kolei mogą wywierać presję na obniżenie cen, podniesienie jakości produktów czy wzmacniać rywalizację pomiędzy podmiotami oferującymi dany produkt¹⁰¹. Rywalizacja o pozycję pomiędzy bieżącymi konkurentami może obejmować rywalizację cenową, wprowadzanie produktów i walkę reklamową. Intensywność rywalizacji zależy m.in. od liczby konkurentów, ich wielkości i siły, a także ich zróżnicowania pod kątem prowadzonej strategii. Przy dużej liczbie rozproszonych konkurentów i ich zróżnicowaniu natężenie konkurencji jest wyższe. Znaczenie mają także cechy oferowanego produktu. Gdy produkt jest jednorodny i nie wiąże się z nim wysokie koszty zmiany dostawcy, rywalizacja jest wzmożona. Dodatkowo, wysokie bariery wyjścia z rynku powodują, że podmioty rywalizują, nawet gdy osiągają niskie zyski lub ponoszą straty. Niski wzrost rynku powoduje nasiloną rywalizację o udziały w rynku¹⁰². Nowe wejścia z kolei przynoszą ze sobą groźbę przejęcia części udziałów w rynku, a także nowe zasoby. Groźba nowych wejść uzależniona jest od barier wejścia na dany rynek¹⁰³. Również pojawienie się produktów substytucyjnych może ograniczyć rentowność sektora, gdyż poziom cen danego produktu zostaje ograniczony przez ceny jego substytutów¹⁰⁴.

Podejście pozycyjne, funkcjonujące w ramach nurtów zarządzania strategicznego, odnoszące się do osiągania przewagi dzięki relatywnej pozycji rynkowej, w które wpisują się poglądy prezentowane przez Portera¹⁰⁵, poddane zostało krytyce przez zwolenników podejścia zasobowego. Nurt zasobowy jako pierwszy określił mianem RBV (ang. *resource-based view of the firm*) Birger Wernerfelt¹⁰⁶, zaś czerpał on z dorobku Schumpetera i Edith Penrose¹⁰⁷. Przedstawiciele teorii przewagi konkurencyjnej bazującej na zasobach wskazują między innymi, że różnice w zyskowności wewnątrz branż mają o wiele większe znaczenie niż pomiędzy poszczególnymi branżami. Koncepcja ta próbuje odpowiedzieć na pytanie, co różnicuje wyniki przedsiębiorstw wewnątrz branży. Zgodnie z tym podejściem to zasoby przedsiębiorstwa są źródłem jego możliwości (zdolności, kompetencji),

101 *Ibidem*.

102 *Ibidem*.

103 *Ibidem*.

104 *Ibidem*.

105 Światowiec-Szczepeńska, J. *Renta ekonomiczna a przewaga...*, s. 203–226.

106 Wernerfelt, B. *A resource-based view of the firm*. „Strategic Management Journal” 1984, nr 5(2), s. 171–180.

107 Głuszek, E. *Formułowanie strategii w nurcie zasobowym – ograniczenia i wyzwania*. W: Krupski, R. (red.). *Zarządzanie strategiczne – ujęcie zasobowe*. Wałbrzyska Wyższa Szkoła Zarządzania i Przedsiębiorczości, Wałbrzych 2006, s. 75–90.

a te przyczyniają się z kolei do osiągnięcia przewagi konkurencyjnej i osiągnięcia zyskowności¹⁰⁸. W literaturze przedmiotu wskazuje się jednak niekiedy, że podejście zasobowe i pozycyjne nie powinny być traktowane jako przeciwstawne, a jako uzupełniające się¹⁰⁹.

Jak zostało już wcześniej wspomniane, na konkurencję można patrzeć w ujęciu dynamicznym, jako na proces wynikający z zachowań uczestników branży, które kształtują strukturę branży. W takim ujęciu to nie koncentracja, czy szerzej struktura rynku, determinuje potencjał przedsiębiorstwa do osiągnięcia przewagi konkurencyjnej i jego zyskowność. Chociaż wyższej koncentracji rynku towarzyszy wyższy poziom rentowności, związek przyczynowo-skutkowy może być inny, niż opisuje to paradygmat SCP. Według koncepcji efektywnej struktury rynkowej (ang. *efficient structure hypothesis*), funkcjonującej w ramach szkoły chicagowskiej¹¹⁰, poziom koncentracji rynku wynika z niejednakowej efektywności poszczególnych podmiotów na nim działających. Przedsiębiorstwa, które charakteryzują się przewagą w zakresie zaspokajania popytu nabywców lub obniżania kosztów, powiększają swoje udziały rynkowe kosztem podmiotów mniej efektywnych. Powoduje to wzrost koncentracji rynku, a wysokość udziału w nim odzwierciedla w przybliżeniu stopień efektywności działania i jest pozytywnie skorelowana z rentownością¹¹¹. Na rynku skoncentrowanym dominują więc efektywne podmioty¹¹². Przewaga konkurencyjna w tym ujęciu wynika z dynamicznie zachodzącego procesu konkurencji¹¹³.

Można zastanawiać się, czy to cechy strukturalne sektora determinują konkurencyjność, czy też jest na odwrót. Bez względu na to, jaki jest kierunek oddziaływania, wydaje się, że te elementy są ze sobą mocno powiązane. Natężenie konkurencji wewnątrzsektorowej jest inne w zależności od struktury konkurencyjnej rynku czy od fazy życia, w jakiej znajduje się dany sektor. Rywalizując wewnątrz sektora, poszczególne przedsiębiorstwa budują swoją pozycję konkurencyjną poprzez dopasowanie się do warunków otoczenia oraz wykorzystywanie i budowanie swoich zasobów.

108 Grant, R. M. *The resource-based theory of competitive advantage: Implications for strategy formulation*. „California Management Review” 1991, nr 33(3), s. 114–135.

109 Por. Jankowska, B. *Międzynarodowa konkurencyjność...*, s. 25; Światowiec-Szczepańska, J. *Renta ekonomiczna a przewaga...*, s. 203–226.

110 Przedstawiciele szkoły chicagowskiej nazywani są także antystrukturalistami – por. Jeszka, A. *Sektor usług logistycznych...*

111 Jackowicz, K., Kowalewski, O. *Koncentracja działalności sektora...*, s. 2.

112 Khan, H. H., Kutan, A. M., Naz, I., Qureshi, F. *Efficiency, growth and market power in the banking industry: New approach to efficient structure hypothesis*. „The North American Journal of Economics and Finance” 2017, nr 42, s. 531–545.

113 McWilliams, A., Smart, D. L. *Efficiency v. structure-conduct-performance...*, s. 63–78.

2.4. Cechy agregatowe w ocenie funkcjonowania sektorów

Poza cechami strukturalnymi sektorów, takimi jak koncentracja, można wyróżnić także cechy agregatowe, czyli grupujące cechy poszczególnych uczestników rynku. Można je opisać m.in. za pomocą analizy wskaźnikowej. Zgodnie z definicją wskaźniki finansowe mają ilustrować ekonomiczną sytuację przedsiębiorstw¹¹⁴. Jak wskazuje Sonia Kozub-Skalska¹¹⁵, analiza wskaźnikowa jest chętnie wykorzystywana przede wszystkim ze względu na szybkość i efektywność dostarczania informacji.

Wskaźniki są zbudowane w ten sposób, aby pokazywały relację intencjonalnie powiązanych wartości w celu otrzymania pewnych założonych wartości poznawczych¹¹⁶. Zasadniczo analizy wskaźników finansowych dokonuje się poprzez porównanie otrzymanych wyników z wartościami uznanymi za wzorcowe w literaturze lub z tymi wyznaczonymi dla *benchmarku* (w przypadku przedsiębiorstw np. dla danej branży), a także poprzez porównania dokonywane w czasie. Podstawowymi obszarami działalności finansowej przedsiębiorstw, które są oceniane przez analizę wskaźnikową, są płynność finansowa, rentowność, sprawność działania (efektywność działania) oraz zadłużenie.

Jak już zostało wcześniej wskazane, płynność jest ważnym obszarem funkcjonowania przedsiębiorstw, zarówno pod kątem ich przetrwania, jak i zachowania bezpieczeństwa działania innych podmiotów na rynku. Pośród podstawowych wskaźników opisujących płynność finansową przedsiębiorstw wyróżnić można wskaźnik bieżący (ang. *current ratio*, CR) oraz wskaźnik szybki (ang. *quick ratio*, QR). Należy w tym przypadku zwrócić uwagę na zróżnicowane podejście w zakresie stosowanych formuł, co może wpływać na otrzymane za ich pomocą rezultaty¹¹⁷. W niniejszym rozdziale pracy stosowane będą wskaźniki zaczerpnięte bezpośrednio z bazy EMIS (Emerging Markets Information Service¹¹⁸), gdzie wskaźnik CR opisany jest przez stosunek aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych, zaś wskaźnik QR jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy do wartości zobowiązań krótkoterminowych.

114 [Hasło] *wskaźniki finansowe*. W: *Słownik języka polskiego*. PWN, <https://sjp.pwn.pl/slowniki/wska%C5%BAniki%20finansowe.html>, data dostępu: 4.08.2021.

115 Kozub-Skalska, S. *Analiza wskaźnikowa jako narzędzie badania sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*. „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu” 2018, nr 82, s. 45–56.

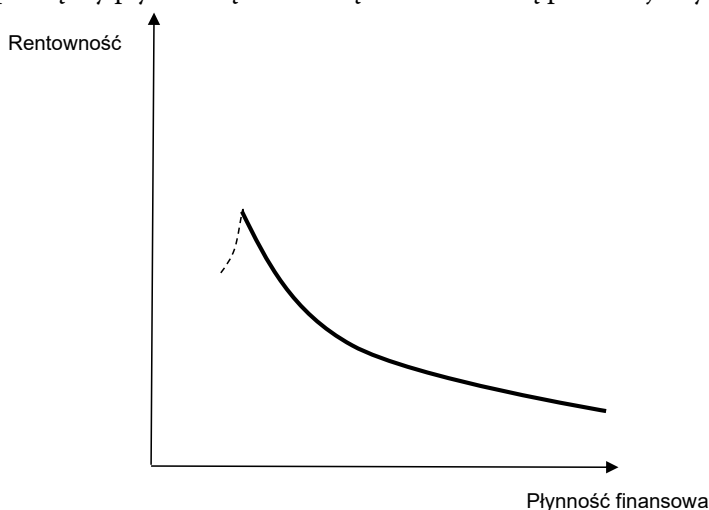
116 Gołębiowski, G., Tłaczała, A. *Analiza ekonomiczno-finansowa w ujęciu praktycznym*. Difin, Warszawa 2005, s. 102.

117 Szerzej: Krzeczewski, B., Krzeczewska, O., Pastusiak, R. *Problemy metodologiczne w ocenie wskaźnika bieżącej płynności finansowej na przykładzie spółek giełdowych*. „Zarządzanie i Finanse” 2017, nr 1, s. 63–80.

118 Serwis oferujący bazy danych dotyczących 125 rynków wschodzących, Emerging Markets Information Service, <https://www.emis.com/about>, data dostępu: 6.08.2021.

W literaturze można znaleźć różne przedziały wzorcowe powyższych wskaźników płynności. Zbyt niskie ich poziomy mogą oznaczać problemy z terminowym regulowaniem zobowiązań, zaś zbyt wysokie mogą świadczyć o nadpłynności. Jednak akceptowalne poziomy wskaźników zależą także od branży i mogą odbiegać od podawanych w literaturze. Zgodnie z informacjami podanymi na portalu Stockbroker¹¹⁹ za rok 2018 najniższą płynnością bieżącą na polskiej giełdzie charakteryzowały się spółki z branży telekomunikacja oraz finanse – inne (wskaźnik bieżącej płynności poniżej 1), zaś najwyższą spółki działające w obszarze rynku kapitałowego i informatyki (wartość wskaźnika bieżącej płynności powyżej 3,5). Podobnie w przypadku płynności szybkiej – najwyższą płynnością charakteryzowały się branże rynek kapitałowy i informatyka, a najniższą finanse – inne oraz przemysł – inne.

Rentowność jest kolejnym ważnym obszarem funkcjonowania przedsiębiorstwa. Jak wskazuje Stępień¹²⁰, jest ona kluczowym miernikiem efektywności gospodarowania oraz realizacji celu, jakim jest maksymalizacja bogactwa właścicieli przedsiębiorstwa. Zwraca on także uwagę na to, że w literaturze można spotkać się z rozróżnieniem zyskowności (relatywnej wielkości zysku w odniesieniu do innych podstaw obliczeniowych) i deficytowości (relatywnej wielkości straty). W dyskursie naukowym podkreśla się także, że rentowność jest mocno związana z płynnością finansową. Teoretyczną zależność pomiędzy płynnością finansową a rentownością prezentuje wykres 5.



Wykres 5. Związek pomiędzy płynnością finansową i rentownością

Źródło: opracowanie własne na podstawie Gajdka, J., Walińska, E. *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, t. 2. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2000, s. 467.

119 Stockbroker. *Wskaźnik bieżącej płynności (current ratio) – czy branża robi dużą różnicę?* 2018, <https://stockbroker.pl/wskaznik-biezacej-plynnosci-current-ratio/>, data dostępu: 7.07.2021; Stockbroker. *Wskaźnik płynności szybkiej (quick ratio) – komu ciąży zapasy?* 2018, <https://stockbroker.pl/wskaznik-plynnosci-szybkiej-quick-ratio-komu-ciaza-zapasy/>, data dostępu: 7.07.2021.

120 Stępień, K. *Kluczowe mierniki wyników działalności przedsiębiorstw*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2012, nr 51, s. 381–390.

Zazwyczaj wskazuje się na negatywny związek płynności finansowej z rentownością – wzrost płynności finansowej wiąże się ze spadkiem rentowności. Jak podkreślają Monika Bolek i Rafał Wolski¹²¹, sytuacja taka może doprowadzić w pewnym momencie do upadku przedsiębiorstwa. Zależność ta niekiedy może być jednak inna. W przypadku gdy zarówno rentowność, jak i płynność rosną, może to oznaczać, że przedsiębiorstwo działa na skraju płynności finansowej. Bolek i Wolski¹²² zauważają także, że rentowność będzie dla inwestorów ważniejsza w sektorach tradycyjnych, gdzie relacje pomiędzy przedsiębiorstwami a ich kontrahentami są stabilne. W sektorach technologicznych czy innowacyjnych, gdzie ryzyko prowadzonej działalności jest wyższe, a relacje z kontrahentami bardziej dynamiczne – ważniejsza może okazać się płynność, świadcząca o możliwości swobodniejszego zawierania nowych kontraktów.

Rentowność opisywana jest najczęściej wskaźnikami, takimi jak rentowność kapitałów własnych (ang. *return on equity*, ROE) czy rentowność aktywów (ang. *return on assets*, ROA). Z uwagi na mnogość formuł przytaczanych w literaturze w niniejszej pracy przyjęta została relacja wyznaczona według metodyki stosowanej w bazie EMIS, jako relacja zysku netto do kapitału własnego razem (ROE) oraz relacja zysku netto do aktywów razem (ROA).

Osiąganie wyższych poziomów rentowności jest w sposób oczywisty zjawiskiem pozytywnym. Według danych z portalu Stockbroker¹²³ najwyższą rentowność aktywów osiągały spółki działające w sektorze rynku kapitałowego, przemysłu surowcowego oraz przemysłu paliwowego. Najniższa rentowność aktywów charakteryzuje budownictwo, ubezpieczenia i banki.

Obszarem związanym z płynnością finansową jest także efektywność (sprawność) działania. Sprawność działania opisuje takie aspekty funkcjonowania przedsiębiorstwa jak zarządzanie zapasami, ściąganie należności, regulowanie zobowiązań czy efektywność wykorzystania majątku. Rotacja to inaczej szybkość, z jaką składniki majątkowe zmieniają swoją postać. Wskaźniki sprawności działania mogą być wyrażone w długości trwania cyklu (np. w dniach) lub w razach (liczba cykli obrotowych)¹²⁴. W niniejszej pracy pod uwagę będą brane wskaźniki obliczane według formuł stosowanych w bazie EMIS, mające szczególne znaczenie z punktu widzenia zachowania płynności finansowej, tj. wskaźnik rotacji zapasów (2), obrotu należnościami (3) oraz wskaźnik rotacji zobowiązań (4) wyrażone w razach¹²⁵.

121 Bolek, M., Wolski, R. *Profitability or liquidity: Influencing the market value. The case of Poland*. „International Journal of Economics and Finance” 2012, nr 4(9), s. 182–190.

122 *Ibidem*.

123 Stockbroker. *Wskaźnik rentowności aktywów (ROA) – spółki WIG20, mWIG40, sWIG80*. 2018, <https://stockbroker.pl/wskaznik-rentownosci-aktywow-roa/>, data dostępu: 7.07.2021.

124 Dudycz, T. *Analiza finansowa*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1999, s. 51.

125 Autorka monografii zdaje sobie sprawę, iż w literaturze wskaźniki te niejednokrotnie przybierają nieco inną formę (przykładowo poszczególne pozycje aktywów są podawane jako

(2)

$$\text{wskaźnik rotacji zapasów} = \frac{\text{koszt sprzedanych towarów}}{\text{zapasy}}$$

Wskaźnik rotacji zapasów informuje o tym, jak często w ciągu okresu odnawiają się zapasy. Co do zasady pożądane jest ograniczenie czasu zamrożenia środków pieniężnych w zapasach (wysoki poziom wskaźnika), gdyż niesprzedane zapasy wiążą się z kosztami ich magazynowania¹²⁶. Na polskiej giełdzie najbardziej efektywne w zakresie rotacji zapasów są telekomunikacja, energetyka i media (gdzie ze względu na specyfikę działalności nie ma potrzeby magazynowania produktów), zaś najmniej deweloperzy, przemysł farmaceutyczny i handel detaliczny¹²⁷.

Kolejnym opisywanym wskaźnikiem jest wskaźnik rotacji należności. Formuła stosowana przez EMIS dla wskaźnika obrotu należnościami jest następująca:

(3)

$$\text{wskaźnik obrotu należnościami} = \frac{\text{przychody netto ze sprzedaży}}{\text{należności handlowe}}$$

Powyższy wskaźnik informuje, jak często spłacane są należności. Gdy należności spłacane są rzadko, może to oznaczać, że przedsiębiorstwa mają problemy ze spłatą należności, co często przekłada się na powstawanie zatorów płatniczych¹²⁸. Można więc uznać, że co do zasady lepsza jest sytuacja, gdy wartość wskaźnika rośnie, a więc należności spłacane są częściej (choć w niektórych przypadkach może to oznaczać także zbyt restrykcyjną politykę zarządzania należnościami, co może z kolei ograniczać sprzedaż). Zgodnie z informacjami podanymi na portalu Stockbroker¹²⁹ najbardziej skuteczne w ściąganiu należności na polskiej giełdzie są: handel detaliczny, hotele i restauracje (gdzie zazwyczaj klienci opłacają usługę w momencie jej otrzymania) oraz przemysł paliwowy, zaś najniższa ściągalność

średnia arytmetyczna z końca i początku roku, aby zapewnić porównywalność z pozycją rachunku zysków i strat lub też przychody ze sprzedaży uwzględnione w liczniku powiększa się o kwotę VAT). Szerzej: Bieniasz, A., Czerwińska-Kayzer, D. *Długość cyklu konwersji gotówki – następstwo różnej konstrukcji mierników*. „Journal of Agribusiness and Rural Development” 2008, nr 1(7), s. 17–27; Kaczorowski, M. *Cykl konwersji gotówki a upadłość przedsiębiorstw*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2012, nr 30, s. 169–180.

126 Kaczorowski, M. *Cykl konwersji gotówki...*

127 Stockbroker. *Wskaźnik rotacji zapasów – jak sprawnie spółki zarządzają zapasami?* 2018, <https://stockbroker.pl/wskaznik-rotacji-zapasow-jak-sprawnie-spolki-zarządzają-zapasami>, data dostępu: 7.07.2021.

128 Kaczorowski, M. *Cykl konwersji gotówki...*, s. 169–180.

129 Stockbroker. *Wskaźnik rotacji należności – jak skutecznie spółki ściągają należności?* <https://stockbroker.pl/wskaznik-rotacji-należności/>, data dostępu 7.07.2021.

należności charakteryzuje budownictwo, przemysł farmaceutyczny i elektromaszynowy.

Wskaźnik rotacji zobowiązań można zapisać za pomocą poniższej formuły:

(4)

$$\text{wskaźnik rotacji zobowiązań} = \frac{(\text{koszty} + \text{zapasy} - \text{zapasy za rok poprzedni})}{\text{zobowiązania handlowe}}$$

Powyższy wskaźnik pokazuje, jak często spłacane są zobowiązania handlowe. Zmniejszanie się wartości wskaźnika obrazuje, że w większym stopniu przedsiębiorstwo jest w stanie finansować się kredytem kupieckim. Może być to odczytywane pozytywnie, o ile taki stan rzeczy wynika ze świadomie stosowanej polityki zarządzania zobowiązaniami, a nie z problemów finansowych i niemożności terminowej ich spłaty. Dariusz Wędzki¹³⁰ wskazuje, że jako że zobowiązania krótkoterminowe (do których według Ustawy o rachunkowości zaliczają się zobowiązania handlowe) stanowią najtańsze źródło finansowania bieżącej działalności, ich wartość powinna zasadniczo rosnąć. Zgodnie z informacjami podanymi na portalu Stockbroker¹³¹ najdłuższe okresy kredytu kupieckiego osiągały spółki giełdowe deweloperzy oraz inne spółki z sektora finanse. Relatywnie rzadko zobowiązania spłacały także spółki z sektora budownictwa i przemysłu elektromaszynowego. Najczęściej zobowiązania spłacały przedsiębiorstwa z przemysłu spożywczego, paliwowego i zajmujące się handlem hurtowym. Należy podkreślić, że powyższe obszary sprawności działania wiążą się z pojęciem cyklu konwersji gotówki. Szerzej cykl konwersji gotówki i jego znaczenie dla płynności finansowej przedsiębiorstw opisany został w podrozdziale 1.3.2 niniejszej monografii.

Ostatnim z przedstawianych obszarów działalności finansowej przedsiębiorstwa jest zadłużenie. Wśród wskaźników przedstawiających strukturę finansowania aktywów wyróżnić można m.in. wskaźnik zadłużenia ogólnego, który oznaczać będzie relację zobowiązań ogółem do aktywów ogółem. W badaniach Tomasza Maślanki oraz Iwony Mazur-Maślanki¹³² przeprowadzonych na przykładzie przedsiębiorstw budowlanych wskaźnik ten wykazał się wysoką skutecznością w jednoznacznej ocenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw – zarówno tych w dobrej, jak i złej kondycji. Również wnioski z badania Elżbiety Ziółkowskiej, Edyty Mioduchowskiej-Jaroszewicz

130 Wędzki, D. *Analiza sprawności działania*. „Analiza – Prognoza Finansowa” 2020, <https://analizy-prognozy.pl/wp-content/uploads/Analiza-sprawno%C5%9Bci-dzia%C5%82ania-%E2%80%93ANALIZA-PROGNOZA-FINANSOWA.pdf>, data dostępu: 6.08.2021.

131 Stockbroker. *Wskaźnik cyklu zobowiązań – ile dni spółki spłacają zobowiązania?* <https://stockbroker.pl/wskaznik-cyklu-zobowiazan-ile-dni-spolki-splacaja-zobowiazania/>, data dostępu: 7.07.2021.

132 Maślanka, T., Mazur-Maślanka, I. *Wybrane wskaźniki finansowe w okresie przed upadłością w przedsiębiorstwach budowlanych*. „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2017, nr 42(1), s. 73–83.

i Tomasza Bednarza¹³³ przeprowadzonego na podstawie próby przedsiębiorstw giełdowych potwierdzają, że poziom ogólnego zadłużenia różnicuje spółki w dobrej kondycji i gorszej kondycji finansowej. Wskaźnik ogólnego zadłużenia znalazł zastosowanie w wielu dyskryminacyjnych modelach przewidywania upadłości, np. w modelach Doroty Hadasik¹³⁴, modelu Artura Hołdy¹³⁵ czy modelu Jerzego Gajdki i Daniela Stosa¹³⁶. Według danych z przełomu 2017 i 2018 r. na polskiej giełdzie najmniej zadłużone sektory to informatyka i rynek kapitałowy (wartość wskaźnika na poziomie ok. 20%), zaś najbardziej zadłużone to budownictwo, hotele i restauracje oraz przemysł drzewny (ponad 60%)¹³⁷. W niniejszym rozdziale do przedstawienia ogólnej sytuacji sektorów w zakresie zadłużenia zastosowano wskaźnik ogólnego zadłużenia zaczerpnięty z bazy EMIS – odnoszący się do stopnia, w jakim aktywa spółki finansowane są przez dług (pojęcie długu jest tu zawężone do krótko- i długoterminowych kredytów i pożyczek, pochodnych instrumentów finansowych, innych zobowiązań finansowych i obligacji emisyjnych).

W niniejszym podrozdziale przedstawiono jedynie niewielką część wskaźników wykorzystywanych do oceny przedsiębiorstw – autorka monografii zdaje sobie jednak sprawę z mnogości mierników i ich postaci wykorzystywanych w analizie wskaźnikowej. Wszystkie wyżej przedstawione wskaźniki opisujące podstawowe obszary funkcjonowania przedsiębiorstw można odnieść nie tylko do spółek, ale także do opisu całych sektorów. Oczywiście pojawia się wtedy problem agregacji danych – powszechnie stosowanym podejściem jest wyznaczenie średnich wartości cech diagnostycznych lub wartości środkowych na podstawie zgromadzonych obserwacji indywidualnych. Metody te mają swoje zalety i wady. Średnia arytmetyczna posiada wysoką wartość poznawczą, jako że ustalana jest na podstawie wszystkich obserwacji danej cechy, ale nie jest odporna na występowanie obserwacji odstających. Natomiast mediana, czyli wartość środkowa zbioru, nie uwzględnia wszystkich obserwacji, ale za to nie zależy od skrajnych wartości danej cechy¹³⁸.

133 Ziółkowska, E., Mioduchowska-Jaroszewicz, E., Bednarz, T. *Analiza poziomu zadłużenia przedsiębiorstw na przykładzie „dobrych” i „złych” firm w latach 2010–2012*. W: Zimny, A. (red.). *Wybrane problemy i wyzwania gospodarcze. Ujęcie interdyscyplinarne*. Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa w Koninie, Konin 2015, s. 203–214.

134 Hadasik, D. *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*. „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu. Prace Habilitacyjne” 1998, nr 153, s. 157.

135 Hołda, A. *Prognozowanie bankructwa jednostki w warunkach polskich z wykorzystaniem funkcji dyskryminacyjnej ZH*. „Rachunkowość” 2001, nr 5, s. 306–310.

136 Gajdka, J., Stos, D. *Ocena kondycji finansowej polskich spółek publicznych w okresie 1998–2001*. W: Zarzecki, D. (red.). *Czas na pieniądź. Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2003, s. 155–157.

137 Stockbroker. *Wskaźnik zadłużenia ogólnego – jak zadłużone są spółki GPW?* 2018, <https://stockbroker.pl/wskaznik-zadluzenia-ogolnego-debt-ratio/>, data dostępu: 6.07.2021.

138 Bobowski, Z. *Wybrane metody statystyki opisowej i wnioskowania statystycznego*. „Prace Dydaktyczne Wałbrzyskiej Wyższej Szkoły Zarządzania i Przedsiębiorczości. Nauki społeczne” 2004, nr 5, s. 29–35, 38–42.

2.5. Koniunktura i występowanie zjawiska niewypłacalności w ujęciu sektorowym w latach 2016–2020

Funkcjonowanie przedsiębiorstw zależy od wielu czynników, w tym od ogólnej koniunktury i od koniunktury w danym sektorze. Główny Urząd Statystyczny (GUS) definiuje koniunkturę jako „całokształt wskaźników życia gospodarczego charakteryzujących stan gospodarki danego kraju lub rynku, pozwalających ocenić tendencje rozwojowe (...)”¹³⁹. Wskazuje się, że koniunktura gospodarcza ma istotny wpływ na intensywność upadłości przedsiębiorstw¹⁴⁰, a co więcej, że istnieje związek pomiędzy koniunkturą gospodarczą a zmianami cen akcji, a więc koniunkturą giełdową¹⁴¹. Ocena stabilności sektora stanowi zaś element analizy wewnątrzsektorowej¹⁴².

W związku z powyższym przeanalizowano ogólną sytuację w zakresie koniunktury w poszczególnych sektorach w latach 2016–2020. Okres analiz podyktowany jest jednorodnym systemem w zakresie upadłości i restrukturyzacji przedsiębiorstw w tym czasie. Na wykresie 6 przedstawiono kształtowanie się wskaźnika ogólnego klimatu koniunktury gospodarczej, publikowanego przez GUS, poczynawszy od stycznia 2016 r. do grudnia 2020 r. (wskaźnik wyrównany sezonowo – SA). Wskaźnik ogólnej koniunktury gospodarczej opracowywany jest na podstawie badania ankietowego wśród przedsiębiorstw obejmującego pytania o ich bieżącą i przewidywaną sytuację gospodarczą (m.in. ogólna sytuacja, portfel zamówień, zapasy, produkcja, zatrudnienie, ceny, pozycja wobec konkurencji, bariery działalności). Może przyjmować wartości w przedziale od –100 do 100 (wartości przewyższające zero oceniane są pozytywnie – dobra koniunktura, zaś poniżej zera negatywnie – zła koniunktura)¹⁴³.

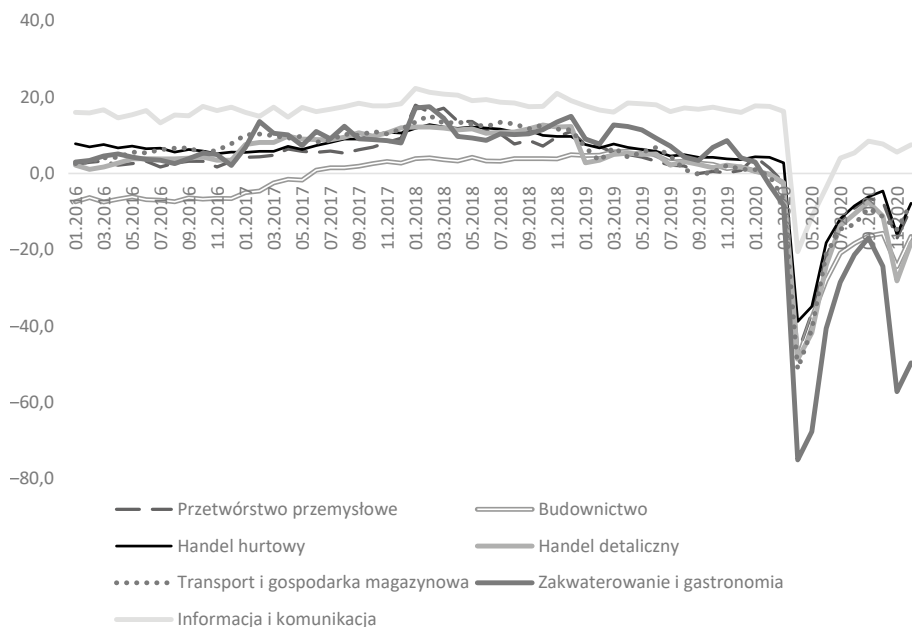
139 [Hasło] *koniunktura gospodarcza*. W: Główny Urząd Statystyczny, <https://stat.gov.pl/meta-informacje/slownik-pojec/pojecia-stosowane-w-statystyce-publicznej/2076,pojecie.html>, data dostępu: 6.08.2021.

140 Pocięcha, J., Pawełek, B. *Prognozowanie bankructwa a koniunktura gospodarcza*. „Zeszyty Naukowe/Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie” 2011, nr 873, s. 5–27.

141 Brzeszczyński, J., Gajdka, J., Schabek, T. *Koniunktura giełdowa a zmiany w realnej sferze gospodarki w Polsce*. „Przegląd Organizacji” 2009, nr 7, s. 3–9.

142 Firlej, K. *Wykorzystanie analizy scenariuszowej otoczenia w określeniu konkurencyjności sektora przedsiębiorstw przemysłu rolno-spożywczego*. „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 2006, nr 1118, t. 1: *Agrobiznes 2006: konkurencja w agrobiznesie – jej uwarunkowania i następstwa*, s. 228–236.

143 Główny Urząd Statystyczny. *Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach 2000–2021*. <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/koniunktura/koniunktura/koniunktura-w-przetworstwie-przemyslowym-budownictwie-handlu-i-uslugach-2000-2021-luty-2021,4,46.html>, data dostępu: 23.03.2021.



Wykres 6. Wartość wskaźnika ogólnego klimatu koniunktury gospodarczej (SA – wskaźnik wyrównany sezonowo) dla poszczególnych sektorów w latach 2016–2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie Główny Urząd Statystyczny. *Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach 2000–2021*. <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/koniunktura/koniunktura/koniunktura-w-przetworstwie-przemyslowym-budownictwie-handlu-i-uslugach-2000-2021-luty-2021,4,46.html>, data dostępu: 23.03.2021.

W roku 2016 poziomy wskaźnika dla większości branż utrzymywały się powyżej zera (dobra koniunktura), a jedynie branża budownictwo odnotowywała poziomy wskaźnika poniżej zera. W latach 2017–2019 sytuacja w zakresie koniunktury gospodarczej w poszczególnych sektorach była stosunkowo stabilna, przy czym najlepszą koniunkturę odnotowywał sektor informacji i komunikacji, zaś najsłabszą sektor budownictwa. Koniunktura w sektorze budownictwa we wzmiankowanym okresie może jednak być oceniana pozytywnie, gdyż wartość wskaźnika utrzymywała się powyżej zera, co stanowi poprawę w porównaniu do roku 2016, kiedy jego wartość była ujemna. Dla wszystkich sektorów korzystny był przełom roku 2017 i 2018, kiedy to wskaźnik SA kształtował się na najwyższych poziomach.

Gwałtowne załamanie koniunktury nastąpiło na początku roku 2020 w związku ze światowym kryzysem spowodowanym pandemią COVID-19. Jak można zauważyć, tendencje w kształtowaniu się wskaźnika ogólnego klimatu koniunktury gospodarczej we wszystkich sektorach w roku 2020 były podobne. Największy spadek poziomu wskaźnika dla sektorów nastąpił w marcu 2020 r., kiedy to zamrożono

gospodarkę krajową z uwagi na stan zagrożenia epidemicznego¹⁴⁴, a następnie stan epidemii¹⁴⁵. Rozluźnienie gospodarcze związane z odmrażaniem gospodarki spowodowało w miesiącach letnich polepszenie wartości sektorowych wskaźnika ogólnego klimatu koniunktury gospodarczej, jednak jedynie sektor informacji i komunikacji charakteryzował się w tym czasie dobrą koniunkturą. W związku z kolejną falą zachorowań i ponownie wprowadzonymi przez administrację krajową obostrzeniami pod koniec 2020 r. nastąpił kolejny spadek wartości wskaźnika SA.

Pomimo iż kształtowanie się wartości wskaźnika SA w poszczególnych sektorach podlegało podobnym tendencjom, zauważyć można, że w okresie pandemii COVID-19 najbardziej dotknięty został sektor zakwaterowania i gastronomii, z uwagi na liczne ograniczenia w zakresie możliwości świadczenia usług. Najlepiej w tym okresie kształtowała się sytuacja sektora informacji i komunikacji (zapewne z uwagi na charakter kryzysu zmuszający do ograniczenia kontaktów międzyludzkich i w związku z tym stymulujący rozwój różnego rodzaju form komunikacji zdalnej). Sektor informacji i komunikacji jedynie w okresie od marca do lipca odczuwał złą sytuację w zakresie koniunktury. Od lipca 2020 r. jako jedyny notował dodatnie wartości wskaźnika SA.

Powyższe dane zestawzić można z danymi o niewypłacalności polskich przedsiębiorstw prezentowanymi w raportach Coface. Zwrócić należy jednak uwagę, że w raportach tych występuje nieco odmienny podział na sektory niż w danych prezentowanych przez GUS. Analizując sytuację w zakresie niewypłacalności firm w latach 2016–2020 w skali całej gospodarki, zauważa się tendencję wzrostową w liczbie przeprowadzanych upadłości i restrukturyzacji, choć w ramach poszczególnych sektorów sytuacja ta była zróżnicowana (tabela 8).

Tabela 8. Ogólna liczba upadłości i restrukturyzacji w latach 2016–2020 w poszczególnych sektorach

Sektor		Liczba upadłości i restrukturyzacji				
		2016	2017	2018	2019	2020
Produkcja		226	250 (+10,62%)	267 (+6,80%)	262 (-1,87%)	268 (+2,29%)
Handel	ogólnie*	192	219 (+14,06%)	234 (+6,85%)	252 (+7,69%)	264 (+4,76%)
	hurtowy	112	140 (+25%)	148 (+5,71%)	153 (+3,38%)	134 (-12,42%)
	detaliczny	50	61 (+22%)	66 (+8,20%)	77 (+16,67%)	107 (+38,96%)

144 Rozporządzenie Ministra Zdrowia z dnia 13 marca 2020 r. w sprawie ogłoszenia na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej stanu zagrożenia epidemicznego, <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU20200000433/O/D20200433.pdf>, data dostępu: 21.09.2021.

145 Rozporządzenie Ministra Zdrowia z dnia 20 marca 2020 r. w sprawie ogłoszenia na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej stanu epidemii, <https://www.gov.pl/attachmen-t/374dc5d1-3d32-4c02-b262-1285d80577f6>, data dostępu: 21.09.2021.

Sektor	Liczba upadłości i restrukturyzacji				
	2016	2017	2018	2019	2020
Budownictwo	135	134 (-0,74%)	140 (+4,48%)	122 (-12,86%)	137 (+12,30%)
Transport	31	40 (+29,03%)	56 (+40%)	73 (+30,36%)	99 (+35,62%)
Pozostałe branże (w tym usługi i rolnictwo)	176	242 (+37,50%)	278 (+14,88%)	310 (+11,51%)	475 (+53,23%)
RAZEM	760	885 (+16,45%)	975 (+10%)	1019 (+4,51%)	1243 (+21,98%)

* Prezentowane dane dotyczące upadłości w handlu ogółem uwzględniają oprócz handlu hurtowego i detalicznego (stanowiącego główne segmenty tego sektora) także upadłości w innych obszarach handlu.

Uwaga: Wartości w nawiasach oznaczają procentowy przyrost liczby upadłości i restrukturyzacji w ujęciu rok do roku (r/r).

Źródło: opracowanie własne na podstawie Coface. *Raport roczny Coface: Niewypłacalności firm w Polsce w 2020 r.* Warszawa 2021, http://img.go.coface.com/Web/COFACE/%7B635f800d-875e-49d9-96b9-c9eff82dff87%7D_Niewypłacalnosci_w_Polsce_w_2020_ROCZNY_Raport_Coface_ok.pdf, data dostępu: 17.03.2021; Coface. *Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2019 r.* Warszawa 2020, http://www.coface.pl/content/download/178826/2950280/file/Upadlosci_Coface_Raport_ROCZNY_2019_ok.pdf, data dostępu: 17.03.2021; Coface. *Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2018 r.* Warszawa 2019, http://www.coface.pl/content/download/169952/2794451/file/Inf_Pras_Coface_Upadlosci_Raport_ROCZNY_2018.pdf, data dostępu 17.03.2021; Coface. *Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2017 r.* Warszawa 2018, http://www.coface.pl/content/download/159806/2629685/file/Inf_Pras_Coface_Upadlosci_Raport_ROCZNY_2017.pdf, data dostępu: 17.03.2021; Coface. *Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2016 r.* Warszawa 2017, http://www.coface.pl/content/download/148048/2452693/file/Inf_Pras_Coface_Upadlosci_Raport_ROCZNY_2016_02012017.pdf, data dostępu: 17.03.2021.

Jak wynika z przedstawionego zestawienia, sektor produkcji odnotowywał wzrosty w liczbie niewypłacalności we wszystkich latach z wyjątkiem roku 2019 (liczba upadłości spadła o 1,87% w stosunku do roku poprzedniego) – w roku tym produkcja przemysłowa odnotowywała dodatnią dynamikę wzrostu¹⁴⁶. Niemniej jednak wewnątrz sektora sytuacja była zróżnicowana. W przypadku przetwórstwa przemysłowego w 2016 r. zła sytuacja dotyczyła przede wszystkim produkcji artykułów spożywczych oraz maszyn i urządzeń, co spowodowane było wahaniami cen surowców, malejącymi inwestycjami i dużym poziomem konkurencji¹⁴⁷. W kolejnych

¹⁴⁶ Coface. *Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2019 r.* Warszawa 2020, http://www.coface.pl/content/download/178826/2950280/file/Upadlosci_Coface_Raport_ROCZNY_2019_ok.pdf, data dostępu: 17.03.2021.

¹⁴⁷ Coface. *Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2016 r.* Warszawa 2017, http://www.coface.pl/content/download/148048/2452693/file/Inf_Pras_Coface_Upadlosci_Raport_ROCZNY_2016_02012017.pdf, data dostępu: 17.03.2021.

latach sytuacja producentów żywności polepszyła się z uwagi na silny popyt, podobnie jak w przypadku produkcji materiałów budowlanych. Pogorszyła się natomiast sytuacja przemysłu maszynowego i metalowego z uwagi na słabnącą koniunkturę w Unii Europejskiej¹⁴⁸. Pandemia COVID-19 w roku 2020, dzięki konkurencyjności cenowej polskich producentów i wysokiemu popytowi zagranicznemu na polskie wyroby¹⁴⁹, nie wpłynęła znacząco na wzrost liczby niewypłacalności w sektorze (wzrost liczby upadłości o 2,29% w stosunku do roku poprzedniego).

Sektor handlu odnotowywał przyrost liczby niewypłacalności rok do roku we wszystkich latach analizy. Największy przyrost liczby niewypłacalności przypadł na rok 2017, kiedy to liczba niewypłacalności zwiększyła się o ponad 20% w stosunku do roku poprzedniego zarówno w sektorze handlu detalicznego, jak i hurtowego. Według raportu Coface¹⁵⁰ w tym czasie wzrastała konsolidacja rynku, a co za tym idzie, pojawiły się problemy małych spółek z utrzymaniem się na rynku. W roku 2020 z kolei widać znaczne zróżnicowanie w zakresie liczby niewypłacalności w sektorze handlu detalicznego i hurtowego. Pomimo pandemii COVID-19 sektor handlu hurtowego odnotował zmniejszenie liczby niewypłacalności o 12,42%, choć, jak podkreślono w raporcie Coface¹⁵¹, sytuacja była zróżnicowana w zależności od oferowanych dóbr (dobra sytuacja w zakresie materiałów budowlanych, zła w zakresie artykułów spożywczych). Natomiast restrykcje związane z pandemią COVID-19 (np. ograniczenie działalności gospodarczej) zdecydowanie negatywnie wpłynęły na sytuację sektora handlu detalicznego w zakresie liczby odnotowanych niewypłacalności (wzrost o 38,96% w stosunku do roku poprzedniego).

W analizowanym okresie liczba niewypłacalności w sektorze budownictwa podlegała wahaniom. Według raportów Coface¹⁵² pierwotna stagnacja spowodowana ograniczeniem inwestycji infrastrukturalnych początkowo przełożyła się na ograniczenie ryzyka kredytowego i spadek liczby upadłości. Koniunktura poprawiała się przy jednoczesnym wzroście kosztów pracy i cen materiałów budowlanych. W 2020 r., sytuacja sektora była dość stabilna, choć nastąpił pewien wzrost liczby upadłości (12,30% względem roku poprzedniego).

148 Coface. *Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2018 r.* Warszawa 2019, http://www.coface.pl/content/download/169952/2794451/file/Inf_Pras_Coface_Upadlosci_Raport_ROCZNY_2018.pdf, data dostępu: 17.03.2021.

149 Coface. *Raport roczny Coface: Niewypłacalności firm w Polsce w 2020 r.* Warszawa 2021, http://img.go.coface.com/Web/COFACE/%7B635f800d-875e-49d9-96b9-c9eff82dff87%7D_Niewypłacalnosci_w_Polsce_w_2020_ROCZNY_Raport_Coface_ok.pdf, data dostępu: 17.03.2021.

150 Coface. *Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2017 r.* Warszawa 2018, http://www.coface.pl/content/download/159806/2629685/file/Inf_Pras_Coface_Upadlosci_Raport_ROCZNY_2017.pdf, data dostępu: 17.03.2021.

151 Coface. *Raport roczny Coface: Niewypłacalności firm w Polsce w 2020 r.* ...

152 Coface. *Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2016 r.* ...; Coface. *Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2019 r.* ...; Coface. *Raport roczny Coface: Niewypłacalności firm w Polsce w 2020 r.* ...

Sektor transportu od roku 2017 odnotowywał corocznie znaczne przyrosty liczby niewypłacalności. Spowodowane było to m.in. rosnącymi kosztami pracy¹⁵³, niedoborami pracowników czy zatorami płatniczymi¹⁵⁴. W 2020 r. ograniczenia związane z pandemią COVID-19 (ograniczenie działalności gospodarczej, spadek PKB w wielu krajach, ograniczenia w przemieszczaniu się czy ograniczenie wydatków konsumpcyjnych¹⁵⁵) również wpłynęły w znacznej mierze na wzrost liczby upadłości (+35,62% w stosunku do roku poprzedniego).

W pozostałych sektorach, rozważanych łącznie, widać dodatnią dynamikę wzrostu upadłości w całym badanym okresie. Skokowy przyrost liczby upadłości w 2020 r. spowodowany był zarówno sytuacją w rolnictwie, jak i w sektorze usługowym, który został najsilniej dotknięty kryzysem spowodowanym pandemią COVID-19 z uwagi na wyłączenie wielu podmiotów z działalności i spowodowane tym problemy z płynnością¹⁵⁶.

Podsumowując, w okresie pomiędzy 2016 a 2020 r. koniunktura gospodarcza podlegała zmianom. Najkorzystniejsze lata to 2017 i 2018, kiedy to wszystkie sektory odnotowywały relatywnie wysokie wskaźniki ogólnego klimatu koniunktury gospodarczej, zaś najmniej korzystny okazał się rok 2020, kiedy to nastąpiło załamanie koniunktury we wszystkich sektorach. Sytuacja ta przełożyła się na relatywnie dużą liczbę niewypłacalności w roku 2020. W całym badanym okresie najlepiej radziły sobie przedsiębiorstwa z sektora informacji i telekomunikacji.

2.6. Uwarunkowania działalności wewnątrz wybranych sektorów według klasyfikacji stosowanej przez Giełdę Papierów Wartościowych

Powyższe rozważania dotyczą sytuacji w sektorach rozpatrywanych na poziomie całej gospodarki. Z punktu widzenia niniejszej pracy interesujące zaś będzie przede wszystkim funkcjonowanie spółek akcyjnych i sektorów wyodrębnionych przez Giełdę Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie. Sytuację w zakresie niewypłacalności polskich spółek akcyjnych (nie tylko notowanych na giełdzie) w latach 2016–2020 prezentuje tabela 9.

153 Coface. *Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2018 r.* ...

154 Coface. *Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2019 r.* ...

155 Coface. *Raport roczny Coface: Niewypłacalności firm w Polsce w 2020 r.* ...

156 *Ibidem*.

Tabela 9. Liczba upadłości i restrukturyzacji polskich spółek akcyjnych w latach 2016–2020

Rok	2016	2017	2018	2019	2020
Liczba upadłości i restrukturyzacji spółek akcyjnych	58	73	92	73	101
Zmiana liczby upadłości i restrukturyzacji spółek akcyjnych względem roku bazowego (2016) (%)	X	+25,86	+58,62	+25,86	+74,14
Ogólna liczba upadłości i restrukturyzacji spółek – bez względu na formę organizacyjno-prawną	760	885	975	1019	1243
Udział upadłości i restrukturyzacji spółek akcyjnych w ogólnej liczbie upadłości (%)	7,63	8,25	9,44	7,16	8,13

Źródło: opracowanie własne na podstawie Coface. *Raport roczny Coface: Niewypłacalności firm w Polsce w 2020 r.* Warszawa 2021, http://img.go.coface.com/Web/COFACE/%7B635f800d-875e-49d9-96b9-c9eff82dff87%7D_Niewypłacalności_w_Polsce_w_2020_ROCZNY_Raport_Coface_ok.pdf, data dostępu: 17.03.2021.

Upadłości i restrukturyzacje spółek akcyjnych w latach 2016–2020 stanowiły średnio ok. 8% wszystkich upadłości. Relatywnie najmniej korzystne dla spółek akcyjnych były lata 2018 oraz 2020, kiedy to liczba ich upadłości była najwyższa (odpowiednio +58,62 i +74,14% względem roku 2016) oraz udział upadłości spółek akcyjnych w ogólnej liczbie upadłości był stosunkowo wysoki (odpowiednio 9,44 oraz 8,13%).

Przechodząc do analizy według klasyfikacji sektorowej stosowanej przez GPW, należy nadmienić, że znacznie różni się ona od ujęcia stosowanego przez GUS czy Coface. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie kwalifikuje spółki giełdowe do sektorów na trzech poziomach szczegółowości. Najbardziej ogólny podział dzieli spółki na osiem makrosektorów (finanse, paliwa i energia, chemia i surowce, produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa, dobra konsumpcyjne, handel i usługi, ochrona zdrowia, technologie)¹⁵⁷, które dalej grupuje się na sektory (łącznie jest ich 49) i subsektory. Obecnie obowiązujący podział wprowadzony został począwszy od sesji w dniu 2 stycznia 2017 r. i dotyczy on spółek notowanych na Głównym Rynku, NewConnect oraz Catalyst¹⁵⁸.

W niniejszej pracy przedmiotem zainteresowania będą sektory, w których w latach 2016–2020 (czyli w okresie po wprowadzeniu ustawy Prawo restrukturyzacyjne) wystąpiły przypadki złożenia wniosku o upadłość. W związku z powyższym przeanalizowano, w których sektorach w latach 2016–2020 funkcjonowały spółki, które zostały oznaczone przez GPW jako te, w których „emitent złożył wniosek

157 Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. *Objaśnienia nazw sektorów*. <https://www.gpw.pl/objasnienia-nazw-sektorow>, data dostępu: 16.08.2020.

158 Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Komunikat Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 29 grudnia 2016 r., https://www.gpw.pl/pub/GPW/STATIC/files/29.12.16_kom4.pdf, data dostępu: 17.08.2020.

o ogłoszenie swojej upadłości”. Ze względu na specyfikę badania rozważaniom poddano jedynie Główny Rynek na GPW (metodykę doboru próby przedstawiono szczegółowo w rozdziale 4). W tabeli 10 zaprezentowano wykaz sektorów, w których zidentyfikowano przypadki złożenia wniosku o upadłość przez spółki notowane na Głównym Rynku GPW w latach 2016–2020.

Tabela 10. Wykaz sektorów, w których w latach 2016–2020 wystąpiły przypadki złożenia wniosku o upadłość przez spółki notowane na Głównym Rynku GPW

Makrosektor	Sektor	Subsektor	Lata, w których wystąpiło złożenie wniosku o upadłość w subsektorze
100 Finanse	130 Rynek kapitałowy	139 Pozostałe	2016
300 Chemia i surowce	360 Drewno i papier	362 Papier i opakowania	2019
	370 Recykling		2019
400 Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	410 Budownictwo	411 Budownictwo ogólne	2020
		412 Budownictwo przemysłowe	2020
		413 Inżynieria lądowa i wodna	2017
		414 Materiały budowlane	2018
	450 Usługi dla przedsiębiorstw		2018
500 Dobra konsumpcyjne	510 Artykuły spożywcze	511 Żywność	2019
	520 Odzież i kosmetyki	521 Odzież i obuwie	2018, 2019, 2020
		522 Kosmetyki i chemia gospodarcza	2017
600 Handel i usługi	620 Sieci handlowe	621 Artykuły codziennego użytku	2016, 2017
700 Ochrona zdrowia	720 Sprzęt i materiały medyczne		2020
800 Technologie	820 Informatyka	821 Oprogramowanie	2018
		822 Systemy informatyczne	2018

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, www.gpw.pl, data dostępu: 16.08.2021.

Zaznaczyć należy, że złożenie wniosku o upadłość w sektorze rynek kapitałowy – pozostałe miało miejsce jeszcze przed wejściem w życie klasyfikacji sektorowej z 2017 r. Spółki zaklasyfikowane do tego sektora według poprzedniej klasyfikacji również znajdowały się w jednym sektorze, tj. finanse – inne¹⁵⁹, wobec czego autorka monografii uznała, że ich sytuację można rozważać, przyjmując nowy podział sektorowy.

W badanym okresie przypadki złożenia wniosku o upadłość miały miejsce w prawie wszystkich makrosektorach, a tym samym w 10 sektorach i 15 subsektorach. Najwięcej wniosków o upadłość odnotowano w makrosektorze produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej (5 wniosków) oraz dóbr konsumpcyjnych (5 wniosków) – w tym w subsektorze odzieży i obuwia (3 wnioski).

Odnosząc się do cech strukturalnych, przeanalizowano poziom koncentracji w poszczególnych subsektorach. Wyniki analizy przedstawia tabela 11. Jak można zauważyć, wśród subsektorów o najwyższym poziomie koncentracji wymienia się sektory rynek kapitałowy – pozostałe, papier i opakowania czy artykuły codziennego użytku. Subsektory o relatywnie niskim poziomie koncentracji to materiały budowlane, budownictwo przemysłowe oraz oprogramowanie.

Tabela 11. Poziom koncentracji subsektorów mierzony wskaźnikiem *HHI* w latach, w których wystąpiły przypadki złożenia wniosku o upadłość przez spółki notowane na Głównym Rynku GPW

	Subsektor	Rok	HHI
139	Rynek kapitałowy – pozostałe	2016	1,00
362	Papier i opakowania	2019	0,95
370	Recycling	2019	0,61
411	Budownictwo ogólne	2020	0,49
412	Budownictwo przemysłowe	2020	0,15
413	Inżynieria lądowa i wodna	2017	0,30
414	Materiały budowlane	2018	0,10
450	Usługi dla przedsiębiorstw	2018	0,46
511	Żywność	2019	0,18
521	Odzież i obuwanie	2018	0,34
521	Odzież i obuwanie	2019	0,36
521	Odzież i obuwanie	2020	0,39
522	Kosmetyki i chemia gospodarcza	2017	0,43
621	Artykuły codziennego użytku	2016	0,85
621	Artykuły codziennego użytku	2017	0,90

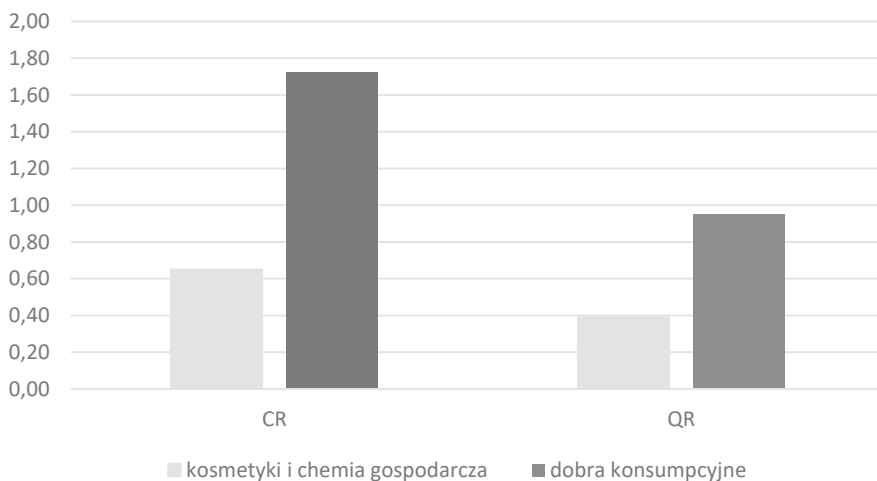
159 Podział sektorowy obowiązujący w roku 2016 można znaleźć w raporcie Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. *Indeksy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*. 2016, https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/indeksy/IndeksyGPW_1016.pdf, data dostępu: 16.03.2021.

	Subsektor	Rok	HHI
720	Sprzęt i materiały medyczne	2020	0,45
821	Oprogramowanie	2018	0,15
822	Systemy informatyczne	2018	0,20

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Emerging Markets Information Service, <https://www.emis.com/about>, data dostępu: 6.08.2021.

W kolejnym kroku dokonano analizy podstawowych wskaźników finansowych w poszczególnych subsektorach, w których wystąpiła upadłość na tle makrosektora, który posłużył za *benchmark*. Z uwagi na ograniczoną dostępność zbiorczych danych w bazie EMIS możliwe było jedynie dokonanie analiz w latach 2017–2020. Przynależność sektorową ustalono dzięki informacjom z portalu Money.pl¹⁶⁰. W celu agregacji danych użyto median wartości dla sub- i makrosektorów. Całościowe wyniki analizy przedstawia załącznik 1. Ostatecznie zidentyfikowano subsektory, w których sytuacja była wyraźnie gorsza od sytuacji odpowiadającego im makrosektora. **Założono, że w tych subsektorach upadłość spółki mogła wynikać ze złej sytuacji całej branży.** Poniżej przedstawiono wyniki analizy dla tych subsektorów.

Przeanalizowano sytuację finansową w **makrosektorze dóbr konsumpcyjnych** w roku 2017, ze szczególnym uwzględnieniem **subsektora kosmetyków i chemii gospodarczej**. Wartości wskaźników płynności finansowej prezentuje wykres 7.



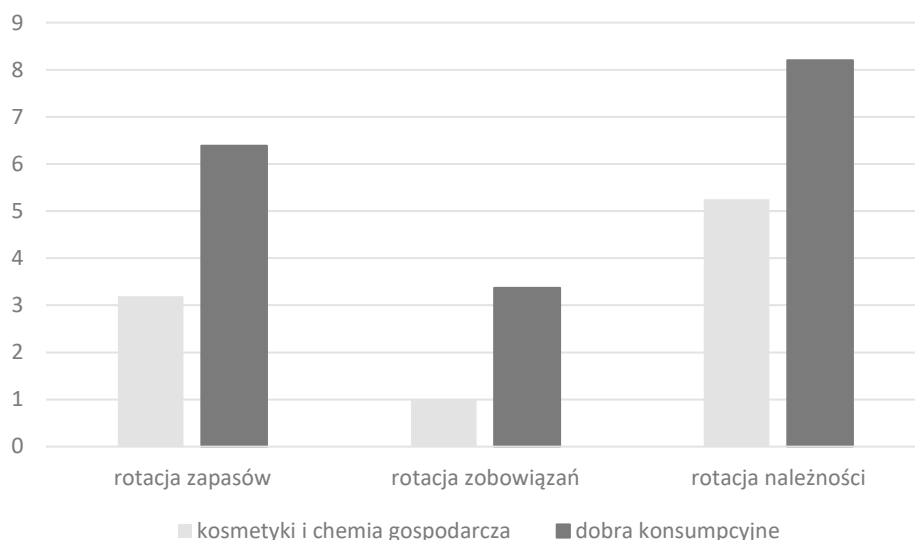
Wykres 7. Płynność finansowa w subsektorze kosmetyki i chemia gospodarcza na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2017 – wskaźnik bieżącej płynności CR i płynności szybkiej QR

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Emerging Markets Information Service, <https://www.emis.com/about>, data dostępu: 6.08.2021.

¹⁶⁰ Money.pl, <https://www.money.pl/>, data dostępu: 16.08.2021.

Subsektor kosmetyków i chemii gospodarczej charakteryzował się w opisywanym roku bardzo niską płynnością, zarówno na tle dóbr konsumpcyjnych, jak i w odniesieniu do tego, co może być uznane za wzorcowe¹⁶¹.

Dodatkowo na wykresie 8 przedstawiono kształtowanie się wskaźników efektywności działania.



Wykres 8. Efektywność działania w subsektorze kosmetyki i chemia gospodarcza na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2017 – wskaźniki rotacji zapasów, zobowiązań i należności

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Emerging Markets Information Service, <https://www.emis.com/about>, data dostępu: 6.08.2021.

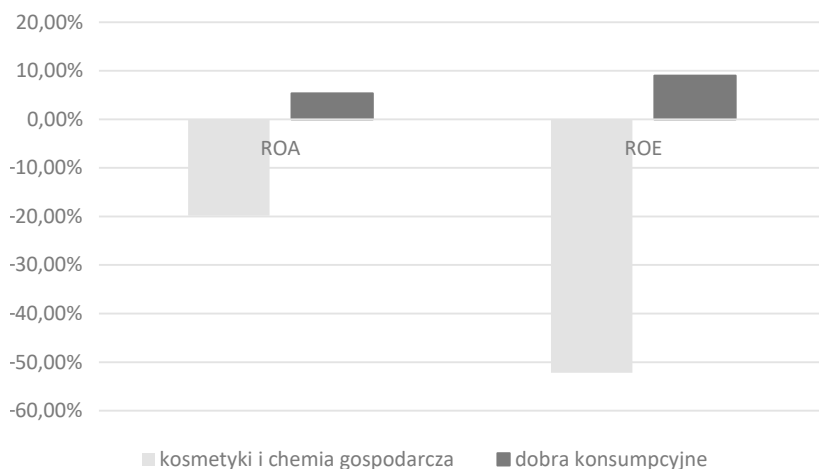
Zapasy w subsektorze odnawiały się rzadziej niż w makrosektorze, a dodatkowo również należności spływały rzadziej. Zobowiązania rotowały wprawdzie wolniej niż w sektorze, ale, analizując dodatkowo wskaźniki płynności, można dojść do wniosku, że było to podyktowane raczej brakiem płynności niż polityką zarządzania zobowiązaniami.

Na wykresie 9 przedstawiono z kolei kształtowanie się wskaźników rentowności.

Sektor dóbr konsumpcyjnych charakteryzował się deficytowością, w przeciwieństwie do makrosektora, który odnotował dodatnie wskazania wskaźników rentowności aktywów i kapitałów własnych.

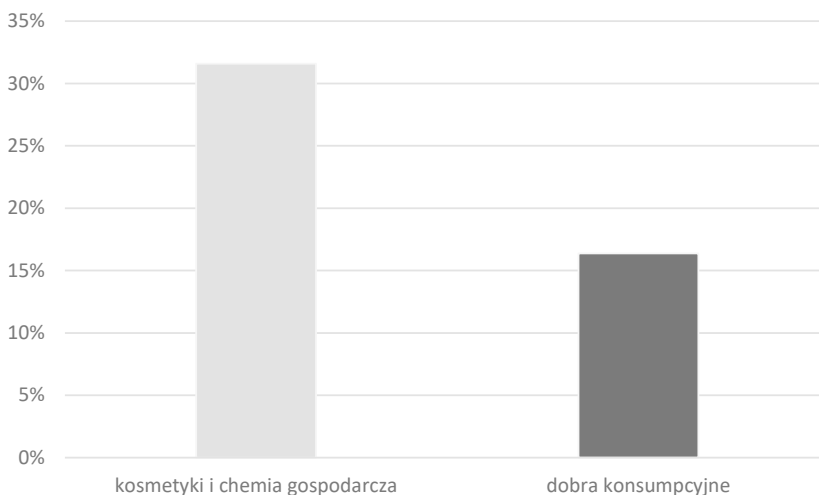
Ostatecznie przeanalizowano również wskaźnik ogólnego zadłużenia według metodyki EMIS (wykres 10).

161 Por. Sierpińska, M., Jachna, T. *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 147.



Wykres 9. Rentowność w subsektorze kosmetyki i chemia gospodarcza na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2017 – wskaźnik rentowności aktywów ROA i rentowności kapitałów własnych ROE

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Emerging Markets Information Service, <https://www.emis.com/about>, data dostępu: 6.08.2021.



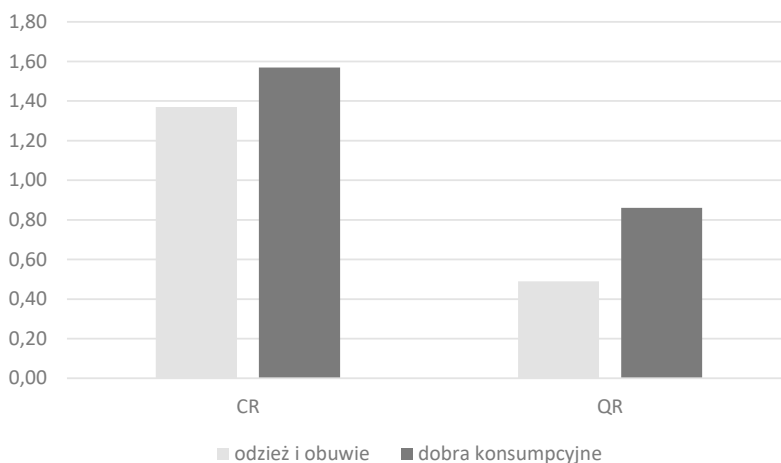
Wykres 10. Zadłużenie w subsektorze kosmetyki i chemia gospodarcza na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2017 – wskaźnik ogólnego zadłużenia

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Emerging Markets Information Service, <https://www.emis.com/about>, data dostępu: 6.08.2021.

Subsektor kosmetyków i chemii gospodarczej odnotował w 2017 r. wyższe poziomy zadłużenia niż makrosektor, co przy jednocześnie niskiej płynności i braku rentowności należy oceniać negatywnie.

Podsumowując, sytuację finansową subsektora w roku 2017 należy oceniać negatywnie we wszystkich obszarach działalności. Sytuacja ta była nie tylko relatywnie niekorzystna na tle makrosektora, ale też niekorzystna, odnosząc poziomy rentowności czy płynności finansowej do wartości uznawanych za wzorcowe.

W makrosektorze **dóbr konsumpcyjnych** w roku 2020 również miało miejsce złożenie wniosku o upadłość. Było to zdarzenie dotyczące subsektora **odzieży i obuwia**. Na wykresie 11 przedstawiono kształtowanie się wartości wskaźników opisujących płynność finansową w omawianym roku.



Wykres 11. Płynność finansowa w subsektorze odzież i obuwie na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2020 – wskaźnik bieżącej płynności CR i płynności szybkiej QR

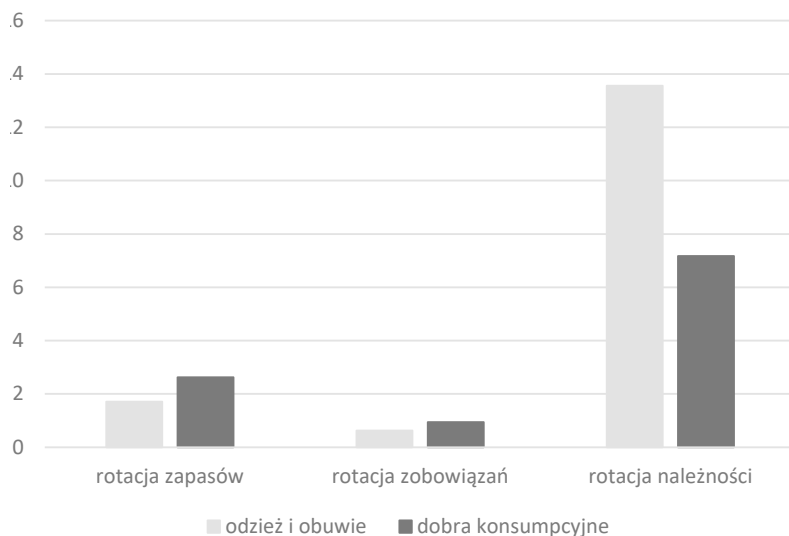
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Emerging Markets Information Service, <https://www.emis.com/about>, data dostępu: 6.08.2021.

Subsektor odzieży i obuwia charakteryzował się w opisywanym roku niższą płynnością finansową niż makrosektor. O ile można uznać, że wartości uzyskane dla wskaźnika płynności bieżącej na podstawie literatury nie świadczą o problemach, o tyle wskaźnik płynności szybkiej osiągnął wartości niższe niż wartości uznawane za wzorcowe¹⁶². W subsektorze najwyraźniej utrzymywane były wysokie poziomy zapasów.

W dalszej kolejności przeanalizowano wskaźniki rotacji (wykres 12).

Subsektor odzieży i obuwia odnotował relatywnie częstą spłatę należności, co można odczytywać pozytywnie. Rotacja zobowiązań w subsektorze była nieco rzadsza niż w makrosektorze, co mogłoby być odczytywane pozytywnie, choć w zestawieniu z danymi o płynności finansowej rodzi podejrzenie, że sytuacja ta wynikała raczej z problemów z płynnością finansową. Wskaźniki rotacji zapasów świadczą o nieco wolniejszym niż w makrosektorze obrocie zapasami, co jest niekorzystne.

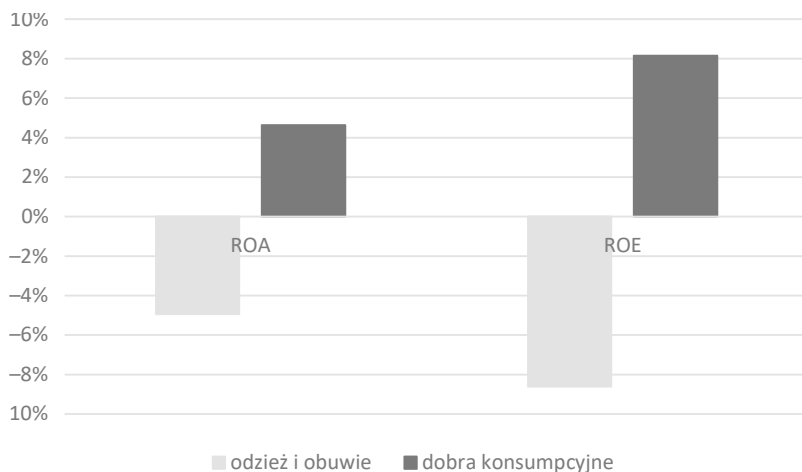
162 *Ibidem*.



Wykres 12. Efektywność działania w subsektorze odzież i obuwie na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2020 – wskaźniki rotacji zapasów, zobowiązań i należności

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Emerging Markets Information Service, <https://www.emis.com/about>, data dostępu: 6.08.2021.

Sytuację w zakresie rentowności subsektora na tle makrosektora prezentuje wykres 13.

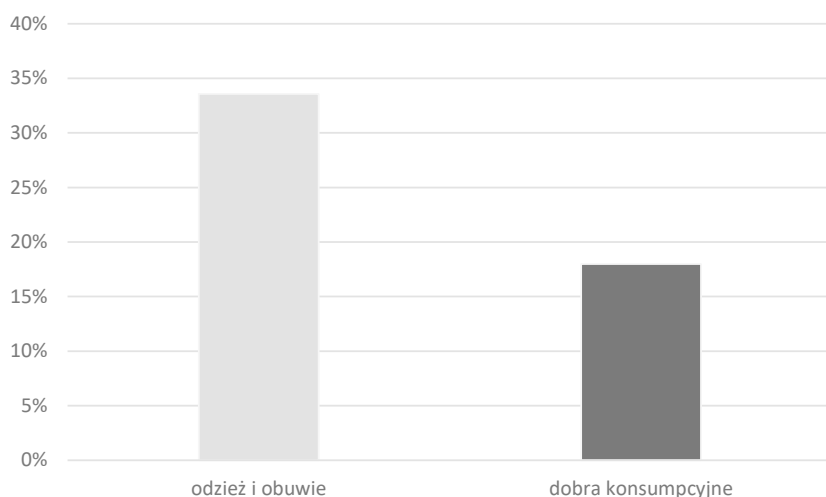


Wykres 13. Rentowność w subsektorze odzież i obuwie na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2020 – wskaźnik rentowności aktywów ROA i rentowności kapitałów własnych ROE

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Emerging Markets Information Service, <https://www.emis.com/about>, data dostępu: 6.08.2021.

Subsektor w analizowanym okresie był deficytowy i jego sytuacja w zakresie uzyskiwanej rentowności była widocznie gorsza niż makrosektora, zachowującego dodatnie poziomy rentowności w omawianym roku.

Ostatnim analizowanym obszarem jest zadłużenie. Poziomy zadłużenia prezentuje wykres 14.



Wykres 14. Zadłużenie w subsektorze odzież i obuwie na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2020 – wskaźnik ogólnego zadłużenia

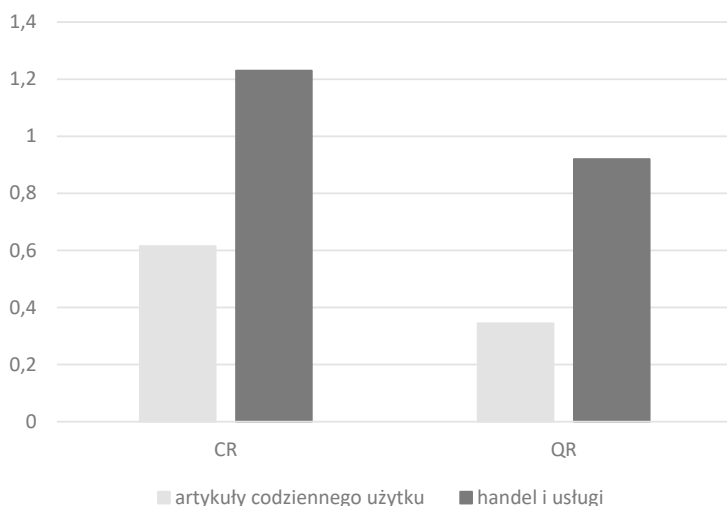
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Emerging Markets Information Service, <https://www.emis.com/about>, data dostępu: 6.08.2021.

Poziom zadłużenia w subsektorze był wyższy niż w makrosektorze, co może świadczyć o nadmiernym zadłużeniu, szczególnie że wyższe jego poziomy przekładają się na deficytowość. Podsumowując, subsektor odzieży i obuwia charakteryzował się w roku 2020 wyraźnie gorszą sytuacją finansową niż makrosektor (niższa płynność, wyższe zadłużenie i deficytowość).

Przeanalizowano sytuację subsektora **artykułów codziennego użytku** na tle **makrosektora handlu i usług** w roku złożenia wniosku o upadłość (2017) w głównych obszarach funkcjonowania. Na wykresie 15 przedstawiono sytuację w zakresie płynności finansowej.

Jak można zauważyć, sytuacja subsektora artykułów codziennego użytku na tle całego makrosektora była zdecydowanie gorsza w zakresie płynności finansowej: wartości CR oraz QR były niższe od wartości obserwowanych dla makrosektora, a także kształtowały się poniżej wartości przyjętych w literaturze za wzorcowe¹⁶³.

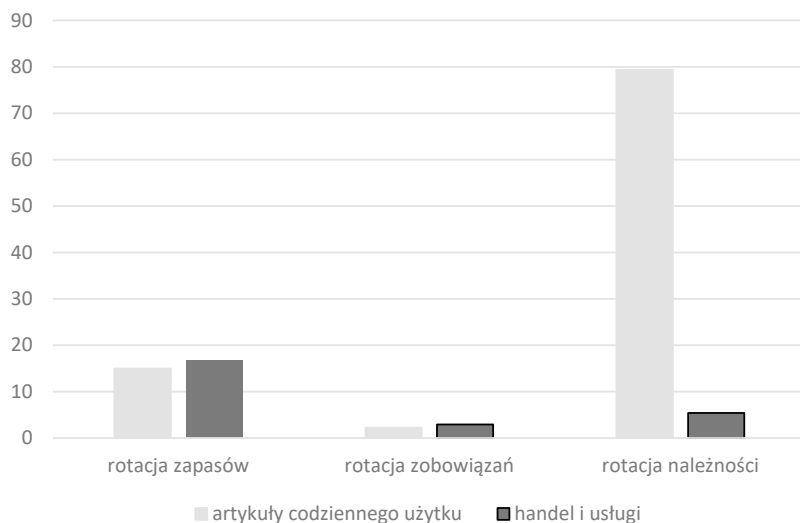
163 *Ibidem*.



Wykres 15. Płynność finansowa w subsektorze artykuły codziennego użytku na tle makrosektora handel i usługi w roku 2017 – wskaźnik bieżącej płynności CR i płynności szybkiej QR

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Emerging Markets Information Service, <https://www.emis.com/about>, data dostępu: 6.08.2021.

Dodatkowo przeanalizowano efektywność działania w subsektorze artykułów codziennego użytku w roku 2017 (wykres 16).

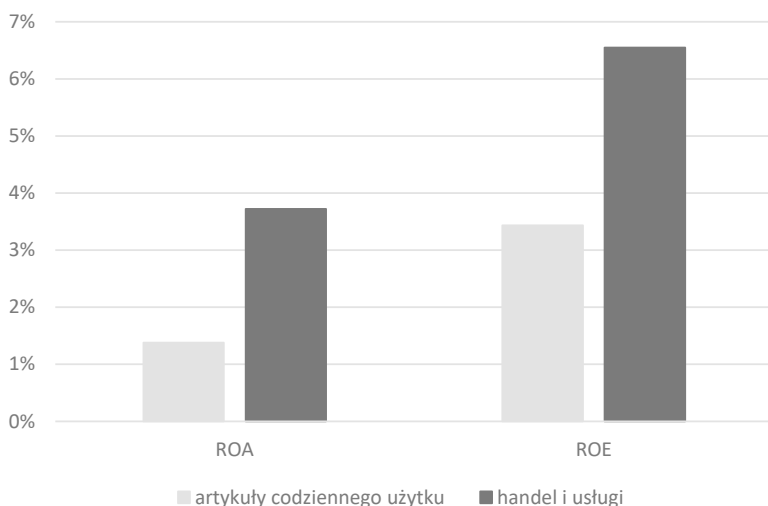


Wykres 16. Efektywność działania w subsektorze artykuły codziennego użytku na tle makrosektora handel i usługi w roku 2017 – wskaźniki rotacji zapasów, zobowiązań i należności

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Emerging Markets Information Service, <https://www.emis.com/about>, data dostępu: 6.08.2021.

Wysoki poziom rotacji należności oznacza, że w subsektorze należności były odzyskiwane o wiele częściej niż w makrosektorze, co należałoby oceniać pozytywnie. Można mieć też na uwadze, że stosunkowo niska płynność finansowa w subsektorze nie wynikała raczej z zatorów płatniczych kontrahentów, gdyż należności były spłacane stosunkowo często. Wskaźniki rotacji zapasów i zobowiązań z kolei kształtowały się na zbliżonym poziomie do poziomu charakteryzującego makrosektor.

W tym samym roku przeanalizowano także rentowność subsektora artykułów codziennego użytku (wykres 17).



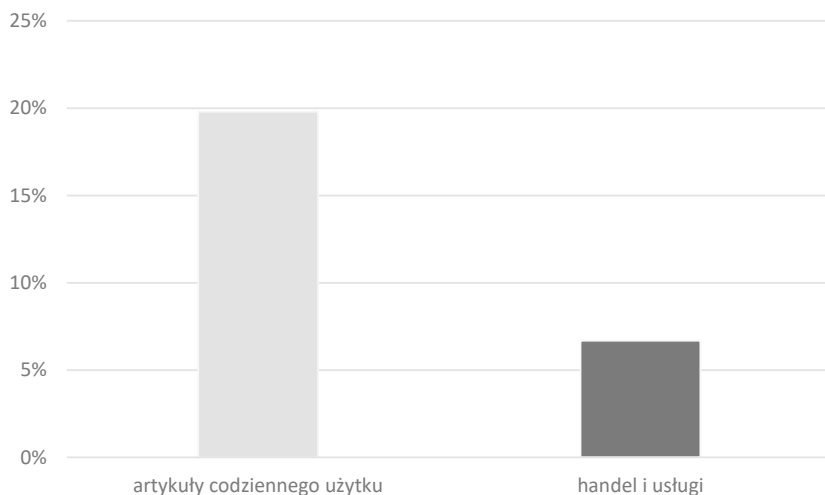
Wykres 17. Rentowność w subsektorze artykuły codziennego użytku na tle makrosektora handel i usługi w roku 2017 – wskaźnik rentowności aktywów ROA i rentowności kapitałów własnych ROE

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Emerging Markets Information Service, <https://www.emis.com/about>, data dostępu: 6.08.2021.

Jak można zauważyć, rentowność aktywów ROA oraz kapitału własnego ROE w opisywanym subsektorze była wyraźnie niższa niż rozpatrywana w całym makrosektorze. Oznacza to, że przedsiębiorstwa działające w tym subsektorze osiągały niższą efektywność w wykorzystaniu zarówno aktywów, jak i kapitału własnego. W konsekwencji sytuacja subsektora pod względem rentowności wypada mniej korzystnie na tle makrosektora.

Przeanalizowano również ostatni z badanych finansowych aspektów funkcjonowania subsektora, tj. zadłużenie (wykres 18).

Udział długu w finansowaniu aktywów w subsektorze artykułów codziennego użytku na tle całego makrosektora handlu i usług był znacząco wyższy. Można uznać, że sytuacja finansowa w subsektorze artykułów codziennego użytku była wyraźnie gorsza niż w całym makrosektorze w roku, w którym nastąpiła upadłość (niższa rentowność przy wyższym zadłużeniu i niższa płynność finansowa).



Wykres 18. Zadłużenie w subsektorze artykuły codziennego użytku na tle makrosektora handel i usługi w roku 2017 – wskaźnik ogólnego zadłużenia

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Emerging Markets Information Service, <https://www.emis.com/about>, data dostępu: 6.08.2021.

W analizowanym okresie sytuację trzech subsektorów (kosmetyków i chemii gospodarczej w roku 2017; odzieży i obuwia w roku 2020; artykułów codziennego użytku w roku 2017) na tle odpowiadających im makrosektorów można było określić jako wyraźnie złą. Można podejrzewać, że całe subsektory doświadczały podobnych problemów, jak upadające poszczególne spółki¹⁶⁴. W przypadku dwóch subsektorów (tj. rynek kapitałowy – pozostałe oraz artykuły codziennego użytku) brakowało danych finansowych za rok 2016, aby ocenić sytuację na tle makrosektora.

2.7. Podsumowanie

Podsumowując rozważania zawarte w niniejszym podrozdziale, można wskazać, że na konkurencję wewnątrzsektorową wpływ mają zmiany zachodzące w związku z cyklem życia sektora. Wraz z przechodzeniem kolejnych jego faz zmieniają się zachowania przedsiębiorstw, chociażby ich skłonność do kooperacji. Przedsiębiorstwa muszą też dostosowywać strategię do zmiennych warunków funkcjonowania.

¹⁶⁴ Dodatkowo na uwagę zasługuje sytuacja subsektora oprogramowanie w 2018 r. na tle makrosektora technologie. W subsektorze tym wszystkie analizowane wskaźniki odnotowywały wartości korzystniejsze niż makrosektor (zob. załącznik 1).

Niektórzy autorzy, jak chociażby Manson czy Bain, wskazują, że na natężenie konkurencji w sektorze wpływ będą miały cechy strukturalne sektora, tj. przede wszystkim bariery wejścia i wyjścia oraz koncentracja (związana z siłą rynkową), które determinują strukturę konkurencyjną rynku. W literaturze ścierają się poglądy, że cechy branży mogą przekładać się na wyniki przedsiębiorstw oraz że dla osiągnięcia zysków ważniejsza jest relatywna pozycja danego przedsiębiorstwa w sektorze. Według pierwszego podejścia większa koncentracja powoduje wyższą zyskowność całego sektora (paradygmat SCP), według drugiego przedsiębiorstwa o wyższym udziale w rynku danego sektora będą miały wyższą zyskowność – bez względu na jego koncentrację (koncepcja RMP).

Z drugiej strony, biorąc pod uwagę badania przywołane w niniejszym rozdziale, można dostrzec stanowisko sugerujące odwrotny kierunek oddziaływania: to nie cechy branży determinują konkurencyjność, a raczej cechy takie jak koncentracja są wynikiem dynamicznie zachodzącego procesu konkurencji. Taki pogląd funkcjonuje w ramach koncepcji efektywnej struktury rynkowej. Zakłada ona, że duży udział w rynku może odzwierciedlać dużą efektywność danego podmiotu, co związane jest z jego wysoką rentownością.

Zyski z sektora wyznaczać ma tzw. pięć sił Portera, a więc groźba nowych wejść (związana z barierami wejścia), siła przetargowa nabywców i dostawców, zagrożenie substytutami oraz rywalizacja pomiędzy obecnymi konkurentami. Zgodnie ze szkołą pozycyjną otoczenie podmiotu gospodarczego będzie najważniejsze w budowaniu strategii i będzie przesądzało o sukcesie podmiotu, z kolei szkoła zasobowa podkreśla raczej znaczenie zasobów w budowaniu jego możliwości i osiągania przewagi konkurencyjnej. Wydaje się jednak, że oba te podejścia można traktować jako uzupełniające się.

W niniejszym rozdziale analizom poddano okres pomiędzy 2016 r., w którym weszła w życie ustawa Prawo restrukturyzacyjne z dnia 15 maja 2015 r., a 2020 r. W okresie tym koniunktura gospodarcza w poszczególnych sektorach podlegała wyraźnym zmianom. Najkorzystniejszymi okazały się lata 2017 i 2018, kiedy wszystkie sektory odnotowywały relatywnie dobrą sytuację gospodarczą. Najmniej korzystny okazał się rok 2020, kiedy na skutek rządowych restrykcji związanych z pandemią COVID-19 nastąpiło załamanie koniunktury we wszystkich sektorach. Sytuacja ta przełożyła się na relatywnie dużą ogólną liczbę niewypłacalności w roku 2020. W całym badanym okresie najlepiej radziły sobie przedsiębiorstwa, których działalność wiązała się z informacją i telekomunikacją.

Dodatkowo w latach 2016–2020 zidentyfikowano 18 przypadków złożenia wniosku o upadłość przez spółki akcyjne notowane na Głównym Rynku GPW w Warszawie – najwięcej w roku 2017. Pomimo iż w 2020 r. koniunktura gospodarcza załamała się we wszystkich obszarach działalności gospodarczej, nie wpłynęło to na zwiększenie liczby złożonych wniosków o upadłość na Głównym Rynku GPW. Możliwe, że wynikało to z zasady *ultima ratio* i tym samym systemowego umocnienia procedur restrukturyzacyjnych. W analizowanym okresie wnioski o upadłość

składane były w prawie wszystkich makrosektorach, a tym samym w 10 sektorach i 15 subsektorach. Najwięcej wniosków odnotowano w makrosektorze produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej (5) oraz w makrosektorze dóbr konsumpcyjnych (5) – w tym w subsektorze odzieży i obuwia (3).

Warto dodać, że sektory można opisać poprzez ich cechy strukturalne (odnoszące się do sektorów jako całości), można przypisać im także cechy agregatowe (grupujące poszczególnych uczestników rynku). W związku z tym dokonano oceny sytuacji finansowej wskazanych subsektorów w zakresie osiągniętej płynności finansowej, efektywności działania, rentowności i zadłużenia na tle sytuacji makrosektorowej. Analizy wykazały, że sytuacja trzech subsektorów (kosmetyków i chemii gospodarczej w roku 2017; odzieży i obuwia w roku 2020; artykułów codziennego użytku w roku 2017) była wyraźnie niekorzystna w porównaniu do odpowiadających im makrosektorów. Można przypuszczać, że całe subsektory borykały się z problemami podobnymi do tych, które dotknęły upadające spółki. W przypadku dwóch subsektorów (tj. rynek kapitałowy – pozostałe oraz artykuły codziennego użytku w roku 2016) brakowało danych, aby ocenić sytuację w odniesieniu do makrosektora.

Rozdział 3

Efekty związane z upublicznieniem informacji o upadłości przedsiębiorstwa

3.1. Efektywność informacyjna rynku kapitałowego

Rozważając znaczenie informacji o upadłości przedsiębiorstwa dla kształtowania się stóp zwrotu z akcji w wybranych sektorach, należy zwrócić szczególną uwagę na efektywność, z jaką rynek na te informacje reaguje. W odniesieniu do rynku kapitałowego można mówić o efektywności¹:

- alokacyjnej – odnoszącej się do optymalnej dystrybucji kapitału wśród podmiotów, które mogą go najlepiej zainwestować;
- transakcyjnej – dotyczącej występowania konkurencji pomiędzy pośrednikami działającymi na rynku, zapewniającej niski poziom ogólnych kosztów transakcyjnych oraz możliwość bezzwłocznego zawierania i realizowania umów kupna–sprzedaży walorów;
- informacyjnej – oznaczającej sytuację, w której dostęp do informacji jest szybki i równy dla wszystkich uczestników rynku kapitałowego.

Eugene Fama² wskazuje, że w ogólnym zarysie teoria efektywności rynku kapitałowego jest rozważana w kontekście tego, czy w dowolnym punkcie w czasie ceny w pełni odzwierciedlają dostępne informacje, a więc odnosi się do efektywności informacyjnej. Dla niniejszego opracowania również jest to najważniejsze zagadnienie spośród powyżej przytaczanych i jemu będą poświęcone dalsze rozważania.

1 Gurgul, H. *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, wydanie 2 uaktualnione i rozszerzone. Oficyna Wolters Kluwer Business, Warszawa 2012, s. 16.

2 Fama, E. F. *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. „The Journal of Finance” 1970, nr 25(2), s. 383–417.

Fama³ wskazuje na trzy warunki wystarczające do uznania rynku kapitałowego za efektywny: brak kosztów transakcyjnych w obrocie papierami wartościowymi, dostępność informacji dla wszystkich uczestników rynku bez ponoszenia kosztów, zgodność uczestników rynku co do implikacji wpływu bieżących informacji na kształtowanie się obecnych i przyszłych cen walorów. Niemniej jednak w praktyce wszystkie te warunki nie są spełnione, a nawet nie muszą być konieczne spełnione do uznania efektywności rynku kapitałowego. Rozważane są natomiast trzy formy efektywności rynku kapitałowego – słaba, półsilna i silna. Zgodnie z najmniej restrykcyjnym podejściem, a więc słabą hipotezą rynku efektywnego, bieżące ceny walorów w pełni odzwierciedlają wszystkie informacje zawarte w historycznych cenach. Półsilna hipoteza rynku efektywnego zakłada, że bieżące ceny odzwierciedlają wszystkie publicznie dostępne informacje. Z kolei najbardziej restrykcyjna, silna hipoteza rynku efektywnego zakłada, że ceny odzwierciedlają każdy rodzaj informacji – zarówno te publicznie dostępne, jak i prywatne⁴.

Hipoteza rynku efektywnego związana jest z terminem błędzenia losowego (ang. *random walk*), stosowanego w literaturze do scharakteryzowania szeregu cenowego, w którym kolejne zmiany cen stanowią przypadkowe odchylenia od poprzednich cen. Zgodnie z tym podejściem, jeżeli przepływ informacji nie jest utrudniony, a ich treść natychmiast odzwierciedlają ceny akcji, to zmiana ceny z danego dnia będzie wyrażać jedynie informacje z danego dnia, a od zmian ceny w dniu poprzednim będzie niezależna⁵.

Na przestrzeni lat, odkąd sformułowane zostały hipotezy rynku efektywnego, wielokrotnie podejmowano próby empirycznej weryfikacji przytoczonych powyżej hipotez. Robert Ślepaczuk⁶ po dokonaniu analizy literaturowej wyróżnił cztery, jego zdaniem główne, grupy anomalii rynku kapitałowego: efekty kalendarzowe (możliwość uzyskania ponadprzeciętnych stóp zwrotu w określonym czasie), anomalie odnoszące się do występowania istotnej statystycznie korelacji pomiędzy stopami zwrotu z walorów, występujące w różnych przedziałach czasowych, anomalie

3 *Ibidem*.

4 Silna forma efektywności implikuje efektywność półsilną, a ta z kolei pociąga za sobą efektywność słabą. Co więcej, w przypadku efektywności w formie słabej niemożliwe jest osiągnięcie ponadprzeciętnych zysków przy zastosowaniu chociażby analizy technicznej, opierającej się na kształtowaniu się cen akcji w przeszłości. W przypadku efektywności rynku w formie półsilnej traci swoje znaczenie analiza fundamentalna, gdyż wszystkie publicznie dostępne informacje są już uwzględnione w cenach akcji. Silna forma efektywności rynku kapitałowego oznacza, że nawet wykorzystanie poufnych informacji (ang. *insider trading*) nie będzie umożliwiała osiągania ponadprzeciętnych zysków, gdyż ceny papierów wartościowych już te informacje uwzględniają – por. Ślepaczuk, R. *Efektywność rynku instrumentów pochodnych notowanych na GPW w Warszawie*. „Ekonomia” 2004, nr 12, s. 163–188.

5 Malkiel, B. G. *The efficient market hypothesis and its critics*. „Journal of Economic Perspectives” 2003, nr 17(1), s. 59–82.

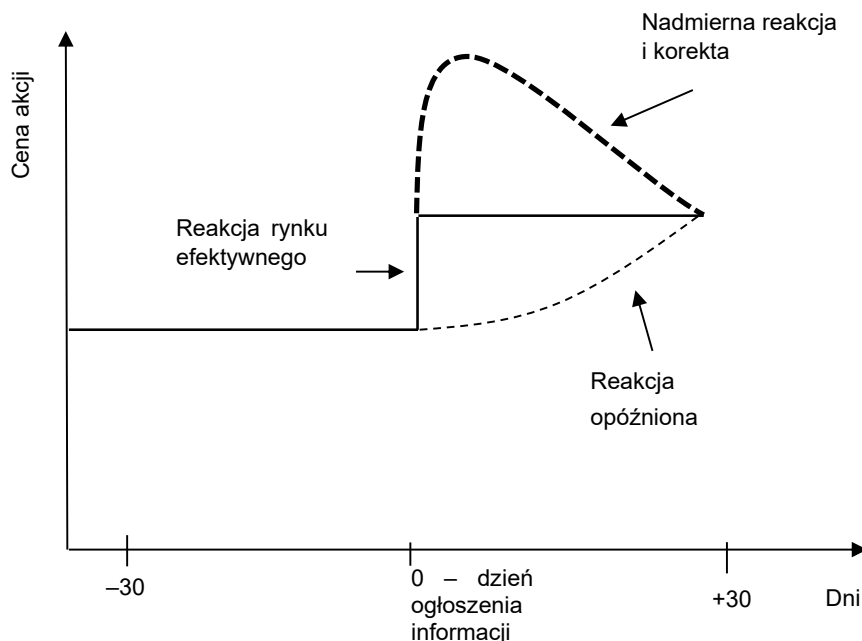
6 Ślepaczuk, R. *Anomalie rynku kapitałowego w świetle hipotezy efektywności rynku*. „Finansowy Kwartalnik Internetowy” 2006, nr 1, s. 1–10.

związane ze wskaźnikami finansowymi oraz efekty związane z upublicznieniem istotnych informacji dotyczących działających na rynku podmiotów. Burton Malkiel⁷ z kolei podkreślał, że w związku z tym, że inwestorzy nie zawsze zachowują się racjonalnie, mogą z pewnością pojawiać się na rynku pewne anomalie bądź też wzorce zachowań cen akcji utrzymujące się przez pewien czas. Jego zdaniem zjawiska te traktować należy raczej jako odstępstwa od reguły, które nie muszą oznaczać, że rynek nie jest efektywny w wykorzystywaniu informacji. Co więcej, pewne wzorce czy anomalie kształtowania się cen akcji, zidentyfikowane na podstawie analizy danych historycznych, zazwyczaj nie pozwalają na uzyskanie ponadprzeciętnych zysków przez inwestorów w przyszłości.

Rysunek 9 pokazuje przykładowy sposób, w jaki ceny mogą dostosować się do nowej informacji. Jak można zauważyć, w przypadku rynku efektywnego ceny powinny dostosować się natychmiast i w kolejnych dniach nie powinno być dalszych zmian (linia ciągła). Pozostałe sytuacje pokazują reakcję na rynku nieefektywnym (linie przerywane). W przypadku wolnej reakcji nawet kilkadziesiąt dni może zająć pełne uwzględnienie informacji w cenach. W ostatnim przypadku po początkowo nadmiernej reakcji ceny akcji przez pewien czas powracają do właściwej ceny. Michał Lewandowicz i Krzysztof Borowski⁸ stwierdzają, że zjawisko nadreakcji i jej późniejszej korekty dotyczy przede wszystkim informacji negatywnych. Dodatkowo korekta jest tym silniejsza, im silniejsza była pierwotna reakcja.

7 Malkiel, B. G. *The efficient market hypothesis...*, s. 59–82.

8 Lewandowicz, M., Borowski, K. *Analiza zjawiska nadreakcji rynku na GPW w Warszawie w okresie 1992–2014*. „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej” 2015, nr 145, s. 75–95.



Rysunek 9. Reakcja cen akcji na zdarzenie w przypadku rynku efektywnego i nieefektywnego

Źródło: opracowanie własne na podstawie Ross, S. A., Westerfield, W. R., Jaffe, J. *Corporate finance*, wydanie 9. McGraw-Hill Irwin, 2010, s. 480–481, <http://course.sdu.edu.cn/G2S/eWebEditor/uploadfile/20121125110341494.pdf>, data dostępu: 2.09.2021.

Stanisław Gurgul⁹ wskazuje, że zgodnie z hipotezą rynku efektywnego EMH (ang. *efficient market hypothesis*, EMH), jeżeli zdarzenie jest ważne, to wówczas powinno ono natychmiastowo znaleźć odzwierciedlenie w cenach walorów, jednak w praktyce obserwuje się, że inwestorzy, którzy w najkrótszym czasie zareagują na upublicznienie informacji, mają możliwość osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków – dla pozostałych inwestorów informacja nie będzie użyteczna z punktu widzenia stosowanej strategii inwestowania. Czas, w którym ceny zaabsorbują nową informację, może zależeć od różnych czynników, wśród których Gurgul¹⁰ wymienia: strukturę inwestorów, średni poziom obrotów akcjami, liczbę transakcji dokonywanych w czasie sesji giełdowej czy wielkość emitenta. Louis Ederington oraz Jae Lee¹¹ podkreślają, że po pojawieniu się nowej informacji zmienność cen może utrzymywać się przez jakiś czas na wysokim poziomie z dwóch powodów: albo z powodu napływu dodatkowych informacji, albo z powodu wolnego dostosowywania się cen. W pierwszym

9 Gurgul, H. *Analiza zdarzeń na rynkach akcji...*, s. 17–19.

10 *Ibidem*.

11 Ederington, L. H., Lee, J. H. *The short-run dynamics of the price adjustment to new information*. „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1995, s. 117–134.

przypadku informacja o dużym znaczeniu, na której skupiają się media, może być niezwłocznie uwzględniana w cenach akcji, ale dodatkowe, mniej istotne informacje mogą pojawiać się stopniowo na rynku i oddziaływać jeszcze przez jakiś czas. Z drugiej strony pełne ustalenie następstw ujawnionej informacji dla kształtowania się cen może wymagać czasu. Osoby, które lepiej rozumieją, co niesie za sobą pojawienia się nowej informacji, mogą dokonywać transakcji z opóźnieniem, jeśli w ich mniemaniu rynek nadmiernie lub zbyt słabo zareagował w pierwszym momencie po jej ogłoszeniu.

Nie zawsze racjonalne decyzje inwestorów próbuje z kolei wyjaśnić dziedzina, jaką są finanse behawioralne, która łączy w sobie wiedzę z zakresu finansów i psychologii, a której rozwój zapoczątkowali Daniel Kahneman i Amos Tversky¹² oraz Richard Thaler¹³ w drugiej połowie XX w. Zgodnie z jej założeniami ludzie podlegają emocjom oraz skrzywieniom poznawczym, a także stosują uproszczone reguły wnioskowania w procesie decyzyjnym, tj. heurystyki, co wpływa na ich osąd. Część autorów zwraca uwagę na zewnętrzne czynniki, które powodują zmianę nastroju i zachowania inwestorów – np. zmieniające się fazy księżyca¹⁴ czy warunki pogodowe¹⁵.

W związku z krytyką hipotezy rynku efektywnego powstały koncepcje alternatywne. Edgar Peters¹⁶ przedstawił hipotezę rynku fraktalnego, która wyróżnia różne horyzonty czasowe inwestycji dokonywanych przez uczestników rynku. Zgodnie z nią informacja pojawiająca się na rynku wpływa odmiennie na zachowania inwestorów, w zależności od horyzontu czasowego, którym się kierują. W takim ujęciu stabilność rynku zapewniona będzie dzięki jego płynności (którą gwarantuje duża liczba inwestorów o różnych horyzontach czasowych). Peters¹⁷ wskazuje też na pamięć rynku, która przejawia się w tym, że nastroje inwestorów nie są oddawane w cenach akcji, ale oddziałują na rynek przez długi okres, wpływając na kształtowanie się stóp zwrotu. Tonis Vaga¹⁸ z kolei opracował hipotezę rynku koherentnego, która zakłada, że rynek może znajdować się w różnych stanach, zależnych od sytuacji

12 Kahneman, D., Tversky, A. *Prospect theory: An analysis of decision under risk*. „Econometrica” 1979, nr 47(2), s. 263–292.

13 Thaler, R. *Toward a positive theory of consumer choice*. „Journal of Economic Behavior & Organization” 1980, nr 1(1), s. 39–60.

14 Borowski, K. *The influence of moon phases on rates of return of the Warsaw Stock Exchange indices*. „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2016, t. XCVIII, s. 151–166.

15 Tarczyński, W., Mentel, U., Mentel, G., Shahzad, U. *The influence of investors' mood on the stock prices: Evidence from energy firms in Warsaw Stock Exchange, Poland*. „Energies” 2021, nr 14(21), s. 1–25; Tarczyński, W., Majewski, S., Tarczyńska-Łuniewska, M., Majewska, A., Mentel, G. *The impact of weather factors on quotations of energy sector companies on Warsaw Stock Exchange*. „Energies” 2021, nr 14(6), s. 1–14.

16 Peters, E. *Fractal market analysis: Applying chaos theory to investment and economics*. John Wiley & Sons, New York 1994.

17 Peters, E. *Fractal structure in the capital markets*. „Financial Analysts Journal” 1989, nr 45(4), s. 32–37.

18 Vaga, T. *The coherent market hypothesis*. „Financial Analysts Journal” 1990, nr 46(6), s. 36–49.

gospodarczej i nasilenia zachowań stadnych (myślenia grupowego) inwestorów, co wpływa na jego efektywność. W przypadku gdy nastroje inwestorów nie sprzyjają zachowaniom stadnym, stan rynku jest najbardziej zbliżony do rynku efektywnego. Najbardziej ryzykowny dla inwestorów jest czas, gdy zachowania stadne są nasilone, a czynniki fundamentalne są niepewne. W takiej sytuacji mogą występować gwałtowne zmiany na rynku spowodowane reakcją na przypadkowe zdarzenia.

Stosunkowo niedawno powstała hipoteza rynku adaptacyjnego (ang. *adaptive market hypothesis*, AMH), wypracowana przez Andrew Lo¹⁹, która ma pogodzić zwolenników teorii EMH oraz jej krytyków. Teoria opiera się na zasadach ewolucji i uwzględnia popełnianie błędów i uczenie się uczestników rynku. Zakłada ona na przykład, że ceny zawierają w sobie wiele informacji podyktowanych kombinacją warunków środowiskowych oraz liczbą i charakterem tzw. gatunków występujących na rynku (gatunek oznacza wyodrębnioną grupę uczestników rynku, których zachowania są podobne, np. fundusze inwestycyjne i inwestorzy indywidualni stanowiąc będą w tym ujęciu dwa odrębne gatunki). Duża liczba gatunków rywalizujących o ograniczone zasoby oznaczać będzie w tym wypadku większą efektywność rynku, zaś mała liczba gatunków rywalizujących o duże zasoby oznaczać będzie małą efektywność rynku. Wynika z tego, że nie tylko poszczególne rynki mogą się różnić efektywnością, ale także, że efektywność danego rynku może zmieniać się w czasie, odpowiadając zmiennej strukturze uczestników rynku. Część badań, w tym tych poświęconych polskiemu rynkowi akcji, potwierdza hipotezę rynków adaptacyjnych. Badania Smitha²⁰ z 2012 r., przeprowadzone na podstawie indeksów giełdowych 15 europejskich rynków rozwijających się i danych porównawczych z trzech rynków rozwiniętych, potwierdziły zmienność efektywności²¹ rynków w czasie. Dodatkowo na podstawie otrzymanych rezultatów sklasyfikowano polski rynek jako rynek o relatywnie wysokim poziomie efektywności – Polska znalazła się na czwartym miejscu za Turcją, Wielką Brytanią i Węgrami. Smith zauważył także, że kryzys finansowy z lat 2007–2008 zbiegł się z obniżeniem efektywności części rynków, w tym rynku polskiego. Badania Marka Kołatki²² z 2019 r. przeprowadzone na podstawie indeksu giełdowego WIG stanowią potwierdzenie cyklicznej zmienności poziomu efektywności polskiego rynku akcji.

Opierając się na hipotezie AMH, można uznać, że poszczególne grupy inwestorów cechują się odmiennym zachowaniem, co będzie przekładało się na efektywność rynku kapitałowego. Kryterium podziału inwestorów może być profesjonalizm lokowania kapitału czy wielkość inwestowanych środków. Na tej podstawie możemy wyróżnić inwestorów instytucjonalnych (instytucje, takie jak banki, fundusze

19 Szerzej: Lo, A. W. *The adaptive markets hypothesis*. „The Journal of Portfolio Management” 2004, nr 30(5), s. 15–29.

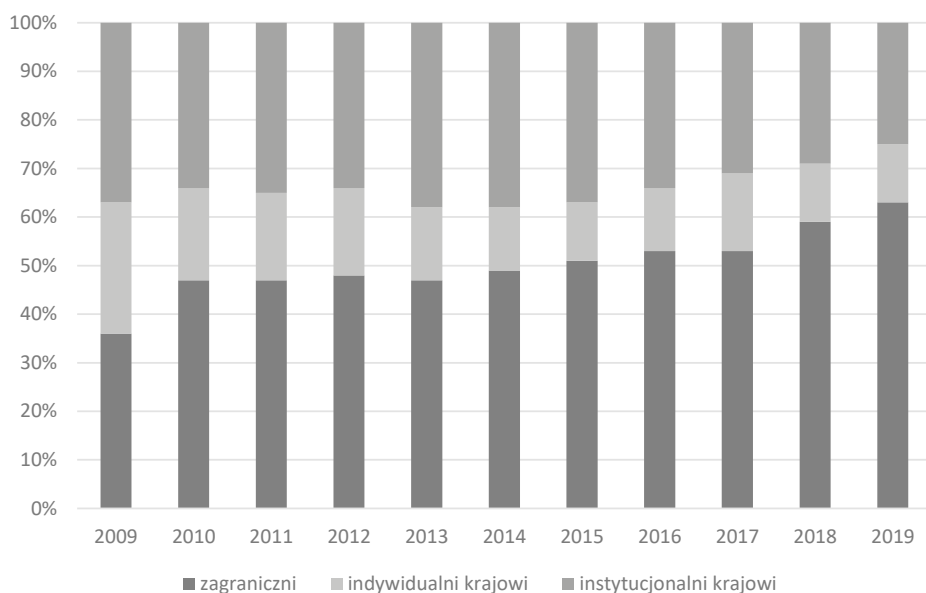
20 Smith, G. *The changing and relative efficiency of European emerging stock markets*. „The European Journal of Finance” 2012, nr 18(8), s. 689–708.

21 Badana była efektywność w formie słabej.

22 Kołatka, M. *Testing the adaptive market hypothesis on the WIG Stock Index: 1994–2019*. „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2020, nr 64(1), s. 131–142.

inwestycyjne czy zakłady ubezpieczeń, które dysponują znacznymi środkami pieniężnymi i które cechuje profesjonalizm w zarządzaniu) oraz indywidualnych (przede wszystkim osoby fizyczne, które w większości nie zajmują się profesjonalnie rynkiem kapitałowym)²³. Wśród tych drugich wyróżnić można takich, którzy mylnie interpretują pojawiające się informacje lub dokonują transakcji na podstawie innych czynników niż informacyjne, np. kierując się heurystyką, emocjami czy innymi, pozainformacyjnymi przesłankami, jak np. utrata pracy (tzw. *noise traders*)²⁴.

Wykres 19 prezentuje zmiany w strukturze inwestorów na rynku akcji notowane na Głównym Rynku GPW w Warszawie. Można zauważyć wyraźny wzrost udziału inwestorów zagranicznych w obrocie, a także spadek udziału krajowych inwestorów indywidualnych w latach 2009–2019.



Wykres 19. Udział inwestorów w obrotach na Głównym Rynku GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie Giełda Papierów Wartościowych. *Udział inwestorów w obrotach giełdowych – dane zagregowane 2009 – I półrocze 2020*. www.gpw.pl/analizy, data dostępu: 17.11.2020.

23 Zakres pojęcia inwestor instytucjonalny jest szeroki i nie do końca jednoznaczny, zależy od przyjętej definicji – por. Karaś, P., Kravchuk, I. *Znaczenie inwestorów instytucjonalnych w finansjalizacji strefy euro*. „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H – Oeconomia” 2016, nr 49(4), s. 185.

24 Por. Barber, B. M., Odean, T., Zhu, N. *Do noise traders move markets?* „EFA 2006 Zurich Meetings Paper” 2006, https://www.researchgate.net/profile/Ning-Zhu-8/publication/228236633_Do_Noise_Traders_Move_Markets/links/5a7b9067a6fdcce697d74e5f/Do-Noise-Traders-Move-Markets.pdf, data dostępu: 28.01.2025; Dow, J., Gorton, G. *Noise traders*. „National Bureau of Economic Research, Working Paper” 2006, nr 12256.

Badania Renaty Karkowskiej i Igora Kravchuka²⁵ wskazują, że na zmiany w strukturze inwestorów na polskiej giełdzie wpływ mają zmiany koniunkturalne. Wyniki ich badań potwierdziły, że zmiany makroekonomiczne determinują decyzję o uczestnictwie w obrocie giełdowym w przypadku inwestorów indywidualnych.

Powyższe rozważania prowadzić mogą do konkluzji, że w świetle relatywnie niedawnych teorii różne rynki może cechować różna efektywność, która może także zmieniać się w czasie. Światowe giełdy różnią się między sobą wielkością kapitalizacji, strukturą i liczbą inwestorów, co może wpływać na zróżnicowanie efektywności, polegającej na odzwierciedlaniu nowych informacji w cenach.

3.2. Ujawnienie informacji o upadłości spółek na Głównym Rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w świetle obowiązujących przepisów

Jak zostało wskazane w podrozdziale 3.1, do spełnienia założeń rynku efektywnego informacyjnie konieczne jest szybkie dostarczenie informacji do uczestników rynku, tak aby informacja została odzwierciedlona w cenie papierów wartościowych. Jak wskazują Bartosz Kurek i Ireneusz Górowski²⁶, dostarczenie istotnej wiadomości na rynek ma na celu zmniejszenie luki informacyjnej powstałej pomiędzy zarządzającymi spółką a innymi uczestnikami rynku, a więc zmniejszenie asymetrii informacyjnej.

Spółki działające na polskiej giełdzie zobowiązane są do wypełniania obowiązków informacyjnych, nałożonych na nie na mocy aktów prawnych, zarówno krajowych, jak i Unii Europejskiej. Rzetelność w dostarczaniu informacji wskazywana jest jako fundament budowania zaufania wśród inwestorów – zarówno na poziomie spółki, jak i całego rynku. Przyczynia się także do ograniczenia nadużyć przez osoby, które są w posiadaniu informacji poufnych²⁷.

Zakres obowiązków informacyjnych na rynku zależy od systemu, w którym zorganizowany jest obrót instrumentami finansowymi. Przedmiotem zainteresowania

25 Karkowska, R., Kravchuk, I. *Struktura inwestorów na GPW w Warszawie w kontekście zmian makroekonomicznych i rynkowych*. „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2016, nr 449, s. 246–256.

26 Kurek, B., Górowski, I. *Kary nakładane przez Komisję Nadzoru Finansowego za naruszenie obowiązków informacyjnych w zakresie sprawozdawczości finansowej*. „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2019, nr 102(158), s. 111–129.

27 Pachucki, M., Plutecki, A. *Jak prawidłowo wypełniać obowiązki informacyjne. Poradnik dla emitentów*. Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2018, s. 6–7.

niniejszego opracowania są przede wszystkim obowiązki informacyjne spółek na Głównym Rynku GPW. Zaznaczyć tutaj należy, że obowiązki informacyjne w przypadku rynku oficjalnych notowań giełdowych są oczywiście najbardziej restrykcyjne, a przepisy pozostałych rynków w tym zakresie są na nich wzorowane²⁸.

W momencie wejścia na rynek regulowany konieczne jest spełnienie obowiązku prospektowego²⁹, tj. przygotowanie prospektu emisyjnego, będącego dokumentem stanowiącym źródło informacji potrzebnych do zawarcia transakcji pomiędzy emitentem papierów wartościowych a kupującym³⁰. Zgodnie z Regulaminem Giełdy do obrotu giełdowego nie mogą być dopuszczone instrumenty finansowe, jeżeli wobec ich emitenta toczy się postępowanie upadłościowe, restrukturyzacyjne lub likwidacyjne³¹. Na gruncie europejskiej regulacji w zakresie przygotowania i publikacji prospektu emisyjnego związanego z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym zawiera rozporządzenie prospektowe³², które w 2019 r. zastąpiło dyrektywę prospektową³³. Dodatkowo spółki giełdowe muszą spełniać obowiązki informacyjne o stałym charakterze³⁴. Takie obowiązki informacyjne obejmują konieczność niezwłocznego ujawniania informacji poufnej oraz publikację raportów bieżących i okresowych.

Obowiązek publikacji informacji poufnych nałożony jest na wszystkich emitentów na mocy rozporządzenia MAR³⁵. Na podstawie definicji zawartej w rozporządzeniu można stwierdzić, że informacja poufna to informacja³⁶:

- precyzyjnie określona,
- dotycząca jednego lub więcej emitentów bądź jednego lub więcej instrumentów finansowych,

28 *Ibidem*, s. 11.

29 W przypadku alternatywnego systemu obrotu zamiast prospektu emisyjnego przygotowywany jest dokument informacyjny.

30 Chamska, K., Ściński, G. *Obowiązki informacyjne na głównym parkiecie GPW oraz na rynku NewConnect – analiza porównawcza*. „Finanse i Prawo Finansowe” 2017, nr 2(14), s. 9–22.

31 Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Regulamin Giełdy (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 1 lipca 2021 r.) w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r., z późn. zm. § 3 ust. 1 pkt 3.

32 Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE.

33 Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE.

34 Chamska, K., Ściński, G. *Obowiązki informacyjne na głównym parkiecie...*, s. 9–22.

35 Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, z późn. zm. (Dz.U. L 173/2014, s. 1–61).

36 *Ibidem*, art. 7 ust. 1.

- nieujawniona,
- cenotwórcza (gdyby została ujawniona, miałaby wpływ na ceny instrumentów finansowych lub powiązanych z nimi instrumentów pochodnych).

W katalogu informacji poufnych, który *de facto* jest katalogiem otwartym, mogłyby się znaleźć zdarzenia takie jak złożenie wniosku o upadłość przez spółkę, restrukturyzacja czy reorganizacja spółki mająca wpływ na jej majątek i źródła finansowania, sytuację finansową czy wynik finansowy, a także niewypłacalność istotnych dłużników spółki³⁷. Co ważne, emitenci sami muszą zdecydować, czy dana informacja spełnia kryteria informacji poufnej³⁸. W wyjątkowych okolicznościach też zdecydować o opóźnieniu publikacji takiej informacji. Taka sytuacja może mieć miejsce w przypadku, gdy niezwłoczne podanie czegoś do wiadomości zagroziłoby słusznym interesom emitenta, jednocześnie jednak opóźnienie nie może wprowadzać w błąd opinii publicznej, oraz konieczne jest zapewnienie dalszej poufności tej informacji³⁹. Wytyczne wydane do rozporządzenia MAR w sprawie opóźnienia informacji poufnej wskazują, że przykładem naruszenia interesów akcjonariuszy jest sytuacja, gdy spółka ma bardzo złą kondycję finansową (ale nie mają jeszcze zastosowania przepisy o upadłości), a natychmiastowe ujawnienie tej informacji mogłoby spowodować niepowodzenie prowadzonych negocjacji mających na celu poprawę sytuacji finansowej⁴⁰.

W przypadku raportów okresowych i bieżących ustawa o ofercie publicznej określa, że raporty te⁴¹:

- w przypadku spółek dopuszczonych do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych publikowane mają być zgodnie z rozporządzeniem z dnia 29 marca 2018 r.⁴²;
- w przypadku rynku regulowanego, niebędącego rynkiem oficjalnych notowań giełdowych, informacje publikowane mają być zgodnie z regulaminem danego rynku.

37 Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych, Dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku. Poziom 3 – drugi zestaw wytycznych i informacji CESR dotyczących jednolitego zastosowania Dyrektywy na rynku (CESR/06-562b, 2007).

38 Pachucki, M., Plutecki, A. *Jak prawidłowo wypełniać obowiązki...*, s. 34.

39 Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, z późn. zm. (Dz.U. L 173/2014, s. 1–61), rozdział 3, art. 17 ust. 4.

40 Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, Wytyczne dotyczące rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku. Opóźnienie ujawnienia informacji poufnych (ESMA/2016/1478).

41 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2005 nr 184, poz. 1539), art. 56 ust. 1.

42 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim.

Na rynku oficjalnych notowań giełdowych informacje bieżące powinny być przekazywane w przypadkach określonych w rozporządzeniu z dnia 29 marca 2018 r. Wśród informacji, które spółka giełdowa musi przekazywać, są m.in. zdarzenia związane z upadłością, spółka musi informować o „uprawomocnieniu się postanowienia sądu o ogłoszeniu upadłości emitenta, oddaleniu wniosku o ogłoszenie jego upadłości, w przypadku gdy majątek dłużnika nie wystarcza na zaspokojenie kosztów postępowania lub wystarcza jedynie na zaspokojenie tych kosztów, zmianie postanowienia o otwarciu postępowania restrukturyzacyjnego na postanowienie o ogłoszeniu upadłości emitenta”⁴³. Raporty bieżące powinny być publikowane niezwłocznie po zaistnieniu zdarzenia lub po powzięciu o nim informacji⁴⁴. Mogą one być przekazywane przez cały dzień, zarówno w trakcie trwania sesji, jak i poza jej godzinami⁴⁵.

Informacje okresowe przekazywane są z kolei w formie raportów kwartalnych, półrocznych i rocznych⁴⁶. Obejmują one dane finansowe, ale także informacje opisowe. Sprawozdania finansowe i dane porównywalne publikowane przez spółki, które mają siedzibę lub miejsce sprawowania zarządu w Polsce, muszą być sporządzone w zgodzie z polskimi zasadami rachunkowości lub Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości (MSR) i Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej (MSSF)⁴⁷. Raporty te mają bardzo duże znaczenie w ocenie kondycji finansowej i sytuacji danego przedsiębiorstwa. W sprawozdaniu finansowym muszą znaleźć się m.in. informacje na temat zdolności przedsiębiorstwa do kontynuacji działalności, zdarzeń, które mogłyby znacząco wpłynąć na ocenę sytuacji majątkowej i finansowej spółki, czy działalności zaniechanej⁴⁸.

Powyżej wymienione informacje powinny być przekazane Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) na GPW w Warszawie oraz podane do publicznej wiadomości⁴⁹. Na podstawie ustawy o ofercie⁵⁰ na rynku regulowanym powszechny dostęp

43 *Ibidem*, § 5 pkt 7

44 *Ibidem*, § 78 ust. 1.

45 Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego w Systemie UTP (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 16 lutego 2021 r.) uchwalone Uchwałą Nr 1038/2012 Zarządu Giełdy z dnia 17 października 2012 r. z późn. zm, dział VIII, § 1 ust. 1 pkt 1.

46 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, § 60 ust. 1.

47 Pachucki, M., Plutecki, A. *Jak prawidłowo wypełniać obowiązki...*, s. 23.

48 Nowak, E. *Rachunkowość jako źródło informacji o sytuacji finansowej przedsiębiorstw w ocenie zagrożenia upadłością*. „Barometr Regionalny” 2008, nr 2(12), s. 65–72.

49 Pachucki, M., Plutecki, A. *Jak prawidłowo wypełniać obowiązki...*, s. 33.

50 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2005 nr 184, poz. 1539), art. 58.

do informacji zapewniony jest za pośrednictwem agencji informacyjnych (status takich agencji posiadają Bloomberg L.P., Grupa INTERIA.PL sp. z o.o. sp. k., Notoria Serwis SA, Polska Agencja Prasowa SA⁵¹). Od 2007 r. informacje na rynku regulowanym przekazywane są przez spółki za pośrednictwem Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI) administrowanego przez KNF⁵².

Obowiązki informacyjne związane są także z zagadnieniem tzw. dobrych praktyk i ładu korporacyjnego (ang. *corporate governance*). Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW wprowadzono po raz pierwszy w 2002 r., dotyczą one spółek notowanych na Głównym Rynku GPW i są wciąż uaktualniane. Stanowią zbiór zasad ładu korporacyjnego, a także reguł mających kształtować właściwe relacje spółki z otoczeniem⁵³. Podkreśla się w nich m.in. wagę należytej, rzetelnej oraz przejrzystej komunikacji z interesariuszami. Wprowadzenie stosowania zasad w nich zawartych jest dobrowolne, jednak spółki mają obowiązek informować o ich stosowaniu, zgodnie z zasadą „zastosuj się lub wyjaśnij” (ang. *comply or explain*). W przypadku niestosowania się do zasad określonych w ramach dobrych praktyk spółki powinny informować o przyczynach i okolicznościach takiego stanu rzeczy⁵⁴.

Równie ważne co obowiązujące przepisy w zakresie obowiązków informacyjnych jest egzekwowanie ich wykonywania. Na gruncie europejskim system kar za naruszenia w zakresie obowiązków informacyjnych został wzmocniony poprzez tzw. dyrektywę Transparency II⁵⁵. W przypadku nienależytego wypełniania obowiązków informacyjnych KNF, pełniąca od 2006 r. rolę regulatora rynku kapitałowego w Polsce, może nałożyć na spółkę oraz członków zarządu lub rady nadzorczej sankcje administracyjne⁵⁶. Z kolei Zarząd Giełdy zgodnie z Regulaminem Giełdy może

51 Komisja Nadzoru Finansowego, https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/espi, data dostępu: 31.08.2021.

52 Giełda Papierów Wartościowych, Obowiązki informacyjne, <https://www.gpw.pl/obowiazki-informacyjne>, data dostępu: 26.08.2021; Strzelczyk, A. *Obowiązki informacyjne spółek giełdowych – analiza komunikatów*. „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu” 2013, nr 2(34), s. 409–421.

53 Giełda Papierów Wartościowych. Dobre Praktyki 2021, <https://www.gpw.pl/dobre-praktyki2021>, data dostępu: 27.08.2021.

54 Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2021*, s. 4, 6, https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/dobre_praktyki/DPSN21_BROSZURA.pdf, data dostępu: 27.08.2021.

55 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/50/UE z dnia 22 października 2013 r. zmieniająca dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę Komisji 2007/14/WE ustanawiającą szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE.

56 Giełda Papierów Wartościowych. Obowiązki informacyjne, <https://www.gpw.pl/obowiazki-informacyjne>, data dostępu: 26.08.2021; Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. 2006 nr 157, poz. 1119).

określić zasady szczególnego oznaczania instrumentów finansowych i podawania informacji dotyczących ich notowania, m.in. gdy emitent nie respektuje należycie obowiązków informacyjnych czy narusza obowiązujące na giełdzie przepisy (możliwe jest to także w przypadku zaistnienia określonych zdarzeń wymienionych w §174 ust. 1 Regulaminu Giełdy związanych z upadłością, restrukturyzacją czy otwarciem likwidacji emitenta)⁵⁷.

Zdarzenia związane z upadłością spółki wydają się mieć szczególne znaczenie z punktu widzenia bezpieczeństwa obrotu na giełdzie. Jak wskazują Błażej Lepczyński i Piotr Pisarewicz⁵⁸, bezpieczeństwo powinno być zapewnione przede wszystkim inwestorom nieprofesjonalnym, których charakteryzuje mniejsza wiedza na temat funkcjonowania rynku. Szczególnie ważne jest zapewnienie transparentności w przypadku przedsiębiorstwa w upadłości. Agata Adamska⁵⁹ podkreśla, że przejrzystość jest ważna zarówno dla spółki upadającej jako warunek odzyskania zaufania, jak i dla inwestorów – szczególnie drobnych, którzy mają słabą pozycję w postępowaniu upadłościowym i których interesy są najbardziej zagrożone.

Można uznać, że wyrazem chęci zwiększenia transparentności rynku i zapewnienia ochrony inwestorom jest możliwość wyodrębniania przez Zarząd GPW tzw. segmentów klasyfikacyjnych. Do takich segmentów mogą zostać zaliczeni określeni emitenci lub emitowane przez nich instrumenty finansowe, m.in. w przypadku upadłości (podstawą wyodrębnienia segmentów klasyfikacyjnych są także w szczególności zmienność kursu instrumentów finansowych, ich płynność lub wartość rynkowa akcji). Zaklasyfikowanie do tak wyodrębnionego segmentu daje Giełdzie możliwość m.in. oznaczenia instrumentów finansowych w sposób szczególny w Cudule Giełdy Warszawskiej i na portalach informacyjnych Giełdy, usunięcia z portfela indeksów giełdowych albo przeniesienia do notowań w systemie kursu jednolitego⁶⁰. Warto dodać, że w celu zapewnienia bezpieczeństwa obrotu, w przypadku gdy ogłoszona zostaje upadłość spółki lub gdy wniosek o ogłoszenie upadłości jest umorzony bądź oddalony z powodu posiadania majątku niewystarczającego lub wystarczającego tylko na pokrycie kosztów postępowania, Zarząd Giełdy może wykluczyć instrumenty

57 Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Regulamin Giełdy (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 1 lipca 2021 r.) w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r., z późn. zm. §174 ust. 1.

58 Lepczyński, B., Pisarewicz, P. *Rola Komisji Nadzoru Finansowego w ograniczaniu ryzyka dla inwestorów na polskim rynku obligacji na przykładzie niewypłacalności spółki GetBack SA*. „Zarządzanie i Finanse” 2018, nr 16(4), cz. 1, s. 133–149.

59 Adamska, A. *Efektywność postępowań upadłościowych z perspektywy akcjonariuszy spółek publicznych*. W: Mączyńska, E. (red.). *Procesy upadłościowe i naprawcze w Polsce na tle doświadczeń Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2013, s. 237–260.

60 Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Regulamin Giełdy (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 1 lipca 2021 r.) w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r., z późn. zm. §174c ust. 1 pkt. 1–3.

finansowe z obrotu giełdowego⁶¹ (ang. *delisting*). W 2020 r. na Głównym Rynku 27% wykluczeń spowodowanych było upadłością spółek⁶².

Jak można zauważyć, obowiązek ujawniania informacji o zdarzeniach związanych z upadłością emitenta na rynku związany jest z obowiązkami informacyjnymi spółek w zakresie publikacji informacji poufnych, raportów bieżących i okresowych. Rzetelne i szybkie przekazanie tego typu informacji zapewnia bezpieczeństwo obrotu oraz jest podstawą budowania zaufania do rynku giełdowego. Rozwiązania w zakresie nakładania na spółki obowiązków informacyjnych mają na celu zmniejszanie asymetrii informacyjnej i zwiększanie efektywności rynku.

3.3. Rola informacji i powiązań finansowych w rozprzestrzenianiu się kryzysu

W literaturze wskazuje się na zjawisko rozprzestrzeniania się kryzysu za pośrednictwem powiązań finansowych i czynników fundamentalnych, ale także przy użyciu informacji. Oddziaływanie kryzysu może być widoczne w skali rynków światowych, ale i na poziomie sektorów czy przedsiębiorstw. Do oddziaływania tego nawiązuje pojęcie zarażania (ang. *contagion*), choć różni autorzy odmiennie je rozumieją.

Zarażanie często odnoszone jest do rynku finansowego. W obecnym świecie rynki finansowe są ze sobą mocno powiązane, co skutkuje ich wzajemnym na siebie oddziaływaniem. Marcello Pericoli i Massimo Sbracia⁶³ wskazują, że brak jest jednoznacznej definicji zarażania, a literatura bada rozprzestrzenianie się kryzysów walutowych, kryzysów bankowych czy kryzysów na rynkach papierów wartościowych, skupiając się na kanałach, poprzez które zarażanie zachodzi. Milda Burzała⁶⁴ wskazuje, że określenie zarażanie powstało w celu zobrazowania transmisji szoków pomiędzy rynkami finansowymi, do odróżnienia od dużo powolniejszej transmisji zachodzącej w sferze realnej gospodarki. Z kolei Sławomir Wyciślak⁶⁵ stwierdza, że zarażanie może występować na rynku finansowym, a co więcej, przenosić się z rynku finansowego do realnej sfery gospodarki lub dotyczyć tylko realnej sfery gospodarki, a nawet odbywać

61 *Ibidem*, § 31 ust. 2 pkt 4.

62 *Rocznik Giełdowy 2021. Dane statystyczne za rok 2020*. https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-wiecej?gpwl_id=159&title=Rocznik+gie%C5%82dowy+2021, data dostępu: 26.08.2021.

63 Pericoli, M., Sbracia, M. *A primer on financial contagion*. „Journal of Economic Surveys” 2003, nr 17(4), s. 571–608.

64 Burzała, M. *Zmiana wartości oczekiwanej i wariancji stóp zwrotu z indeksów giełdowych w czasie kryzysu. Zarażanie czy wzajemne zależności rynków kapitałowych*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 75, s. 83–96.

65 Wyciślak, S. *Contagion effect and organization*. „European Scientific Journal” 2014, nr 10(1), s. 17–26.

się w sferze wirtualnej (treści zamieszczane w przestrzeni wirtualnej) lub pomiędzy sferą wirtualną i realną.

Thomas Moser⁶⁶ uważa, że zarażanie rozumiane w kontekście transmisji szoków pomiędzy rynkami, niedające się wyjaśnić czynnikami fundamentalnymi, należy odnieść do niedoskonałości rynku. Rozprzestrzenianie się kryzysu wiąże się z efektem informacyjnym (gdy informacja o kryzysie to bodziec do zrewidowania posiadanych informacji) oraz efektem domina (gdy występują powiązania finansowe pomiędzy rynkami). Efekt informacyjny powoduje, że w wyniku pojawienia się informacji o kryzysie w jednym miejscu (kraju, rynku) rewidowane są informacje na temat innego kraju czy rynku, pomimo iż obiektywnie występujące czynniki fundamentalne pozostają niezmienione. Na podstawie analizy literatury Moser⁶⁷ wskazuje, że spowodowane może być to:

- błędną interpretacją informacji (ang. *signal extraction failures*) – przy niekompletnej informacji uczestnicy rynku błędnie zakładają współzależność czynników fundamentalnych działających na różnych rynkach lub że podobne rynki muszą mieć tożsame problemy;
- uwidocznieniem rzeczywiście istniejących problemów, które występują na innych rynkach (ang. *wake-up call*⁶⁸);
- myśleniem stadnym, które powoduje, że uczestnicy rynku dopasowują swoje oczekiwania do ogółu, a kryzys finansowy powstaje w wyniku braku zaufania do rynków finansowych na zasadzie „samospelniającej się przepowiedni”;
- zrewidowaniem oczekiwań co do uzyskania pomocy międzynarodowej – inwestorzy mogą kierować się pokusą nadużycia (ang. *moral hazard*), w przypadku gdy zakładają, że kraj uzyska pomoc międzynarodową, i lekceważyć niekorzystne czynniki fundamentalne, zaś kryzys może wpłynąć na rewizję tych oczekiwań;
- osłabieniem politycznej decyzji o powiązaniu państw za pomocą stałego kursu walutowego – dewaluacja waluty w jednym kraju może oznaczać, że kraje związane umową będą mniej restrykcyjnie podchodzić do trzymania się ustalonego kursu walutowego (ang. *membership contagion*⁶⁹), a osłabienie ich zaangażowania skutkować może atakami spekulacyjnymi.

66 Moser, T. *What is international financial contagion?* „International Finance” 2003, nr 6(2), s. 157–178.

67 *Ibidem*.

68 Twórcą teorii *wake-up call* jest Goldstein – szerzej: Goldstein, M. *The Asian financial crisis: Causes, cures, and systemic implications*. „Policy Analyses in International Economics” 1998, nr 55, s. 7–22, https://piie.com/publications/chapters_preview/22/2iie261x.pdf, data dostępu: 23.02.2021.

69 Allan Drazen, twórca pojęcia *membership contagion*, zaznacza, że należy rozważyć, czy podobny mechanizm zarażania nie działa także przy innych typach współpracy niż unie monetarne – szerzej: Drazen, A. *Political contagion in currency crises*. *Currency crises*. University of Chicago Press, Chicago 2000, s. 47–67.

Efekt domina, odnoszący się do pośrednich i bezpośrednich powiązań finansowych, może wystąpić, gdy⁷⁰:

- występuje duża ekspozycja na długi państwowe czy długi podmiotów prywatnych;
- inwestorzy wycofują się nie tylko z rynku dotkniętego kryzysem, ale także z innych rynków na skutek ograniczenia płynności;
- zmniejsza się zaangażowanie inwestorów na skutek ograniczeń kapitałowych (np. w wyniku rzadszego udzielania kredytów zagranicznych przez banki).

Efekt zarażania w literaturze wywodzony jest od występowania asymetrii informacji. Badania Paolo Pasquariello⁷¹ wskazują, że występowanie asymetrii informacji jest bardziej prawdopodobne na mniejszych, słabiej dojrzałych rynkach finansowych gospodarek rozwijających się, na których nie ma wystarczających standardów w zakresie pozyskiwania i udostępniania informacji, a spekulanci mogą oddziaływać na ceny, co czyni te rynki bardziej podatnymi na zarażanie.

Larisa Yarovaya z zespołem⁷², badając kryzys związany z pandemią COVID-19, podkreślają rolę informacji w jego rozprzestrzenianiu się. Wskazują oni, że wzrost szybkości rozpowszechniania się informacji i zwiększenie łatwości ich gromadzenia jest jednym z motorów napędzających zarażanie się rynków. Przypisują oni znaczącą rolę mass mediom oraz mediom społecznościowym w oddziaływaniu na nastroje inwestorów.

Choć zarażanie kryzysem można zobaczyć w kontekście globalnych rynków i procesów na poziomie makroekonomicznym, to dostrzec można je także w przypadku branż czy podmiotów takich jak przedsiębiorstwa. Przykładem badania dotyczącego transmisji szoków pomiędzy sektorami jest badanie Arkadiusza Kijka⁷³. W badaniu tym zaprezentowano powiązania pomiędzy indeksami branżowymi na GPW w Warszawie w latach 2008–2014, a więc w okresie obejmującym globalny kryzys finansowy. Wyniki badania wskazały na wielokierunkowe zależności pomiędzy indeksami sektorowymi, przy czym sektor budownictwo najsilniej oddziaływał na ryzyko pozostałych sektorów, zaś największą podatnością na wahania w innych sektorach odznaczał się indeks WIG-banki oraz WIG-deweloperzy.

Rozprzestrzenianie się kryzysu, jak zostało już wcześniej wspomniane, może dotyczyć także przedsiębiorstw. Kryzys zaś może być rozpatrywany nie tylko jako dotyczący całej gospodarki, ale także jako kryzys pojedynczego przedsiębiorstwa (w tym jego

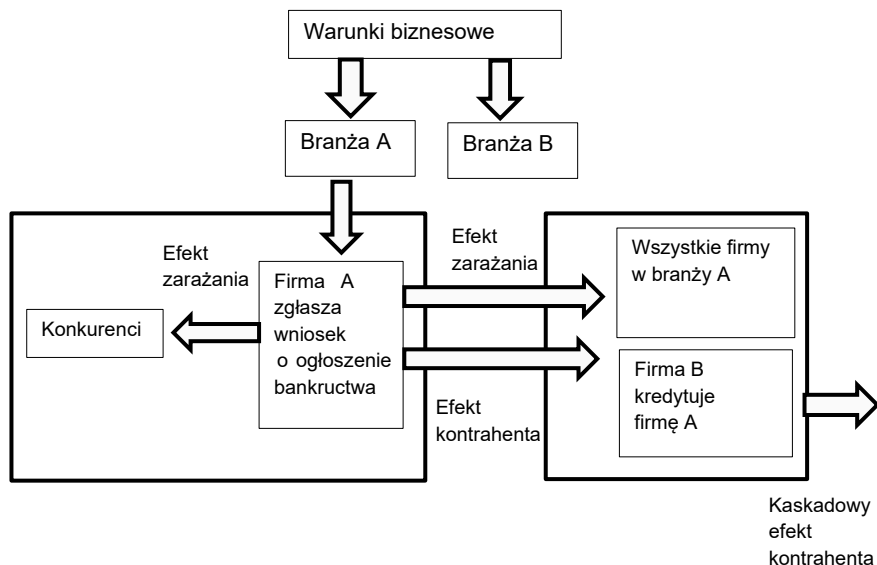
70 Moser, T. *What is international financial contagion...*, s. 157–178.

71 Pasquariello, P. *Imperfect competition, information heterogeneity, and financial contagion*. „The Review of Financial Studies” 2007, nr 20(2), s. 391–426.

72 Yarovaya, L., Brzezczynski, J., Goodell, J. W., Lucey, B. M., Lau, C. K. *Rethinking financial contagion: Information transmission mechanism during the COVID-19 pandemic*. „Journal of International Financial Markets, Institutions and Money” 2022, t. 79, 101589, s. 1–23.

73 Kijek, A. *Analiza zmienności indeksów branżowych GPW w Warszawie przy zastosowaniu modelu GARCH BEKK*. „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2014, nr 365, s. 80–89.

upadłość). Na rysunku 10 przedstawiono schemat zarażania się przedsiębiorstw za pośrednictwem kredytu kupieckiego.



Rysunek 10. Schemat zarażania się przedsiębiorstw za pośrednictwem kredytu kupieckiego
Źródło: Jorion, P., Zhang, G. *Credit contagion from counterparty risk*. „The Journal of Finance” 2009, nr 64(5), s. 2053–2087. Za: Wyciślak, S. *Efekt zarażania a działalność organizacji*. Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2013, s. 73.

Na powyższym rysunku przedstawiono sytuację, w której dochodzi do upadłości w branży A, która jest głównym odbiorcą branży B. Zdarzenie to może oznaczać negatywną informację na temat perspektyw całej branży A lub przełożyć się pozytywnie na wzrost udziałów rynkowych innych spółek funkcjonujących w ramach tej branży (zdaniem Philippe’a Joriona i Gaiyan Zhang sumaryczny efekt dla konkurentów będzie jednak negatywny, co zostanie poddane dyskusji w dalszej części niniejszej monografii). Upadłość spółki A będzie również oznaczała pogorszenie perspektyw w branży B, której sprzedaż się zmniejszy. Powyższa sytuacja obrazuje wystąpienie efektu zarażania⁷⁴.

Jorion i Zhang⁷⁵ odróżniają efekt zarażania od efektu spowodowanego niewypłacalnością kontrahenta (efekt kontrahenta, ang. *counterparty effect*). Jeżeli firma B udzieliła kredytu kupieckiego lub pożyczki spółce A, może to oznaczać dla niej bezpośrednie straty, które mogą spowodować jej problemy finansowe.

⁷⁴ Jorion, P., Zhang, G. *Credit contagion from counterparty risk*. „The Journal of Finance” 2009, nr 64(5), s. 2053–2087.

⁷⁵ *Ibidem*.

To z kolei doprowadzić może do efektu kaskadowego u kredytodawców spółki B. Również Yoshi Fujiwara⁷⁶ zwraca uwagę na problem powiązań pomiędzy upadającym podmiotem a innymi spółkami będącymi z nim w relacji odbiorca–dostawca, która to relacja przekłada się na powstanie zależności kredytodawca–dłużnik (ang. *link effect*). Jego zdaniem upadłość jednego podmiotu może być bezpośrednio związana z upadłością innego (np. odbiorcy, spółki zależnej) i problemami z wyegzekwowaniem należności powstałej na skutek udzielenia kredytu kupieckiego. Dodatkowo im większy jest podmiot upadający, tym efekt powiązań jest większy.

Część badań została z kolei poświęcona oddziaływaniu efektu zarażania podmiotów działających w powiązanych sektorach na giełdzie. Elijah Brewer i William Jackson⁷⁷, a później także Marco Stringa i Allen Monks⁷⁸ zajęli się zjawiskiem zarażania podmiotów pomiędzy sektorami banków komercyjnych i ubezpieczeń na życie, choć wnioski płynące z tych badań nie były zgodne. Według rezultatów badań Brewera i Jacksona oddziaływanie między sektorami banków i ubezpieczeń może być zarówno negatywne, jak i pozytywne. Według Stringi i Monksa oddziaływanie takie jest przede wszystkim negatywne, zwłaszcza w czasie występowania spadków cen akcji i wzrostu niepewności.

Wydaje się, że przedsiębiorstwa mogą w różnym stopniu być podatne na oddziaływanie kryzysu. Wobec ujęcia rozprzestrzeniania się kryzysu jako procesu zarażania powstało także określenie odporności organizacji, która to odporność ma wiązać się z jej unikalnymi właściwościami i jest szansa na jej przetrwanie i rozwój⁷⁹. Maria Romanowska⁸⁰ wskazuje, że działania zmierzające do zwiększenia odporności powinny być nakierowane na rozpraszanie ryzyka (dywersyfikację w różnych obszarach działalności) oraz zwiększanie elastyczności przedsiębiorstwa (przygotowanie do zmieniających się warunków zewnętrznych).

Ważne są także warunki, w jakich działają przedsiębiorstwa. Badania Ross Levine, Chen Lin i Wensi Xie⁸¹, oparte na danych dotyczących firm z 34 krajów w latach 1990–2011, pokazują, że w czasie kryzysu w sektorze bankowym przedsiębiorstwa

76 Fujiwara, Y. *Chain of firms' bankruptcy: A macroscopic study of link effect in a production network*. „Advances in Complex Systems” 2008, nr 11(5), s. 703–717.

77 Brewer, E., Jackson, W. E. *Inter-industry contagion and the competitive effects of financial distress announcements: evidence from commercial banks and life insurance companies*. „Federal Reserve Bank of Chicago. Working Papers” 2002, nr 23, https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID367180_code030127670.pdf?abstractid=367180&mirid=1, data dostępu: 28.01.2025.

78 Stringa, M., Monks, A. *Inter-industry contagion between UK life-insurers and UK banks: An event study*. „Bank of England. Working Paper” 2007, nr 325, s. 1–31.

79 Zabłocka-Kluczką, A. *Granice organizacji a odporność organizacji na kryzys*. „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2013, nr 299, s. 148–159.

80 Romanowska, M. *Odporność przedsiębiorstwa na kryzys*. „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej” 2012, nr 118, s. 7–15.

81 Levine, R., Lin, C., Xie, W. *Corporate resilience to banking crises: The roles of trust and trade credit*. „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2018, nr 53(4), s. 1441–1477.

działające w gospodarkach o wyższym poziomie społecznego zaufania otrzymywały więcej kredytów kupieckich i odnotowywały mniejsze spadki w zyskach niż podobne podmioty działające w gospodarkach o niskim poziomie zaufania.

3.4. Oddziaływanie upadłości na przedsiębiorstwa z tego samego sektora

W literaturze wskazuje się na sposoby, w jakie upadłość oddziałuje na spółki w sektorze. Wpływ ten może być negatywny lub pozytywny, co zaprezentowano w tabeli 12.

Tabela 12. Sposoby oddziaływania upadłości na spółki w sektorze prezentowane w literaturze przedmiotu

Badanie	Oddziaływanie na konkurentów
Lang, Stulz (1992)	Negatywne: Ogłoszenie upadłości może ujawniać negatywne informacje o komponentach przepływów pieniężnych, które są charakterystyczne dla wszystkich spółek działających w danej branży. Interesariusze stają się ostrożniejsi względem całej branży, oczekując zmniejszenia się zyskowności działających w niej podmiotów (utrata wiarygodności całej branży) i mogą chcieć wycofać swoje zaangażowanie. Pozytywne: Komunikat o złożeniu wniosku o upadłość może zawierać w sobie pośrednio informację o możliwości przesunięć w zakresie popytu, co może być odczytywane jako korzystne dla konkurentów. Ogłoszenie upadłości przez przedsiębiorstwo może oznaczać, że jest ono mniej efektywne od innych podmiotów w branży, co może poprawić pozycję konkurencyjną rywali. W związku z niską efektywnością produkcji upadającego przedsiębiorstwa może zwiększać się krańcowy koszt produkcji, co może przekładać się na niższą produkcję i wyższe ceny. Zachęca to konkurentów do podnoszenia cen substytutów i czerpania korzyści z zaistniałej sytuacji.
Benmelech, Bergman (2011)	Negatywne: Zarażanie konkurentów zachodzi poprzez obniżanie wartości posiadanych przez przedsiębiorstwa zabezpieczeń kredytu* (szczególnie gdy rynek aktywów jest relatywnie mało płynny), gdyż: 1) upadłość podmiotu podnosi prawdopodobieństwo gwałtownej wyprzedaży składników majątku, co obniża wartość podobnych składników aktywów oferowanych na rynku, 2) upadłość przedsiębiorstwa przekłada się na zmniejszenie popytu na składniki majątku specyficzne w danej branży, co przekłada się na spadek ich cen. Obniżenie wartości zabezpieczeń przekłada się na wzrost kosztów finansowania długiem oraz na spadek dostępności finansowania obcego w całej branży.

Tabela 12. (cd.)

Badanie	Oddziaływanie na konkurentów
Addoum, Kumar i Le (2014)	Negatywne: Informacja o upadłości oddziałuje na decyzje menedżerów podmiotów konkurencyjnych działających w tej samej lokalizacji (obciążenie decyzji heurystyką dostępności)**. Menedżerowie przeceniają prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzenia, które wydarzyło się niedawno (w tym przypadku upadłości) i polegają na łatwo dostępnych informacjach. W rezultacie nadmiernie konserwatywnie podchodzą do decyzji inwestycyjnych i do prowadzonej polityki finansowej (zmniejszanie wydatków inwestycyjnych, utrzymywanie wyższych zasobów gotówkowych i zaciąganie mniejszej liczby zobowiązań).
Le (2012)	Negatywne: Upadłość przekłada się na decyzje innych podmiotów działających w tej samej branży – zwiększanie zasobów gotówkowych : 1) efekt jest bardziej znaczący w spółkach o wyższym stopniu finansowania kapitałem obcym i z większymi możliwościami wzrostu; 2) efekt nie jest widoczny w spółkach działających w branżach o wysokim poziomie koncentracji, które oczekują korzyści związanych z wycofaniem się konkurenta. W sytuacji gdy występują problemy z efektywnością spółek, utrzymywanie wysokiego poziomu gotówki jest niekorzystne. Niekiedy przedsiębiorstwa o dużych zasobach gotówkowych wykazują przeinwestowanie – następuje ekspansja ich majątku, która nie ma przełożenia na wzrost sprzedaży, a powoduje zmniejszenie rentowności. Dla spółek, które rozwijają się, nadwyżka zasobów gotówkowych nie musi przekładać się na spadek ich wartości. Menedżerowie mogą też unikać decyzji o zastosowaniu drastycznych, lecz potrzebnych działań restrukturyzacyjnych .

* Kanał oddziaływania określony został jako ang. *collateral channel* – zob. Benmelech, E., Bergman, N. K. *Bankruptcy and the collateral channel*. „The Journal of Finance” 2011, nr 66(2), s. 337–378.

** Szerzej o heurystyce dostępności w: Tversky, A., Kahneman, D. *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*. „Science” 1974, nr 185(4157), s. 1124–1131.

Źródło: Addoum, J. M., Kumar, A., Le, N. *Contagious negative sentiment and corporate policies: evidence from local bankruptcy filings*. „Paris December 2014 Finance Meeting EUROFIDAI-AFFI Paper” 2014, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2490742, data dostępu: 28.01.2025; Benmelech, E., Bergman, N. K. *Bankruptcy and the collateral channel*. „The Journal of Finance” 2011, nr 66(2), s. 337–378; Lang, L. H., Stulz, R. *Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements: An empirical analysis*. „Journal of Financial Economics” 1992, nr 32(1), s. 45–60; Le, N. *Essays in empirical corporate finance*. Faculty of the Graduate School of the University of Colorado, 2012, https://scholar.colorado.edu/concern/graduate_thesis_or_dissertations/02870w009, data dostępu: 16.04.2020.

Jak zostało już przedstawione w podrozdziale 3.3, oddziaływanie efektu zarażania może wiązać się z ujawnieniem perspektyw całej branży. Larry Lang i René Stulz⁸² stwierdzają, że jest to związane z ujawnieniem negatywnych informacji o komponentach przepływów pieniężnych, charakterystycznych dla podmiotów z danego sektora. Z drugiej strony informacja o upadłości może oznaczać, że nastąpią przesunięcia w popycie, na czym potencjalnie konkurenci mogą zyskać⁸³. Przesunięcie w popycie może być spowodowane nie tylko realnym wyjściem z rynku spółki wnioskującej o upadłość, ale samym rozpoczęciem procedur upadłościowych. Przykładowo Severin Borenstein i Nancy Rose⁸⁴ wykazali, że linie lotnicze składające wniosek o ogłoszenie upadłości zgodnie z rozdziałem 11 Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych, pomimo obniżenia cen przelotów, doświadczają spadku udziałów w rynku w zakresie tras, na których wciąż świadczą przeloty. Jak wskazują Lang i Stulz⁸⁵, w sytuacji gdy produkt oferowany przez upadające przedsiębiorstwo staje się mniej atrakcyjny dla potencjalnych klientów, w branży można spodziewać się przekierowania popytu na produkty oferowane przez konkurentów.

Ogłoszenie upadłości przez przedsiębiorstwo może również oznaczać, że jest ono mniej efektywne od innych podmiotów z branży⁸⁶. Konkurenci mogą starać się wykluczyć z branży spółkę, która ma ograniczenia finansowe, oddziałując na jej przepływy pieniężne⁸⁷. Przykładowo mogą próbować wymusić działania, które wymagają znacznych nakładów inwestycyjnych i dodatkowego finansowania zewnętrznego, co może być nie do udźwignięcia dla przedsiębiorstwa w kryzysie⁸⁸. W przypadku gdy osłabiona pozycja firmy przechodzącej kryzys wywołuje agresywne działania konkurentów branżowych, którzy chcą powiększyć swoje udziały w rynku, koszty kryzysu mogą być wysokie⁸⁹.

Efraim Benmelech i Nittai Bergman⁹⁰ z kolei zauważają, że upadłość może negatywnie wpływać na konkurentów poprzez oddziaływanie na wartość zabezpieczeń kredytu. Obniżenie wartości zabezpieczeń oznacza tym samym spadek dostępności kredytu dla przedsiębiorstw z branży.

82 Lang, L. H., Stulz, R. *Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements: An empirical analysis*. „Journal of Financial Economics” 1992, nr 32(1), s. 45–60.

83 *Ibidem*.

84 Borenstein, S., Rose, N. L. *Bankruptcy and pricing behavior in US airline markets*. „The American Economic Review” 1995, nr 85(2), s. 397–402.

85 Lang, L. H., Stulz, R. *Contagion and competitive intra-industry effects...*, s. 45–60.

86 *Ibidem*, s. 45–60.

87 Bolton, P., Scharfstein, D. S. *A theory of predation based on agency problems in financial contracting*. „The American Economic Review” 1990, nr 80(1), s. 93–106.

88 Lang, L. H., Stulz, R. *Contagion and competitive intra-industry effects...*, s. 45–60.

89 Opler, T. C., Titman, S. *Financial distress and corporate performance*. „The Journal of Finance” 1994, nr 49(3), s. 1015–1040.

90 Benmelech, E., Bergman, N. K. *Bankruptcy and the collateral channel*. „The Journal of Finance” 2011, nr 66(2), s. 337–378.

Jawad Addoum, Alok Kumar i Nhan Le⁹¹, analizując 1883 przypadki złożenia wniosku o upadłość w Stanach Zjednoczonych, doszli do wniosku, że menedżerowie przedsiębiorstw położonych blisko geograficznie w stosunku do podmiotów składających wniosek o ogłoszenie upadłości podejmowali zbyt konserwatywne decyzje finansowe. Ich zdaniem efekty lokalnych upadłości są mocniejsze, gdy następuje zwolnienie menedżera w spółce wnioskującej o upadłość, a także gdy menedżer spółki konkurencyjnej jest relatywnie młody, ma mniejsze kwalifikacje i krótszą kadencję. Również cechy firm konkurencyjnych przekładają się na występowanie efektów związanych ze złożeniem wniosku o upadłość. Małe i młode firmy silniej reagują na informację o lokalnej upadłości, co oznacza, że w większym stopniu ograniczają wydatki kapitałowe. Mocniejszą reakcję obserwuje się również, gdy występują powiązania zarządu danego podmiotu z zarządem przedsiębiorstwa, które złożyło wniosek o ogłoszenie upadłości. Podmioty zlokalizowane na obszarach wiejskich również reagują silniej niż te zlokalizowane na terenach zurbanizowanych.

Również badania Le⁹² zaprezentowane w jej rozprawie doktorskiej wykazują, że upadłość przekłada się na decyzje innych podmiotów działających w tym samym sektorze. Spółki działające w tej samej branży co podmiot wnioskujący o upadłość średnio znacząco zwiększają zasoby gotówkowe. Zwiększenie zapasów gotówkowych ma na celu zapobieganie zarażaniu firm, nie zawsze jest to jednak optymalne rozwiązanie z punktu widzenia wartości spółki, gdyż utrzymywanie gotówki wiąże się z kosztami agencji. Badania Le świadczą o współzależności polityki finansowej prowadzonej przez konkurentów branżowych.

Podsumowując, w przypadku rozważań dotyczących wewnątrzbranżowych efektów wywołanych upadłością najczęściej mówi się o negatywnym oddziaływaniu na konkurentów, które zachodzi m.in. poprzez obniżenie wiarygodności danej branży. Zarażanie dotyczy przede wszystkim podmiotów przechodzących podobne problemy, charakteryzujących się podobnymi komponentami przepływów pieniężnych czy działających w tej samej lokalizacji. Upadłość skłania kadrę zarządzającą w podmiotach nieupadłych do bardziej konserwatywnego podejścia, wpływa na jej decyzje oraz wartość zabezpieczeń w danej branży. Oddziaływanie pozytywne na konkurentów branżowych związane jest z kolei głównie z możliwością przejęcia udziałów w rynku, a więc z przekierowaniem popytu i ujawnieniem informacji o niskiej efektywności upadającego przedsiębiorstwa.

91 Addoum, J. M., Kumar, A., Le, N. *Contagious Negative Sentiment and Corporate Policies: Evidence from Local Bankruptcy Filings*. „Paris December 2014 Finance Meeting EUROFIDAI-AFFI Paper” 2014, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2490742, data dostępu: 28.01.2025.

92 Le, N. *Essays in empirical corporate finance*. Faculty of the Graduate School of the University of Colorado, 2012, https://scholar.colorado.edu/concern/graduate_thesis_or_dissertations/02870w009, data dostępu: 16.04.2020.

3.5. Występowanie transferu informacji na giełdzie w kontekście wystąpienia upadłości

Na rynku kapitałowym sytuację, gdy ogłoszona informacja oddziałuje na ceny akcji (a pośrednio także na stopy zwrotu z akcji) nie tylko spółki bądź spółek ogłaszających, ale także spółki lub spółek nieogłaszających, określa się mianem transferu informacji. Występowanie transferów informacji wynika chociażby z podobieństw funkcjonowania spółek w tej samej branży⁹³. Przedsiębiorstwa funkcjonują w tej samej rzeczywistości, a upubliczniony przez jedną spółkę komunikat ujawnia informację o pewnym fragmencie tej rzeczywistości⁹⁴. W przypadku gdy występuje transfer informacji, zgodnie z literaturą pojawiają się dwojakie tego efekty⁹⁵:

- efekt zarażania (ang. *contagion effect*),
- efekt konkurencyjności (ang. *competitive effect*).

Efekty te rozważane są z perspektywy ich wpływu na rynkową wycenę przedsiębiorstw. Kiedy oddziaływanie zdarzenia wpływa w tym samym kierunku na stopy zwrotu z akcji spółki ogłaszającej i nieogłaszających, mówi się o występowaniu efektu zarażania. W odwrotnej sytuacji, tj. gdy zdarzenie oddziałuje w przeciwnym kierunku na stopy zwrotu z akcji spółki ogłaszającej i nieogłaszających, występuje efekt konkurencyjności⁹⁶. Efekty te są więc przeciwstawne i końcowy efekt ujawnienia informacji będzie zależał od tego, który z nich dominuje⁹⁷.

Należy tutaj wyraźnie podkreślić, że zdarzenia, które rzutować mogą na spółkę i jej konkurentów branżowych, mogą być zarówno pozytywne, jak i negatywne. W przypadku zdarzeń negatywnych dla spółki ogłaszającej efekt zarażania będzie działał negatywnie na wycenę spółek konkurencyjnych, a efekt konkurencyjności będzie działał pozytywnie na ich wycenę. Z kolei w przypadku zdarzeń pozytywnych dla spółki ogłaszającej efekt zarażania, wbrew potocznemu przypisywaniu słowu zarażanie konotacji negatywnych, będzie działał pozytywnie na wycenę konkurentów, zaś efekt konkurencyjności – negatywnie. Oznacza to, że w takim przypadku zarazić się można również czymś pozytywnym.

Badania Hui-Yu Yu, Chunghuey Huang, Yi-Hua Lin oraz Chun-Li Tsai⁹⁸, przeprowadzone na podstawie ogłoszeń o zyskach, wskazują, że zdarzenia pozytywne dla spółki ogłaszającej wydają się w mniejszym stopniu wywoływać transfer informacji niż zdarzenia negatywne. Istotny jest także poziom przejrzystości informacyjnej

93 Schipper, K. *Information transfers*. „Accounting Horizons” 1990, nr 4(4), s. 97–107.

94 *Ibidem*.

95 Lang, L. H., Stulz, R. *Contagion and competitive intra-industry effects...*, s. 45–60.

96 Goins, S., Gruca, T. S. *Understanding competitive and contagion effects of layoff announcements*. „Corporate Reputation Review” 2008, nr 11(1), s. 12–34.

97 Lang, L. H., Stulz, R. *Contagion and competitive intra-industry effects...*, s. 45–60.

98 Yu, H. Y., Huang, C., Lin, Y. H., Tsai, C. L. *The impact of information transparency on information transfer*. „Emerging Markets Finance and Trade” 2017, nr 53(4), s. 776–785.

spółek działających w danym sektorze. Zdarzenia oddziałują mocniej na spółki, które charakteryzują się niższym poziomem transparentności, co jest odzwierciedlone w wartościach zwykłych stóp zwrotu, mierzących reakcję inwestorów⁹⁹. Innymi słowy, inwestorzy takich spółek silniej reagują na pojawiające się informacje. Badanie zostało przeprowadzone na podstawie 416 firm ogłaszających i 18 937 nieogłaszających spółek z Tajwanu notowanych na giełdzie, z wyłączeniem sektorów bankowego, ubezpieczeniowego i branży zabezpieczeń.

Przeprowadzone ostatnio przez Eckerta¹⁰⁰ kompleksowe badania literaturowe wskazują, że negatywne zdarzenia w spółce ogłaszającej najczęściej prowadzą do negatywnych dla spółek nieogłaszających skutków i zależą od cech samego zdarzenia, jak i od charakterystyki przedsiębiorstw – zarówno ogłaszających, jak i nieogłaszających. W przeprowadzonej analizie brane były pod uwagę różnorodne badania, dotyczące zarówno upadłości, jak i chociażby awarii w elektrowni jądrowej. Analizowanymi spółkami nieogłaszającymi byli zarówno konkurenci, jak i dostawcy. Jako najczęściej istotne statystycznie determinanty zwiększenia negatywnych efektów wywołanych u spółek nieogłaszających wskazano: wielkość spółki ogłaszającej, wielkość spółki nieogłaszającej, podobieństwo spółek ogłaszających i nieogłaszających¹⁰¹, bliskość geograficzną i wielkość strat.

Wewnątrzbranżowymi efektami ogłoszenia negatywnych informacji zajęli się Aigbe Akhigbe, Jeff Madura i Anna Martin¹⁰². Ich badanie obejmowało spółki notowane na NYSE, AMEX i NASDAQ o kapitalizacji wynoszącej minimum 1 milion dolarów, które w latach 1998–2011 odnotowały spadek cen akcji, wynoszący 15% w ciągu jednego dnia. W próbie znalazło się 2368 spółek doświadczających spadków cen akcji i 21 936 ich rywali. Wyniki analizy świadczyły o tym, że wyraźny spadek cen akcji jednej spółki powoduje średnio dominujący efekt zarażania. Efekt ten jest lepiej widoczny w przypadku spółek, których prawdopodobieństwo upadku jest większe. Zależy również od tego, na ile zdarzenie było antycypowane przez inwestorów (od stopnia zaskoczenia), od cech firmy doświadczającej negatywnego zdarzenia (takich jak jej względna wielkość), cech firm konkurencyjnych (takich jak podobieństwo do spółki doświadczającej negatywnego zdarzenia) czy cech charakterystycznych branży (takich jak stopień koncentracji).

W literaturze występowanie transferu informacji było opisane w przypadku różnorodnych typów zdarzeń, jak chociażby ogłoszenie zysków¹⁰³, zapowiedź zwol-

99 Tematyka zwykłych stóp zwrotu omówiona została szerzej w podrozdziale 4.1.2.

100 Eckert, Ch. *Risk and risk management of spillover effects: Evidence from the literature*. „Risk Management and Insurance Review” 2020, nr 23(1), s. 75–104.

101 Pod względem cech takich jak np. wielkość przedsiębiorstwa czy podobieństwo struktury kapitałowo-majątkowej.

102 Akhigbe, A., Madura, J., Martin, A. D. *Intra-industry effects of negative stock price surprises*. „Review of Quantitative Finance and Accounting” 2015, nr 45(3), s. 541–559.

103 Foster, G. *Intra-industry information transfers associated with earnings releases*. „Journal of Accounting and Economics” 1981, nr 3(3), s. 201–232.

nień¹⁰⁴ czy ogłoszenie upadłości¹⁰⁵. W niniejszej pracy przedmiotem zainteresowania będą przede wszystkim efekty związane z upadłością przedsiębiorstwa oddziałujące na konkurentów działających w ramach tego samego sektora.

Upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość jest przykładem negatywnej informacji dla spółki ogłaszającej, wpływającym ujemnie na jej wycenę. Jak wskazują Tomas Reyes i Nicolas Waissbluth¹⁰⁶, szczególnie spółki przyciągające dużą uwagę doświadczają negatywnej i nadmiernej reakcji inwestorów na informację o złożeniu wniosku o upadłość, która to później jest korygowana przez rynek. W przypadku spółek, które nie przyciągają nadmiernej uwagi inwestorów, do czynienia mamy z kolei z niedostateczną ich reakcją. Luís Serra Coelho¹⁰⁷ z kolei wskazuje, że informacje dotyczące upadłości uwzględniane są w cenach akcji jeszcze przez kilka miesięcy po złożeniu wniosku o upadłość, wywodząc jednocześnie, że rynek nie jest w stanie na bieżąco przetwarzać złych informacji.

Badania przeprowadzone w Polsce przez Błażeja Prusaka i Marcina Potrykusa¹⁰⁸ wskazują, że złożenie wniosku o upadłość lub restrukturyzację oddziałuje negatywnie na wycenę rynkową spółek ogłaszających, przy czym reakcja ta jest najsilniejsza w dniu zdarzenia. Na rynku NewConnect odnotowuje się silniejszą reakcję, uwidocznioną w zwykłych stopach zwrotu z akcji, niż na Głównym Rynku. Ponadto złożenie wniosku o upadłość wywołuje silniejszą reakcję niż złożenie wniosku o restrukturyzację. Inne badania Prusaka i Potrykusa¹⁰⁹ na danych dotyczących interwałów 1-, 5- i 10-minutowych pokazały, że reakcja inwestorów jest szybka i wynosi 1–2 minuty od upublicznienia informacji o upadłości i/lub restrukturyzacji. Badacze¹¹⁰ stwierdzili też, że złożenie przez wierzycieli przedsiębiorstwa wniosków w złej wierze nie wywołuje reakcji inwestorów.

Wskazuje się, że ogłoszenie upadłości podmiotu może z kolei wpływać zarówno pozytywnie, jak i negatywnie na jego konkurentów branżowych. Negatywny wpływ na giełdową wycenę przedsiębiorstw konkurencyjnych oznaczać będzie efekt zarażania (zdarzenie oddziałuje w tym samym kierunku na spółki ogłaszające i nieogłaszające). Działanie efektu zarażania sprawia, że rzeczywiste stopy zwrotu

104 Goins, S., Gruca, T. S. *Understanding competitive and contagion...*, s. 12–34.

105 Lang, L. H., Stulz, R. *Contagion and competitive intra-industry effects...*, s. 45–60.

106 Reyes, T., Waissbluth, N. *Saddled with attention: Overreaction to bankruptcy filings*. „International Review of Finance” 2019, nr 19(4), s. 787–819.

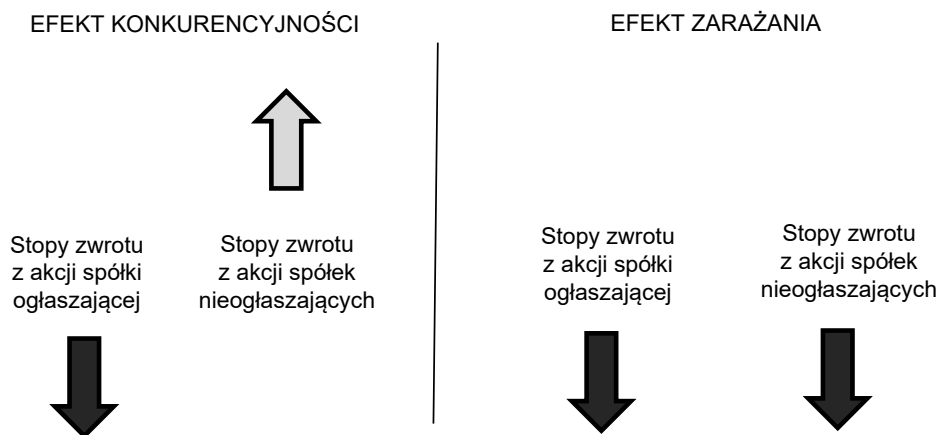
107 Serra Coelho, L. *Bad news does not always travel fast: Evidence from Chapter 11 bankruptcy filings*. „Accounting & Finance” 2015, nr 55(2), s. 415–442.

108 Prusak, B., Potrykus, M. *Short-term price reaction to filing for bankruptcy and restructuring proceedings – The case of Poland*. „Risks” 2021, nr 9(56), s. 1–14.

109 Prusak, B., Potrykus, M. *Intraday price reaction to filing bankruptcy and restructuring proceedings – The evidence from Poland*. W: Lechman, E., Marszk, A. (red.). *The digital disruption of financial services*. Routledge, London 2021, s. 141–164.

110 Prusak, B., Potrykus, M. *Short-term price reaction to involuntary bankruptcies filed in bad faith: empirical evidence from Poland*. „European Research Studies Journal” 2020, nr XXIII(4), s. 873–889.

z akcji przedsiębiorstw konkurencyjnych są niższe niż oczekiwane stopy zwrotu, w przypadku gdy zdarzenie by nie wystąpiło. Pozytywny wpływ na stopy zwrotu konkurentów oznaczać będzie z kolei efekt konkurencyjności (zdarzenie oddziałuje w przeciwnym kierunku na spółki ogłaszające i nieogłaszające). Działanie efektu konkurencyjności sprawia, że rzeczywiste stopy zwrotu z akcji przedsiębiorstw konkurencyjnych są wyższe niż oczekiwane, w przypadku gdy zdarzenie by nie wystąpiło (rysunek 11).



Rysunek 11. Transfer informacji w przypadku ogłoszenia informacji o złożeniu wniosku o ogłoszenie upadłości

Źródło: opracowanie własne.

Niekiedy w literaturze przedmiotu wyróżnia się „czysty” efekt zarażania, czyli przenoszenie się efektu wywołanego zdarzeniem na inne podmioty bez względu na przyczynę upadłości. W przypadku gdy problemy podmiotów są powiązane ze sobą, niektórzy autorzy wskazują, że reakcja inwestorów jest raczej normalną reakcją na negatywną informację, niż że wynika z efektu zarażania. Innymi słowy, gdy konkurenci branżowi odczuwają skutki ogłoszenia upadłości spowodowanej problemami charakterystycznymi dla danego przedsiębiorstwa (np. oszustwem, stratami wywołanymi właściwymi dla danego przedsiębiorstwa ryzykownymi działaniami), można mówić o „czystym” efekcie zarażania¹¹¹. Christian Eckert, Nadine Gatzert i Alexander Pisula¹¹² na podstawie trzech przypadków oszustw wewnętrznych w sektorze usług finansowych pokazali, że takie zdarzenie może rodzić zarówno pozytywne

111 Aharony, J., Swary, I. *Contagion effects of bank failures: Evidence from capital markets*. „Journal of Business” 1983, nr 56(3), s. 305–322.

112 Eckert, Ch., Gatzert, N., Pisula, A. *Spillover effects in the European financial services industry from internal fraud events: Comparing three cases of rogue trader scandals*. „The Journal of Risk Finance” 2019, nr 20, s. 249–266.

(dwa przypadki), jak i negatywne (jeden przypadek) reakcje konkurentów. Należy podkreślić, że negatywna reakcja towarzyszyła oszustwu, które doprowadziło do upadku banku ogłaszającego.

W literaturze przedmiotu rozważane jest, jakie cechy branży predysponują do wystąpienia efektu zarażania i konkurencyjności w kontekście upublicznienia informacji o złożeniu wniosku o upadłość. Najczęściej przywoływanymi cechami branż w tym kontekście są udział kapitałów obcych w strukturze kapitałowej (świadczący o stosowanej dźwigni finansowej) oraz koncentracja sektora.

Zakłada się, że w branżach o stosunkowo wysokim poziomie koncentracji stymulowany powinien być efekt konkurencyjności. Przedsiębiorstwa działające w branżach o stosunkowo niskim poziomie konkurencyjności mogą zyskiwać na skutek przejęcia udziałów w rynku. W celu podwyższania cen mogą wykorzystywać zwiększony popyt. Zgodnie z założeniami teoretycznymi w branżach o doskonałej konkurencyjności pozostałe spółki nie skorzystają na wzroście popytu na skutek złożenia wniosku o upadłość przez inne przedsiębiorstwo. Z tego powodu wskazuje się, że efekt konkurencyjności będzie wzrastał wraz ze wzrostem koncentracji branży. Natomiast poziom koncentracji branży nie jest rozpatrywany z punktu widzenia efektu zarażania¹¹³.

Wykorzystanie dźwigni finansowej, utożsamione z poziomem finansowania kapitałem obcym, powinno tymczasem stymulować efekt zarażania, w przypadku gdy upublicznienie informacji o ogłoszeniu upadłości jednej spółki świadczy pośrednio o problemach całej branży. W takiej sytuacji większy poziom wykorzystania długu będzie stymulował większe spadki w wartości spółek¹¹⁴. Jak wskazują Tim Opler i Sheridan Titman¹¹⁵, ceny akcji spółek w wysokim stopniu korzystających z kapitału obcego są bardziej wrażliwe na zmiany wartości firmy.

Nie jest z kolei jednoznaczne, jak wykorzystanie kapitałów obcych w finansowaniu majątku będzie oddziaływało na efekt konkurencyjności. Z jednej strony finansowanie długiem może ograniczać zdolność spółki do pozyskiwania nowych źródeł zewnętrznego finansowania, a więc do inwestowania, a tym samym wykorzystania zmian zachodzących w otoczeniu konkurencyjnym. Z drugiej strony dźwignia może zwiększać korzyści dla akcjonariuszy spowodowane wzrostem wartości firmy¹¹⁶.

Podsumowując, zdarzenie takie jak złożenie wniosku o upadłość oddziałuje negatywnie na wycenę rynkową spółki, która taki wniosek składa. Upadłość może dodatkowo wywoływać transfer informacji, a więc wpływać na wycenę rynkową innych przedsiębiorstw, których zdarzenie bezpośrednio nie dotyczy – w literaturze odwołuje się w takiej sytuacji do efektu zarażania i konkurencyjności. Reakcja inwestorów może zależeć zarówno od charakterystyki samego zdarzenia, jak i od

113 Lang, L. H., Stulz, R. *Contagion and competitive intra-industry effects...*, s. 45–60.

114 *Ibidem*.

115 Opler, T. C., Titman, S. *Financial distress and corporate performance...*, s. 1015–1040.

116 Lang, L. H., Stulz, R. *Contagion and competitive intra-industry effects...*, s. 45–60.

cech spółek ogłaszających, nieogłaszających czy cech branży. W przypadku upadłości oddziaływanie pozytywne na konkurentów branżowych powinno wzrastać w branżach skoncentrowanych, w których konkurenci mogą skorzystać z przejścia udziałów w rynku. Dodatkowo wskazuje się, że cechą, która jest istotną determinantą efektów wywołanych złożeniem wniosku o upadłość, jest poziom finansowania długiem, który może stymulować zmianę wartości spółek (zarówno *in plus*, jak i *in minus*).

3.6. Efekt zarażania i konkurencyjności w przypadku postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych – przegląd wyników badań

Z ogłoszeniem upadłości w analizowanej literaturze najczęściej utożsamiane było złożenie wniosku o upadłość zgodnie z rozdziałem 11 Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych (ang. Chapter 11 of United States Bankruptcy Code)¹¹⁷, które to przepisy prawne odnoszą się *de facto* do restrukturyzacji zadłużenia, nie zaś do likwidacji przedsiębiorstwa.

Lang i Stulz¹¹⁸ przebadali 59 przypadków ogłoszeń o złożeniu wniosku o upadłość zgodnie z rozdziałem 11 Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych, które miały miejsce w latach 1970–1989. Uwzględnili oni w badaniu spółki ogłaszające, których zobowiązania przekroczyły 120 milionów dolarów. Autorzy badania wykazali, że w branżach o wysokim stopniu wykorzystania dźwigni i w branżach, gdzie stopy zwrotu spółki składającej wniosek o ogłoszenie upadłości i jej konkurentów są wysoko skorelowane, dominujący jest efekt zarażania. Ich zdaniem niekiedy upadłość może wpływać pozytywnie na stopy zwrotu z akcji rywali – gdy branże są skoncentrowane, a przedsiębiorstwa w mniejszym stopniu wykorzystują finansowanie kapitałem obcym. Z wynikami tego badania polemizowali natomiast Paul Haensly, John Theis i Zane Swanson¹¹⁹, którzy wskazali między innymi, że

117 Kodeks upadłościowy Stanów Zjednoczonych składa się z 15 rozdziałów, które odnoszą się do różnych typów upadłości – w tym rozdział 11 odnosi się do reorganizacji przedsiębiorstw, a rozdział 7 do ich likwidacji. Kodeks upadłościowy Stanów Zjednoczonych stanowi część Kodeksu Stanów Zjednoczonych (United States Code) będącego skodyfikowanym zbiorem prawa federalnego – zob. United States Bankruptcy Code, 2020, <https://www.usbankruptcycode.org/>, data dostępu: 25.08.2021.

118 Lang, L. H., Stulz, R. *Contagion and competitive intra-industry effects...*, s. 45–60.

119 Haensly, P. J., Theis, J., Swanson, Z. *Reassessment of contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements*. „Quarterly Journal of Business and Economics” 2001, nr 40(3), s. 45–63.

w badanym okresie zmienił się system prawny w zakresie upadłości. Na podstawie danych wykorzystanych przez Langa i Stulza przeprowadzili oni własną wersję badania, które nie potwierdziło występowania transferu informacji w rezultacie złożenia wniosku o upadłość.

Stephen Ferris, Narayanan Jayaraman i Anil Makhija¹²⁰ przebadali 274 przypadki złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości zgodnie z rozdziałem 11 Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych w latach 1979–1989. Podobnie jak Lang i Stulz wskazali oni na dominujący efekt zarażania w przypadku złożenia wniosku o upadłość przez duże przedsiębiorstwa. Podobnie złożenie wniosku o upadłość przez małą spółkę generowało dominujący efekt zarażania wśród mniejszych spółek. Negatywnej wyceny rynkowej doświadczali zarówno ci konkurenci, którzy w przeciągu trzech najbliższych lat sami złożyli wniosek o ogłoszenie upadłości, jak i ci, którzy tego nie zrobili. Podobne rezultaty zostały osiągnięte podczas analizy dodatkowych charakterystyk, jak koncentracja branży czy finansowanie kapitałem obcym. Autorzy badania założyli, że efekt konkurencyjności mógł być uwzględniony w cenach akcji w okresie poprzedzającym złożenie wniosku o upadłość. Pozytywną reakcję cen akcji odnotowali oni na 100 dni przed złożeniem wniosku o upadłość.

Nieco inne podejście do badania efektów zarażania i konkurencyjności przedstawił Zahid Iqbal¹²¹. Przebadał on 165 przypadków złożenia wniosku o upadłość zgodnie z 11 rozdziałem Kodeksu Upadłościowego Stanów Zjednoczonych w latach 1991–1996. Badanie obejmowało spółki ogłaszające oraz 5688 ich rywali branżowych. Swoje badanie Iqbal poświęcił efektowi wywieranemu w długim okresie na zmiany w rentowności kapitału własnego (ROE) przedsiębiorstw działających w branży, w której wystąpił o złożenie wniosku o upadłość. Modelowanie ekonometryczne wykazało, że konkurenci w skoncentrowanych branżach zyskują bardziej niż w branżach o niskim poziomie koncentracji. Zależność ta została odnotowana w sektorach, w których wystąpiło wiele przypadków złożenia wniosku o upadłość lub wykorzystujących w wysokim stopniu finansowanie kapitałem obcym, co Iqbal przypisał efektowi konkurencyjności. Efekt zarażania nie znalazł natomiast potwierdzenia w jego badaniach.

Jak zostało to przedstawione w rozdziale pierwszym niniejszej pracy, ogłoszenie upadłości podmiotu jest ostatecznym, prawnym skutkiem trwającego w przedsiębiorstwie kryzysu. Można się więc spodziewać, że wpływ na reakcje interesariuszy podmiotu będzie występował na długo przed ogłoszeniem upadłości. Tę istotną kwestię poruszyli Michael Hertzel, Zhi Li, Micah Officer i Kimberly Rodgers¹²². Wskazali

120 Ferris, S. P., Jayaraman, N., Makhija, A. K. *The response of competitors to announcements of bankruptcy: An empirical examination of contagion and competitive effects*. „Journal of Corporate Finance” 1997, nr 3(4), s. 367–395.

121 Iqbal, Z. *The effects of bankruptcy filings on the competitors' earnings*. „International Review of Economics & Finance” 2002, nr 11(1), s. 85–99.

122 Hertzel, M. G., Li, Z., Officer, M. S., Rodgers, K. J. *Inter-firm linkages and the wealth effects of financial distress along the supply chain*. „Journal of Financial Economics” 2008, nr 87(2), s. 374–387.

oni na fakt, że o spodziewanej upadłości wiadomo jeszcze przed jej ogłoszeniem. Zidentyfikowali dzień w roku poprzedzającym złożenie wniosku o upadłość zgodnie z rozdziałem 11 Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych, w którym wystąpiły największe ujemne zwykłe stopy zwrotu (ang. *distress date*). Stwierdzili oni, że dzień ten występował średnio raz na dziewięć miesięcy przed oficjalnym złożeniem wniosku o upadłość. W badaniu przeanalizowanych zostało 250 przypadków złożenia ww. wniosku pomiędzy 1978 a 2004 r. Na każdą spółkę ogłaszającą złożenie tego wniosku przypadało średnio 52 konkurentów. Ponadto przebadano 311 odbiorców i 275 dostawców spółek ogłaszających. Autorzy badania wskazali, że nasilona konkurencja oraz zadłużenie przekraczające 120 milionów dolarów u spółki ogłaszającej stymuluje efekt zarażania dla konkurentów zarówno w okresie przed, jak i w momencie złożenia wniosku o upadłość. W badaniu poświęcono dużo miejsca wpływowi wywieranemu na dostawców i odbiorców przedsiębiorstwa składającego wniosek o ogłoszenie upadłości. Wpływ ten okazał się być negatywny dla dostawców, szczególnie gdy rywale doświadczali efektu zarażania. W przypadku gdy na konkurentów oddziaływał efekt konkurencyjności, średni efekt wywierany na dostawcach i odbiorcach był nieistotny.

Niektóre dostępne badania poświęcone zostały efektom występującym w wybranej branży bądź wybranych upadłościach. Jean Helwege i Gaiyan Zhang¹²³ przebadali 142 przypadki złożenia wniosku o upadłość w branży finansowej zgodnie z 11 rozdziałem Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych oraz zidentyfikowali i przeanalizowali 149 spółek zagrożonych upadłością, posiłkując się podejściem zaprezentowanym przez Hertzel, Officer i Rodgers¹²⁴ w przywołanym wcześniej badaniu z 2008 r. Okres analiz objął lata 1981–2010. Helwege i Zhang¹²⁵ stwierdzili, że w przypadku zarażania przedsiębiorstw ważny był efekt o podłożu czysto informacyjnym oraz wywołany ekspozycją na zadłużenie spółki składającej wniosek o ogłoszenie upadłości. Efekt zarażania o podłożu informacyjnym był mocniejszy w przypadku konkurentów działających na tych samych rynkach co spółka doświadczająca zdarzenia i miał większe znaczenie w przypadku kryzysu spółki niż w przypadku złożenia wniosku o upadłość.

Aigbe Akhigbe, Anna D. Martin i Ann Marie Whyte¹²⁶ z kolei przeanalizowali jedną z największych upadłości w Stanach Zjednoczonych – upadłość spółki WorldCom działającej w branży telekomunikacyjnej. Stwierdzili, że złożenie wniosku o upadłość oddziaływało negatywnie przede wszystkim na kluczowych konkurentów tego przedsiębiorstwa. Autorzy badania wskazali, że negatywny wpływ badanego

123 Helwege, J., Zhang, G. *Financial firm bankruptcy and contagion*. „Review of Finance” 2016, nr 20(4), s. 1321–1362.

124 Patrz: Hertzel, M. G., Li, Z., Officer, M. S., Rodgers, K. J. *Inter-firm linkages and the wealth effects...*, s. 374–387.

125 Helwege, J., Zhang, G. *Financial firm bankruptcy...*, s. 1321–1362.

126 Akhigbe, A., Martin, A. D., Whyte, A. M. *Contagion effects of the world's largest bankruptcy: the case of WorldCom*. „The Quarterly Review of Economics and Finance” 2005, nr 45(1), s. 48–64.

zdarzenia na rywali mógł wynikać z mierzenia się z problemami podobnymi do spółki WorldCom. Przeanalizowali także wpływ na inwestorów instytucjonalnych i kredytodawców i doszli do wniosku, że ich duża dywersyfikacja spowodowała, że w większości nie zostali oni dotknięci opisywanym wydarzeniem.

Gary Caton, Jeffrey Donaldson i Jeremy Goh¹²⁷ postanowili sprawdzić, jak złożenie wniosku o upadłość zgodnie z rozdziałem 11 Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych oddziałuje na rywali przedsiębiorstwa. W tym celu zbadali zmiany w oczekiwanych przyszłych przepływach pieniężnych firm konkurencyjnych. Na potrzeby analizy zmiany te utożsamione zostały z korektami w zakresie prognozowanych przez analityków zysków. Zidentyfikowano 183 przypadki złożenia wniosku o upadłość przez spółki giełdowe w okresie od 1 października 1979 do 31 grudnia 1994 r. Utworzono portfolio obejmujące akcje 3250 przedsiębiorstw konkurencyjnych w stosunku do przedsiębiorstw składających wnioski o ogłoszenie upadłości i reprezentujących 121 branż. Wyniki badania przeprowadzonego na podstawie danych o stopach zwrotu z akcji wskazały dominację efektu zarażania w próbie. Dodatkowo wykazano, że po złożeniu wniosku o upadłość analitycy obniżali w znaczący sposób swoje prognozy dotyczące zysków konkurentów. Jak wskazali autorzy powyższego badania, to właśnie obniżenie oczekiwań dotyczących przyszłych przepływów pieniężnych firm konkurencyjnych prowadzi do negatywnych reakcji uwidocznionych w stopach zwrotów z akcji. Konkluzja ta jest zgodna z teoretycznymi rozważaniami Langa i Stulza¹²⁸, którzy wskazywali, że złożenie wniosku o upadłość przez spółkę w danej branży może powodować, że interesariusze będą oczekiwali zmniejszenia się zyskowności działających w niej podmiotów.

Kenneth Hunsader, Natalya Delcours i Gwendolyn Pennywell¹²⁹ przebadali efekty wywołane wnioskiem o upadłość złożonym zgodnie z rozdziałem 11 Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych na podstawie danych dotyczących 258 firm i ich konkurentów sektorowych reprezentujących 144 sektory w latach 1980–2008. Stwierdzili oni, że sektory o niższej koncentracji i wyższym zadłużeniu silniej doświadczają efektu zarażania, co jest uwidocznione w wartościach zwykłych stop zwrotu z akcji. Dodatkowo doszli do wniosku, że ostateczna reakcja inwestorów wynika także z podobieństw spółek ogłaszających i nieogłaszających¹³⁰ oraz

127 Caton, G. L., Donaldson, J., Goh, J. *The intra-industry effects of Chapter 11 filings: Evidence from analysts' earnings forecast revisions*. „Corporate Ownership and Control” 2012, nr 9(4), s. 262–268.

128 Lang, L. H., Stulz, R. *Contagion and competitive intra-industry effects...*, s. 45–60.

129 Hunsader, K., Delcours, N., Pennywell, G. *Competitive strategy and industry contagion following traditional Chapter 11 bankruptcy announcements*. „Managerial Finance” 2013, nr 39(11), s. 1032–1055.

130 Autorzy zamiast np. korelacji stóp zwrotu z akcji wykorzystali miernik CSM (ang. *competitive strategy measure*). Miernik ten określa, czy agresywne zachowania jednej firmy (obniżenie cen, podniesienie jakości oferowanych dóbr) powodują zmniejszenie czy zwiększenie krańcowych zysków jej konkurentów – por. Sundaram, A. K., John, T. A., John, K. *An empirical analysis of strategic competition and firm values the case of R&D competition*. „Journal of Financial

niepewności (która jest większa, gdy upadłość nie jest przeprowadzona w formie przygotowanej upadłości¹³¹ i nie była wcześniej negocjowana).

Należy zauważyć, że spółki działające w tej samej branży nie zawsze muszą być względem siebie konkurencyjne. Niekiedy wywiązuje się między nimi współpraca. Audra Boone i Vladimir Ivanov¹³² zajęli się efektami wywieranymi na partnerów strategicznych spółek zgłaszających wnioski o ogłoszenie upadłości. Przeanalizowali 130 przypadków złożenia wniosku o upadłość spółek, które utrzymywały 366 sojuszy. Okres badania objął lata 1989–2007. Autorzy badania uwzględnili zarówno podmioty działające w tej samej branży, jak i partnerów działających na różnych etapach procesu produkcyjnego. Wykazali oni średnio dominujący efekt zarażania w przypadku tych podmiotów, szczególnie wyraźny w przypadku dłuższych sojuszy i wyższych stóp zwrotu w momencie zawierania sojuszu. Partnerzy działający w tej samej branży co spółka ogłaszająca upadłość doświadczali dominującego i istotnego statystycznie efektu zarażania, zaś gdy partnerami były podmioty działające na różnych etapach procesu produkcji, wyniki były nieistotne statystycznie. Autorzy badania wskazali, że spółki działające w tej samej branży mogą mieć nie tylko problem ze znalezieniem nowego partnera, ale także utrudnienia branżowe mogą dotyczyć ich podstawowej działalności. Zdaniem badaczy potwierdza to pogląd, że działanie efektu jest silniejsze, gdy perspektywy przedsiębiorstwa, na które ten efekt wpływa, są słabsze.

Pomimo iż większość amerykańskich badań stworzonych na podstawie analizy stóp zwrotu z akcji wskazuje dominację efektu zarażania, zwraca się też uwagę na dominację efektu konkurencyjności. Przykładem jest badanie przeprowadzone przez Madhuparnę Kolay¹³³, która przebadła 219 przypadków złożenia wniosku o upadłość zgodnie z rozdziałem 11 Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych w latach 1980–2009. Tak zawężony przedział czasowy miał być kompromisem pomiędzy chęcią oceny okresu możliwie jednorodnego w zakresie uwarunkowań

Economics” 1996, nr 40(3), s. 459–486; Bulow, J. I., Geanakoplos, J. D., Klemperer, P. D. *Multimarket oligopoly: Strategic substitutes and complements*. „Journal of Political Economy” 1985, nr 93(3), s. 488–511.

131 Przygotowana likwidacja (tzw. *pre-pack*, termin pochodzący od ang. *pre-package insolvency sale*) – wywodzi się z systemów anglosaskich, a obecnie funkcjonuje w wielu systemach prawnych. Z zasady polega na przygotowanym przed ogłoszeniem upadłości zbyciu całości lub części przedsiębiorstwa znajdującego się w trudnej sytuacji ekonomicznej, które zazwyczaj realizowane jest bezpośrednio po wszczęciu postępowania upadłościowego. Por. Krucalak-Jankowska, J. *Sprzedaż przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części w ramach przygotowanej likwidacji (tzw. pre-pack)*. „Gdańskie Studia Prawnicze” 2018, nr 39, s. 295–304.

132 Boone, A. L., Ivanov, V. I. *Bankruptcy spillover effects on strategic alliance partners*. „Journal of Financial Economics” 2012, nr 103(3), s. 551–569.

133 Kolay, M. *Gaining through corporate bankruptcy: Evidence from competitors*. „International Journal of Business” 2018, nr 23(4), s. 339–356.

prawnych¹³⁴ a chęcią uchwycenia kryzysu finansowego w latach 2008–2009. Analizowano spółki giełdowe i posiadające majątek o wysokości przynajmniej 100 milionów dolarów. W momencie pojawienia się informacji o kryzysie firmy, jeszcze przed złożeniem wniosku o upadłość, rywale tracili na rynkowej wycenie ich akcji bez względu na poziom koncentracji sektora. W momencie złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości rywale jednak zyskiwali w branżach charakteryzujących się wysoką koncentracją. Efekt konkurencyjności był wyraźnie wzmocniony w przypadku konkurentów spółek, które wnioskowały o upadłość z powodu wyraźnie złej sytuacji ekonomicznej i słabych wyników działalności operacyjnej, o nikłych szansach na wyjście z kryzysu.

Większość dostępnych badań dotyczących efektów zarażania i konkurencyjności wywołanych ogłoszeniem upadłości obejmuje spółki działające w Stanach Zjednoczonych, a w szczególności składające wniosek o upadłość zgodnie z rozdziałem 11 Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych. Tymczasem, jak już zostało wspomniane, w Stanach Zjednoczonych istnieje kilka typów upadłości. Przedsiębiorstwa mogą składać wniosek o ogłoszenie upadłości zgodnie z rozdziałem 11 i rozdziałem 7, zaś przypadki upadłości angażujące strony z innych państw realizowane są zgodnie z rozdziałem 15¹³⁵. Wydaje się, że postępowanie prowadzone w zgodzie z poszczególnymi częściami Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych może rodzić odmienną reakcję inwestorów ze względu na odmienne konsekwencje prawne z nimi związane.

Jorion i Zhang¹³⁶ przeprowadzili badanie na rynku swapów ryzyka kredytowego (ang. *credit default swap*, CDS) oraz na rynku akcji. Przeanalizowali 272 przypadki spółek, które złożyły wniosek o ogłoszenie upadłości zgodnie z rozdziałem 11 Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych, oraz 22 przypadki spółek, które złożyły wniosek o ogłoszenie upadłości zgodnie z rozdziałem 7. Wykazali, że złożenie wniosku o upadłość zgodnie z rozdziałem 11 powoduje dominujący efekt zarażania, zaś złożenie wniosku o upadłość zgodnie z rozdziałem 7 powoduje dominujący efekt konkurencyjności. Należy zauważyć, że rozdział 11 stosowany

134 Ustawa The Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005 (BAPCPA) wprowadziła zmiany w Kodeksie upadłościowym Stanów Zjednoczonych. Badania Serra Coelho wskazują, że upadłości po zmianie przepisów prawnych rodzą bardziej negatywne skutki dla spółek ogłaszających upadłość w zakresie wyceny rynkowej ich akcji i są odbierane jako bardziej korzystne dla wierzycieli – szerzej: Serra Coelho, L. *Business-bankruptcy after the BAPCPA: Evidence from the stock market*. „Journal of Accounting, Auditing & Finance” 2021, nr 36(2), s. 304–328.

135 Por. United States Courts. *Bankruptcy basics*. <https://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics>, data dostępu: 20.07.2020.

136 Jorion, P., Zhang, G. *Good and bad credit contagion: Evidence from credit default swaps*. „Journal of Financial Economics” 2007, nr 84(3), s. 860–883.

jest do reorganizacji¹³⁷, zaś rozdział 7 do likwidacji przedsiębiorstwa¹³⁸. Hertzell, Li, Officer i Rogers¹³⁹ wskazują, że złożenie wniosku o upadłość zgodnie z rozdziałem 11 Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych często oznacza rozwiązanie kłopotów finansowych. Rywale firmy, która ogłasza upadłość, mogą być w niekorzystnej sytuacji ze względu na ochronę przed wierzycielami, którą zapewniają przepisy z rozdziału 11. Również Caton, Donaldson i Goh¹⁴⁰ podkreślają, że ten rodzaj upadłości daje chwilowe wytchnienie od zobowiązań finansowych spółkom, które mają wystarczająco duże szanse na reorganizację i powrót do działalności w o wiele lepszej kondycji finansowej.

Można domniemywać, że złożenie wniosku o upadłość, w zależności od uwarunkowań prawnych, może stanowić odmienny sygnał dla inwestorów. Zdaniem autorki niniejszej monografii uwarunkowania prawne mogą być istotnym czynnikiem predysponującym określoną reakcję inwestorów. Z tego powodu warto przyrzeć się badaniom przeprowadzonym w innych systemach prawnych niż na gruncie prawa amerykańskiego.

Na rynku europejskim brakuje badań w zakresie efektów wywołanych złożeniem wniosku o upadłość. Jedną z nielicznych dostępnych publikacji w tym zakresie jest publikacja Charlotte Hurulean pod kierownictwem Oliviera De Jonghe¹⁴¹, która zawiera analizę 89 przypadków upadłości w 40 branżach z 17¹⁴² europejskich państw w latach 2008–2013. Badanie to przeprowadzone zostało na rynku CDS i wskazało na dominujący efekt konkurencyjności w całej próbie, co jest sprzeczne z większością badań przeprowadzonych w warunkach amerykańskich. Na podstawie zaprezentowanych wyników trudno odpowiedzieć jednak na pytanie, dlaczego w warunkach europejskich osiągnięte zostały odmienne rezultaty. Zdaniem autorki niniejszej monografii odpowiedzi można szukać w uwarunkowaniach prawnych, zgodnie z którymi funkcjonują badane spółki.

Dostępne są również badania z rynku europejskiego oparte na specyficznych, pojedynczych sektorach w poszczególnych krajach. Przykładem takiego badania

137 United States Courts. *Chapter 11 – Bankruptcy basics*. <https://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-11-bankruptcy-basics>, data dostępu: 28.01.2020.

138 United States Courts. *Chapter 7 – Bankruptcy basics*. <https://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-7-bankruptcy-basics>, data dostępu: 28.01.2020.

139 Hertzell, M. G., Li, Z., Officer, M. S., Rodgers, K. J. *Inter-firm linkages and the wealth effects...*, s. 374–387.

140 Caton, G. L., Donaldson, J., Goh, J. *The effect of rivals when firms emerge from bankruptcy*. „Corporate Ownership and Control” 2008, nr 6(2), s. 304–311.

141 Hurulean, Ch. *Intra-industry contagion or competitive effect in Europe: Evidence from the credit default swap market*. University of Tilburg, Department of Finance, 2014, <https://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=135688>, data dostępu: 27.01.2020.

142 Państwa, o których mowa, to: Austria, Belgia, Dania, Niemcy, Grecja, Finlandia, Francja, Irlandia, Włochy, Luksemburg, Holandia, Norwegia, Portugalia, Hiszpania, Wielka Brytania, Szwecja, Szwajcaria.

jest to opracowane przez Thomasa Kaspereita i Kerstin Lopattę¹⁴³, które dotyczy przemysłu fotowoltaicznego w Niemczech. Co wydaje się istotne, w Niemczech wierzyciele rozstrzygają o likwidacji lub naprawie przedsiębiorstwa dłużnika dopiero w trakcie postępowania¹⁴⁴. Nie przewiduje się tam odrębnych rodzajów postępowania zmierzających do likwidacji czy przywrócenia rentowności dłużnika¹⁴⁵. Badanie oparto na 15 przypadkach ogłoszenia informacji o złożeniu wniosku o upadłość i próbie 23 spółek działających w analizowanym sektorze. Autorzy wskazali na dominację efektu zarażania, który potęgowany był wysokim poziomem finansowania się długiem przez spółki z sektora. Wskazali oni, że spółki ograniczone finansowo ze względu na wysoki poziom finansowania długiem, niewypłacające dywidendy i niedziałające w zgodzie z zasadami ładu korporacyjnego, są bardziej podatne na negatywne efekty wywołane złożeniem wniosku o upadłość przez konkurenta¹⁴⁶.

Z kolei badanie Simona Stevensona¹⁴⁷ dotyczy sektora nieruchomości w Wielkiej Brytanii i oparte zostało na próbie 42 spółek notowanych na Londyńskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 1990–1992 i 9 zdarzeniach prowadzących do upadłości międzynarodowej spółki Olympia & York. Wykazano dominację efektu zarażania, który był jednak zróżnicowany w zależności od zdarzenia. Spółki konkurencyjne w różnym stopniu doświadczały transferu informacji, w zależności od zakresu ich specjalizacji i skupienia na rynku londyńskim.

Również inne zdarzenia związane z zagrożeniem kontynuacji działalności, postępowaniem upadłościowym czy restrukturyzacyjnym zostały przebadane w kontekście wewnątrzsektorowych efektów wywołanych ogłoszeniem nowej informacji. Jednym z takich zdarzeń było upublicznienie opinii zawierającej zastrzeżenia audytora dotyczące kontynuacji działalności spółki (ang. *going concern opinion*, GCO), dokonywane zgodnie ze standardami audytu wydawanymi przez Amerykański Instytut Biegłych Księgowych (ang. *American Institute of Certified Public Accountants*, AICPA). Opisywane zdarzenie jest sygnałem, że istnieje wysokie ryzyko, że spółka stanie się niewypłacalna w niedługim czasie. Luís Serra Coelho wraz z Rubenem Peixinho i Siri Terjesen¹⁴⁸ przebadali 670 tego typu zdarzeń na rynku amerykańskim

143 Kaspereit, T., Lopatta, K. *The solar shakeout – Capital market reactions to bankruptcy announcements in the German solar industry*. „Zeitschrift für Energiewirtschaft” 2016, nr 40(3), s. 139–158.

144 Dąbek, P. *Podstawowe zasady niemieckiego postępowania insolwencyjnego na tle polskiego prawa upadłościowego i układowego*. „Zeszyty Naukowe/Akademia Ekonomiczna w Krakowie” 2004, nr 657, s. 5–16.

145 European Justice. *Niewypłacalność/upadłość. Niemcy*. <https://e-justice.europa.eu/447/PL/insolvencybankruptcy?GERMANY&member=1>, data dostępu: 13.04.2022.

146 Kaspereit, T., Lopatta, K. *The solar shakeout...*, s. 139–158.

147 Stevenson, S. *Contagion effects and intra industry information flows: The example of Olympia & York*. „Journal of Property Research” 2000, nr 17(2), s. 133–145.

148 Serra Coelho, L., Peixinho, R., Terjesen, S. *The intraindustry effects of going concern audit reports*. „CEFAGE-UE Working Papers” 2011, nr 23, <https://core.ac.uk/download/pdf/6653664.pdf>, data dostępu: 30.09.2021.

w latach 1994–2005 i wykazali, że w wyniku upublicznienia informacji o wydaniu przez audytora opinii zawierającej zastrzeżenia odnośnie do kontynuacji działalności spółki firmy ogłaszające odnotowały ujemne zwyżkowe stopy zwrotu, podczas gdy ich rywale doświadczyli efektu konkurencyjności.

Caton, Donaldson i Goh¹⁴⁹ przebadali, jaki efekt na konkurentów branżowych wywiera wyjście z upadłości przeprowadzonej w zgodzie z rozdziałem 11 Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych. Przeanalizowali oni efekt wywierany na rywali przez zatwierdzenie planu reorganizacji¹⁵⁰ przez 60 spółek giełdowych, które złożyły wniosek o ogłoszenie upadłości w okresie od 1 stycznia 1987 do 31 grudnia 1998 r. W badaniu uwzględnionych zostało 3270 konkurentów branżowych. Wyniki wskazują, że zatwierdzenie planu reorganizacji powoduje pozytywną reakcję inwestorów względem akcji spółki ogłaszającej oraz negatywną względem akcji jej rywali, a także obniżenie oczekiwanych przyszłych przepływów pieniężnych firm konkurencyjnych (utożsamionych przez zmiany w prognozowanych przez analityków zyskach).

Li-Chiu Chi oraz Tseng-Chung Tang¹⁵¹ zajęli się efektami wywoływanymi przez złożenie wniosku o reorganizację przedsiębiorstwa. Badanie objęło 66 ogłoszeń o złożeniu wniosku o reorganizację spółek giełdowych w latach 1990–2006 na Tajwanie. Przebadano 1309 rywali branżowych. Wykazano nieznaczną dominację efektu konkurencyjności nad efektem zarażania. Sumaryczny efekt zdarzenia okazał się być nikły, co zdaniem autorów tłumaczyć można niejednorodnymi reakcjami rynku. Dalsze dociekania Chi i Tanga¹⁵² wykazały, że podobieństwo stóp zwrotu z akcji oraz przepływów pieniężnych pomiędzy przedsiębiorstwem ogłaszającym i jego rywalami zwiększa oddziaływanie efektu zarażania. Duże spółki oraz spółki wykorzystujące w wysokim stopniu finansowanie kapitałem obcym okazały się podatne na efekt zarażania.

Chi¹⁵³ na podstawie danych z lat 1987–2006 przebadał również 59 przypadków spółek giełdowych działających na Tajwanie i ogłaszających zatwierdzenie planu reorganizacji. Badanie objęło 1289 rywali branżowych spółek ogłaszających z 15 branż. Wykazał on, że takie zdarzenie powoduje pozytywną reakcję inwestorów w stosunku do cen akcji spółki ogłaszającej i negatywną w stosunku do cen akcji rywali branżowych. Oznaczało to przewagę efektu konkurencyjności nad efektem

149 Caton, G. L., Donaldson, J., Goh, J. *The effect of rivals...*, s. 304–311.

150 Jest to jednocześnie moment, w którym kończy się ochrona przed wierzycielami zapewniana przez rozdział 11 Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych.

151 Analizując dane przedstawione przez autorów badania, można zauważyć, że całociowy efekt zdarzenia w badanej próbie jest w zasadzie nieistotny statystycznie.

152 Chi, L.-C., Tang, T.-C. *The response of industry rivals to announcements of reorganization filing*. „Economic Modelling” 2008, nr 25(1), s. 13–23.

153 Chi, L.-C. *Contagion and competitive effects of plan confirmation of reorganization filings: Evidence from the Taiwan Stock Market*. „Economic Modelling” 2009, nr 26(2), s. 364–369.

zarażania, gdyż oddziaływanie zdarzenia wpływało w przeciwnym kierunku na stopy zwrotu z akcji spółki ogłaszającej i nieogłaszających.

Tang¹⁵⁴ z kolei prześledził, jak ogłoszenie wyników reorganizacji wpływa na rywali branżowych przedsiębiorstwa. Badanie zostało przeprowadzone na podstawie danych o 59 spółkach giełdowych działających na Tajwanie w okresie od stycznia 1987 do lutego 2006 r., które ogłosiły rezultaty reorganizacji, oraz o ich 1295 konkurentach. Wyniki pokazały, że zdarzenia takie jak ogłoszenie ugody pozasądowej oraz ratyfikacji reorganizacji wyraźnie pozytywnie oddziałują na stopy zwrotu z akcji spółek ogłaszających. Komunikaty te, zdaniem Tanga, są zapowiedzią dalszych dobrych informacji. Oznaczają, że spółka ogłaszająca odzyska utraconą pozycję konkurencyjną. Opisywane zdarzenia powodują dominujący efekt konkurencyjności, co oznacza, że w tym przypadku oddziałują negatywnie na rynkową wycenę akcji przedsiębiorstw konkurencyjnych. Tang tłumaczy, że pozytywny dla spółki ogłaszającej komunikat zawiera również informację o przesunięciach w popycie i zmianie udziałów w rynku, co przekłada się na zmianę pozycji konkurencyjnej spółek w branży. Z kolei odrzucenie wniosku o reorganizację oddziałuje negatywnie na wycenę spółki ogłaszającej i pozytywnie na wycenę konkurentów branżowych (efekt konkurencyjności). Zdarzenie takie kryje w sobie informację, że spółka ogłaszająca nie jest konkurentem zdolnym do przetrwania. Tang wskazuje, że utrata rywala rynkowego może złagodzić problem nadwyżki zdolności produkcyjnych w branży, co jest korzystne dla pozostałych spółek. Zdarzenie takie powoduje także redystrybucję udziałów w rynku i innych korzyści.

Podsumowując, badania dotyczące efektów wywołanych złożeniem wniosku o upadłość prowadzone były przede wszystkim na gruncie amerykańskim. Należy zaznaczyć, że rynek kapitałowy Stanów Zjednoczonych jest rynkiem obejmującym m.in. giełdy zaliczane do największych na świecie (tj. NYSE, NASDAQ). Niewiele jest natomiast badań odwołujących się do znacznie mniejszych giełd europejskich czy chociażby rynków wschodzących. Dodatkowo większość badań dotyczy złożenia wniosku o upadłość zgodnie z rozdziałem 11 Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych, który związany jest raczej z reorganizacją, nie zaś likwidacją przedsiębiorstwa. W literaturze znajdują się wskazania, że ogłoszenie informacji o likwidacji zgodnie z rozdziałem 7 Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych może rodzić pozytywny efekt dla konkurentów, co potwierdzają badania Joriona i Zhanga¹⁵⁵. Podobnie wnioski z badania Serry Coelho, Peixinho i Terjesen¹⁵⁶ wskazują, że informacje dotyczące zagrożenia kontynuacji działalności wpływają pozytywnie na wycenę giełdową konkurentów spółki, której dotyczy zdarzenie.

154 Tang, T.-C. *Effects of announcements of reorganization outcome*. „Applied Economics” 2010, nr 42(9), s. 1113–1124.

155 Jorion, P., Zhang, G. *Good and bad credit contagion...*, s. 860–883.

156 Serra Coelho, L., Peixinho, R., Terjesen, S. *The intraindustry effects...*

W literaturze wskazuje się także, że charakter reakcji na zdarzenie uwarunkowany jest cechami branży oraz przedsiębiorstw w niej działających.

Powyższe rozważania nasuwają pytanie, czy zdarzenie o charakterze czysto negatywnym dla spółki ogłaszającej, jakim jest złożenie wniosku o upadłość w polskich warunkach prawnych, nie będzie miało dominującego pozytywnego efektu dla wyceny spółek konkurencyjnych – przeciwnie niż w przypadku złożenia wniosku o upadłość nastawioną na reorganizację.

3.7. Podsumowanie

Podsumowując rozważania zawarte w niniejszym rozdziale, można stwierdzić, że rozprzestrzenianie się kryzysu pomiędzy gospodarkami, sektorami oraz przedsiębiorstwami może następować zarówno przez realne powiązania finansowe, jak i przez informacje. W przypadku przedsiębiorstw zarażanie się przedsiębiorstw kryzysem przez powiązania finansowe zachodzić będzie przede wszystkim na skutek niewypłacalności kontrahenta, zaś w sferze informacyjnej chociażby poprzez rewizję oczekiwań co do perspektyw danej branży. W sytuacji gdy czynniki fundamentalne pozostają niezmienione, a pomimo to następuje transmisja szoku, można mówić o efekcie informacyjnym. Efekt ten związany jest z nieefektywnością rynków i tym, że nowa informacja skłania uczestników rynku do rewizji pozostałych wiadomości.

Na rynku kapitałowym sytuację, gdy ogłoszona informacja oddziałuje na ceny akcji (a pośrednio także na stopy zwrotu z akcji), nie tylko spółki bądź spółek ogłaszających, ale także spółki lub spółek nieogłaszających, określa się mianem transferu informacji. W przypadku transferu informacji można wskazać na dwa typy związanych z nim efektów. Efekt zarażania oznacza, że oddziaływanie zdarzenia wpływa w podobny sposób na stopy zwrotu z akcji spółki doświadczającej zdarzenia i innych spółek, których zdarzenie bezpośrednio nie dotyczy. Efekt konkurencyjności występuje, gdy oddziaływanie zdarzenia jest przeciwstawne dla stóp zwrotu spółki ogłaszającej i nieogłaszających.

W przypadku zdarzenia negatywnego dla spółki ogłaszającej (w tym ogłoszenia upadłości) oddziaływanie zdarzenia będzie negatywne w stosunku do stóp zwrotu tej spółki. Efekt konkurencyjności będzie więc w tym przypadku działał pozytywnie na stopy zwrotu z akcji spółek nieogłaszających, zaś efekt zarażania będzie oddziaływał w odwrotnym kierunku. Gdy mowa o efektach wewnątrzbranżowych wywołanych upadłością, podobieństwo podmiotów może powodować efekt zarażania. Pozytywne efekty dla konkurentów sektorowych powstałe w wyniku wystąpienia upadłości związane są przede wszystkim z przekierowaniem popytu.

Regulacje prawne w zakresie obowiązków informacyjnych spółek notowanych na giełdzie zmierzają do zmniejszenia asymetrii informacyjnej i zwiększenia

efektywności rynku. Informacja o zdarzeniach związanych z upadłością jest istotna z punktu widzenia bezpieczeństwa obrotu na rynku, w związku z czym z zasady powinna być ona niezwłocznie ujawniona (opóźnienie w zakresie ujawnienia informacji poufnej o zagrożeniu upadłością może mieć miejsce jedynie w wyjątkowych okolicznościach).

Szybkość, z jaką informacje są uwzględniane w cenach instrumentów finansowych, determinowana jest przez efektywność rynku, na którym są notowane. Na gruncie współczesnych teorii można założyć, że efektywność ta może się różnić w zależności od rynku, a nawet zmieniać się w czasie. Dotychczas badania dotyczące efektów wywołanych złożeniem wniosku o upadłość prowadzone były przede wszystkim na gruncie amerykańskim, niewiele jest badań odwołujących się do znacznie mniejszych giełd europejskich. Dodatkowo większość analiz dotyczy złożenia wniosku o upadłość zgodnie z rozdziałem 11 Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych, który związany jest raczej z reorganizacją, nie zaś likwidacją przedsiębiorstwa. Zdarzenie takie ma oddziaływać negatywnie na konkurentów sektorowych. W literaturze można jednak znaleźć przykłady, na podstawie których należy przypuszczać, że wniosek o ogłoszenie upadłości zakładający likwidację przedsiębiorstwa może powodować dominację pozytywnego efektu dla konkurentów.

Rozdział 4

Efekty związane z upublicznieniem informacji o złożeniu wniosku o upadłość – badanie empiryczne

4.1. Opis przedmiotu badania oraz wykorzystanych metod

4.1.1. Przedmiot badania i materiał badawczy

Przedmiotem przeprowadzonego badania jest ocena efektów wywołanych upublicznieniem informacji o złożeniu wniosku o upadłość przez spółkę giełdową w warunkach polskich na stopy zwrotu z akcji spółek konkurencyjnych. Badanie przeprowadzone zostało na podstawie notowań cen akcji polskich spółek giełdowych na Głównym Rynku GPW w Warszawie. Ze względu na specyfikę systemu ASO, w tym łagodniejsze uregulowania w zakresie wymogów informacyjnych i wyższe ryzyko inwestycyjne, rynek NewConnect nie był brany pod uwagę w badaniu.

Analizie poddano zdarzenia polegające na upublicznieniu informacji o złożeniu wniosku o upadłość w okresie pomiędzy sierpniem 2016 a grudniem 2020 r. Tak przyjęty zawężony czas podyktowany jest zarówno dostępnością danych, jak i zamierzeniem objęcia okresu obowiązywania relatywnie jednorodnego systemu prawnego. Jak wskazano w rozdziale pierwszym niniejszej monografii, z początkiem 2016 r. weszła w życie ustawa Prawo restrukturyzacyjne¹, która spowodowała rozdzielenie od siebie procedur restrukturyzacyjnych i upadłościowych. Tym samym, jak można domniemywać, zmieniła się treść informacyjna, którą niesie ze sobą ogłoszenie o złożeniu wniosku o upadłość.

¹ Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne (Dz.U. 2015 poz. 978).

Badanie objęło zdarzenia polegające na upublicznieniu informacji o złożeniu wniosku o upadłość przez zarząd spółki giełdowej. Nie brano pod uwagę wniosków składanych przez wierzycieli spółki, których złożenie mogło być potraktowane jako forma dochodzenia wierzytelności od nierzetelnego kontrahenta, a nie wynikać z rzeczywistej sytuacji spółki. Spółki wyłonione do badania to podmioty, których notowania instrumentów finansowych zostały oznaczone przez GPW w Warszawie informacją „emitent złożył wniosek o ogłoszenie swojej upadłości” oraz ich konkurenci sektorowi. Przyjęto, że konkurenci sektorowi to krajowe podmioty należące do tego samego subsektora według klasyfikacji GPW² – uwzględniono największy możliwy podział, aby zawrzeć podmioty jak najbardziej podobne pod kątem prowadzonej działalności i oferowanych produktów czy usług do spółki wnioskującej o upadłość. GPW dokonuje przyporządkowania do sektorów na podstawie przedmiotu działalności gospodarczej i odbiorców usług. Przy określaniu przedmiotu działalności brana jest pod uwagę struktura przychodów i aktywów oraz numer Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD)³.

W pojedynczych przypadkach konieczne okazało się wykluczenie niektórych podmiotów z próby. Ponieważ z punktu widzenia celu prowadzonych analiz ważna jest ocena zachowania się inwestorów w dniach okalających zdarzenie, autorka monografii uznała za zasadne wykluczenie części spółek ze względu na brak lub nieregularność notowań w oknie zdarzenia.

W większości przyjmowana była data, w której spółka informowała o już złożonym wniosku o ogłoszenie upadłości. W niektórych przypadkach jednak, gdy spółka z wyprzedzeniem informowała o samej decyzji o złożeniu wniosku, przyjmowana była data wcześniejsza. Założono, że pierwsze upublicznienie informacji może powodować większy szok dla inwestorów i wywoływać silniejszą reakcję, mierzoną wartością zwykłych stóp zwrotu z akcji. Data zdarzenia oznaczona została dzięki raportom bieżącym publikowanym przez spółki w Elektronicznym Systemie Przekazywania Informacji (ESPI), które pozyskane zostały za pośrednictwem Serwisu Ekonomicznego Polskiej Agencji Prasowej⁴. W niektórych przypadkach, gdy raport został opublikowany po zamknięciu notowań, jako dzień zdarzenia (dzień, w którym zdarzenie wystąpiło) konieczne było przyjęcie kolejnego dnia roboczego. W innym wypadku nie byłoby możliwe zaobserwowanie reakcji inwestorów w dzień ogłoszenia informacji. Dane dotyczące dziennych notowań cen akcji pobrane zostały z portalu Stooq.pl⁵ – uwzględniono ceny zamknięcia.

2 Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. *Objaśnienia nazw sektorów*, <https://www.gpw.pl/objasnienia-nazw-sektorow>, data dostępu: 16.08.2020.

3 Giełda Papierów Wartościowych. Benchmark. *Regulamin Klasyfikacji Sektorowej*. Warszawa 2019, <https://gpwbenchmark.pl/dokumentacja-indeksow-gieldowych>, data dostępu: 17.08.2020.

4 Serwis Ekonomiczny Polskiej Agencji Prasowej, <https://biznes.pap.pl/>, data dostępu: 5.12.2020.

5 Stooq.pl, www.stooq.pl, data dostępu: 5.12.2020.

W rezultacie próba objęła 18 zdarzeń dotyczących 17 spółek składających wniosek o upadłość. Jak można zauważyć, na podstawie analizy treści komunikatów publikowanych przez spółki (załącznik 2), część z nich sugerowała, że złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości jest podyktowane daleko idącą ostrożnością, gdyż głównym celem jest restrukturyzacja i kontynuacja działalności.

W przypadku gdy spółka wraz z wnioskiem restrukturyzacyjnym składa wniosek o ogłoszenie upadłości, zgodnie z założeniami polskiego prawa w pierwszej kolejności rozpatrywany jest wniosek o restrukturyzację. Jak zostało wskazane w podrozdziale 1.2.3, spółki chcące przeprowadzić restrukturyzację, ale obawiające się odpowiedzialności za niezłożenie wniosku o upadłość w terminie 30 dni od zaistnienia stanu niewypłacalności, często składają dwa wnioski jednocześnie. Można założyć, że efekt oddziaływania zdarzenia polegającego na złożeniu wniosku o upadłość może być różny w zależności od motywu złożenia wniosku. Z tego względu dokonano wyodrębnienia **spółek, które składały wniosek o upadłość pomimo jednoczesnego procedowania wniosku o restrukturyzację** (Alma Market SA w 2016 r., Vistal SA, Próchnik SA, Qumak SA, TXM SA, Braster SA). Uznano, że spółki te składały wniosek ze względów **ostrożnościowych**. W pozostałych przypadkach, gdy **spółka deklarowała trudną sytuację finansową**, w tym utratę zdolności do wykonywania wymagalnych zobowiązań pieniężnych lub **wniosek o ogłoszenie upadłości został złożony ze względu na umorzenie wniosku o restrukturyzację przez sąd**, uznano, że powodem złożenia wniosku jest **sytuacja finansowa nie-rukująca poprawy**. W tabeli 13 przedstawiono przynależność sektorową spółek, których dotyczyło opisywane zdarzenie.

Tabela 13. Przynależność sektorowa spółek upubliczniających informację o złożeniu wniosku o upadłość w okresie VIII 2016–XII 2020

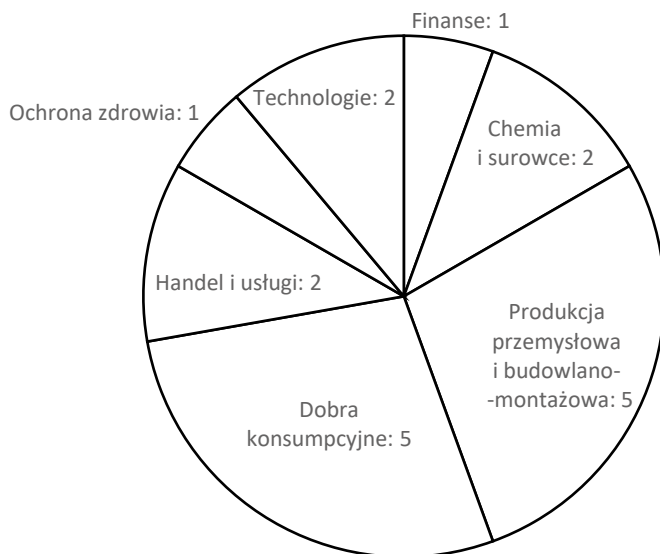
Rok zdarzenia	Spółka składająca wniosek o upadłość	Subsektor	Makrosektor
2016	B.A.C.D. SA	rynek kapitałowy – inne	finanse
2016	Alma Market SA	artykuły codziennego użytku	handel i usługi
2017	Alma Market SA w restrukturyzacji	artykuły codziennego użytku	handel i usługi
2017	Kerdos Group SA w restrukturyzacji	kosmetyki i chemia domowa	dobra konsumpcyjne
2017	Vistal SA	inżynieria lądowa i wodna	produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa
2018	Indata SA	oprogramowanie	technologie
2018	Chemoservis-Dwory SA	usługi dla przedsiębiorstw	produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa

Tabela 13. (cd.)

Rok zdarzenia	Spółka składająca wniosek o upadłość	Subsektor	Makrosektor
2018	Korporacja Dom SA	materiały budowlane	produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa
2018	Próchnik SA	odzież i obuwie	dobra konsumpcyjne
2018	Qumak SA	systemy informatyczne	technologie
2019	Drop SA	recykling	chemia i surowce
2019	TXM SA	odzież i obuwie	dobra konsumpcyjne
2019	SCO-PAK SA w restrukturyzacji	papier i opakowania	chemia i surowce
2019	Henryk Kania SA w restrukturyzacji	żywność	dobra konsumpcyjne
2020	Elektrobudowa SA	budownictwo ogólne	produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa
2020	Braster SA	sprzęt i materiały medyczne	ochrona zdrowia
2020	Interma Trade SA	odzież i obuwie	dobra konsumpcyjne
2020	Partnerbud SA	budownictwo przemysłowe	produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa

Źródło: opracowanie własne.

Jak można zauważyć, spółki, których dotyczyło badane zdarzenie, działały w ramach 7 makrosektorów według klasyfikacji GPW i 15 subsektorów. Liczba zdarzeń w przekroju makrosektorów zaprezentowana została na wykresie 20.

**Wykres 20.** Liczba zdarzeń w przekroju makrosektorów**Źródło:** opracowanie własne.

Najwięcej zdarzeń miało miejsce w makrosektorze dóbr konsumpcyjnych (5 zdarzeń) – w tym w subsektorze odzieży i obuwia (3 zdarzenia) oraz w makrosektorze produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej (5 zdarzeń). Po 2 zdarzenia miały miejsce w makrosektorach: handlu i usług (dwukrotnie dotyczyły subsektora artykułów codziennego użytku), technologii oraz chemii i surowców. W makrosektorach finansów oraz ochrony zdrowia doszło tylko do 1 zdarzenia. Liczba zdarzeń rozkładała się w następujący sposób na poszczególne lata analiz (tabela 14).

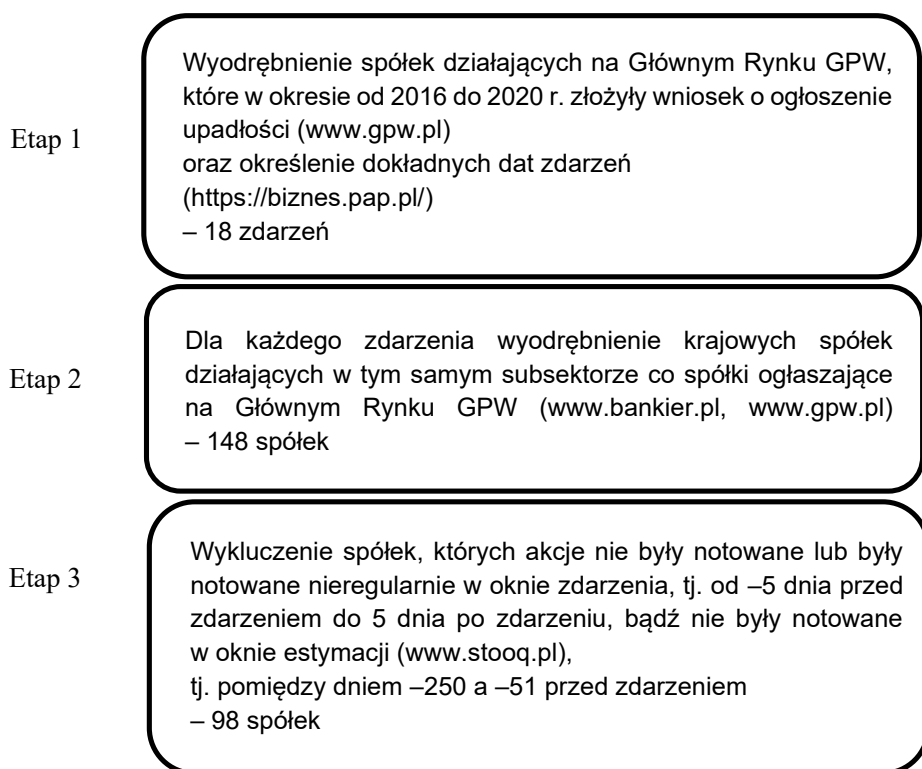
Tabela 14. Rozkład analizowanych zdarzeń w poszczególnych latach analizy

Rok	Liczba zdarzeń przypadająca na dany rok analizy	Liczba zdarzeń w poszczególnych latach analizy w stosunku do wszystkich zdarzeń analizowanych w próbie (w %)
2016	2	11
2017	3	17
2018	5	28
2019	4	22
2020	4	22
Suma	18	100

Źródło: opracowanie własne.

W przeprowadzonym badaniu najmniej zdarzeń przypadło na rok 2016, zaś najwięcej na rok 2018. Pomimo tego, że w roku 2020 nastąpiło zamrożenie gospodarki związane z wystąpieniem pandemii COVID-19, nie przełożyło się to na zwiększenie liczby składanych wniosków o upadłość na Głównym Rynku GPW (tabela 14). Można podejrzewać, że miało to związek z zasadą *ultima ratio* i pierwszeństwem procedur restrukturyzacyjnych nad upadłościowymi.

Na rysunku 12 przedstawiono schematyczne ujęcie procedury doboru do badania spółek nieogłaszających.



Rysunek 12. Procedura doboru spółek nieogłaszających do próby badawczej

Źródło: opracowanie własne.

Istotne było ustalenie składu subsektorów obowiązującego w okresie, kiedy firma złożyła wniosek o ogłoszenie upadłości. Skład subsektorów ustalony został za pomocą kart analizowanych spółek na portalu Bankier.pl⁶ (uwzględnione zostały tylko spółki z Głównego Rynku GPW), co dało 148 spółek konkurencyjnych, czyli nieogłaszających (niekiedy spółki konkurencyjne były uwzględniane kilkakrotnie jako osobne obserwacje, gdy zdarzenie miało miejsce w tym samym

⁶ Bankier.pl, <https://www.bankier.pl/>, data dostępu: 31.12.2020.

sektorze, ale dotyczyło innej spółki i innego roku). Do końcowej analizy użyto jedynie danych dotyczących spółek, które były regularnie notowane w oknie zdarzenia – tj. 98 spółek.

4.1.2. Opis metod

W badaniu zastosowano analizę zdarzeń (ang. *event study*), nazywaną również metodą zwyżkowych (ponadprzeciętnych, dodatkowych) stóp zwrotu (ang. *abnormal returns methodology*), która jest szeroko wykorzystywana w badaniach nad efektami, jakie wywiera ogłoszenie upadłości przedsiębiorstwa na inne podmioty.

Analiza zdarzeń może być wykorzystywana do sprawdzenia, czy rynek efektywnie uwzględnia informacje w cenach akcji. Z kolei przy utrzymaniu założenia o efektywności rynku, przynajmniej w odniesieniu do publicznie dostępnych informacji⁷, analiza zdarzeń pozwala na ocenę reakcji inwestorów na różnorodne zdarzenia, np. w badaniu efektów związanych z fuzjami i przejęciami, splitem akcji, ogłoszeniem wyników finansowych przez spółkę, ze zmianą polityki dywidend, a także w badaniu reakcji na ogłoszenie upadłości przez spółkę giełdową.

Opisywana metoda wykorzystywana jest do oceny wpływu wystąpienia zdarzenia na wartość rynkową spółki, a także może dostarczać informacji na temat powiązań pomiędzy firmami z danego sektora czy ogólnej reakcji rynku. Przez zdarzenie rozumiane jest tutaj zaistnienie okoliczności czy faktu towarzyszących działaniom spółki giełdowej lub które wystąpiły w jej otoczeniu⁸.

Wielu autorów⁹ wskazuje, że prekursorem w zakresie analizy zdarzenia jest James Dolley¹⁰, który swoje rozważania poświęcił zmianom nominalnych cen akcji w wyniku splitu akcji. Znaczny rozwój w zakresie stosowania analizy zdarzeń nastąpił w latach 60. XX w.¹¹ Wówczas w swych badaniach zastosowali ją m.in. Ray Ball i Philip Brown¹², analizując wpływ opublikowania wyników finansowych na wartość rynkową spółek (ceny akcji), a także Eugene Fama, Lawrence Fisher, Michael Jensen

7 Binder, J. *The event study methodology since 1969*. „Review of Quantitative Finance and Accounting” 1998, nr 11(2), s. 111–137.

8 Gurgul, H. *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, wydanie 2 uaktualnione i rozszerzone. Oficyna Wolters Kluwer Business, Warszawa 2012, s. 27–28.

9 *Ibidem*, s. 28; Basdas, U., Oran, A. *Event studies in Turkey*. „Borsa Istanbul Review” 2014, nr 14(3), s. 167–188; Konchitchki, Y., O’Leary, D. E. *Event study methodologies in information systems research*. „International Journal of Accounting Information Systems” 2011, nr 12(2), s. 99–115.

10 Dolley, J. C. *Characteristics and procedure of common stock split-ups*. „Harvard Business Review” 1933, nr 11(3), s. 316–326.

11 MacKinlay, A. C. *Event studies in economics and finance*. „Journal of Economic Literature” 1997, nr 35(1), s. 13–39.

12 Ball, R., Brown, P. *An empirical evaluation of accounting income numbers*. „Journal of Accounting Research” 1968, nr 6(2), s. 159–178.

i Richard Roll¹³, którzy swoje badania poświęcili efektom cenowym splitu akcji po usunięciu zaburzenia związanego z jednoczesnym zwiększeniem dywidendy. John Binder¹⁴ wskazuje, że Fama, Fisher, Jensen i Roll rozpoczęli intensywny rozwój tej metodyki w finansach.

Badania z wykorzystaniem analizy zdarzenia w Polsce mają krótszą historię. W Polsce dopiero w 1991 r., po ponad pięćdziesięcioletniej przerwie w funkcjonowaniu polskiego rynku kapitałowego, została uchwalona ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych¹⁵, która dała podwaliny prawne pod funkcjonowanie głównych instytucji rynku kapitałowego. W tym samym roku odbyła się pierwsza sesja na GPW w Warszawie z udziałem 7 domów maklerskich, na której odnotowano akcje zaledwie 5 spółek¹⁶. Stąd możliwości w zakresie przeprowadzania badań z wykorzystaniem analizy zdarzeń pojawiły się relatywnie późno.

W badaniu efektów związanych z ogłoszeniem upadłości spółek giełdowych metodę zwykłych stóp zwrotu wykorzystali po raz pierwszy Lang i Stulz (w 1992 r.)¹⁷. Inni autorzy stosujący analizę zdarzeń na przestrzeni kilkudziesięciu lat w badaniach związanych z ogłoszeniem upadłości to m.in. niewspominani dotychczas Louis Cheng i James McDonald (1996)¹⁸, a następnie Ferris, Jayaraman i Makhija (1997)¹⁹, Haensly, Theis i Swanson (2001)²⁰, Brewer i Jackson (2002)²¹, Akhigbe, Martin i Whyte (2005)²²,

13 Por. Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., Roll, R. *The adjustment of stock prices to new information*. „International Economic Review” 1969, nr 10(1), s. 1–21.

14 Binder, J. *The event study methodology...*, s. 111–137.

15 Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz.U. 1991 nr 35, poz. 155).

16 Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, <https://www.gpw.pl/o-spolce>, data dostępu: 13.08.2018.

17 Lang, L. H., Stulz, R. *Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements: An empirical analysis*. „Journal of Financial Economics” 1992, nr 32(1), s. 45–60.

18 Cheng, L. T., McDonald, J. E. *Industry structure and ripple effects of bankruptcy announcements*. „Financial Review” 1996, nr 31(4), s. 783–807.

19 Ferris, S. P., Jayaraman, N., Makhija, A. K. *The response of competitors to announcements of bankruptcy: An empirical examination of contagion and competitive effects*. „Journal of Corporate Finance” 1997, nr 3(4), s. 367–395.

20 Haensly, P. J., Theis, J., Swanson, Z. *Reassessment of contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements*. „Quarterly Journal of Business and Economics” 2001, nr 40(3), s. 45–63.

21 Brewer, E., Jackson, W. E. *Inter-industry contagion and the competitive effects of financial distress announcements: evidence from commercial banks and life insurance companies*. „Federal Reserve Bank of Chicago. Working Papers” 2002, nr 23, https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID367180_code030127670.pdf?abstractid=367180&mirid=1, data dostępu: 28.01.2025.

22 Akhigbe, A., Martin, A. D., Whyte, A. M. *Contagion effects of the world's largest bankruptcy: The case of WorldCom*. „The Quarterly Review of Economics and Finance” 2005, nr 45(1), s. 48–64.

Hertzel, Li, Officer i Rodgers (2008)²³, Coelho (2013)²⁴ czy Reyes i Waissbluth (2019)²⁵, a w Polsce Prusak i Potrykus (2020, 2021)²⁶ oraz Olga Krzeczewska i Radosław Pastusiak (2022)²⁷.

Analiza zdarzeń wymaga estymacji stóp zwrotu z akcji w okresie, w którym zdarzenie oddziałuje na rynek, aż do momentu całkowitego zaabsorbowania informacji przez ceny akcji. W celu estymacji stosuje się modele, które uwzględniają stopy zwrotu z portfeli rynkowych lub sektorowych. W następnym kroku estymowane (inaczej oczekiwane czy też normalne) stopy zwrotu odejmowane są od rzeczywistych stóp zwrotu, czego wynikiem jest otrzymanie tzw. zwykłej stopy zwrotu (ang. *abnormal return*). Suma zwykłych stóp zwrotu z poszczególnych obserwacji w danym okresie (najczęściej z poszczególnych dni sesyjnych) nazywana jest skumulowaną zwykłą stopą zwrotu²⁸. Podstawowe etapy badania, jakie można wyróżnić w analizie zdarzenia, to²⁹:

1. Identyfikacja zdarzenia.
2. Określenie ram czasowych badania.
3. Określenie relacji pomiędzy stopą zwrotu akcji pojedynczej spółki a stopą zwrotu portfela rynkowego i/lub sektorowego.
4. Estymacja efektu zdarzenia na podstawie próby badawczej.

Oczywiście jest to ogólny zarys przeprowadzania analizy zdarzenia. W zależności od chociażby celu badania poszczególne etapy mogą być bardziej rozbudowane czy wymagać przeprowadzenia dodatkowych kroków. Przykładowo etapy te można rozbić na bardziej szczegółowe, jak zrobili to np. John Campbell, Andrew Lo i Craig MacKinlay³⁰:

1. Identyfikacja zdarzenia.
2. Wybór kryteriów selekcji spółek do badania.

23 Hertzel, M. G., Li, Z., Officer, M. S., Rodgers, K. J. *Inter-firm linkages and the wealth effects of financial distress along the supply chain*. „Journal of Financial Economics” 2008, nr 87(2), s. 374–387.

24 Serra Coelho, L. *Bad news does not always travel fast: evidence from Chapter 11 bankruptcy filings*. „Accounting & Finance” 2015, nr 55(2), s. 415–442.

25 Reyes, T., Waissbluth, N. *Saddled with attention: Overreaction to bankruptcy filings*. „International Review of Finance” 2019, nr 19(4), s. 787–819.

26 Prusak, B., Potrykus, M. *Short-term price reaction to filing for bankruptcy and restructuring proceedings – the case of Poland*. „Risks” 2021, nr 9(56), s. 1–14; Prusak, B., Potrykus, M. *Short-term price reaction to involuntary bankruptcies filed in bad faith: empirical evidence from Poland*. „European Research Studies Journal” 2020, nr XXIII(4), s. 873–889.

27 Krzeczewska, O., Pastusiak, R. *Does bankruptcy filing always mean contagion? Evidence from industry rivals*. „International Journal of Finance & Economics” 2022, nr 27(1), s. 1357–1366.

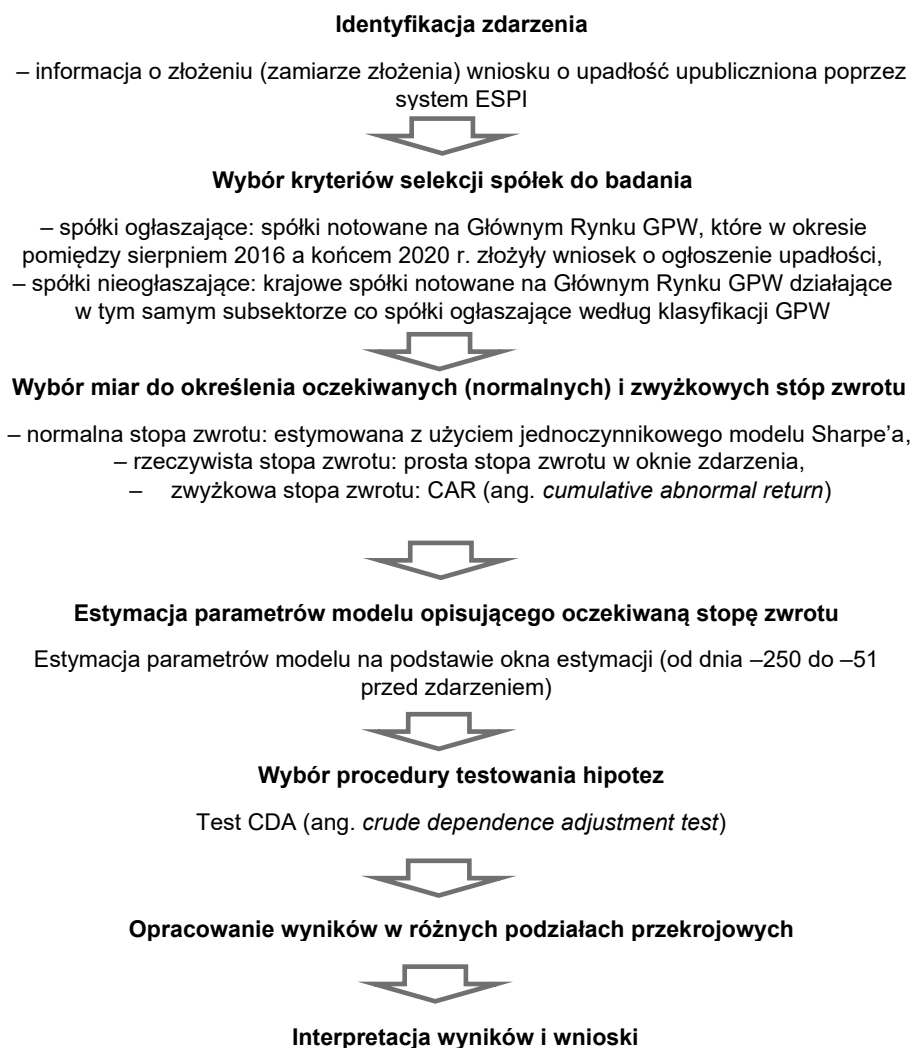
28 Tabak, D., Dunbar, F. *Materiality and magnitude: Event studies in the courtroom*. W: Weil, R. L., Wagner, J. M., Frank, P. B. (red.). *Litigation services handbook: The role of the financial expert*. Wiley & Sons, New York 2001, s. 19.1–19.22.

29 Gurgul, H. *Analiza zdarzeń na rynkach akcji...*, s. 31.

30 Campbell, J. Y., Lo, A. W., MacKinlay, A. C. *The econometrics of financial markets*, t. 2. Princeton University Press, Princeton, NJ 1997, s. 151–152.

3. Wybór miar do określenia oczekiwanych (normalnych) i zwykłych stóp zwrotu.
4. Estymacja parametrów modelu opisującego oczekiwaną stopę zwrotu.
5. Wybór procedury testowania hipotez.
6. Opracowanie wyników.
7. Interpretacja wyników i wnioski.

Na rysunku 13 zaprezentowano schemat analizy zdarzenia przeprowadzonej w niniejszym badaniu.



Rysunek 13. Schemat przeprowadzonej w badaniu analizy zdarzenia

Źródło: opracowanie własne.

Jak można zauważyć, w procesie przeprowadzania analizy zdarzenia konieczne jest podjęcie szeregu decyzji. Z uwagi na to, że decyzje te potencjalnie mogą mieć przełożenie na jakość badania, należy mieć świadomość mnogości podejść występujących w literaturze i ich potencjalnych konsekwencji.

Ustalenie szerokości okna zdarzenia

Identyfikacja zdarzenia wymaga jego zdefiniowania. Zdarzenie polega na ujawnieniu nowej dla uczestników rynku informacji o podjętych lub planowanych działaniach, które dotyczą analizowanej spółki. Działania te mogą być realizowane przez daną spółkę, jej konkurenta, innego uczestnika rynku lub państwo³¹. Zdarzenie, aby można było badać jego wpływ na reakcje inwestorów, z założenia powinno spełniać następujące warunki³²:

- być precyzyjnie określoną informacją lub serią informacji;
- moment podania informacji o nim do publicznej wiadomości powinien być znany;
- nie może być podstaw do przypuszczenia, że informacja o zdarzeniu była przewidywana przez rynek;
- efekt zdarzenia może zostać wyizolowany od innych czynników rynkowych, sektorowych czy specyficznych dla danej firmy oddziałujących jednocześnie na analizowane ceny akcji.

Moment, w którym nastąpiło zdarzenie, to moment odniesienia (w przypadku danych dziennych momentem tym jest dzień, w przypadku danych miesięcznych – miesiąc)³³. Niekiedy jednak nieznany jest dokładny moment, w którym nastąpiło zdarzenie. Można jedynie wskazać okres, w którym zdarzenie prawdopodobnie miało miejsce. W takim wypadku można poszukiwać momentu pojawienia się nowej informacji przez analizę zachowania pewnych zmiennych. Symptodem i zarazem skutkiem zajścia zdarzenia może być np. wzrost wariancji stóp zwrotu. Identyfikacja dni, w których mogła pojawić się nowa informacja, może pomóc, wraz z analizą dodatkowych źródeł (jak np. informacji prasowych), w ustaleniu dokładnej daty zdarzenia³⁴.

Ważną kwestią jest również określenie ram czasowych badania, a przede wszystkim szerokości okna zdarzenia (ang. *event window*). Okno zdarzenia to okres obserwacji mierzony w dniach, tygodniach, miesiącach lub nawet latach ustalony względem momentu odniesienia³⁵. W badanym okresie analizowane są ceny akcji

31 Gurgul, H. *Analiza zdarzeń na rynkach akcji...*, s. 34.

32 Tabak, D., Dunbar F. *Materiality and magnitude...*, s. 19.1–19.22.

33 Perepeczo, A. *Analiza zdarzenia i jej zastosowania*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2011, nr 33, s. 35–51.

34 Gurgul, H. *Analiza zdarzeń na rynkach akcji...*, s. 35–37.

35 Perepeczo, A. *Analiza zdarzenia...*, s. 35–51; Gurgul, H. *Analiza zdarzeń na rynkach akcji...*, s. 37.

spółek zaangażowanych w zdarzenie³⁶. Okno zdarzenia będzie potrzebne do pomiaru efektów wywołanych zdarzeniem.

Ustalenie długości okna zdarzenia jest newralgicznym punktem badania. Okno zdarzenia może obejmować dwa dni – dzień zdarzenia oraz dzień następujący po tym dniu³⁷: jest to najkrótszy okres brany przez badaczy pod uwagę, jednak może być on o wiele dłuższy. Koniec okna zdarzenia jest w zasadzie ustalany arbitralnie, zaś decyzja o długości okna zdarzenia jest jedną z najważniejszych decyzji podejmowanych w procesie wykorzystywania analizy zdarzenia³⁸.

W literaturze dopuszcza się różne podejścia do ustalania szerokości okna zdarzenia³⁹. Wydaje się, że najczęściej ustalane jest okna o stałej szerokości. Gdy ma ono stałą szerokość, oznacza to, że ta sama, ustalona przez badacza szerokość okna stosowana jest w przypadku każdego zdarzenia w próbie. Takie podejście zalecane jest przy licznych próbach badawczych, aby ewentualne niedoszacowania i przeszacowania wartości informacyjnej zawartej w ogłoszeniu zostały wzajemnie skompensowane⁴⁰.

W przypadku gdy istnieje uzasadnione prawdopodobieństwo, że nastąpił wyciek informacji przed dniem zdarzenia, należy okno zdarzenia rozszerzyć tak, aby obejmowało ono moment wycieku⁴¹. Ważne jest także ustalenie długości okna zdarzenia po wystąpieniu zdarzenia. Zakłada się, że okno zdarzenia powinno być wystarczająco szerokie, żeby efekt zdarzenia całkowicie się w nim wyczerpał i jednocześnie nie za długie, aby wyniki nie zostały zniekształcone przez zdarzenia zakłócające. W sytuacji wystąpienia zdarzeń zakłócających, które mogły spowodować dostosowanie cenowe, należy okno zdarzenia skrócić bądź wykluczyć zdarzenie z próby. Zbyt szerokie okno może prowadzić także do nieistotności skumulowanych dodatkowych stóp zwrotu, a więc do nieważności sumarycznego wyniku analiz⁴². Derek Oler, Jeffrey Harrison i Matthew Allen⁴³ z kolei podkreślają, że stosowanie zbyt krótkiego okna zdarzenia może niekiedy powodować niedokładne oddanie efektu zdarzenia. Wykazują oni na przykładzie nabyć spółek, które są zdarzeniami złożonymi, że początkowa pozytywna reakcja rynku na ogłoszenie jest przeciwstawiona

36 Campbell, J. Y., Lo, A. W., MacKinlay, A. C. *The econometrics of financial markets...*, s. 151.

37 *Ibidem*, s. 151.

38 Tabak, D., Dunbar, F., *Materiality and magnitude...*, s. 19.1–19.22.

39 Dmitry Krivin, Robert Patton, Erica Rose i David Tabak wyróżniają trzy możliwe podejścia do ustalania szerokości okna zdarzenia – ustanowienie okna o stałej szerokości (ang. *fixed-length window*), podejście *ad hoc* oraz podejście oparte na podążaniu za regułami ustalonymi na podstawie zachowania notowań akcji – szerzej: Krivin, D., Patton, R., Rose, E., Tabak, D. *Determination of the appropriate event window length in individual stock event studies*. „Studies in Economics and Finance” 1997, nr 35, s. 13–39.

40 Gurgul, H. *Analiza zdarzeń na rynkach akcji...*, s. 38.

41 Tabak, D., Dunbar, F., *Materiality and magnitude...*, s. 19.1–19.22.

42 Gurgul, H. *Analiza zdarzeń na rynkach akcji...*, s. 38–39.

43 Oler, D. K., Harrison, J. S., Allen, M. R. *The danger of misinterpreting short-window event study findings in strategic management research: An empirical illustration using horizontal acquisitions*. „Strategic Organization” 2008, nr 6(2), s. 151–184.

następującym w długim okresie negatywnym reakcjom. Ich zdaniem sugeruje to, że pierwsza reakcja jest niepoprawna, a stosowanie zbyt krótkiego okna zdarzenia nie pozwoli na uchwycenie całłościowego efektu wywołanego zdarzeniem. Podobnie może być w przypadku innych zdarzeń. Jak zauważają Katarzyna Byrka-Kita, Mateusz Czerwiński, Agnieszka Preś-Perepeczo oraz Tomasz Wiśniewski⁴⁴, kiedy następuje zmiana prezesa w spółkach należących do Skarbu Państwa, reakcja może być niemonotoniczna.

Początkowo w analizie zdarzeń wykorzystywano stosunkowo długie okna zdarzenia, niekiedy przekraczające 20 dni. Obecnie występuje tendencja, by ustalać relatywnie krótkie okna⁴⁵. W literaturze wskazuje się, że najczęściej obejmują one 3, 5 lub 10 dni⁴⁶. Według badań literaturowych Olera, Harrisona i Allena⁴⁷ przeprowadzonych na 62 artykułach z okresu pomiędzy 1994 a 2006 r. w 67,7% analiz wykorzystywano pięciodniowe okno zdarzenia.

W niniejszym badaniu zdarzenie zostało określone zgodnie z tym, jak zostało to opisane w podrozdziale 4.1, a dokładne daty zdarzeń określa załącznik 2. Analizowano dzienne notowania akcji. Okno zdarzenia określone zostało na 11 dni skoncentrowanych wokół dnia zdarzenia (od dnia –5 przed dniem zdarzenia do dnia 5 po zdarzeniu)⁴⁸. Autorka monografii zdaje sobie sprawę z możliwości występowania zdarzeń zakłócających, podążając za Thomasem Kaspereitem i Kerstin Lopatą⁴⁹, postanowiła jednak, ze względu na małą liczbę analizowanych zdarzeń na rynku krajowym, nie odrzucać obserwacji ze względu na zdarzenia zakłócające. Ograniczenie próby poprzez odrzucenie spółek, których dotyczyły zdarzenia zakłócające, spowodowałoby, że grupa analizowanych przedsiębiorstw mogłaby odbiegać znacznie od rzeczywistego składu sektora, co również zniekształciłoby wnioskowanie. Należy również zauważyć, co rzadko jest poruszane w badaniach opartych na analizie zdarzeń, że poza zdarzeniami zakłócającymi dotyczącymi bezpośrednio spółek, dodatkowo mogą występować zaburzenia związane z informacjami makroekonomicznymi, których wpływu nie da się w całości wyeliminować. Mając na uwadze powyższe ograniczenia, dokonana została dodatkowo analiza w krótszym ujęciu czasowym – w różnych przedziałach okna zdarzenia, co pomogło wykluczyć część zakłóceń.

44 Por. Byrka-Kita, K., Czerwiński, M., Preś-Perepeczo, A., Wiśniewski, T. *Does CEO replacement at state-owned enterprises matter? Evidence from the Polish capital market*. „Eastern European Economics” 2021, nr 59(2), s. 125–147.

45 Gurgul, H. *Analiza zdarzeń na rynkach akcji...*, s. 38.

46 Benninga, S. *Financial modeling*. MIT Press, London 2014, s. 372.

47 Oler, D. K., Harrison, J. S., Allen, M. R. *The danger of misinterpreting short-window...*, s. 151–184.

48 Podobnie jak w badaniu: Lang, L. H., Stulz, R. *Contagion and competitive intra-industry effects...*, s. 45–60.

49 Kaspereit, T., Lopatta, K. *The solar shakeout – Capital market reactions to bankruptcy announcements in the German solar industry*. „Zeitschrift für Energiewirtschaft” 2016, nr 40(3), s. 139–158.

Kalkulacja normalnych i rzeczywistych stóp zwrotu

Kolejnym ważnym zagadnieniem związanym z analizą zdarzenia jest wyliczenie zwykłych stóp zwrotu, które będą służyły jako miernik reakcji inwestorów na zdarzenie. Wiąże się to z obliczeniem rzeczywistej i oczekiwanej stopy zwrotu w oknie zdarzenia.

W przypadku rzeczywistej stopy zwrotu procedura wyliczania jest stosunkowo nieskomplikowana, gdyż jest to stopa zwrotu, która została faktycznie zrealizowana w oknie zdarzenia. Jest więc ona ustalana *ex post*. Nie ma potrzeby jej estymowania, gdyż oblicza się ją na podstawie dostępnych danych o cenach akcji w oknie zdarzenia. W niniejszym badaniu rzeczywistą stopę zwrotu wyliczono według wzoru na prostą⁵⁰ stopę zwrotu⁵¹:

(5)

$$R_t = \frac{Y_t - Y_{t-K}}{Y_{t-K}}$$

gdzie:

R_t – rzeczywista stopa zwrotu w momencie (lub okresie) t ,

Y_t – cena akcji w momencie (lub okresie) t ,

Y_{t-K} – cena akcji sprzed K okresów.

Rzeczywiste stopy zwrotu zostały skalkulowane *ex post* na podstawie dziennych notowań cen akcji pobranych za pośrednictwem portalu Stooq.pl. Wykorzystane w analizie ceny zamknięcia są skorygowane o dywidendy, splity, prawa poboru itp., o ile takie zaistniały.

Procedura wyliczania oczekiwanej stopy zwrotu może nastręczać większych trudności. Oczekiwana stopa zwrotu w oknie zdarzenia nazywana jest w literaturze także normalną⁵² stopą zwrotu, gdyż mogłaby się ona zrealizować w „normalnych” warunkach, czyli gdyby nie były odczuwalne skutki zdarzenia. W polskim dyskursie naukowym można także spotkać się z określeniami stopa odniesienia, teoretyczna stopa zwrotu, *benchmark*⁵³. W celu wyznaczenia normalnej stopy

50 Alternatywnie stosowana jest stopa logarytmiczna. W wielu przypadkach różnice występujące pomiędzy stopami zwrotu mogą być nieznaczne, jednak zastosowanie stóp logarytmicznych może spłaszczać zmiany w sytuacji, gdy występują duże wahania cen – por. Tarczyński, W., Witkowska, D., Kompa, K. *Współczynnik beta. Teoria i praktyka*. Pielaszek Research, Warszawa 2013, s. 27.

51 *Ibidem*, s. 26.

52 Campbell, J. Y., Lo, A. W., MacKinlay, A. C. *The econometrics of financial markets...*, s. 151.

53 Por. Czapiewski, L., Jewartowski, T. *Modele krótkoterminowych stóp zwrotu w analizie zdarzeń*. „Studia Ekonomiczne/Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach” 2012, nr 106: *Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania: rynki finansowe*, s. 273–286.

zwrotu w oknie zdarzenia należy skorzystać z wybranego modelu szacowania oczekiwanej stopy zwrotu. To na tym etapie określa się relację pomiędzy stopą zwrotu akcji pojedynczej spółki a stopą zwrotu portfela rynkowego i/lub sektorowego. Jest to etap, pod względem którego występuje duże zróżnicowanie w zakresie stosowanych podejść.

Okno estymacji, na podstawie którego prognozuje się oczekiwaną stopę zwrotu, z zasady nie nakłada się na okno zdarzenia, aby nie miało ono wpływu na estymowane parametry modelu⁵⁴. W praktyce okno estymacji zazwyczaj zawiera się pomiędzy dwiema dowolnymi datami poprzedzającymi okno zdarzenia⁵⁵. W literaturze wskazuje się, że długość okna estymacji to średnio od 100 do 300 dni sesyjnych⁵⁶ lub 252 dni sesyjnych (jeden rok kalendarzowy)⁵⁷. Wybór długości tego okna to jedna z wielu decyzji, którą należy podjąć, przeprowadzając analizę zdarzenia. Dmitry Krivin, Robert Patton, Erica Rose i David Tabak⁵⁸ wskazują, że długość okna estymacji nie powinna mieć jednak zasadniczego wpływu na wynik analiz. Ich zdaniem nie ma powodu, by przypuszczać, że powiązanie stóp zwrotu z określonej akcji z indeksem rynkowym czy branżowym będzie znacząco inne w okresie 60 dni niż w okresie roku przed zdarzeniem, przy założeniu, że badana spółka nie przechodziła znaczących zmian w zakresie prowadzonej działalności czy rentowności. Jednocześnie okna zaczynające się tuż przed zdarzeniem są bardziej narażone na to, że będą nakładały się na okres, w którym parametry modelu będą zmienione na skutek zajścia zdarzenia. Z tego powodu najczęściej przyjmuje się, że pomiędzy oknem zdarzenia i oknem estymacji pozostawia się przerwę. Z kolei zdaniem Simona Benninga⁵⁹ okno estymacji nie powinno być krótsze niż 126 obserwacji, gdyż może wpływać to na właściwe oszacowanie parametrów modelu, na podstawie którego prognozowana jest „normalna” stopa zwrotu z akcji.

Na rysunku 14 przedstawiono ramy czasowe analizy zdarzenia. Okres od T_0 do T_1 obejmuje okno estymacji, zdarzenie ma miejsce w dniu 0, a dni od T_1+1 do T_2 wyznaczają okno zdarzenia. Niekiedy dodatkowo wyznacza się okno po zdarzeniu (ang. *post-event window*), które służy do oceny długoterminowych efektów zdarzenia⁶⁰. Długość okna po zdarzeniu wyznaczają dni od T_2+1 do T_3 .

54 Campbell, J. Y., Lo, A. W., MacKinlay, A. C. *The econometrics of financial markets...*, s. 152.

55 Szymański, M. *Stabilność parametrów modelu rynkowego szacowanego w oparciu o stopy zwrotu WIG*. „Metody ilościowe w Badaniach Ekonomicznych” 2012, nr 13(3), s. 222–231.

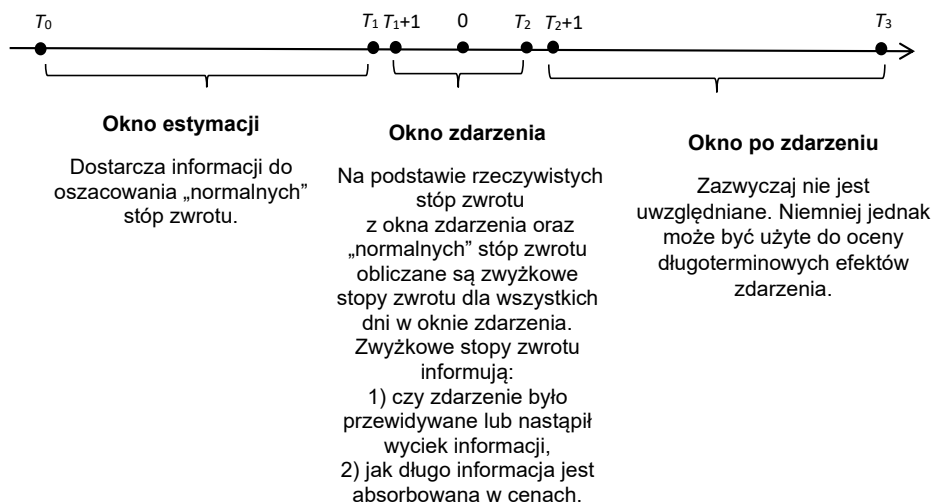
56 Armitage, S. *Event study methods and evidence on their performance*. „Journal of Economic Surveys” 1995, nr 9(1), s. 25–52; Basdas, U., Oran, A. *Event studies in Turkey...*, s. 167–188.

57 Benninga, S. *Financial modeling...*, s. 373.

58 Krivin, D., Patton, R., Rose, E., Tabak, D. *Determination of the appropriate event window...*, s. 13–39.

59 Benninga, S. *Financial modeling...*, s. 373.

60 *Ibidem*, s. 372.



Rysunek 14. Ramy czasowe w analizie zdarzenia – okno estymacji i okno zdarzenia

Źródło: opracowanie własne na podstawie Benninga, S. *Financial modeling*. MIT Press, London 2014, s. 372; Eventstudytools, <https://www.eventstudytools.com/event-study-application-blueprint>, data dostępu: 27.05.2020.

Przy określonym oknie estymacji wybór indeksu, z którym powiązane zostaną stopy zwrotu z poszczególnych akcji, jest już mniej kontrowersyjny. Wybiera się indeks najlepiej objaśniający zachowanie się akcji. W przypadku gdy analiza obejmuje wiele spółek, najrozsądniejszym wyjściem może okazać się wykorzystanie indeksu rynkowego, zamiast każdorazowo szukać odpowiedniego indeksu⁶¹.

W analizie zdarzenia najczęściej używane modele służące do wyznaczenia oczekiwanych stóp zwrotu to model wyceny aktywów i pasywów (ang. *capital asset pricing model*, CAPM), model rynkowy (ang. *market model*, MM), model średniej historycznej (ang. *mean adjusted returns model*, MAR), model indeksowy (ang. *index adjusted model*, IM). Możliwe jest także zastosowanie bardziej rozbudowanych wzorców. W trójczynnиковym modelu Famy i Frencha do klasycznego modelu CAPM, uwzględniającego czynnik rynkowy, dodane zostały dwa dodatkowe czynniki ryzyka: SMB – mający wyjaśnić anomalie związane z wielkością spółki, i HML – mający wyjaśnić anomalie związane z wielkością księgową w stosunku do rynkowej⁶². Fama⁶³ wskazuje, że spółki o niższej kapitalizacji i wyższym wskaźniku wartości księgowej do rynkowej charakteryzują się średnio wyższą stopą zwrotu.

61 Krivin, D., Patton, R., Rose, E., Tabak, D. *Determination of the appropriate event window...*, s. 13–39.

62 Czapkiewicz, A., Skalna, I. *Użyteczność stosowania modelu Famy i Frencha w okresach hossy i bessy na rynku akcji GPW w Warszawie*. „Bank i Kredyt” 2011, nr 42(3), s. 61–80.

63 Fama, E. F. *Two pillars of asset pricing*. „American Economic Review” 2014, nr 104(6), s. 1467–1485.

Fama i French⁶⁴ rozbudowali formułę zaproponowanego modelu i obecnie opracowany został już przez nich model pięcioczynnikowy – uwzględniający czynniki oparte na dochodowości spółek czy poziomie inwestycji. Także inni autorzy podejmują próby rozwinięcia tej formuły, m.in. Cahart⁶⁵ zaproponował wykorzystanie dodatkowego czynnika opartego na efekcie momentum (kontynuacji stóp zwrotu).

Jak widać, wybór możliwości w zakresie szacowania stóp zwrotu jest bardzo duży. W literaturze trwają dyskusje dotyczące wyboru odpowiedniego modelu do estymacji oczekiwanej stopy zwrotu. Wyniki badania Johna Cable'a i Kevina Hollanda⁶⁶ na 30 brytyjskich spółkach pokazały, że w większości przypadków (21) oszacowania MM były zadowalające. CAPM stanowił dostateczne wyjaśnienie stóp zwrotu w 12 przypadkach, z czego w 3 jego wyniki były wyraźnie bardziej zadowalające od modelu rynkowego, w 5 wyraźnie gorsze. Oszacowania IM oraz MAR dały wyraźnie gorsze rezultaty. Z przeprowadzonego badania autorzy wyciągnęli wstępne wnioski o przewadze modelu rynkowego nad pozostałymi, jednakże we wszystkich przypadkach wartość predykcyjna modeli była niska. Stephen Brown i Jerold Warner⁶⁷ stwierdzili, że w zasadzie nie ma dowodów, że bardziej skomplikowane metody estymacji stóp zwrotu przeważają w jakikolwiek sposób nad modelem rynkowym. Ich zdaniem mogą one nawet pogorszyć rezultaty. Badacze wskazują, że do uzyskania najlepszych wyników najważniejsze jest właściwe określenie momentu zajścia zdarzenia. Badania Leszka Czapiewskiego i Tomasza Jewartowskiego⁶⁸ przeprowadzone dla spółek polskich wykazały, że wybór modelu szacowania stopy odniesienia oraz testów stosowanych do sprawdzania hipotez może mieć wpływ na otrzymane wyniki i wnioski płynące z analizy zdarzeń. Niemniej jednak zaznaczyli oni, że charakter badanej reakcji rynkowej na zdarzenie jest taki sam niezależnie od tego, który model szacowania stopy odniesienia został wybrany do badania oraz niezależnie od długości okna estymacji czy przerwy pomiędzy nim a oknem zdarzenia. W zależności od zastosowanego modelu zmienia się natomiast siła reakcji, mierzona wartością zwyżkowych stóp zwrotu, i istotność uzyskanych wyników. Według ich badań CAPM oraz IM wskazują na silniejszą reakcję niż MM i MAR. Kolejne badania Czapiewskiego⁶⁹ pokazały, że CAPM oraz trójczynnikowy model Famy-French'a wykazują anomalie

64 Szerzej: Fama, E. F., French, K. R. *A five-factor asset pricing model*. „Journal of Financial Economics” 2015, nr 116(1), s. 1–22.

65 Szerzej: Carhart, M. *On persistence in mutual fund performance*. „The Journal of Finance” 1997, nr 52(1), s. 57–82.

66 Cable, J., Holland, K. *Modelling normal returns in event studies: A model-selection approach and pilot study*. „The European Journal of Finance” 1999, nr 5(4), s. 331–341.

67 Brown, S. J., Warner, J. B. *Measuring security price performance*. „Journal of Financial Economics” 1980, nr 8(3), s. 205–258.

68 Czapiewski, L., Jewartowski, T. *Modele krótkoterminowych stóp zwrotu...*, s. 273–286.

69 Czapiewski, L. *Model CAPM i trójczynnikowy model Famy-French'a w analizie zdarzeń na polskim rynku kapitałowym*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 73, s. 609–620.

związane z posiadaniem przez spółki określonych cech charakterystycznych (przy wysokim lub niskim poziomie określonych cech następuje zniekształcenie wskazań wykorzystanego w analizie zdarzeń modelu).

Autorka monografii, przyjmując powyższą argumentację, zdecydowała się w niniejszym badaniu zastosować model rynkowy (jednowskaźnikowy model Sharpe'a, ang. *single index model*). Zastosowanie tego modelu zapewnić miało porównywalność wyników z przedstawianymi w literaturze światowej z uwagi na jego częste wykorzystywanie w badaniach dotyczących analizowanego tematu⁷⁰.

U podstaw wybranego modelu leży założenie, że stopy zwrotu z akcji kształtują się w zależności od działania ogólnego czynnika charakteryzującego rynek akcji. Efekt działania tegoż czynnika uwidacznia się w zmianach indeksu rynkowego (stopy zwrotu portfela rynkowego)⁷¹:

(6)

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$$

gdzie:

$E(R_{it})$ – oczekiwana stopa zwrotu dla akcji firmy i w okresie t ,

ε – składnik losowy,

α_i – wyraz wolny (przesunięcie funkcji regresji); baza stopy zwrotu,

β_i – współczynnik ryzyka dla i -tej akcji,

R_{mt} – stopa zwrotu z indeksu rynkowego w okresie t .

Model Sharpe'a prezentuje liniową zależność stopy zwrotu akcji spółki lub portfela spółek od stopy zwrotu rynku. Jest to przybliżona zależność, gdyż uwzględnia ona także zmienną losową, odpowiadającą efektowi działania czynników niezwiązanych ze stopą zwrotu rynku. W celach praktycznych przyjmuje się, że efekt działania tych czynników jest nieistotny w porównaniu z efektem działania wskaźnika rynku i zmienna losowa jest pomijana⁷²:

70 Model ten zastosowano również m.in. w następujących badaniach: Lang, L. H., Stulz, R. *Contagion and competitive intra-industry effects...*, s. 45–60; Haensly, P. J., Theis, J., Swanson, Z., *Reassessment of contagion...*, s. 45–63; Helwege, J., Zhang, G. *Financial firm bankruptcy and contagion*. „Review of Finance” 2016, nr 20(4), s. 1321–1362; Caton, G. L., Donaldson, J., Goh, J. *The intra-industry effects of Chapter 11 filings: Evidence from analysts' earnings forecast revisions*. „Corporate Ownership and Control” 2012, nr 9(4), s. 262–268; Hunsader, K., Delcours, N., Pennywell, G. *Competitive strategy and industry contagion following traditional Chapter 11 bankruptcy announcements*. „Managerial Finance” 2013, nr 39(11), s. 1032–1055.

71 Jajuga, K., Jajuga, T. *Inwestycje: instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 237.

72 *Ibidem*, s. 238.

(7)

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

Ważnym parametrem w modelu jest współczynnik beta (β_i), który informuje, o ile wzrośnie stopa zwrotu akcji, gdy stopa zwrotu z indeksu giełdowego wzrośnie o jednostkę⁷³, i jest miarą ryzyka systematycznego. Podstawowy wzór na wyliczenie wskaźnika beta przybiera następującą formę⁷⁴:

(8)

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - \bar{R}_i) (R_{mt} - \bar{R}_m)}{\sum_{t=1}^n (R_{it} - \bar{R}_i)^2}$$

gdzie:

β_i – współczynnik ryzyka dla i -tej akcji,

R_{mt} – stopa zwrotu z indeksu rynkowego w okresie t ,

$\bar{R}_m$ – średnia wartość stopy zwrotu z indeksu rynkowego,

R_{it} – stopa zwrotu i -tej akcji w okresie t ,

$\bar{R}_i$ – średnia wartość zwrotu z i -tej akcji,

n – liczba okresów, z których pochodzą obserwacje stóp zwrotu.

Jak wskazują Byrka-Kita oraz Dominik Rozkrut⁷⁵, wartość współczynnika beta może być oszacowana z wykorzystaniem szerokiego spektrum technik: od technik eksperckich do zaawansowanych metod ekonometrycznych. W literaturze przedmiotu brak jest natomiast zgody co do jednolitej i zawsze najlepszej metody estymacji współczynnika beta. Znając parametr β_i , można wyliczyć parametr α_i za pomocą wzoru⁷⁶:

(9)

$$\alpha_i = \bar{R}_i - \beta_i \bar{R}_m$$

gdzie:

α_i – wyraz wolny (przesunięcie funkcji regresji); baza stopy zwrotu,

$\bar{R}_m$ – średnia wartość zwrotu z i -tej akcji,

$\bar{R}_i$ – średnia wartość stopy zwrotu z indeksu rynkowego,

β_i – współczynnik ryzyka dla i -tej akcji.

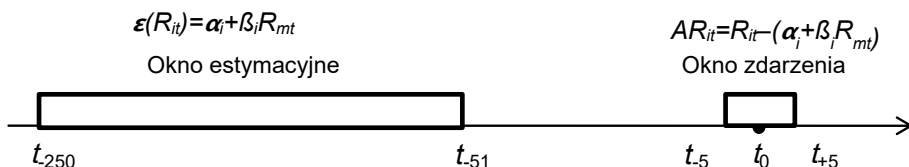
73 *Ibidem*, s. 238–239.

74 Letkowski, D. *Badanie stabilności współczynnika beta akcji indeksu WIG20*. „Studia Ekonomiczne” 2013, nr 174, s. 75–87.

75 Byrka-Kita, K., Rozkrut, D. *Wybór metody estymacji a wartość szacunku parametru beta dla akcji notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*. „Przegląd Organizacji” 2009, nr 11, s. 32–35.

76 Letkowski, D. *Badanie stabilności współczynnika beta...*, s. 75–87.

Do kalkulacji oczekiwanych stóp zwrotu konieczne jest także ustalenie tzw. okna estymacyjnego, na podstawie którego oszacowane zostaną parametry modelu rynkowego. W tym przypadku **okno estymacyjne określono na 200 dni sesyjnych**. Należy podkreślić, że jest to często przyjmowana przez badaczy długość okna estymacyjnego w przypadku badań nad efektami wywołanymi ogłoszeniem o złożeniu wniosku o upadłość⁷⁷. W niniejszym badaniu **pozostawiono 50-dniową przerwę pomiędzy końcem okna estymacji a zdarzeniem, podobnie jak w innych badaniach dotyczących analizowanej tematyki**⁷⁸. Na rysunku 15 przedstawiono ramy czasowe niniejszego badania.



t – dzień sesyjny

Rysunek 15. Ramy czasowe badania

Źródło: opracowanie własne.

Należy tutaj wspomnieć o pewnych ograniczeniach i trudnościach w szacowaniu oczekiwanej stopy zwrotu, które pojawiają się, gdy wybrana jest już procedura jej określania. W przypadku modelu rynkowego wiele kontrowersji budzi zagadnienie ustalania parametrów tego modelu.

Jednym z problemów szacowania współczynnika beta jest przyjęcie odpowiedniego okresu kalkulacyjnego. Cechą rynku finansowego jest występowanie trudnych do przewidzenia sytuacji, nawet w przypadku zwyczajnych zmian związanych z cyklem koniunkturalnym. Kryzys gospodarczy nasila występowanie takich zjawisk i cechuje się wysoką niepewnością odzwierciedlaną w zmienności indeksów rynkowych⁷⁹. Jak chociażby wskazał Dariusz Letkowski⁸⁰, analizując wyniki badania empirycznego przeprowadzonego na podstawie dziennych stóp zwrotów z akcji wchodzących

77 Takie podejście wykorzystane zostało chociażby w następujących badaniach: Lang, L. H., Stulz, R. *Contagion and competitive intra-industry effects...*, s. 45–60; Haensly, P. J., Theis, J., Swanson, Z., *Reassessment of contagion...*, s. 45–63; Helwege, J., Zhang, G. *Financial firm bankruptcy...*, s. 1321–1362; Cheng, L. T., McDonald, J. E. *Industry structure and ripple effects...*, s. 783–807.

78 Lang, L. H., Stulz, R. *Contagion and competitive intra-industry effects...*, s. 45–60; Haensly, P. J., Theis, J., Swanson, Z., *Reassessment of contagion...*, s. 45–63; Helwege, J., Zhang, G. *Financial firm bankruptcy...*, s. 1321–1362.

79 Paździor, A. *Zastosowanie modelu CAPM w warunkach kryzysu*. „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2012, nr 261, s. 321–330.

80 Letkowski, D. *Badanie stabilności współczynnika beta...*, s. 75–87.

w skład indeksu WIG20 w latach 2001–2012, współczynniki beta dla poszczególnych spółek charakteryzowały się dużą zmiennością i należałoby je uznać za niestabilne w czasie. W warunkach oddziaływania światowego kryzysu finansowego z 2008 r. akcje spółek średnio silniej podlegały wpływowi rynku, a współczynniki beta wykazywały większą zbieżność do zmian rynkowych. Byrka-Kita i Rozkrut⁸¹ zauważają dodatkowo, że beta może być niestabilna w czasie także z uwagi na czynniki ryzyka o charakterze specyficznym (np. zmiana strategii firmy powoduje, że spółka zaczyna w odmienny sposób reagować na zmiany zachodzące na rynku).

Przyjęcie okresu kalkulacyjnego obejmującego czas największych turbulencji na rynku może oznaczać zniekształcenie zwyczajowej zmienności cen akcji niektórych spółek w porównaniu ze średnią rynkową, zaś powoływanie się na okres sprzed kryzysu mogłoby doprowadzić do błędnej konkluzji na temat ryzyka systematycznego badanej spółki. Rozwiązaniem tego problemu może być zastosowanie korekty Bayesa wywodzącej się z założenia, że współczynnik beta dąży do jedności⁸². Korekta polega na ważeniu oszacowanego na podstawie historycznych obserwacji „surowego” współczynnika beta, tak aby wynik był bliższy jedności⁸³. Skorygowana beta ma następującą postać⁸⁴:

(10)

$$\text{skorygowana beta} = 0,67 * \text{beta surowa} + 0,33$$

Taką postać korekty bety stosuje m.in. serwis Bloomberg⁸⁵. Zastosowanie tej techniki powoduje zmniejszenie wysokich oraz zwiększenie niskich oszacowań współczynnika beta obliczonych na podstawie danych historycznych⁸⁶. Należy zwrócić uwagę, że ta korekta przyjmuje znaczne uproszczenie co do przewidywań dotyczących sposobu zachowania się akcji⁸⁷. Jak podkreśla Artur Paździor⁸⁸, nałożenie korekty Bayesa na współczynnik beta zakłada, że ceny akcji spółek w długim horyzoncie czasowym będą się stabilizowały. Nie wszystkie spółki przetrwają jednak czas kryzysu, należy więc

81 Byrka-Kita, K., Rozkrut, D. *Stabilność indeksu ryzyka beta na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1999–2006*. „Przegląd Organizacji” 2007, nr 10, s. 41–45.

82 Paździor, A. *Zastosowanie modelu CAPM...*, s. 321–330.

83 Por. Nowicki, J. *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w sytuacji braku rozdziału funkcji zarządczych od właścicielskich*, rozprawa doktorska. Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Wydział Zarządzania, Poznań 2010, s. 174.

84 *Ibidem*, s. 174; Goedhart, M., Koller, T., Wessels, D. *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. John Wiley & Sons, New Jersey 2015, s. 285.

85 Western Libraries, <https://guides.lib.uwo.ca/bloomberg/equities>, data dostępu: 2.10.2020.

86 Tarczyński, W., Witkowska, D., Kompa, K. *Współczynnik beta...*, s. 67; Lally, M. *An examination of Blume and Vasicek betas*. „Financial Review” 1998, nr 33(3), s. 183–198.

87 Wyrobek, J. M. *Wybrane dylematy szacowania kosztu kapitału własnego za pomocą modelu CAPM*. 2012, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2032216, data dostępu: 29.01.2025.

88 Paździor, A. *Zastosowanie modelu CAPM...*, s. 321–330.

podchodzić z należytą ostrożnością do wnioskowania na tej podstawie w branżach najczęściej dotkniętych kryzysem, gdyż część z nich nie przetrwa.

W niniejszym badaniu korektę Bayesa nałożono jedynie na spółki konkurencyjne do spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość w przypadku analiz obejmujących okres COVID-19. Można uznać, że spółki ogłaszające nie przetrwały z sukcesem kryzysu, niewłaściwym wydaje się więc założenie o stabilizacji ich cen w długim okresie.

Problemem przy szacowaniu bety mogą być także nieregularne notowania cen akcji ze względu na zawieszenia notowań. Elroy Dimson⁸⁹ wskazuje, że w przypadku cen akcji, które nie są notowane każdego dnia, wartość współczynnika beta może być zaniżona. **W niniejszym badaniu zastosowano metodę *trade-to-trade***⁹⁰ w celu rozwiązania tego problemu, zgodnie ze wskazaniem Paula Marsha⁹¹. Metoda ta pozwala na wyliczenie współczynnika beta tylko dla tych dni, w których występowały notowania. Stopę zwrotu z rynku reprezentowaną przez odpowiedni indeks oraz stopę zwrotu z akcji wylicza się w tej metodzie dla tego samego okresu – rozumianego jako czas pomiędzy dwiema odnotowanymi transakcjami. Tak sparowane obserwacje służą do oszacowania wartości współczynnika beta. Badania Ricarda Serry i Roya Martelanca⁹² wskazują, że metoda *trade-to-trade* daje dobre rezultaty w przypadku nieregularnych notowań, gdy brane są pod uwagę dane dzienne. Również Elizabeth Maynes i John Rumsey⁹³ oraz Jan Bartholdy, Dennis Olson i Paula Peare⁹⁴ wskazują, że metoda ta jest dobrym rozwiązaniem w przypadku nieregularnie notowanych cen akcji.

Oczywiście metod szacowania parametru beta i różnorodnych zagadnień z tym związanych jest znacznie więcej. Powyżej przedstawiono te, na które zwrócono szczególną uwagę w związku z charakterem prowadzonego badania. Spółki zagrożone upadłością często rejestrują nieregularne notowania z uwagi na zawieszenia tych notowań przez Zarząd Giełdy. Kilkuletni okres badawczy wiąże się natomiast ze zmienną koniunkturą.

89 Dimson, E. *Risk measurement when shares are subject to infrequent trading*. „Journal of Financial Economics” 1979, nr 7(2), s. 197–226.

90 Inne metody to chociażby RUC (ang. *repetition of the last quote*) czy metody wykorzystujące parametry niewspółbieżne (nierównoczesne), jak np. korekta Scholesa i Williamsa czy korekta Dimsona – por. Serra, R. G., Martelanc, R. *Estimation of betas of stocks with low liquidity*. „Brazilian Business Review” 2013, nr 10(1), s. 49–78; Tarczyński, W., Witkowska, D., Kompa, K. *Współczynnik beta...*, s. 53; Scholes, M., Williams, J. *Estimating betas from nonsynchronous data*. „Journal of Financial Economics” 1977, nr 5(3), s. 309–327; Dimson, E. *Risk measurement...*, s. 197–226.

91 Marsh, P. *Equity rights issues and the efficiency of the US stock market*. „The Journal of Finance” 1979, nr 34(4), s. 839–862.

92 Serra, R. G., Martelanc, R. *Estimation of betas of stocks...*, s. 49–78.

93 Maynes, E., Rumsey, J. *Conducting event studies with thinly traded stocks*. „Journal of Banking & Finance” 1993, nr 17(1), s. 145–157.

94 Bartholdy, J., Olson, D., Peare, P. *Conducting event studies on a small stock exchange*. „The European Journal of Finance” 2007, nr 13(3), s. 227–252.

Pomiar zwykłych stóp zwrotu

Kalkulacja rzeczywistych i normalnych stóp zwrotu jest etapem poprzedzającym obliczanie dodatkowych stóp zwrotu, które określają, jakie jest oddziaływanie efektu zdarzenia na wartość rynkową spółki. Efekt ten określany jest poprzez różnice pomiędzy rzeczywistymi a oczekiwanymi stopami zwrotu, które prawdopodobnie wystąpiłyby w oknie zdarzenia, gdyby nie miało ono miejsca. Różnice te nazywane są zwykłymi (dodatkowymi, nadzwyczajnymi) stopami zwrotu i wskazują, jaka jest reakcja inwestorów na wystąpienie zdarzenia. Zwykła stopa zwrotu może być przedstawiona za pomocą jednego z dwóch mierników: BHAR (ang. *buy and hold abnormal returns*) lub CAR (ang. *cumulative abnormal return*), przy czym w analizach krótkoterminowych najczęściej wykorzystywanym miernikiem jest CAR⁹⁵. Jest on również często stosowany w badaniach związanych z reakcją inwestorów na złożenie wniosku o upadłość. W związku z powyższym w dalszej części opisany zostanie tylko ten miernik. Wzór na zwykłą stopę zwrotu zamieszczono poniżej⁹⁶:

(11)

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

gdzie:

AR_{it} – zwykła stopa zwrotu dla akcji firmy w czasie t ,

R_{it} – rzeczywista stopa zwrotu dla akcji firmy w czasie t ,

$E(R_{it})$ – oczekiwana stopa zwrotu dla akcji firmy w czasie t ,

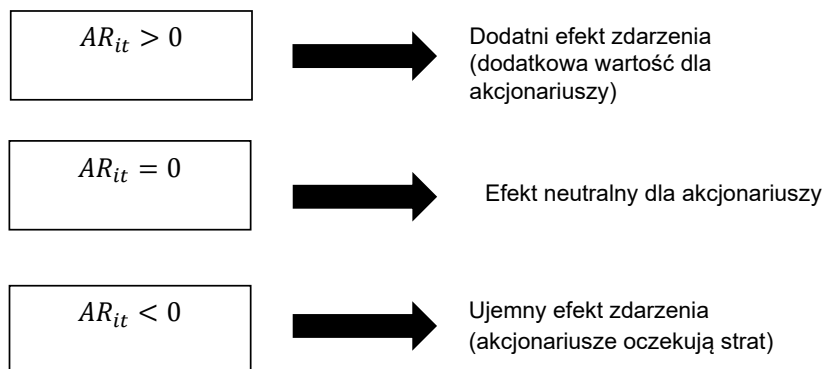
t – czas, w zależności od przyjętej jednostki okna zdarzenia – najczęściej dzień sesyjny.

W sytuacji gdy zwykła stopa zwrotu przyjmuje wartości dodatnie, efekt zdarzenia dla akcjonariuszy jest dodatni (pozytywny). Oznacza to, że powstała dla nich dodatkowa wartość. Zwykła stopa zwrotu na poziomie zera oznacza, że brak jest efektu oddziaływania zdarzenia na akcjonariuszy (efekt jest neutralny). Ujemna zwykła stopa zwrotu oznacza ujemny efekt zdarzenia – akcjonariusze negatywnie odczytują informacje związane z zaistnieniem zdarzenia i oczekują potencjalnych strat (rysunek 16)⁹⁷.

95 Por. Perepeczo, A. *Analiza zdarzenia...*, s. 35–51.

96 Witkowski, P. *Wpływ podatku od niektórych instytucji finansowych na wartość rynkową banków komercyjnych w Polsce*. „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2017, nr 3(87), cz. 2: *Opodatkowanie przedsiębiorstw*, s. 189–201.

97 Perepeczo, A. *Analiza zdarzenia...*, s. 35–51.



Rysunek 16. Efekt zdarzenia mierzony zwykłą stopą zwrotu akcji spółki i w okresie t

Źródło: opracowanie własne na podstawie Perepeczo, A. *Analiza zdarzenia i jej zastosowania*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2011, nr 33, s. 35–51.

W celu wysunięcia ogólnych wniosków dotyczących zdarzenia należy zsumować zwykłe stopy zwrotu osiągnięte w wyniku zajścia zdarzenia. Agregacja może przebiegać na dwa sposoby w zależności od podejścia. W pierwszym podejściu zsumowaniu podlegają zwykłe stopy zwrotu osiągnięte przez pojedynczą firmę w oknie zdarzenia. Później uśrednia się skumulowane dane spółek. W drugim podejściu wychodzi się od analizy średniej ze zwykłych stóp zwrotu osiągniętych przez wszystkie badane firmy w danym okresie t , a następnie wyniki są sumowane dla okna zdarzenia⁹⁸.

W przypadku gdy agregacja następuje w czasie, w wyniku zsumowania zwykłych stóp zwrotu akcji firmy i osiągniętych w oknie zdarzenia otrzymywana jest skumulowana zwykła stopa zwrotu⁹⁹:

(12)

$$CAR_{i,(T1,T2)} = \sum_{t=T1}^{T2} AR_{it}$$

gdzie:

$CAR_{i,(T1,T2)}$ – skumulowana zwykła stopa zwrotu dla akcji firmy i okresu od $T1$ do $T2$,

$T1$ – pierwszy dzień okna zdarzenia,

$T2$ – ostatni dzień okna zdarzenia,

AR_{it} – zwykła stopa zwrotu dla akcji firmy i w czasie t .

⁹⁸ Por. *Ibidem*, s. 35–51.

⁹⁹ Ma, J., Pagán, J. A., Chu, Y. *Abnormal returns to mergers and acquisitions in ten Asian stock markets*. „International Journal of Business” 2009, nr 14(3), s. 235–250.

Skumulowana zwykłowa stopa zwrotu pozwoli na łączną ocenę zdarzenia w przypadku danej spółki nie tylko w poszczególnych dniach, ale w całym okresie od $T1$ do $T2$. W ten sposób możliwy jest pomiar łącznego efektu zdarzenia w całym oknie zdarzenia.

W przypadku dokonywania oceny oddziaływania zdarzenia na więcej niż jedną spółkę, np. w przypadku badania efektu wewnątrzsektorowego zajścia zdarzenia, pomocne jest obliczenie średniej skumulowanej zwykłowej stopy zwrotu (ang. *average cumulative abnormal return*, *ACAR*). Jest ona obliczana jako średnia arytmetyczna skumulowanych zwykłowych stóp zwrotu wszystkich badanych spółek¹⁰⁰, co można zapisać wzorem¹⁰¹:

(13)

$$ACAR_{(T1,T2)} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{i,(T1,T2)}$$

gdzie:

$ACAR_{(T1,T2)}$ – średnia skumulowana zwykłowa stopa zwrotu w okresie od $T1$ do $T2$,
 $CAR_{i,(T1,T2)}$ – skumulowana zwykłowa stopa zwrotu dla akcji firmy i w okresie od $T1$ do $T2$,

$T1$ – pierwszy dzień okna zdarzenia,

$T2$ – ostatni dzień okna zdarzenia,

N – liczba badanych spółek.

Przy wykorzystaniu powyższej procedury ocena reakcji inwestorów na zdarzenie nie opiera się na indywidualnych wynikach poszczególnych firm z populacji, lecz na zagregowanych wynikach całej populacji¹⁰².

W drugim podejściu wyliczana jest średnia zwykłowych stóp zwrotu dla wszystkich badanych spółek¹⁰³:

(14)

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

gdzie:

AAR_t – średnia zwykłowa stopa zwrotu badanych akcji w okresie t ,

$AR_{i,t}$ – zwykłowa stopa zwrotu dla akcji firmy i w czasie t ,

N – liczba badanych spółek.

¹⁰⁰ Perepeczo, A. *Analiza zdarzenia...*, s. 35–51.

¹⁰¹ Ma, J., Pagán, J. A., Chu, Y. *Abnormal returns to mergers...*, s. 235–250.

¹⁰² Perepeczo, A. *Analiza zdarzenia...*, s. 35–51.

¹⁰³ *Ibidem*.

Następnie otrzymane średnie zwyżkowe stopy zwrotu są sumowane dla całego okna zdarzenia¹⁰⁴:

$$CAAR_{T1,T2} = \sum_{t=T1}^{T2} AAR_t \quad (15)$$

gdzie:

$CAAR_{T1,T2}$ – skumulowana średnia zwyżkowa stopa zwrotu w okresie od $T1$ do $T2$,

AAR_t – średnia zwyżkowa stopa zwrotu dla badanych akcji w okresie t ,

$T1$ – pierwszy dzień okna zdarzenia,

$T2$ – ostatni dzień okna zdarzenia.

W niniejszym badaniu po obliczeniu rzeczywistych i oczekiwanych stóp zwrotu dla poszczególnych akcji, zarówno spółek ogłaszających, jak i ich konkurentów, zostały policzone zwyżkowe stopy zwrotu w oknie zdarzenia (AR_{it}). Następnie obliczono średnie zwyżkowe stopy zwrotu w poszczególnych dniach w oknie zdarzenia (AAR_t) oraz skumulowane średnie zwyżkowe stopy zwrotu w różnych przedziałach okna zdarzenia ($CAAR_{T1,T2}$). Analizowano rezultaty dla spółek ogłaszających, jak i nieogłaszających, w różnych przekrojach (dla poszczególnych zdarzeń, sektorów, jak i dla całej próby).

Po zmierzeniu efektów wywołanych zdarzeniem zbadano, jaka jest istotność statystyczna otrzymanych rezultatów i czy nie wynikają one z przyczyn losowych. W tym celu zweryfikowano hipotezę H_0 , że zwyżkowe stopy zwrotu w oknie zdarzenia są równe zero. Alternatywna hipoteza H_1 stanowi, że zwyżkowe stopy zwrotu w oknie zdarzenia są różne od zera. Formalny zapis testowania hipotez wygląda następująco (wzór 16 i 17)¹⁰⁵:

$$H_0: \mu = 0 \quad (16)$$

$$H_0: \mu \neq 0 \quad (17)$$

104 Willows, G. D., Rockey, J. A. *Share price reaction to financial and integrated reports*. „South African Journal of Accounting Research” 2018, nr 32(2–3), s. 174–188.

105 Eventstudytools, <https://www.eventstudytools.com/significance-tests>, data dostępu: 15.05.2020.

W powyższym zapisie μ może odpowiadać zwykłowym stopom zwrotu (AR), skumulowanym zwykłowym stopom zwrotu (CAR), średnim zwykłowym stopom zwrotu (AAR), skumulowanym średnim zwykłowym stopom zwrotu ($CAAR$) lub średnim skumulowanym zwykłowym stopom zwrotu ($ACAR$), w zależności od poziomu, na którym prowadzone są analizy. W celu testowania hipotez statystycznych stosuje się testy parametryczne, opierające się na założeniu, że próba pochodzi z populacji o rozkładzie normalnym, lub nieparametryczne, podczas których spełnienie tego założenia nie jest konieczne¹⁰⁶. Z uwagi na to, że decyzję o przyjęciu lub odrzuceniu hipotezy zerowej podejmuje się na podstawie wyników z próby, możliwe jest popełnienie błędu polegającego na odrzuceniu hipotezy H_0 , choć jest ona prawdziwa (błąd rodzaju I), lub przyjęciu hipotezy H_0 , choć jest ona fałszywa (błąd II rodzaju)¹⁰⁷. Michael Berry, George Ballinger i Glenn Henderson¹⁰⁸ rekomendują testy parametryczne w analizie zdarzeń, gdyż testy nieparametryczne, chociaż częściej wskazują na istotność statystyczną zwykłowych stóp zwrotu, niejednokrotnie charakteryzują się błędem rodzaju I.

W przypadku rozkładu normalnego do weryfikacji hipotezy zerowej, że średnie zwykłe stopy zwrotu nie różnią się istotnie od zera, można zastosować najprostsz test parametryczny, który w przypadku analizy zdarzeń wygląda następująco¹⁰⁹:

(18)

$$t = \frac{AAR_t}{\hat{\sigma}_{ARt}} * \sqrt{N}$$

gdzie:

AAR_t – średnia zwykła stopa zwrotu w dniu t dla danych przekrojowych,

$\hat{\sigma}_{ARt}$ – odchylenie standardowe średnich zwykłych stóp zwrotu dla danych przekrojowych,

N – liczba spółek w próbie.

Jak jednak zauważa Gurgul, zajście zdarzenia w dniu t często prowadzi do równoczesnej zmiany licznika i mianownika w powyższej formule, co mogłoby powodować, że pomimo znacznego wpływu zdarzenia na ceny akcji, statystyka

106 Puchalski, T. *Statystyka. Wykład podstawowych zagadnień z ćwiczeniami*. Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1969, s. 319.

107 Ostasiewicz, S., Rusnak, Z., Siedlecka, U. *Statystyka. Elementy teorii i zadania*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2006, s. 284.

108 Berry, M. A., Gallinger, G. W., Henderson, Jr., G. V. *Using daily stock returns in event studies and the choice of parametric versus nonparametric test statistics*. „Quarterly Journal of Business and Economics” 1990, nr 29(1), s. 70–85.

109 Gurgul, H. *Analiza zdarzeń na rynkach akcji...*, s. 51.

wskazywałyby brak istotności¹¹⁰. W związku z powyższym, dodatkowo opierając się na wskazaniach Setha Armitage'a¹¹¹, **wykorzystano test zaproponowany przez Warnera i Browna**¹¹² (**ang. crude dependence adjustment, CDA**), który uwzględnia odchylenie standardowe obliczone na podstawie szeregu czasowego średnich zwykłych stóp zwrotu z próby (portfela akcji) w oknie estymacji. Test CDA ma za zadanie uniknięcie potencjalnego problemu zależności pomiędzy stopami zwrotu akcji i zniekształcenia oceny istotności statystycznej otrzymanych rezultatów. Kierując się wskazaniem Browna i Warnera¹¹³, ze względu na dużą liczbę obserwacji w oknie estymacji, założono normalność rozkładu.

Statystyka testowa dla AAR w dniu t w oknie zdarzenia obliczona została zgodnie ze wzorem¹¹⁴:

(19)

$$t = \frac{AAR_t}{\hat{\sigma}_{AAR}}$$

gdzie:

$\hat{\sigma}_{AAR}$ – odchylenie standardowe średnich zwykłych stóp zwrotu w oknie estymacji,
 AAR_t – średnia zwykła stopa zwrotu w dniu t .

Odchylenie standardowe w powyższej formule (19) obliczane jest w następujący sposób¹¹⁵:

(20)

$$\hat{\sigma}_{AAR} = \sqrt{\frac{\sum_{t=t_0}^{t_0+T-1} (AAR_t - \overline{AAR})^2}{T - 1}}$$

110 *Ibidem*.

111 Szerzej: Armitage, S. *Event study methods and evidence on their performance...*, s. 25–52.

112 Por. Brown, S. J., Warner, J. B. *Measuring security price performance...*, s. 205–258; Brown, S. J., Warner, J. B. *Using daily stock returns: The case of event studies*. „Journal of Financial Economics” 1985, nr 14(1), s. 3–31; Rani, N., Yadav, S. S., Jain, P. K. *Financial performance analysis of mergers and acquisitions: evidence from India*. „International Journal of Commerce and Management” 2015, s. 25(4), nr 402–423.

113 Brown, S. J., Warner, J. B. *Measuring security price performance...*, s. 205–258; Brown, S. J., Warner, J. B. *Using daily stock returns...*, s. 3–31.

114 Brown, S. J., Warner, J. B. *Using daily stock returns...*, s. 3–31; Rani, N., Yadav, S. S., Jain, P. K. *Mergers and acquisitions: A study of financial performance, motives and corporate governance*. India Studies in Business and Economics, Springer, Singapore 2016, s. 22.

115 Por. Brown, S. J., Warner, J. B. *Measuring security price performance...*, s. 205–258; Brown, S. J., Warner, J. B. *Using daily stock returns...*, s. 3–31.

gdzie:

$\hat{\sigma}_{AAR}$ – odchylenie standardowe średnich zwykłych stóp zwrotu w oknie estymacji,
 AAR_t – średnia zwykła stopa zwrotu w dniu t ,
 T – długość okna estymacyjnego,
 t_0 – pierwszy dzień okna estymacyjnego (dzień najstarszej obserwacji w ramach okna estymacyjnego).

Natomiast $\overline{AAR}$ w powyższym wzorze (20) można zapisać jako¹¹⁶:

$$\overline{AAR} = \frac{1}{T} \sum_{t=t_0}^{t_0+T-1} AAR_t \quad (21)$$

Statystyka testowa dla $CAAR_{T_1, T_2}$ obliczana jest z kolei zgodnie ze wzorem¹¹⁷:

$$t = \frac{CAAR_{T_1, T_2}}{\hat{\sigma}_{AAR} \sqrt{(T_2 - T_1 + 1)}} \quad (22)$$

gdzie:

$\hat{\sigma}_{AAR}$ – odchylenie standardowe średnich zwykłych stóp zwrotu w oknie estymacji,
 $CAAR_{T_1, T_2}$ – skumulowana średnia zwykła stopa zwrotu w dniach okna zdarzenia od T_1 do T_2 ,
 T_1 – pierwszy dzień okna zdarzenia,
 T_2 – ostatni dzień okna zdarzenia.

Przy założeniu normalności rozkładu średnich zwykłych stóp zwrotu oraz prawdziwości hipotezy H_0 powyższe statystyki testowe (19) i (22) mają rozkład t -studenta¹¹⁸.

116 Brown, S. J., Warner, J. B. *Measuring security price performance...*, s. 205–258; Brown, S. J., Warner, J. B. *Using daily stock returns...*, s. 3–31.

117 Brown, S. J., Warner, J. B. *Measuring security price performance...*, s. 205–258; Rani, N., Yadav, S. S., Jain, P. K. *Mergers and acquisitions...*, s. 22.

118 Brown, S. J., Warner, J. B. *Using daily stock returns...*, s. 3–31; Serra, A. P. *Event study tests: A brief survey*. „Gestão. Org-Revista Eletrônica de Gestão Organizacional” 2004, nr 2(3), s. 248–255.

4.2. Wewnątrzsektorowe efekty związane z upublicznieniem informacji o złożeniu wniosku o upadłość – wyniki badania empirycznego

4.2.1. Ocena reakcji inwestorów względem akcji spółek ogłaszających

W tabeli 15 przedstawiono średnie zwykłe stopy zwrotu dla spółek upubliczniających informację o złożeniu wniosku o ogłoszenie upadłości w poszczególnych dniach zdarzenia. Poniższej analizie poddano 10 z 18 spółek, których dotyczyły analizowane w badaniu zdarzenia. Wynika to z braku bądź nieregularności notowań akcji pozostałych 8 spółek w oknie zdarzenia. Warto podkreślić, że w tabelach od 15 do 26 podano istotność statystyczną wyznaczoną na podstawie testu istotności CDA, opierającego się na odchyleniu standardowym średnich zwykłych stóp zwrotu w oknie estymacji obejmującym 200 kolejnych obserwacji (od dnia -200 do dnia -51 przed zdarzeniem).

Jak można zauważyć (tabela 15), średnia zwykła stopa zwrotu dla spółek składających wniosek o ogłoszenie upadłości (zamierzających złożyć taki wniosek) była wyraźnie najniższa w dniu zdarzenia (dzień 0) i wynosiła -29,92% (istotność statystyczna na poziomie $\alpha = 0,01$). Ujemne i istotne statystycznie różne od zera średnie zwykłe stopy zwrotu występowały także w dniu -4 (-3,33%) przed zdarzeniem oraz w dniu +3 (-8,21%). W dniach -2 oraz -1 przed zdarzeniem występowały dodatnie i istotne statystycznie średnie zwykłe stopy zwrotu, co tłumaczyć można np. działalnością spekulantów¹¹⁹.

119 Tematykę gry na akcjach przedsiębiorstw składających wniosek o ogłoszenie upadłości poruszają Luis Serra Coelho, Kose John i Richard Taffler, którzy wskazują, że akcje spółek zbliżających się do upadłości są stopniowo wyprzedawane przez inwestorów instytucjonalnych, w efekcie czego akcjami takich spółek aktywnie obracają przede wszystkim inwestorzy indywidualni, którzy spekulują i podatni są na skrzywienia behawioralne – szerzej: Serra Coelho, L., Taffler, R., John, K. *Bankrupt firms: who's buying?* 2011, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1787607, data dostępu: 29.01.2025. Z kolei Krzysztof Borowski podkreśla, że spekulanci przejawiają preferencje do nabywania akcji groszowych, którym często towarzyszy ryzyko bankructwa – szerzej: Borowski, K. *Problem akcji groszowych (penny stocks) na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz sposoby jego rozwiązywania*. W: Dec, P. (red.). *Niepewność funkcjonowania przedsiębiorstw: bankructwa, restrukturyzacja, likwidacja*. Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2014, s. 29–39.

Tabela 15. Średnie zwykłe stopy zwrotu spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość w poszczególnych dniach okna zdarzenia

t	AAR_t (%)
-5	-0,86
-4	-3,33 **
-3	-1,01
-2	8,82 ***
-1	4,49 ***
0	-29,92 ***
1	-0,15
2	-0,26
3	-8,21 ***
4	1,36
5	0,07
Liczba spółek	10

*** Istotność statystyczna na poziomie 0,01.

** Istotność statystyczna na poziomie 0,05.

Źródło: opracowanie własne.

Przeanalizowano także skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu dla spółek ogłaszających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość w różnych przedziałach czasowych okna zdarzenia (tabela 16). Wyniki przeprowadzonych analiz wskazują, że skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu dla spółek ogłaszających były istotnie statystycznie różne od zera i ujemne dla wszystkich przedziałów czasowych, obejmujących swym zakresem dzień zdarzenia bądź dni następujące po dniu zdarzenia.

Najniższa wartość charakteryzowała okres od dnia 0 do dnia 1 (-30,06%). W całym oknie zdarzenia skumulowana średnia zwykła stopa zwrotu wynosiła -28,99%. Podobnie dla zawężonego okna zdarzenia, tj. od dnia -2 do 2 czy -1 do 1, skumulowana średnia zwykła stopa zwrotu była ujemna i istotnie statystycznie różna od zera. W okresie poprzedzającym zdarzenie (-5 do -2) skumulowana średnia zwykła stopa zwrotu przyjmowała wartości dodatnie, jednak nie różniła się istotnie od zera. Dodatkowo można zauważyć, że w okresach obejmujących dzień 0 większość zdarzeń powodowała powstawanie ujemnych skumulowanych zwykłych stóp zwrotu dla spółek ogłaszających, co było szczególnie widoczne w dniach od -1 do 0; 0 do 1 oraz od -5 do 5 (90% zdarzeń).

Tabela 16. Skumulowane średnie zwyżkowe stopy zwrotu spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość w wybranych przedziałach czasowych okna zdarzenia – od dnia T_1 do T_2

T_1, T_2		$CAAR_{T_1, T_2}$ (%)	Liczba zdarzeń, dla których notowano dodatnie $CAAR_{T_1, T_2}$	Udział liczby zdarzeń, dla których notowano dodatnie $CAAR_{T_1, T_2}$ (w %)	Liczba zdarzeń, dla których notowano ujemne $CAAR_{T_1, T_2}$	Udział liczby zdarzeń, dla których notowano ujemne $CAAR_{T_1, T_2}$ (w %)
-5, -2		3,62	5	50	5	50
-1, 0		-25,42 ***	1	10	9	90
-1, 1		-25,57 ***	2	20	8	80
0, 1		-30,06 ***	1	10	9	90
2, 5		-7,05 **	6	60	4	40
-5, 5		-28,99 ***	1	10	9	90
-2, 2		-17,01 ***	3	30	7	70
Liczba spółek		10				

*** Istotność statystyczna na poziomie 0,01.

** Istotność statystyczna na poziomie 0,05.

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie powyższych wyników można wnioskować, że spółki ogłaszające istotnie traciły na rynkowej wycenie ich akcji w wyniku upublicznienia informacji o zamiarze lub złożeniu wniosku o ogłoszenie upadłości w całym oknie zdarzenia rozpatrywanym łącznie. Reakcja na zdarzenie była najsilniejsza w dniu upublicznienia.

Jak zostało wskazane w podrozdziale 4.2, w części spółek składano wniosek o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych, gdyż ich zarządzący liczyli na pozytywne rozpatrzenie wniosku o restrukturyzację. Mając na uwadze, że z punktu widzenia niniejszego badania treść upublicznionej informacji może w istotny sposób wpływać na otrzymane rezultaty, zasadne wydaje się oddzielenie tych spółek od pozostałych. W związku z powyższym przeanalizowano zwyżkowe stopy zwrotu dla dwóch grup spółek (zgodnie z podziałem zaproponowanym w podrozdziale 4.2 i w załączniku 2), składających wniosek ze względów ostrożnościowych i tych, dla których przyjęto, że powodem złożenia wniosku była sytuacja finansowa nierokująca poprawy (tabela 17).

Na podstawie otrzymanych wyników zaprezentowanych w tabeli 17 można stwierdzić, że spółki zakwalifikowane jako składające wniosek o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych w dniu -5 i -4 przed zdarzeniem doświadczyły ujemnych średnich zwykłych stóp zwrotu, a ich wartości w tych dniach były istotne statystycznie. Spółki z obu analizowanych grup przed zdarzeniem w dniu -2 odnotowały dodatnie średnie zwykłe stopy zwrotu istotne statystycznie na poziomie 0,01. W dniu -1 średnie zwykłe stopy zwrotu były dodatnie w obu grupach, jednak reakcja była istotna jedynie w grupie przedsiębiorstw składających wniosek ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy. Najsilniejsza reakcja w przypadku obu grup przedsiębiorstw dotyczyła dnia zdarzenia ($t = 0$), w którym średnie zwykłe stopy zwrotu były ujemne ($AAR_0 = -49,97\%$ oraz $AAR_0 = -16,55\%$). W trzecim dniu po zdarzeniu w obu przypadkach wartość średniej zwykłej stopy zwrotu była ujemna, jednak różniła się istotnie statystycznie od zera tylko w przypadku spółek wnioskujących o upadłość ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy.

Tabela 17. Średnie zwykłe stopy zwrotu w poszczególnych dniach okna zdarzenia dla spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o ogłoszenie upadłości ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy oraz ze względów ostrożnościowych

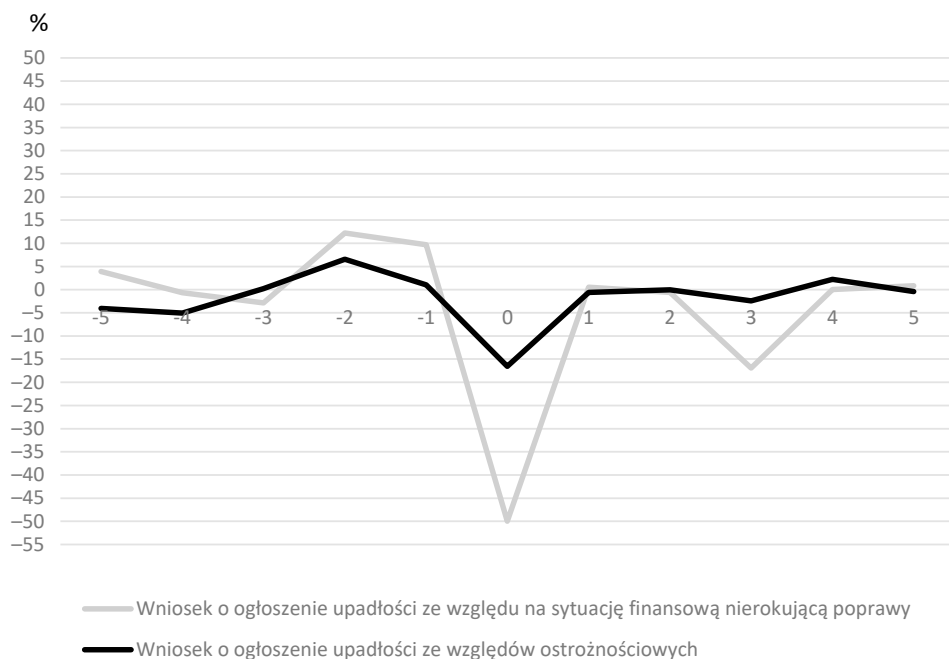
Dni t	Wniosek o ogłoszenie upadłości ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy	Wniosek o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych
	AAR_t (%)	AAR_t (%)
-5	3,89	-4,03 **
-4	-0,69	-5,09 ***
-3	-2,88	0,24
-2	12,22 ***	6,56 ***
-1	9,68 ***	1,04
0	-49,97 ***	-16,55 ***
1	0,54	-0,60
2	-0,60	-0,04
3	-16,89 ***	-2,42
4	0,01	2,25
5	0,81	-0,42
Liczba spółek	4	6

*** Istotność statystyczna na poziomie 0,01.

** Istotność statystyczna na poziomie 0,05.

Źródło: opracowanie własne.

W celu lepszego zobrazowania kształtowania się średnich zwyżkowych stóp zwrotu w poszczególnych dniach okna zdarzenia powyższe dane przedstawiono na wykresie 21.



Wykres 21. Kształtowanie się średnich zwyżkowych stóp zwrotu w poszczególnych dniach okna zdarzenia dla spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o ogłoszenie upadłości ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy oraz ze względów ostrożnościowych

Źródło: opracowanie własne.

Przeanalizowano także skumulowane średnie zwyżkowe stopy zwrotu dla obu grup przedsiębiorstw w różnych przedziałach czasowych okna zdarzenia (tabela 18). W przypadku spółek informujących o złożeniu lub o zamiarze złożenia wniosku o upadłość ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy skumulowane średnie zwyżkowe stopy zwrotu w dniach od -5 do -2 były dodatnie i uzyskane wartości były statystycznie istotnie różne od zera na poziomie 0,05. W przedziałach czasowych obejmujących dzień zdarzenia ($t = 0$) skumulowane średnie zwyżkowe stopy zwrotu odnotowały wartości ujemne i istotne statystycznie na poziomie 0,01. Podobnie w okresie następującym po zdarzeniu (od dnia 2 do 5) wartości były ujemne i istotne statystycznie na poziomie 0,01. W całym oknie zdarzenia rozpatrywanym łącznie również widać negatywny efekt zdarzenia na wycenę giełdową akcji analizowanych spółek ($CAAR_{-5,5} = -43,89\%$).

Spółki wnioskujące o upadłość ze względów ostrożnościowych odnotowały ujemne i statystycznie istotnie różne od zera skumulowane średnie zwyżkowe stopy zwrotu we wszystkich przedziałach czasowych obejmujących dzień zdarzenia ($t = 0$), tj. dla $CAAR_{(-1,0)}$, $CAAR_{(-1,1)}$, $CAAR_{(0,1)}$, $CAAR_{(-2,2)}$, $CAAR_{(-5,5)}$.

Dodatkowo można zauważyć, że większość zdarzeń powodowała występowanie ujemnych skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu dla spółek ogłaszających w obu analizowanych grupach w dniach od -1 do 0 ; od -1 do 1 ; od 0 do 1 ; od -5 do 5 ; od -2 do 2 . W przypadku spółek składających wniosek ze względów ostrożnościowych w dniach od 2 do 5 tyle samo spółek notowało dodatnie co ujemne skumulowane zwyżkowe stopy zwrotu, inaczej niż w przypadku spółek składających wniosek ze względu na sytuację nierokującą poprawy, w przypadku których w tych dniach wciąż była przewaga ujemnych skumulowanych zwyżkowych stóp zwrotu.

Na podstawie uzyskanych wyników można wnioskować, że **w obu grupach analizowanych przedsiębiorstw reakcja inwestorów była najsilniejsza i negatywna w dniu zdarzenia (tabela 17)**. Wartości skumulowanych średnich zwyżkowych stóp zwrotu były ujemne w całym oknie zdarzenia rozpatrywanym łącznie (w dniach -5 do 5) oraz w zawężonych przedziałach – w dniach od -2 do 2 ; od -1 do 1 ; od -1 do 0 ; od 0 do 1 (istotność statystyczna na poziomie $\alpha = 0,01$) (tabela 18). **Reakcja w stosunku do cen akcji spółek nierokujących poprawy sytuacji finansowej była wyraźnie silniejsza niż w przypadku spółek składających wniosek ze względów ostrożnościowych ($AAR_0 = -49,97\%$ oraz $AAR_0 = -16,55\%$) (tabela 17)**. **W przypadku spółek nierokujących poprawy sytuacji finansowej (w przeciwieństwie do spółek wnioskujących o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych) negatywna reakcja inwestorów widoczna była także w dniach następujących po zdarzeniu (2 do 5) (tabela 18), a więc można uznać, że informacja była dłużej uwzględniana w cenach akcji.**

Tabela 18. Skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu w wybranych przedziałach czasowych okna zdarzenia – od dnia T1 do T2 – dla spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o ogłoszenie upadłości ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy i ze względów ostrożnościowych

T1, T2	Wniosek o ogłoszenie upadłości ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy					Wniosek o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych				
	CAAR _{T1,T2} (%)	Liczba zdarzeń, dla których notowano dodatnie CAR _{T1,T2}	Udział liczby zdarzeń, dla których notowano dodatnie CAR _{T1,T2} (w %)	Liczba zdarzeń, dla których notowano ujemne CAR _{T1,T2}	Udział liczby zdarzeń, dla których notowano ujemne CAR _{T1,T2} (w %)	CAAR _{T1,T2} (%)	Liczba zdarzeń, dla których notowano dodatnie CAR _{T1,T2}	Udział liczby zdarzeń, dla których notowano dodatnie CAR _{T1,T2} (w %)	Liczba zdarzeń, dla których notowano ujemne CAR _{T1,T2}	Udział liczby zdarzeń, dla których notowano ujemne CAR _{T1,T2} (w %)
-5, -2	12,54 **	2	50	2	50	-2,32	3	50	3	50
-1, 0	-40,29 ***	0	0	4	100	-15,51 ***	1	17	5	83
-1, 1	-39,76 ***	1	25	3	75	-16,11 ***	1	17	5	83
0, 1	-49,44 ***	0	0	4	100	-17,15 ***	1	17	5	83
2, 5	-16,67 ***	1	25	3	75	-0,63	3	50	3	50
-5, 5	-43,89 ***	1	25	3	75	-19,06 ***	1	17	5	83
-2, 2	-28,13 ***	1	25	3	75	-9,60 ***	2	33	4	67
Liczba spółek			4					6		

*** Istotność statystyczna na poziomie 0,01.

** Istotność statystyczna na poziomie 0,05.

Źródło: opracowanie własne.

4.2.2. Ocena reakcji inwestorów względem akcji spółek nieogłaszających

Dokonano także analizy zwykłych stóp zwrotu dla konkurentów spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość (tabela 19). W związku z tym, że część upadłości przypadła na czas kryzysu wywołanego pandemią COVID-19, który spowodował znaczny wzrost zmienności cen akcji w Polsce i na światowych rynkach¹²⁰, w przypadku wniosków o ogłoszenie upadłości zanotowanych po styczniu 2020 r.¹²¹ nałożono korektę Bayesa w celu oszacowania współczynnika beta do modelu rynkowego¹²². Dotyczy to czterech zdarzeń zanotowanych w marcu i kwietniu 2020 r., a więc w okresie dużej zmienności indeksu WIG¹²³.

Tabela 19. Średnie zwykłe stopy zwrotu konkurentów spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o ogłoszenie upadłości w poszczególnych dniach okna zdarzenia

t	$AAR_t^A (\%)$	$AAR_t^B (\%)$
-5	-0,48	-0,23
-4	-0,22	-0,34
-3	-0,97 ***	-0,95 ***
-2	0,24	0,23
-1	0,35	0,36
0	0,34	0,19

120 Por. Engelhardt, N., Krause, M., Neukirchen, D., Posch, P. N. *Trust and stock market volatility during the COVID-19 crisis*. „Finance Research Letters” 2021, t. 38(C), 101873, s. 1–6.; Aslam, F., Ferreira, P., Mughal, K. S., Bashir, B. *Intraday volatility spillovers among european financial markets during COVID-19*. „International Journal of Financial Studies” 2021, nr 9(1), s. 5.

121 Kiedy pandemia COVID-19 wpłynęła na wyniki na rynkach finansowych – w Europie pierwszy przypadek zachorowania na COVID-19 miał miejsce 24 stycznia, a w Polsce 4 lutego 2020 r.

122 Nałożenie korekty Bayesa na współczynnik beta zakłada, że ceny akcji spółek w długim horyzoncie czasowym będą się stabilizowały. Jak podkreśla Paździor, należy ostrożnie podchodzić do wnioskowania na podstawie skorygowanego współczynnika beta dla spółek pochodzących z branż najbardziej dotkniętych przez kryzys, gdyż część z nich nie przetrwa – szerzej: Paździor, A. *Zastosowanie modelu CAPM...*, s. 321–330. W związku z powyższym korektę nałożono jedynie na spółki konkurencyjne do spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość. Można uznać, że spółki ogłaszające nie przetrwały z sukcesem kryzysu, niewłaściwym wydaje się więc założenie o stabilizacji ich cen w długim okresie.

123 Por. Buszko, M., Orzeszko, W., Stawarz, M. *COVID-19 pandemic and stability of stock market – A sectoral approach*. „Plos One” 2021, nr 16(5), s. 1–26; Harjoto, M. A., Rossi, F., Lee, R., Sergi, B. S. *How do equity markets react to COVID-19? Evidence from emerging and developed countries*. „Journal of Economics and Business” 2021, t. 115(C), 105966, s. 1–16.

Tabela 19. (cd.)

t	$AAR_t^A (\%)$	$AAR_t^B (\%)$
1	-0,24	-0,25
2	0,16	0,27
3	0,75 **	0,66 **
4	0,71 **	0,63 **
5	0,09	0,00
Liczba spółek	98	98

A – wartości bez uwzględnienia korekty Bayesa do estymacji współczynnika beta w modelu rynkowym dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu COVID-19.

B – wartości uwzględniające korektę Bayesa do estymacji współczynnika beta w modelu rynkowym dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu COVID-19.

*** Istotność statystyczna na poziomie 0,01.

** Istotność statystyczna na poziomie 0,05.

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie powyższych wyników można stwierdzić, że istotne statystycznie średnie zwykłe stopy zwrotu dla konkurentów wystąpiły w 3 dniu przed oraz 3 i 4 dniu po zdarzeniu, bez względu na metodę wyliczania współczynnika beta do modelu rynkowego w czasie pandemii COVID-19. Istotne statystycznie średnie zwykłe stopy zwrotu przyjęły wartości ujemne przed zdarzeniem, zaś dodatnie po zdarzeniu. W dniu zdarzenia średnie zwykłe stopy zwrotu miały dodatni znak, jednak ich wartości ze statystycznego punktu widzenia nie były istotne.

Dodatkowo przeanalizowano skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu dla spółek konkurencyjnych w stosunku do spółek ogłaszających w różnych przedziałach czasowych okna zdarzenia (tabela 20). Na podstawie uzyskanych rezultatów można stwierdzić, że skumulowane wartości w dniach następujących po zdarzeniu ($CAAR_{2,5}$) uzyskane dla konkurentów spółek ogłaszających były dodatnie i istotne statystycznie. W dniach poprzedzających zdarzenie skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu były ujemne i istotne statystycznie na poziomie $\alpha = 0,05$ ($CAAR_{-5,2}$ niezależnie od sposobu estymacji). W dniach okalających zdarzenie (od -1 do 0; do 0 do 1) nie można potwierdzić występowania efektów związanych z upublicznieniem informacji o zdarzeniu. Występowania efektów nie da się również stwierdzić, analizując całe okno zdarzenia – w dniach od -5 do 5, czy w węższym ujęciu w dniach od -2 do 2 oraz od -1 do 1 – choć wartości skumulowanych średnich zwykłych stóp zwrotu były dodatnie, wyniki nie były istotne statystycznie.

Tabela 20. Skumulowane średnie zwyżkowe stopy zwrotu konkurentów spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość w wybranych przedziałach czasowych okna zdarzenia – od dnia T1 do T2

T1, T2	CAAR _{T1,T2} ^A (%)	CAAR _{T1,T2} ^B (%)	Liczba zdarzeń, dla których notowano dodatnie CAAR _{T1,T2} ^B	Udział liczb zdarzeń, dla których notowano dodatnie CAAR _{T1,T2} ^B (w %)	Liczba zdarzeń, dla których notowano ujemne CAAR _{T1,T2} ^B	Udział liczb zdarzeń, dla których notowano ujemne CAAR _{T1,T2} ^B (w %)
-5, -2	-1,44 **	-1,29 **	8	44	10	56
-1, 0	0,69	0,55	11	61	7	39
-1, 1	0,45	0,30	13	72	5	28
0, 1	0,10	-0,06	11	61	7	39
2, 5	1,71 ***	1,57 **	11	61	7	39
-5, 5	0,72	0,58	7	38	11	61
-2, 2	0,85	0,80	7	38	11	61
Liczba spółek	98	98				

A – wartości bez uwzględnienia korekty Bayesa do estymacji współczynnika beta w modelu rynkowym dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu COVID-19.

B – wartości uwzględniające korektę Bayesa do estymacji współczynnika beta w modelu rynkowym dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu COVID-19.

*** Istotność statystyczna na poziomie 0,01.

** Istotność statystyczna na poziomie 0,05.

Źródło: opracowanie własne.

Dodatkowa analiza wykazała, że zdarzenia rozpatrywane w badaniu częściej wywoływały powstawanie dodatnich skumulowanych średnich zwyżkowych stóp zwrotu u konkurentów sektorowych w dniach okalających zdarzenie (dni od -1 do 0; od -1 do 1; 0 do 1) oraz w dniach następujących po zdarzeniu (dni 2 do 5). Z kolei w całym oknie zdarzenia (dni od -5 do 5) i w zawężonym oknie (od -2 do 2) wartości skumulowanych średnich zwyżkowych stóp zwrotu były częściej ujemne (tabela 20).

Na podstawie wyników otrzymanych w całym oknie zdarzenia rozpatrywanym łącznie (od dnia -5 do dnia 5) nie można stwierdzić występowania efektów związanych ze zdarzeniem dla konkurentów spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość. Skumulowana średnia zwyżkowa stopa zwrotu miała wartość dodatnią ($CAAR_{-5,5}^B = 0,58\%$), jednak wynik nie był istotny statystycznie, więc nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej głoszącej, że skumulowana średnia zwyżkowa stopa zwrotu jest równa zero. **Otrzymane rezultaty**

wskazują jednak na występowanie pozytywnego efektu dla konkurentów w dniach od 2 do 5¹²⁴ – efekt zdawał się odłożony w czasie (tabela 20).

Dodatkowo przeanalizowano kształtowanie się średnich zwykłych stóp zwrotów dla konkurentów spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy (tabela 21). Dla wyodrębnionej grupy zdarzeń średnia zwykła stopa zwrotu w dniu –3 przyjęła wartość ujemną i istotną statystycznie. W 4 dniu po zdarzeniu średnia zwykła stopa zwrotu przyjęła istotną statystycznie wartość dodatnią. W dniu zdarzenia średnia zwykła stopa zwrotu była istotna i dodatnia.

Tabela 21. Średnie zwykłe stopy zwrotu w poszczególnych dniach okna zdarzenia dla konkurentów spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy

<i>t</i>	<i>AAR_t</i> ^A (%)	<i>AAR_t</i> ^B (%)
–5	–0,60	–0,20
–4	–0,04	–0,23
–3	–1,14 ***	–1,07 ***
–2	–0,35	–0,38
–1	0,18	0,23
0	0,92 **	0,67 *
1	0,44	0,42
2	–0,73	–0,54
3	–0,06	–0,15
4	2,57 ***	2,51 ***
5	0,23	0,07
Liczba spółek	62	62

A – wartości bez uwzględnienia korekty Bayesa do estymacji współczynnika beta w modelu rynkowym dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu COVID-19.

B – wartości uwzględniające korektę Bayesa do estymacji współczynnika beta w modelu rynkowym dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu COVID-19.

*** Istotność statystyczna na poziomie 0,01.

** Istotność statystyczna na poziomie 0,05.

* Istotność statystyczna na poziomie 0,1.

Źródło: opracowanie własne.

Analizę skumulowanych średnich zwykłych stóp zwrotu przedstawia tabela 22. Na podstawie przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że konkurenci spółek

124 Oddziaływanie zdarzenia wpływa w przeciwnym kierunku na stopy zwrotu z akcji spółek ogłaszających (tabela 15) i nieogłaszających (tabela 19), co sugeruje występowanie efektu konkurencyjności.

upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o ogłoszenie upadłości ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy przed zajęciem zdarzenia odnotowali ujemne skumulowane średnie zwyżkowe stopy zwrotu w dniach od -5 do -2. W dniach następujących po zdarzeniu (dni od 0 do 1 oraz od 2 do 5), a także w dniach od -1 do 1 skumulowane średnie zwyżkowe stopy zwrotu przyjęły wartości dodatnie i były istotne statystycznie. Dodatkowo skumulowana średnia zwyżkowa stopa zwrotu wyliczona z użyciem współczynnika beta nieuwzględniającego korekty Bayesa była dodatnia przy istotności statystycznej na poziomie $\alpha = 0,05$ w dniach od -1 do 0. W całym oknie zdarzenia od -5 do 5 oraz w dniach od -2 do 2 efekty związane z wystąpieniem zdarzenia zatarły się: otrzymane wyniki były dodatnie, ale ze względu na brak istotności statystycznej nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej głoszącej, że skumulowane średnie dodatkowe stopy zwrotu są równe zero.

Tabela 22. Skumulowane średnie zwyżkowe stopy zwrotu w wybranych przedziałach czasowych okna zdarzenia – od dnia T1 do T2 – dla konkurentów spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy

	$CAAR_{T_1, T_2}^A$ (%)		$CAAR_{T_1, T_2}^B$ (%)		Liczba zdarzeń, dla których notowano dodatnie $CAAR_{T_1, T_2}^B$	Udział liczby zdarzeń, dla których notowano dodatnie $CAAR_{T_1, T_2}^B$ (w %)	Liczba zdarzeń, dla których notowano ujemne $CAAR_{T_1, T_2}^B$	Udział liczby zdarzeń, dla których notowano ujemne $CAAR_{T_1, T_2}^B$ (w %)
T1, T2								
-5, -2	-2,13	***	-1,88	**	6	50	6	50
-1, 0	1,09	**	0,90		9	75	3	25
-1, 1	1,54	**	1,32	**	10	83	2	17
0, 1	1,36	**	1,10	**	10	83	2	17
2, 5	2,01	**	1,88	**	7	58	5	42
-5, 5	1,42		1,32		6	50	6	50
-2, 2	0,46		0,40		6	50	6	50
Liczba spółek	62		62					

A – wartości bez uwzględnienia korekty Bayesa do estymacji współczynnika beta w modelu rynkowym dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu COVID-19.

B – wartości uwzględniające korektę Bayesa do estymacji współczynnika beta w modelu rynkowym dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu COVID-19.

*** Istotność statystyczna na poziomie 0,01.

** Istotność statystyczna na poziomie 0,05.

Źródło: opracowanie własne.

Można zauważyć, że pozytywny efekt na rynkową wycenę akcji widoczny był w przedziale czasowym obejmującym zdarzenie (w dniach od 0 do 1) (tabela 22), inaczej niż w przypadku wszystkich konkurentów analizowanych łącznie, gdzie wartości istotne statystycznie uzyskane były dopiero dla dni od 2 do 5 (tabela 20).

Dodatkowo przeanalizowano liczbę przypadków, dla których notowano ujemne i dodatnie skumulowane średnie zwyżkowe stopy zwrotu. Analiza ta potwierdza, że w okresie okalającym zdarzenie (od -1 do 0; od -1 do 1; od 0 do 1) częściej osiągane były dodatnie zwyżkowe stopy zwrotu w oknie zdarzenia (tabela 22).

Na podstawie wyników otrzymanych w całym oknie zdarzenia rozpatrywanym łącznie (od dnia -5 do dnia 5) nie można stwierdzić występowania efektów związanych ze zdarzeniem dla konkurentów giełdowych spółek ogłaszających o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku ze względu na sytuację finansową nie-rokującą poprawy (otrzymana wartość była dodatnia – $CAAR_{-5,5}^B = 1,32\%$, jednak przy braku istotności statystycznej). Pozytywny efekt dla konkurentów widoczny był w dniach od -1 do 1 oraz w dniach od 0 do 1, a także po zdarzeniu w dniach od 2 do 5 – jako że zdarzenie oddziaływało w odwrotnym kierunku na stopy zwrotu spółek ogłaszających (tabela 18) i nieogłaszających (tabela 22), można wnioskować o dominacji efektu konkurencyjności.

Przeanalizowano także średnie zwyżkowe stopy zwrotu dla konkurentów spółek składających wnioski o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych. Na podstawie tej analizy można stwierdzić, że w dniu -2 notowana była istotna statystycznie dodatnia średnia zwyżkowa stopa zwrotu. W dniu zdarzenia średnia wartość zwyżkowych stóp zwrotu była ujemna, jednak nieistotna statystycznie. W dniach następujących po zdarzeniu średnie zwyżkowe stopy zwrotu były ujemne oraz istotne statystycznie dla dni 1 i 4 oraz dodatnie i istotne statystycznie dla dni 2 i 3 (tabela 23).

Tabela 23. Średnie zwyżkowe stopy zwrotu w poszczególnych dniach okna zdarzenia dla konkurentów spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych

t	AAR_t^A (%)	AAR_t^B (%)
-5	-0,29	-0,27
-4	-0,53	-0,53
-3	-0,69	-0,76
-2	1,25 **	1,29 **
-1	0,65	0,60
0	-0,66	-0,65
1	-1,42 ***	-1,41 ***
2	1,69 ***	1,68 ***
3	2,15 ***	2,07 ***

t	AAR_t^A (%)	AAR_t^B (%)
4	-2,51 ***	-2,61 ***
5	-0,15	-0,10
Liczba spółek	36	36

A – wartości bez uwzględnienia korekty Bayesa do estymacji współczynnika beta w modelu rynkowym dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu COVID-19.

B – wartości uwzględniające korektę Bayesa do estymacji współczynnika beta w modelu rynkowym dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu COVID-19.

*** Istotność statystyczna na poziomie 0,01.

** Istotność statystyczna na poziomie 0,05.

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 24 przedstawiono analizę w różnych przedziałach okna zdarzenia. W przypadku spółek konkurencyjnych do podmiotów wnioskujących (zamierzających wnioskować) o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych istotność statystyczną uzyskano w przedziale czasowym od 0 do 1 (dla analizy uwzględniającej korektę Bayesa istotność statystyczną uzyskano także dla dni od -1 do 1). Wskazuje to na negatywne oddziaływanie zdarzenia na wycenę rynkową akcji analizowanych podmiotów. W tym czasie, inaczej niż w przypadku konkurentów spółek wnioskujących o upadłość z powodu sytuacji finansowej nierokującej poprawy, skumulowana średnia zwykłowa stopa zwrotu była ujemna. W całym oknie zdarzenia rozpatrywanym łącznie wartość skumulowanej średniej zwykłowej stopy zwrotu nie różniła się istotnie statystycznie od zera.

Dodatkowa analiza liczby przypadków, dla których notowano ujemne i dodatnie skumulowane średnie zwykłowe stopy zwrotu, pokazała, że większość zdarzeń powodowała występowanie ujemnych stóp zwrotu u konkurentów (z wyjątkiem dni od -1 do 1 oraz od 2 do 5).

Na podstawie wyników otrzymanych w całym oknie zdarzenia rozpatrywanym łącznie (od dnia -5 do dnia 5) nie można jednoznacznie stwierdzić występowania efektów związanych z upublicznieniem informacji o złożeniu (zamierze złożenia) wniosku o upadłość ze względów ostrożnościowych dla konkurentów giełdowych spółki ogłaszającej (wartość jest ujemna: $CAAR_{5,5}^B = -0,71\%$ przy braku istotności statystycznej). Należy jednak zauważyć, że większość zdarzeń (83%) powodowała powstawanie ujemnych zwykłych stóp zwrotu, co może stanowić słabe potwierdzenie efektu zarażania. **Jednocześnie można zauważyć, że oddziaływanie zdarzenia wpływało w tym samym kierunku na stopy zwrotu z akcji spółek ogłaszających (tabela 18) i nieogłaszających (tabela 24) w dniach od 0 do 1 i w tym podokresie wyniki były istotne statystycznie, co świadczy o występowaniu efektu zarażania.**

Tabela 24. Skumulowane średnie zwyżkowe stopy zwrotu w wybranych przedziałach czasowych okna zdarzenia – od dnia $T1$ do $T2$ – dla konkurentów spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych

$T1, T2$	$CAAR_{T1,T2}^A$ (%)	$CAAR_{T1,T2}^B$ (%)	Liczba zdarzeń, dla których notowano dodatnie $CAAR_{T1,T2}^B$	Udział liczby zdarzeń, dla których notowano dodatnie $CAAR_{T1,T2}^B$ (w %)	Liczba zdarzeń, dla których notowano ujemne $CAAR_{T1,T2}^B$	Udział liczby zdarzeń, dla których notowano ujemne $CAAR_{T1,T2}^B$ (w %)
-5, -2	-0,26	-0,28	2	33	4	67
-1, 0	0,00	-0,05	2	33	4	67
-1, 1	-1,42	-1,46 *	3	50	3	50
0, 1	-2,07 ***	-2,05 **	1	17	5	83
2, 5	1,19	1,03	4	67	2	33
-5, 5	-0,49	-0,71	1	17	5	83
-2, 2	1,52	1,51	1	17	5	83
Liczba spółek	36	36				

A – wartości bez uwzględnienia korekty Bayesa do estymacji współczynnika beta w modelu rynkowym dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu COVID-19.

B – wartości uwzględniające korektę Bayesa do estymacji współczynnika beta w modelu rynkowym dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu COVID-19.

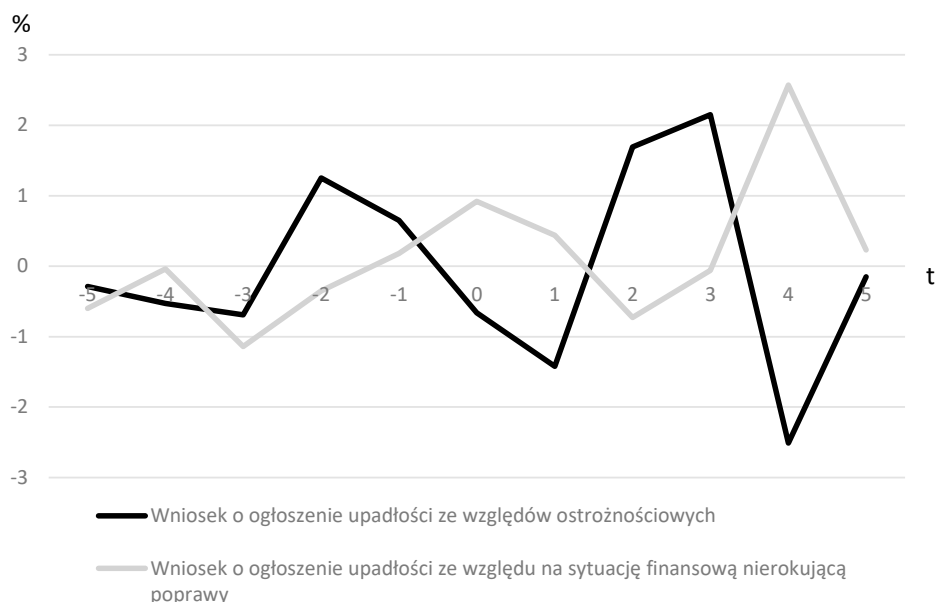
*** Istotność statystyczna na poziomie 0,01.

** Istotność statystyczna na poziomie 0,05.

* Istotność statystyczna na poziomie 0,1.

Źródło: opracowanie własne.

Ponadto do zobrazowania uzyskanych rezultatów zestawiono na wykresie 22 zaprezentowane wcześniej (tabele 21, 23) zwyżkowe stopy zwrotu spółek konkurencyjnych do podmiotów wnioskujących (zamierzających wnioskować) o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych i nierokujących poprawy. Na podstawie wykresu można stwierdzić odmienne kształtowanie się zwyżkowych stóp zwrotu w poszczególnych dniach okna zdarzenia w obydwu grupach.



Wartości bez uwzględnienia korekty Bayesa do estymacji współczynnika beta w modelu rynkowym dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu COVID-19

Wykres 22. Kształtowanie się średnich zwyżkowych stóp zwrotu w poszczególnych dniach okna zdarzenia dla konkurentów spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych i ze względu na sytuację nierokującą poprawy

Źródło: opracowanie własne.

Dodatkowo w celu oceny, czy rezultaty otrzymane dla przedsiębiorstw konkurencyjnych w analizowanym okresie nie są zniekształcone przez występowanie pandemii COVID-19, przeanalizowano dane w okresie do stycznia 2020 r. (tabela 25). Oznacza to, że przeprowadzono dodatkową analizę 14 zdarzeń i 71 spółek konkurencyjnych. W przypadku analizy pomijającej okres COVID-19 potwierdzony został negatywny efekt zdarzenia dla konkurentów spółek składających wniosek o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych. Ujemne skumulowane zwyżkowe stopy zwrotu dotyczyły okresów od -1 do 1 oraz od 0 do 1, a także całego okna zdarzenia rozpatrywanego łącznie (od -5 do 5). Co więcej, większość zdarzeń w dniach od 0 do 1 powodowała ujemne skumulowane średnie zwyżkowe stopy dla konkurentów (80%), a w całym oknie zdarzenia (-5, 5) i zawężonym oknie zdarzenia (-2, 2) wszystkie zdarzenia powodowały powstawanie ujemnych średnich zwyżkowych stóp zwrotu.

Tabela 25. Skumulowane średnie zwyżkowe stopy zwrotu w wybranych przedziałach czasowych okna zdarzenia – od dnia T_1 do T_2 – w zależności od motywu złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości. Analiza w okresie poprzedzającym pandemię COVID-19

Konkurenci spółek składających wniosek o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych						Konkurenci spółek składających wniosek o ogłoszenie upadłości ze względu na sytuację nierokującą poprawy				
T_1, T_2	$CAAR_{T_1, T_2}$ (%)	Liczba zdarzeń, dla których notowano dodatnie $CAAR_{T_1, T_2}$		Liczba zdarzeń, dla których notowano ujemne $CAAR_{T_1, T_2}$		$CAAR_{T_1, T_2}$ (%)	Liczba zdarzeń, dla których notowano dodatnie $CAAR_{T_1, T_2}$		Liczba zdarzeń, dla których notowano ujemne $CAAR_{T_1, T_2}$	
		Udział liczby zdarzeń, dla których notowano dodatnie $CAAR_{T_1, T_2}$ (w %)		Udział liczby zdarzeń, dla których notowano ujemne $CAAR_{T_1, T_2}$ (w %)			Udział liczby zdarzeń, dla których notowano dodatnie $CAAR_{T_1, T_2}$ (w %)		Udział liczby zdarzeń, dla których notowano ujemne $CAAR_{T_1, T_2}$ (w %)	
-5, -2	-1,35	1	20	4	80	-0,61	5	56	4	44
-1, 0	-0,71	1	20	4	80	0,11	6	67	3	33
-1, 1	-2,21 **	2	40	3	60	0,37	7	78	2	22
0, 1	-2,20 ***	1	20	4	80	0,88	8	89	1	11
2, 5	-0,68	3	60	2	40	0,02	6	67	3	33
-5, 5	-4,24 **	0	0	5	100	-0,22	4	44	5	56
-2, 2	-1,82	0	0	5	100	-0,02	5	56	4	44
Liczba spółek		32					39			

*** Istotność statystyczna na poziomie 0,01.

** Istotność statystyczna na poziomie 0,05.

Źródło: opracowanie własne.

W przypadku konkurentów spółek składających wniosek o ogłoszenie upadłości ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy nie udało się znaleźć zdecydowanego potwierdzenia oddziaływania pozytywnego efektu na konkurentów ze względu na brak istotności statystycznej otrzymanych rezultatów. Niemniej jednak zauważyć można, że 89% tego typu zdarzeń powodowało dodatnie stopy zwrotu dla konkurentów w dniach od 0 do 1, co daje jedynie słabe potwierdzenie pozytywnego oddziaływania zdarzenia.

Analizy wskazują, że **motyw złożenia wniosku o upadłość przez spółkę ogłaszającą (sytuacja nierokująca poprawy oraz względy ostrożnościowe) różnicuje reakcje inwestorów w stosunku do akcji spółek konkurencyjnych**. W przypadku konkurentów spółek składających wniosek o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych efekt ten był wyraźnie negatywny, zaś w przypadku konkurentów spółek składających wniosek ze względu na sytuację nierokującą poprawy efekt ten wydaje się pozytywny, choć wynik dodatkowej analizy dał jedynie słabe potwierdzenie tych wniosków.

Przeanalizowano także skumulowane dodatkowe stopy zwrotu w poszczególnych subsektorach w różnych przedziałach czasowych okna zdarzenia (T_1 , T_2). Wyniki analiz, przy zastosowaniu współczynnika beta z uwzględnieniem korekty Bayesa do wyliczenia oczekiwanych stóp zwrotu dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu COVID-19, zaprezentowane są w tabeli 26. Jak można zauważyć, jedynie dla 5 spośród 15 analizowanych subsektorów odnotowano istotne statystycznie skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu w wybranych przedziałach okna zdarzenia (jednocześnie istotność statystyczną uzyskano w wybranych okresach dla 8 spośród 18 zdarzeń). Należy jednak ostrożnie wnioskować ze względu na zróżnicowaną liczbę konkurentów analizowanych w branżach, niewielką liczbę zdarzeń oraz zróżnicowany charakter komunikatów informujących o składanych wnioskach o upadłość.

Odnosząc rezultaty do analizy uwarunkowań wewnątrzsektorowych, wykonanej w podrozdziale 2.6 (tabela 11), można stwierdzić, że subsektory, w których zaobserwowano istotne statystycznie reakcje, charakteryzowały się zróżnicowanymi wartościami wskaźnika koncentracji *HHI* (budownictwo ogólne 0,49; budownictwo przemysłowe 0,15; usługi dla przedsiębiorstw 0,46; odzież i obuwie 0,34–0,39; artykuły codziennego użytku 0,85; sprzęt i materiały medyczne 0,45). Dodatkowo nie stwierdzono występowania wyraźnego efektu zarażania w subsektorach, w przypadku których na podstawie analizy sytuacji subsektorów na tle makrosektorów wykonanej w podrozdziale 2.6 założono, że upadłość wynikała z problemów całego subsektora (odzież i obuwie w roku 2020, kosmetyki i chemia gospodarcza w roku 2017, artykuły codziennego użytku w roku 2017).

Tabela 26. Skumulowane średnie zwyżkowe stopy zwrotu podczas dni okna zdarzenia od dnia T1 do T2 dla konkurentów spółek składających wnioski o ogłoszenie upadłości w podziale sektorowym (z uwzględnieniem korekty Bayesa do wyliczenia oczekiwanych stóp zwrotu dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu COVID-19)

Wyszczególnienie	CAAR (T1,T2) (%)							Liczba zdarzeń	Średnia liczba konkurentów przypadająca na zdarzenie
Okres T1, T2 Subsektor	(-5,-2)	(-1,0)	(-1,1)	(0,1)	(2,5)	(-5,5)	(-2,2)		
119 Rynek kapitałowy – pozostałe	0,92	0,20	-6,08	-8,15	6,78	1,61	4,95	1	1
362 Papier i opakowania	-1,75	-0,46	0,00	0,86	0,66	-1,10	1,30	1	2
370 Recykling	10,38	5,22	5,86	1,28	2,07	18,31	8,38	1	2
411 Budownictwo ogólne	2,28	4,26 ***	8,26 ***	6,71 ***	2,42	8,12 **	8,47 ***	1	4
412 Budownictwo przemysłowe	-6,16 **	0,58	1,43	1,70	-3,03	-7,75 *	-0,48	1	7
413 Inżynieria lądowa i wodna	0,17	-2,24	-1,50	-1,13	0,34	-0,99	-1,54	1	5
414 Materiały budowlane	0,98	-1,07	0,08	1,03	0,75	1,81	-0,10	1	11
450 Usługi dla przedsiębiorstw	-8,83 ***	-1,99	-1,28	0,83	-0,70	-10,81 **	-4,36	1	5
511 Żywność	-1,20	0,47	0,18	1,01	-0,20	-1,22	-1,15	1	5

Wyszczególnienie	CAAR (T1,T2) (%)							Liczba zdarzeń	Średnia liczba konkurentów przypadająca na zdarzenie
521 Odzież i obuwie	-2,85 ***	0,40	-1,01	-2,09 ***	3,69 ***	-0,17	-1,34	3	11,33
2018 r.	-0,65	-0,77	-4,72 ***	-4,71 ***	1,66	-3,71	-2,98	1	13
2019 r.	-3,27	-0,79	0,26	-0,54	-4,75 **	-7,55 **	-0,18	1	9
2020 r.	-4,91 ***	2,56 *	2,04	-0,43	12,23 ***	9,35 ***	-0,42	1	12
522 Kosmetyki i chemia gospodarcza	-3,69	2,06	1,18	2,23	0,16	-2,35	-3,28	1	2
621 Artykuły codziennego użytku	0,20	2,01	-0,02	-0,60	1,00	1,19	1,09	2	1,5
2016 r.	-3,96	-1,38	-6,72 *	-6,40 **	0,76	-9,91	-5,46	1	1
2017 r.	2,29	3,70	3,32	2,29	1,13	6,73	4,37	1	2
720 Sprzęt i materiały medyczne	8,29 ***	5,24 **	4,55 *	-0,88	14,73 ***	27,56 ***	28,12 ***	1	4
821 Oprogramowanie	0,03	0,25	0,50	0,96	-1,98	-1,45	0,14	1	9
822 Systemy informatyczne	-0,57	1,73	0,64	1,96	-0,80	-0,73	-1,16	1	4

*** Istotność statystyczna na poziomie 0,01.

** Istotność statystyczna na poziomie 0,05.

* Istotność statystyczna na poziomie 0,1.

Źródło: opracowanie własne.

4.2.3. Dyskusja wyników badania empirycznego

Badanie przeprowadzone na podstawie krajowych spółek działających na Rynku Podstawowym GPW w Warszawie w latach 2016–2020 wykazało, że spółki upubliczniające informację, że złożyły bądź zamierzają złożyć wniosek o ogłoszenie upadłości, doświadczyły średnio negatywnych efektów względem wyceny rynkowej ich akcji w dniach okalających zdarzenie. Szczególnie silna reakcja występowała w dniu zdarzenia. Porównując otrzymane efekty z literaturą, można znaleźć potwierdzenie, że przedsiębiorstwa ogłaszające doświadczenia silnej i negatywnej reakcji w wyniku wystąpienia zdarzenia. W niniejszym badaniu $CAAR_{(-1,1)}$ uzyskany dla spółek ogłaszających to $-25,57\%$ (tabela 16), co jest wartością zbliżoną do wyników uzyskanych przez Serrę Coelho¹²⁵ (wynik w przedziale od -25 do 26%), Kaspereita i Lopattę¹²⁶ ($-22,79\%$) oraz Haensly'ego, Theisa i Swansona¹²⁷ ($-23,12\%$), a także do wyników polskich badań Prusaka i Potrykusa¹²⁸ ($-28,5\%$). Dodatkowo stwierdzono, że motyw złożenia wniosku o upadłość przez spółkę ogłaszającą różnicuje reakcje inwestorów. Spółki, które wskazywały, że składają wniosek o ogłoszenie upadłości, licząc na pozytywne rozpatrzenie wniosku o restrukturyzację (względy ostrożnościowe), średnio doświadczały słabszej i bardziej krótkotrwałej reakcji niż spółki składające wniosek ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy.

W przypadku konkurentów spółek ogłaszających (krajowych spółek notowanych na Głównym Rynku GPW i zaklasyfikowanych do tego samego subsektora według GPW) w dniu zajścia zdarzenia nie zaobserwowano istotnej reakcji. Pozytywne oddziaływanie zdarzenia było widoczne z opóźnieniem – w podokresie okna zdarzenia od 2 do 5 (tabela 20). Dominacja pozytywnych efektów uzyskana dla całej próby przedsiębiorstw nieogłaszających stoi w sprzeczności z wynikami badań przeprowadzonych na rynku amerykańskim, gdzie dominował efekt zarażania w przypadku złożenia wniosku o upadłość¹²⁹. Pamiętać jednak należy, że w warunkach amerykańskiego systemu prawnego złożenie wniosku o upadłość może nastąpić na podstawie rozdziału 11 Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych (nastawionego na reorganizację przedsiębiorstwa) lub rozdziału 7 tegoż Kodeksu (nastawionym na likwidację przedsiębiorstwa). Ze względu na niewielką liczbę wniosków składanych w zgodzie z rozdziałem 7 wszystkie wymienione powyżej badania poświęcone

125 Serra Coelho, L. *Bad news do not always travel slowly: The bankruptcy case*. University of the Algarve and CEFAGE, Working Paper, 2010, <http://www.efmaefm.org/OEFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2011-Braga/papers/0011.pdf>, data dostępu: 24.09.2021.

126 Kaspereit, T., Lopatta, K. *The Solar Shakeout...*, s. 139–158.

127 Haensly, P. J., Theis, J., Swanson, Z. *Reassessment of contagion...*, s. 45–63.

128 Prusak, B., Potrykus, M. *Short-term price reaction to filing for bankruptcy...*, s. 1–14.

129 Zob. Lang, L. H., Stulz, R. *Contagion and competitive intra-industry effects...*, s. 45–60; Ferris, S. P., Jayaraman, N., Makhija, A. K. *The response of competitors...*, s. 367–395; Hertz, M. G., Li, Z., Officer, M. S., Rodgers, K. J. *Inter-firm linkages and the wealth effects...*, s. 374–387; Caton, G. L., Donaldson, J., Goh, J. *The intra-industry effects of Chapter 11...*, s. 262–268.

były upadłościom nastawionym na reorganizację. Zdaniem niektórych autorów rozdział 11 daje ochronę przed wierzycielami dłużnikom, którzy mają dużą szansę na powrót do działalności¹³⁰. Wydaje się więc, że wydźwięk informacji o złożeniu wniosku o upadłość w opisywanych przypadkach jest inny niż na rynku polskim.

Uzyskane rezultaty są natomiast w zgodzie z wynikami badania przeprowadzonego na gruncie europejskim¹³¹, badania przeprowadzonego w grupie upadłości stwierdzonych na podstawie rozdziału 7 Kodeksu upadłościowego Stanów Zjednoczonych¹³², a także badania związanego z zagrożeniem kontynuacji działalności spółki, gdzie dominował efekt konkurencyjności w analizowanych próbach¹³³.

Analizując wydźwięk informacji o złożeniu wniosku o upadłość w Polsce, należy zwrócić uwagę, że w polskim systemie prawnym postępowanie upadłościowe traktowane jest, zgodnie z zasadą *ultima ratio*, jako ostateczny środek w przypadku, gdy nie powiodą się działania nastawione na restrukturyzację. Z zasady skutkiem postępowania upadłościowego jest likwidacja. Niemniej jednak czasami zdarzają się sytuacje, gdy kierownictwo spółki obawia się konsekwencji niezłożenia wniosku o ogłoszenie upadłości w terminie, ale wciąż liczy na możliwość zawarcia ugody z wierzycielami. Wówczas często składane są dwa wnioski, tj. o upadłość i o restrukturyzację. W przypadku takiej kolizji wniosków na etapie ich rozpoznawania przez sąd, pierwszy rozpoznawany jest wniosek o restrukturyzację. Oznacza to, że inny jest motyw złożenia wniosku o upadłość, gdy do rozpoznania składane są dwa wnioski, niż gdy składany jest tylko wniosek o upadłość.

Dalsze analizy wykazały, że brak wychwycenia istotnej statystycznie reakcji inwestorów względem stóp zwrotu z akcji spółek nieogłaszających w dniu zdarzenia może wynikać z wzajemnego znoszenia się efektów pozytywnych i negatywnych. Zaobserwowano, że motyw złożenia wniosku ma wpływ na uzyskaną reakcję. W przypadku analizy dokonanej na podstawie zwrotów z akcji konkurentów spółek składających wniosek o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych zaobserwowano negatywny efekt wyceny rynkowej ich akcji w podokresie okna zdarzenia od 0 do 1 (tabela 24). W związku z tym, że zdarzenie w tym samym kierunku oddziaływało na stopy zwrotu spółek ogłaszających (tabela 18) i nieogłaszających można wnioskować o dominacji efektu zarażania w tym podokresie. W całym oknie zdarzenia (od dnia -5 do 5) brak jest istotności statystycznej otrzymanych rezultatów, choć zauważyć można, że zdecydowana większość zdarzeń (83%) powodowała powstawanie ujemnych skumulowanych zwykłych stóp zwrotu u konkurentów (tabela 24). Analiza kształtowania się stóp zwrotu dla akcji spółek konkurencyjnych względem spółek

130 Zob. Caton, G. L., Donaldson, J., Goh, J. *The Effect of Rivals...*, s. 304–311; Hertz, M. G., Li, Z., Officer, M. S., Rodgers, K. J. *Inter-firm linkages and the wealth effects...*, s. 374–387.

131 Hurulean, Ch. *Intra-industry contagion or competitive effect in Europe: Evidence from the credit default swap market*. University of Tilburg, Department of Finance, 2014, <https://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=135688>, data dostępu: 27.01.2020.

132 Jorion, P., Zhang, G. *Good and bad credit contagion...*, s. 860–883.

133 Serra Coelho, L., Peixinho, R., Terjesen, S. *The intraindustry effects...*

składających wniosek o ogłoszenie upadłości ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy wykazała występowanie pozytywnych efektów związanych ze zdarzeniem w przedziałach okna zdarzenia od -1 do 1 ; do 0 do 1 ; do 2 do 5 (tabela 22). Biorąc pod uwagę, że zdarzenie w przeciwnym kierunku oddziaływało na spółki ogłaszające (tabela 18) i nieogłaszające, należy wnioskować o dominacji efektu konkurencyjności w tym czasie. W całym oknie zdarzenia (od -5 do 5) nie osiągnięto rezultatów istotnych statystycznie. Otrzymane rezultaty wskazują, że motyw złożenia wniosku o upadłość różnicuje reakcję inwestorów względem konkurentów upadającego przedsiębiorstwa, co jest zgodne z badaniami Jorion i Zhang¹³⁴, którzy wskazali na odmienną reakcję w stosunku do konkurentów w przypadku upadłości nastawionych na reorganizację i likwidację.

Dodatkowa analiza, przeprowadzona w celu potwierdzenia otrzymanych rezultatów w okresie pomijającym czas pandemii COVID-19, potwierdziła występowanie negatywnych efektów w podokresie od -1 do 1 i od 0 do 1 dla spółek nieogłaszających, w przypadku gdy wniosek o ogłoszenie upadłości składany był ze względów ostrożnościowych. Dodatkowo istotność statystyczną uzyskano także dla wyniku w czasie trwania całego okna zdarzenia (od -5 do 5). Uzyskane rezultaty potwierdzają dominację efektu zarażania w tej grupie. Z kolei w grupie spółek nieogłaszających będących konkurentami spółek składających wniosek o ogłoszenie upadłości ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy nie udało się potwierdzić dominacji efektu konkurencyjności ze względu na brak istotności statystycznej otrzymanych rezultatów. Zauważyć jednak należy, że w podokresie od 0 do 1 większość zdarzeń (89%) powodowała powstawanie dodatnich średnich skumulowanych zwykłych stóp zwrotu u konkurentów (tabela 25).

W analizie w podziale na subsektory istotne wyniki w różnych przedziałach czasowych okna zdarzenia otrzymano dla 5 subsektorów z analizowanych 15 subsektorów (w tym dla konkurentów w przypadku 8 zdarzeń z 18) (tabela 26).

134 Jorion, P., Zhang, G. *Good and bad credit contagion...*, s. 860–883.

Zakończenie

Zjawisko upadłości przedsiębiorstw jest istotne z punktu widzenia funkcjonowania gospodarek wolnorynkowych i działających w nich przedsiębiorstw ze względu na konsekwencje, które ze sobą niesie – zarówno dla przedsiębiorstw, które stały się niewypłacalne, jak i dla ich otoczenia. Niniejsza praca ma na celu ocenę znaczenia informacji o upadłości dla kształtowania się stóp zwrotu z akcji w krótkim okresie w sektorach, w których wystąpiło złożenie wniosku o upadłość na przykładzie polskiego rynku giełdowego.

W monografii szczegółowej analizie poddano okres od 2016 do 2020 r., czyli od wprowadzenia ustawy Prawo restrukturyzacyjne, która zmieniła znacząco polski system prawny w zakresie upadłości. Podejście takie pozwoliło na objęcie analizami stosunkowo jednorodnego okresu pod względem uwarunkowań prawnych.

Biorąc pod uwagę cel niniejszej rozprawy, w rozdziale pierwszym przedstawiono zarówno prawne, jak i ekonomiczne aspekty związane z upadłością przedsiębiorstw. Wskazano, że istnieją problemy definicyjne z określeniem słowa upadłość i pojęć bliskoznacznych. Upadłość w sensie ekonomicznym (określana najczęściej jako bankructwo) jest różnie rozumiana i nie musi koniecznie wiązać się z formalnym orzeczeniem niewypłacalności przez sąd. Można natomiast stwierdzić, że jest rezultatem niedostosowania się do zmieniających się warunków w sytuacji wystąpienia kryzysu. Upadłość w sensie prawnym utożsamiana jest z formalnym orzeczeniem sądu. Jest niejednokrotnie postrzegana jako zjawisko nacechowane negatywnie ze względu na koszty, jakie ze sobą niesie dla upadającego przedsiębiorstwa oraz ze względu na towarzyszące jej skutki społeczne. Należy jednak pamiętać o roli, jaką pełni dla gospodarki, prowadząc do lepszej alokacji zasobów w wyniku usunięcia z rynku podmiotu nieefektywnego. W rozdziale pierwszym wskazano, że obecnie na świecie widać tendencję, aby raczej restrukturyzować niż likwidować przedsiębiorstwa, które mają szansę powrócić na rynek. W Polsce wyrazem tych tendencji jest wprowadzenie ustawy Prawo restrukturyzacyjne w 2016 r., co miało pozwolić na uniknięcie stygmatyzacji przedsiębiorstw, które miały jeszcze szansę na kontynuację działalności. Równocześnie oddzielono prawo upadłościowe i restrukturyzacyjne od siebie oraz nadano temu drugiemu znaczenie priorytetowe. Przemiany w systemie upadłościowym widoczne są w statystykach związanych z upadłościami:

na przestrzeni ostatnich lat¹ następuje wzrost ogólnej liczby postępowań, w tym także wzrasta udział postępowań o charakterze restrukturyzacyjnym, zaś polski system upadłościowy jest coraz lepiej oceniany przez Bank Światowy.

W rozdziale drugim przedstawiono interakcje, jakie zachodzą pomiędzy konkurentami i wykazano, że ich natężenie zmienia się wraz z przechodzeniem kolejnych faz cyklu życia sektora. Wskazano, że wyróżnia się cechy strukturalne branż (takie jak koncentracja czy bariery wejścia i wyjścia) i agregatowe (które można przypisać do konkretnych spółek działających w branży). W literaturze trwa dyskusja, czy cechy takie jak koncentracja determinują konkurencyjność, czy zależność jest jednak odwrotna. Bez względu na to, jaki jest kierunek oddziaływania, wydaje się, że te elementy są ze sobą mocno powiązane. Natężenie konkurencji wewnątrzsektorowej będzie inne w zależności od struktury konkurencyjnej rynku czy od fazy życia, w jakim znajduje się dany sektor. Dodatkowo w tej części zidentyfikowano sektorowe warunki funkcjonowania przedsiębiorstw w okresie pomiędzy 2016 a 2020 r., gdy koniunktura gospodarcza w poszczególnych sektorach podlegała zmianom. Najkorzystniejszymi okazały się lata 2017 i 2018, kiedy to wszystkie sektory odnotowywały relatywnie dobrą koniunkturę gospodarczą. Najmniej korzystny okazał się rok 2020, w którym nastąpiło załamanie sytuacji we wszystkich sektorach, co było związane z pandemią COVID-19. W całym badanym okresie najlepiej radziły sobie przedsiębiorstwa, których działalność wiązała się z informacją i telekomunikacją. Dodatkowo zidentyfikowano, w których subsektorach wydzielonych z Głównego Rynku GPW w kolejnych latach badanego okresu wystąpiły przypadki złożenia wniosku o upadłość przez emitenta. Zidentyfikowano 18 takich przypadków w 15 subsektorach i odpowiadających im 7 makrosektorach. Dokonano oceny sytuacji finansowej wskazanych subsektorów w zakresie osiąganego płynności finansowej, efektywności działania, rentowności i zadłużenia na tle *benchmarku*, jakim była sytuacja odpowiadających im makrosektorów. Stwierdzono, że sytuację trzech subsektorów (kosmetyków i chemii gospodarczej w roku 2017; odzieży i obuwni w roku 2020; artykułów codziennego użytku w roku 2017) na tle odpowiadających im makrosektorów można określić jako wyraźnie złą. Można podejrzewać, że wskazane przypadki złożenia wniosku o upadłość mogły być związane z problemami dotykającymi całych subsektorów.

W rozdziale trzecim wskazano, że rozprzestrzenianie się kryzysu zarówno pomiędzy gospodarkami, jak i sektorami czy przedsiębiorstwami może następować zarówno poprzez realne powiązania finansowe, jak i na gruncie informacyjnym. Na rynku kapitałowym szybkość, z jaką informacje są uwzględniane w cenach instrumentów finansowych, determinowana jest przez efektywność rynku, na którym są notowane. W świetle współczesnych teorii można założyć, że efektywność może się różnić w zależności od rynku i zmieniać się w czasie. Uregulowania prawne w zakresie obowiązków informacyjnych spółek notowanych na giełdzie mają

1 Od 2016 r., kiedy weszła w życie ustawa Prawo restrukturyzacyjne.

na celu zmniejszenie asymetrii informacyjnej i zwiększenie efektywności rynku. Informacja o zdarzeniach związanych z upadłością jest istotna z punktu widzenia bezpieczeństwa obrotu na rynku, w związku z czym co do zasady powinna być ona niezwłocznie ujawniona. Co więcej, w literaturze wskazuje się, że ogłoszona informacja może oddziaływać nie tylko na stopy zwrotu z akcji spółki bądź spółek ogłaszających, ale także na stopy zwrotu z akcji spółki lub spółek nieogłaszających (a więc takich, których informacja bezpośrednio nie dotyczy). Sytuację taką określa się mianem transferu informacji. W przypadku transferu informacji wyróżnić można dwa typów efektów. Efekt zarażania oznacza, że zdarzenie oddziałuje w tym samym kierunku na stopy zwrotu z akcji spółki ogłaszającej i nieogłaszających, natomiast efekt konkurencyjności oznacza, że zdarzenie oddziałuje na nie w przeciwnych kierunkach. W przypadku złożenia wniosku o upadłość zdarzenie oddziałuje negatywnie na stopy zwrotu spółek ogłaszających, a więc efekty pozytywne dla spółek nieogłaszających oznaczać będą efekt konkurencyjności, a negatywne efekt zarażania. W przypadku efektów wewnątrzsektorowych wywołanych upadłością podobieństwo podmiotów lub ich problemów może wywoływać efekt zarażania. Pozytywne efekty dla konkurentów sektorowych powstałe w wyniku wystąpienia upadłości związane są przede wszystkim z przekierowaniem popytu i zwiększeniem udziałów w rynku. Dotychczas publikowane badania dotyczące efektów wywołanych złożeniem wniosku o upadłość dotyczyły przede wszystkim rynku amerykańskiego i postępowań upadłościowych nakierowanych na reorganizację, nie zaś likwidację przedsiębiorstw. Wskazują one na dominację efektu zarażania. W literaturze można jednak znaleźć przykłady, na podstawie których można przypuszczać, że wniosek o ogłoszenie upadłości nakierowany na likwidację przedsiębiorstwa może wywoływać odmienne reakcje inwestorów.

Rozdział czwarty ma charakter metodyczno-empiryczny. Na podstawie zidentyfikowanych w rozdziale drugim 18 zdarzeń polegających na złożeniu wniosku o upadłość w latach 2016–2020 przez 17 spółek działających na Głównym Rynku GPW wyłoniono 98 spółek konkurencyjnych, które działały w tych samych subsektorach według klasyfikacji GPW. 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 likwidacja, 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 trwa krócej niż względem pozostałych spółek – określonych w pracy jako spółki składające wniosek o ogłoszenie upadłości ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy. Przeprowadzono analizę zdarzeń na podstawie stóp zwrotu z akcji spółek ogłaszających i ich konkurentów w różnych przekrojach: w podziale na motyw złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości, dla każdego zdarzenia, w ujęciu sektorowym oraz dla całej próby. Sformułowano następujące wnioski z analizy materiału analitycznego:

1. 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.
2. Spółki składające wniosek o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych odnotowywały słabszą i bardziej krótkotrwałą reakcję na zdarzenie niż spółki składające wniosek o upadłość ze względu na sytuację nierokującą poprawy.
3. W przekroju całej próby konkurenci sektorowi spółek ogłaszających doświadczali pozytywnej reakcji względem wyceny rynkowej ich akcji z opóźnieniem – w przedziale od 2 do 5 dnia po zdarzeniu.
4. Konkurenci sektorowi spółek składających wniosek o ogłoszenie upadłości ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy doświadczali pozytywnego oddziaływania zdarzenia na wycenę ich akcji w przedziałach okna zdarzenia od 0 do 1, od -1 do 1 oraz w dniach od 2 do 5 po zdarzeniu. Z uwagi na to, że zdarzenie negatywnie oddziaływało na spółki ogłaszające i pozytywnie na nieogłaszające, należy wnioskować o dominacji efektu konkurencyjności w tym czasie.
5. Konkurenci sektorowi spółek składających wniosek o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych doświadczali negatywnego oddziaływania zdarzenia na rynkową wycenę ich akcji w przedziale okna zdarzenia od 0 do 1. Ze względu na to, że zdarzenie negatywnie oddziaływało zarówno na spółki ogłaszające, jak i nieogłaszające, należy wnioskować o dominacji efektu zarażania w tym czasie.
6. Jedynie w przypadku ok. 33% analizowanych subsektorów (budownictwo ogólne, budownictwo przemysłowe, usługi dla przedsiębiorstw, odzież i obuwie, artykuły codziennego użytku, sprzęt i materiały medyczne) i tym samym ok. 44% zdarzeń w wybranych przedziałach okna zdarzenia uzyskano istotność statystyczną.

Otrzymane rezultaty pozwalają na weryfikację postawionych we wstępie hipotez. W hipotezie H1 założono, że upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość przez spółkę giełdową powoduje powstawanie zwykłych stóp zwrotu w przypadku spółek ogłaszających. Weryfikacja tej hipotezy jest pozytywna, uzyskane wyniki w sposób jednoznaczny wskazują, że spółki ogłaszające, bez względu na motyw złożenia wniosku o upadłość, doświadczają negatywnego oddziaływania na rynkową wycenę ich akcji (wnioski 1 i 2).

W drugiej z hipotez (H2) założono, że upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość przez spółkę giełdową powoduje powstawanie zwykłych stóp zwrotu u konkurentów sektorowych. Weryfikując hipotezę H2, odniesiono się do hipotez szczegółowych, z których składała się hipoteza druga. Potwierdzono, że zgodnie z hipotezą szczegółową H2.1 upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość ze względów ostrożnościowych powoduje dominację efektu zarażania

(wniosek 5) oraz że zgodnie z hipotezą częściową H2.2 upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy powoduje dominację efektu konkurencyjności (wniosek 4). Ostatecznie hipoteza główna H2 została potwierdzona (wnioski 3, 4, 5). Niemniej jednak zaznaczyć należy, że efekt wywierany na stopy zwrotu z akcji konkurentów był bardzo krótkotrwały (dotyczył krótkich przedziałów okna zdarzenia), a w przekroju sektorowym jedynie 1/3 analizowanych subsektorów odnotowała istotne statystycznie wyższe stopy zwrotu w wybranych przedziałach okna zdarzenia (wniosek 6).

Autorka monografii ma świadomość występowania w niniejszej pracy pewnych ograniczeń. Przede wszystkim z uwagi na wielkość analizowanego rynku oraz stosunkowo krótki przedział czasowy analiz związany z wejściem w życie w 2016 r. ustawy Prawo restrukturyzacyjne analizowanych zdarzeń i konkurentów było znacząco mniej niż w badaniach prowadzonych na rynku amerykańskim. Niemniej jednak w prowadzonych w pracy rozważaniach autorka chciała uwzględnić jednolity stan prawny. Ponadto warto nadmienić, że wykorzystana w badaniu próba była relatywnie duża w stosunku do wielkości polskiego rynku², a badaniem objęto wszystkie zdarzenia, które miały miejsce w określonym okresie badawczym.

Dodatkowo okres analiz był zróżnicowany w zakresie koniunktury oraz zmienności cen akcji z uwagi na występowanie pandemii COVID-19 w roku 2020. Okres kryzysu ma jednak szczególne znaczenie dla upadłości przedsiębiorstw, wobec czego został on uwzględniony w głównej analizie. Warto jednak podkreślić, że dodatkowa analiza, przeprowadzona z pominięciem okresu pandemii COVID-19, w zasadzie potwierdziła wnioski płynące z głównego badania.

Zawsze kontrowersyjne są także wybory, których należy dokonać, przeprowadzając analizę zdarzeń, takie jak wybór miernika zwykłej stopy zwrotu, modelu szacowania oczekiwanej stopy zwrotu, określenie okna estymacji i okna zdarzenia czy dobór testów statystycznych. Autorka monografii starała się kierować przeglądem literatury, dokonując powyższych wyborów, jednak możliwości w zakresie przeprowadzania tego typu analiz jest znacznie więcej. Problematiczna jest także możliwość wystąpienia zdarzeń zakłócających, które ostatecznie nie zostały wykluczone z próby z powodu relatywnie małej liczby obserwacji. Ostatecznie problem został zredukowany, ale nie wykluczony, przez dokonanie analiz w zawężonych przedziałach okna zdarzenia.

Powyższe rozważania i analizy pozwoliły na weryfikację postawionych w pracy hipotez badawczych. Wnioski z badania mogą stanowić przyczynek do dalszych badań nad transferem informacji, a przede wszystkim wskazują, że określone zdarzenia,

2 Na GPW notowane były 434 spółki krajowe w 2016 r. oraz 384 spółki w 2020 r. – zob. Giełda Papierów Wartościowych, <https://www.gpw.pl/>, data dostępu: 31.12.2020 – zaś liczba rocznych obserwacji dla spółek przekroczyła 100 (z uwzględnieniem danych dla spółek ogłaszających i nieogłaszających).

choć wydają się pozornie tożsame, mogą stanowić odmienny sygnał dla inwestorów, w zależności od kontekstu sytuacyjnego czy motywów, które za nimi stoją.

W kontekście przeprowadzonych badań można uznać, że analiza efektu zarażania i konkurencyjności wymaga uwzględnienia uwarunkowań regulacyjno-instytucjonalnych gospodarek. Pomimo tego, że rynek amerykański jest 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.

Literatura

- Adamska, A. *Bankructwa, upadłości i restrukturyzacja przedsiębiorstw*. „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2012, nr 22(1), s. 51–57.
- Adamska, A. *Ryzyko i odpowiedzialność*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 67: *Narzędzia zarządzania finansami*, s. 177–184.
- Addoum, J. M., Kumar, A., Le, N. *Contagious negative sentiment and corporate policies: evidence from local bankruptcy filings*. „Paris December 2014 Finance Meeting EUROFIDAI-AFFI Paper” 2014, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2490742, data dostępu: 28.01.2025.
- Aharony, J., Swary, I. *Contagion effects of bank failures: Evidence from capital markets*. „Journal of Business” 1983, nr 56(3), s. 305–322.
- Akhigbe, A., Madura, J., Martin, A. D. *Intra-industry effects of negative stock price surprises*. „Review of Quantitative Finance and Accounting” 2015, nr 45(3), s. 541–559.
- Akhigbe, A., Martin, A. D., Whyte, A. M. *Contagion effects of the world's largest bankruptcy: The case of WorldCom*. „The Quarterly Review of Economics and Finance” 2005, nr 45(1), s. 48–64.
- Altman, E. I. *A further empirical investigation of the bankruptcy cost question*. „The Journal of Finance” 1984, nr 39(4), s. 1067–1089.
- Altman, E., Hotchkiss, E. *Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt*, wydanie 3. John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2006.
- Ang, T. C. C. *Are firms with negative book equity in financial distress?* „Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies (RPBFMP)” 2015, nr 18(03), s. 1–41.
- Antkowiak, J. *Nowe prawo restrukturyzacyjne i upadłościowe – rewolucja w przepisach i szansa na nowy start dla zadłużonych przedsiębiorstw*. „Magazyn Controlling” 2016, nr 44, s. 71–75.
- Antonowicz, P. *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw. Teoria – praktyka gospodarcza – studia regionalne*. Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2015.
- Antonowicz, P. *Składowe Cyklu Konwersji Gotówki na trzy lata przed ogłoszeniem upadłości polskich przedsiębiorstw*. W: Morawska, S. (red.). *Ekonomia i prawo upadłości przedsiębiorstw – zarządzanie przedsiębiorstwem w kryzysie*. Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2012, s. 100–111.
- Armitage, S. *Event study methods and evidence on their performance*. „Journal of Economic Surveys” 1995, nr 9(1), s. 25–52.

- Aslam, F., Ferreira, P., Mughal, K. S., Bashir, B. *Intraday volatility spillovers among European financial markets during COVID-19*. „International Journal of Financial Studies” 2021, nr 9(1), s. 5.
- Auster, E. R. *The relationship of industry evolution to patterns of technological linkages, joint ventures, and direct investments between U.S. and Japan*. „Management Science” 1992, nr 38(6), s. 778–792.
- Bailey, D., Boyle, S. E. *The optimal measure of concentration*. „Journal of the American Statistical Association” 1971, nr 66(336), s. 702–706.
- Ball, R., Brown, P. *An empirical evaluation of accounting income numbers*. „Journal of Accounting Research” 1968, nr 6(2), s. 159–178.
- Barber, B. M., Odean, T., Zhu, N. *Do noise traders move markets?* „EFA 2006 Zurich Meetings Paper” 2006, https://www.researchgate.net/profile/Ning-Zhu-8/publication/228236633_Do_Noise_Traders_Move_Markets/links/5a7b9067a6fdcce697d74e5f/Do-Noise-Traders-Move-Markets.pdf, data dostępu: 28.01.2025.
- Barburski, J. *Kapitały własne jako podstawa bezpieczeństwa działalności gospodarczej na przykładzie przedsiębiorstw WIG20*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 67: *Narzędzia zarządzania finansami*, s. 117–136.
- Bartholdy, J., Olson, D., Peare, P. *Conducting event studies on a small stock exchange*. „The European Journal of Finance” 2007, nr 13(3), s. 227–252.
- Basdas, U., Oran, A. *Event studies in Turkey*. „Borsa Istanbul Review” 2014, nr 14(3), s. 167–188.
- Batóg, J. *Analiza związków między koncentracją, intensywnością kapitałową i rentownością przedsiębiorstw – podejście sektorowe*. „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego” 2008, nr 2, s. 19–27.
- Baumol, W. J., Panzar, J. C., Willig, R. D. *Contestable markets and the theory of industry structure*. Harcourt Brace Jovanovich, New York 1982.
- Benmelech, E., Bergman, N. K. *Bankruptcy and the collateral channel*. „The Journal of Finance” 2011, nr 66(2), s. 337–378.
- Benninga, S. *Financial modeling*. MIT Press, London 2014.
- Berger, A. N. *The profit-structure relationship in banking – tests of market-power and efficient-structure hypotheses*. „Journal of Money, Credit and Banking” 1995, nr 27(2), s. 404–431.
- Berry, M. A., Gallinger, G. W., Henderson, Jr., G. V. *Using daily stock returns in event studies and the choice of parametric versus nonparametric test statistics*. „Quarterly Journal of Business and Economics” 1990, nr 29(1), s. 70–85.
- Bieniasz, A., Czerwińska-Kayzer, D. *Długość cyklu konwersji gotówki – następstwo różnej konstrukcji mierników*. „Journal of Agribusiness and Rural Development” 2008, nr 1(7), s. 17–27.
- Binder, J. *The event study methodology since 1969*. „Review of Quantitative Finance and Accounting” 1998, nr 11(2), s. 111–137.
- Bobowski, Z. *Wybrane metody statystyki opisowej i wnioskowania statystycznego*. „Prace Dydaktyczne Wałbrzyskiej Wyższej Szkoły Zarządzania i Przedsiębiorczości. Nauki Społeczne” 2004, nr 5.

- Boguszewski, P. (red.). *Instrument szybkiego reagowania na zagrożenia upadłością w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych. Koncepcja i implementacja*. Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2014, <https://www.parp.gov.pl/storage/publications/pdf/21920.pdf>, data dostępu: 4.01.2016.
- Bolek, M., Wolski, R. *Profitability or liquidity: Influencing the market value. The case of Poland*. „International Journal of Economics and Finance” 2012, nr 4(9), s. 182–190.
- Bolton, P., Scharfstein, D. S. *A theory of predation based on agency problems in financial contracting*. „The American Economic Review” 1990, nr 80(1), s. 93–106.
- Boone, A. L., Ivanov, V. I. *Bankruptcy spillover effects on strategic alliance partners*. „Journal of Financial Economics” 2012, nr 103(3), s. 551–569.
- Boratyńska, K. *Koszty bankructwa przedsiębiorstwa na świecie i w Polsce – przegląd dotychczasowych badań*. „Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” 2009, nr 78, s. 175–186.
- Boratyńska, K. *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Ekonomiczne Problemy Usług” 2009, nr 39: *Finanse 2009 – teoria i praktyka. Finanse przedsiębiorstw*, s. 450–457.
- Borenstein, S., Rose, N. L. *Bankruptcy and pricing behavior in US airline markets*. „The American Economic Review” 1995, nr 85(2), s. 397–402.
- Borowski, K. *The influence of moon phases on rates of return of the Warsaw Stock Exchange indices*. „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2016, t. XCVIII, s. 151–166.
- Brewer, E., Jackson, W. E. *Inter-industry contagion and the competitive effects of financial distress announcements: Evidence from commercial banks and life insurance companies*. „Federal Reserve Bank of Chicago. Working Papers” 2002, nr 23, https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID367180_code030127670.pdf?abstractid=367180&mirid=1, data dostępu: 28.01.2025.
- Brodowska-Szewczuk, J. *Konkurencyjność przedsiębiorstw i źródła przewagi konkurencyjnej*. „Zeszyty Naukowe Akademii Podlaskiej. Administracja i Zarządzanie” 2009, nr 7(80), s. 87–100.
- Brown, S. J., Warner, J. B. *Measuring security price performance*. „Journal of Financial Economics” 1980, nr 8(3), s. 205–258.
- Brown, S. J., Warner, J. B. *Using daily stock returns: The case of event studies*. „Journal of Financial Economics” 1985, nr 14(1), s. 3–31.
- Brzeszczyński, J., Gajdka, J., Schabek, T. *Koniunktura giełdowa a zmiany w realnej sferze gospodarki w Polsce*. „Przegląd Organizacji” 2009, nr 7, s. 3–9.
- Brzeziński, A., Ryśnik, J. *Konkurenci jako istotny czynnik rozwoju przedsiębiorstwa na przykładzie klastrow*. „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Humanitas. Zarządzanie” 2012, nr 13(1), s. 37–47.
- Bulow, J. I., Geanakoplos, J. D., Klemperer, P. D. *Multimarket oligopoly: Strategic substitutes and complements*. „Journal of Political Economy” 1985, nr 93(3), s. 488–511.
- Burzała, M. *Zmiana wartości oczekiwanej i wariancji stóp zwrotu z indeksów giełdowych w czasie kryzysu. Zarażanie czy wzajemne zależności rynków kapitałowych*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 75, s. 83–96.
- Buszko, M., Buszko, M., Orzeszko, W., Stawarz, M. *COVID-19 pandemic and stability of stock market – A sectoral approach*. „Plos One” 2021, nr 16(5), s. 1–26.

- Byrka-Kita, K., Czerwiński, M., Preś-Perepeczo, A., Wiśniewski, T. *Does CEO replacement at state-owned enterprises matter? Evidence from the Polish capital market*. „Eastern European Economics” 2021, nr 59(2), s. 125–147.
- Byrka-Kita, K., Rozkrut, D. *Stabilność indeksu ryzyka beta na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1999–2006*. „Przegląd Organizacji” 2007, nr 10, s. 41–45.
- Byrka-Kita, K., Rozkrut, D. *Wybór metody estymacji a wartość szacunku parametru beta dla akcji notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*. „Przegląd Organizacji” 2009, nr 11, s. 32–35.
- Cable, J., Holland, K. *Modelling normal returns in event studies: A model-selection approach and pilot study*. „The European Journal of Finance” 1999, nr 5(4), s. 331–341.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W., MacKinlay, A. C. *The econometrics of financial markets*, t. 2. Princeton University Press, Princeton, NJ 1997.
- Carhart, M. *On persistence in mutual fund performance*. „The Journal of Finance” 1997, nr 52(1), s. 57–82.
- Caton, G. L., Donaldson, J., Goh, J. *The effect of rivals when firms emerge from bankruptcy*. „Corporate Ownership and Control” 2008, nr 6(2), s. 304–311.
- Caton, G. L., Donaldson, J., Goh, J. *The intra-industry effects of Chapter 11 filings: Evidence from analysts' earnings forecast revisions*. „Corporate Ownership and Control” 2012, nr 9(4), s. 262–268.
- Chamska, K., Ściński, G. *Obowiązki informacyjne na głównym parkiecie GPW oraz na rynku NewConnect – analiza porównawcza*. „Finanse i Prawo Finansowe” 2017, nr 2(14), s. 9–22.
- Cheng, L. T., McDonald, J. E. *Industry structure and ripple effects of bankruptcy announcements*. „Financial Review” 1996, nr 31(4), s. 783–807.
- Chi, L.-C. *Contagion and competitive effects of plan confirmation of reorganization filings: Evidence from the Taiwan Stock Market*. „Economic Modelling” 2009, nr 26(2), s. 364–369.
- Chi, L.-C., Tang, T.-C. *The response of industry rivals to announcements of reorganization filing*. „Economic Modelling” 2008, nr 25(1), s. 13–23.
- Chłodnicka, H. *Identyfikacja i systematyka kosztów upadłości*. „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 2004, nr 1039: *Modele rachunku kosztów i rachunkowości zarządczej*, s. 133–142.
- Chotkowski, J. *Rynek jako podstawowa instytucja gospodarki – pojęcie, struktury, efektywność*. „Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” 2013, nr 101, s. 53–65.
- Columbus, F. (red.). *Politics and economics of Latin America*. Nova Science Publishers, Huntington, NY 2001.
- Conner, K. R. *A historical comparison of resource-based theory and five schools of thought within industrial organization economics: Do we have a new theory of the firm?* „Journal of Management” 1991, nr 17(1), s. 121–154.
- Cygler, J. *Kooperencja przedsiębiorstw a cykl życia sektora*. „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej” 2008, nr 90, s. 60–71.
- Cygler, J. *Korzyści kooperencji – oczekiwania i efekty*. „Organizacja i Kierowanie” 2013, nr 5, s. 60–76.

- Czapiewski, L. *Model CAPM i trójczynnikowy model Famy-Frencha w analizie zdarzeń na polskim rynku kapitałowym*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 73, s. 609–620.
- Czapiewski, L., Jewartowski, T. *Modele krótkoterminowych stóp zwrotu w analizie zdarzeń*. „Studia Ekonomiczne/Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach” 2012, nr 106: *Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania: rynki finansowe*, s. 273–286.
- Czapkiewicz, A., Skalna, I. *Użyteczność stosowania modelu Famy i Frencha w okresach hossy i bessy na rynku akcji GPW w Warszawie*. „Bank i Kredyt” 2011, nr 42(3), s. 61–80.
- Czekaj, J. (red.). *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Dąbek, P. *Podstawowe zasady niemieckiego postępowania insolwencyjnego na tle polskiego prawa upadłościowego i układowego*. „Zeszyty Naukowe/Akademia Ekonomiczna w Krakowie” 2004, nr 657, s. 5–16.
- Dec, P. (red.). *Niepewność funkcjonowania przedsiębiorstw: bankructwa, restrukturyzacja, likwidacja*. Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2014.
- Dębski, W. *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Dimson, E. *Risk measurement when shares are subject to infrequent trading*. „Journal of Financial Economics” 1979, nr 7(2), s. 197–226.
- Dobson, J. *Is shareholder wealth maximization immoral?* „Financial Analysts Journal” 1999, nr 55(5), s. 69–75.
- Dolley, J. C. *Characteristics and procedure of common stock split-ups*. „Harvard Business Review” 1933, nr 11(3), s. 316–326.
- Dominiak, P. *Sektor MSP we współczesnej gospodarce*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Dorozik, L. (red.). *Restrukturyzacja ekonomiczna przedsiębiorstw w świetle polskiego prawa upadłościowego i naprawczego*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
- Dow, J., Gorton, G. *Noise traders*. „National Bureau of Economic Research. Working Paper” 2006, nr 12256.
- Drazen, A. *Political contagion in currency crises*. *Currency crises*. University of Chicago Press, Chicago 2000.
- Dudek, H., Krawiec, M., Landmesser, J. M. *Podstawy analizy statystycznej w badaniach rynku*. Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2011.
- Dudycz, T. *Analiza finansowa*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1999.
- Eckert, Ch. *Risk and risk management of spillover effects: Evidence from the literature*. „Risk Management and Insurance Review” 2020, nr 23(1), s. 75–104.
- Eckert, Ch., Gatzert, N., Pisula, A. *Spillover effects in the European financial services industry from internal fraud events: Comparing three cases of rogue trader scandals*. „The Journal of Risk Finance” 2019, nr 20, s. 249–266.
- Ederington, L. H., Lee, J. H. *The short-run dynamics of the price adjustment to new information*. „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1995, s. 117–134.
- Elkington, J. *25 years ago I coined the phrase „triple bottom line”. Here’s why it’s time to re-think it*. „Harvard Business Review” 2018, nr 25, s. 2–5.

- Engelhardt, N., Krause, M., Neukirchen, D., Posch, P. N. *Trust and stock market volatility during the COVID-19 crisis*. „Finance Research Letters” 2021, t. 38(C), 101873, s. 1–6.
- Evans, D. S. *The relationship between firm growth, size, and age: Estimates for 100 manufacturing industries*. „The Journal of Industrial Economics” 1987, nr 35(4), s. 567–581.
- Fama, E. F. *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. „The Journal of Finance” 1970, nr 25(2), s. 383–417.
- Fama, E. F. *Two pillars of asset pricing*. „American Economic Review” 2014, nr 104(6), s. 1467–1485.
- Fama, E. F., French, K. R. *A five-factor asset pricing model*. „Journal of Financial Economics” 2015, nr 116(1), s. 1–22.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., Roll, R. *The adjustment of stock prices to new information*. „International Economic Review” 1969, nr 10(1), s. 1–21.
- Ferris, S. P., Jayaraman, N., Makhija, A. K. *The response of competitors to announcements of bankruptcy: An empirical examination of contagion and competitive effects*. „Journal of Corporate Finance” 1997, nr 3(4), s. 367–395.
- Fichman, M., Levinthal, D. A. *Honeymoons and the liability of adolescence: A new perspective on duration dependence in social and organizational relationships*. „Academy of Management Review” 1991, nr 16(2), s. 442–468.
- Fierla, A. (red.). *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw. Wybrane aspekty*. SGH, Warszawa 2009.
- Firlej, K. *Wykorzystanie analizy scenariuszowej otoczenia w określeniu konkurencyjności sektora przedsiębiorstw przemysłu rolno-spożywczego*. „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 2006, nr 1118, t. 1: *Agrobiznes 2006: konkurencja w agrobiznesie – jej uwarunkowania i następstwa*, s. 228–236.
- Firlej, K., Hamulczuk, M., Kozłowski, W., Kufel, J., Piwowski, A., Stańko, S. *Struktury rynku i kierunki ich zmian w łańcuchu marketingowym żywności w Polsce i na świecie*. Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej – Państwowy Instytut Badawczy, Warszawa 2015.
- Flaga-Gieruszyńska, K. *Prawo upadłościowe i naprawcze*. C.H. Beck, Warszawa 2004.
- Foster, G. *Intra-industry information transfers associated with earnings releases*. „Journal of Accounting and Economics” 1981, nr 3(3), s. 201–232.
- Freeman, J., Carroll, G. R., Hannan, M. T. *The liability of newness: Age dependence in organizational death rates*. „American Sociological Review” 1983, nr 48(5), s. 692–710.
- Fritsch, M., Schmude, J. (red.). *Entrepreneurship in the region*. Springer Science & Business Media, New York 2007.
- Fujiwara, Y. *Chain of firms’ bankruptcy: A macroscopic study of link effect in a production network*. „Advances in Complex Systems” 2008, nr 11(5), s. 703–717.
- Gajdka, J., Walińska, E. *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, t. 2. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2000.
- Ginevičius, R., Čirba, S. *Additive measurement of market concentration*. „Journal of Business Economics and Management” 2009, nr 10(3), s. 191–198.
- Goedhart, M., Koller, T., Wessels, D. *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. John Wiley & Sons, New Jersey 2015.
- Goins, S., Gruca, T. S. *Understanding competitive and contagion effects of layoff announcements*. „Corporate Reputation Review” 2008, nr 11(1), s. 12–34.

- Goldstein, M. *The Asian financial crisis: Causes, cures, and systemic implications*, „Policy Analyses in International Economics”, 1998, nr 55, s. 7–22, https://piee.com/publications/chapters_preview/22/2iie261x.pdf, data dostępu: 23.02.2021.
- Gołaś, Z., Witczyk, A. *Pojęcie i metody oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa*. „Journal of Agribusiness and Rural Development” 2010, nr 1(15), s. 81–95.
- Gołębiowski, G. *Rola kapitału obrotowego i jego wpływ na zarządzanie finansami przedsiębiorstw*. www.golebiowski.stansat.pl/publikacje_g/rola%20KON.pdf, data dostępu: 7.07.2017.
- Gołębiowski, G., Tłaczała, A. *Analiza ekonomiczno-finansowa w ujęciu praktycznym*. Difin, Warszawa 2005.
- Gorynia, M. *Delimitacja systemów gospodarczych w naukach ekonomicznych*. „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 1993, nr 2, s. 65–72.
- Gorynia, M. *Teoria i polityka regulacji mezosystemów gospodarczych a transformacja post-socjalistycznej gospodarki polskiej*. „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu. Prace Habilitacyjne” 1995, nr 141.
- Gorynia, M., Kowalski, T. *Nauki ekonomiczne i ich klasyfikacja a wyzwania współczesnej gospodarki*. „Ekonomista” 2013, nr 4, s. 457–474.
- Gorynia, M., Łażniewska, E. (red.). *Kompendium wiedzy o konkurencyjności*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009.
- Grant, R. M. *Contemporary strategy analysis*, wydanie 7. John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2010.
- Grant, R. M. *The resource-based theory of competitive advantage: Implications for strategy formulation*. „California Management Review” 1991, nr 33(3), s. 114–135.
- Greiner, L. E. *Evolution and revolution as organizations grow*. W: Asch, D., Bowman, C. (red.). *Readings in strategic management*. Palgrave, London 1989, s. 373–387.
- Griffin, R. W. *Podstawy zarządzania organizacjami*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Grodzka, D. *Zatory płatnicze jako bariera rozwoju przedsiębiorstw (MSP)*. „Studia BAS” 2007, nr 9: *Varia z prac Biura Analiz Sejmowych*, s. 8–100.
- Grzegorzewska, E. *Zjawisko upadłości przedsiębiorstw w Polsce na tle innych krajów europejskich*. „Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” 2008, nr 68, s. 51–63.
- Guidice, R. M., Vasudevan, A., Duysters, G. *From „me against you” to „us against them”: Alliance formation based on inter-alliance rivalry*. „Scandinavian Journal of Management” 2003, nr 19(2), s. 135–152.
- Gurgul, H. *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, wydanie 2 uaktualnione i rozszerzone. Oficyna Wolters Kluwer Business, Warszawa 2012.
- Gurgul, S., Podczaszy, J. *Niewypłacalność przedsiębiorstwa w ujęciu prawnym i ekonomicznym*. „Przedsiębiorczość i Zarządzanie” 2016, nr 17(8), cz. 1: *Ryzyko i stabilność finansowa w procesach zarządzania*, s. 185–196.
- Hadasik, D. *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*. „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu. Prace Habilitacyjne” 1998, nr 153, s. 157.
- Hadasik, D., Kowalski, T. *Transformacja makroekonomiczna a upadłość przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–1995*. „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 1997, nr 59(1), s. 53–74.

- Haensly, P. J., Theis, J., Swanson, Z. *Reassessment of contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements*. „Quarterly Journal of Business and Economics” 2001, nr 40(3), s. 45–63.
- Hannan, M. T., Freeman, J. *The population ecology of organizations*. „American Journal of Sociology” 1977, nr 82(5), s. 929–964.
- Haowen, L. *Aggressive capital structure and the myth of negative book equity firms*. Eastern Finance Conference. SWFA 2015 Annual Conference, Southwestern Finance Association, Houston, Texas 2015.
- Harjoto, M. A., Rossi, F., Lee, R., Sergi, B. S. *How do equity markets react to COVID-19? Evidence from emerging and developed countries*. „Journal of Economics and Business” 2021, t. 115(C), 105966, s. 1–16.
- Hashi, I. *The economics of bankruptcy, reorganization, and liquidation: Lessons for East European transition economies*. „Russian & East European Finance and Trade” 1997, nr 33(4), s. 6–34.
- Helwege, J., Zhang, G. *Financial firm bankruptcy and contagion*. „Review of Finance” 2016, nr 20(4), s. 1321–1362.
- Hertzel, M. G., Li, Z., Officer, M. S., Rodgers, K. J. *Inter-firm linkages and the wealth effects of financial distress along the supply chain*. „Journal of Financial Economics” 2008, nr 87(2), s. 374–387.
- Hołda, A. *Prognozowanie bankructwa jednostki w warunkach polskich z wykorzystaniem funkcji dyskryminacyjnej* ZH. „Rachunkowość” 2001, nr 5, s. 306–310.
- Hrycaj, A. *Jurysdykcja krajowa w sprawach o ogłoszenie upadłości: objętych zakresem zastosowania rozporządzenia Rady (WE) nr 1346/2000 w sprawie postępowania upadłościowego*. Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Hrycaj, A. *Prawo i postępowanie restrukturyzacyjne*. Wolters Kluwer, Warszawa 2019.
- Hunsader, K., Delcours, N., Pennywell, G. *Competitive strategy and industry contagion following traditional Chapter 11 bankruptcy announcements*. „Managerial Finance” 2013, nr 39(11), s. 1032–1055.
- Hurulean, Ch. *Intra-industry contagion or competitive effect in Europe: Evidence from the credit default swap market*. University of Tilburg, Department of Finance, 2014, <https://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=135688>, data dostępu: 27.01.2020.
- Iqbal, Z. *The effects of bankruptcy filings on the competitors' earnings*. „International Review of Economics & Finance” 2002, nr 11(1), s. 85–99.
- Jackowicz, K., Kowalewski, O. *Koncentracja działalności sektora bankowego w Polsce w latach 1994–2000*. „Materiały i Studia NBP” 2002, t. 143.
- Jajuga, K., Jajuga, T. *Inwestycje: instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Jaki, A., Ćwięk, W. *Ryzyko upadłości przedsiębiorstwa a wartość dla akcjonariuszy*. „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2016, nr 4 (82), cz. 2: Rynek kapitałowy i wycena przedsiębiorstw, s. 383–394.
- Jan, C. L., Ou, J. A. *Negative-book-value firms and their valuation*. „Accounting Horizons” 2011, nr 26(1), s. 91–110.
- Janik, E. *Rejestry upadłości w wybranych państwach europejskich*. „Zeszyty Naukowe KUL” 2018, nr 61(4), s. 181–194.

- Jankowska, B. *Branża jako mezosystem gospodarczy*. „Ruch Prawniczy i Ekonomiczny” 2002, nr 2, s. 234–243.
- Jankowska, B. *Konkurencja wewnątrzbranżowa jako determinanta konkurencyjności przedsiębiorstwa*. „Gospodarka Narodowa” 2002, nr 4, s. 66–82.
- Jankowska, B. *Międzynarodowa konkurencyjność polskiej branży budowlanej*, rozprawa doktorska. Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Wydział Zarządzania, Poznań 2003.
- Jaworski, J. *Pomiar i analiza przyczynowa płynności finansowej w polskim mikroprzedsiębiorstwie*. „Przegląd Organizacji” 2009, nr 7–8, s. 49–52.
- Jeszka, A. *Sektor usług logistycznych w teorii i praktyce*, wydanie 2. Difin, Warszawa 2013.
- Jones, T. M., Felps, W. *Shareholder wealth maximization and social welfare: A utilitarian critique*. „Business Ethics Quarterly” 2013, nr 23(2), s. 207–238.
- Jorion, P., Zhang, G. *Credit contagion from counterparty risk*. „The Journal of Finance” 2009, nr 64(5), s. 2053–2087.
- Jorion, P., Zhang, G. *Good and bad credit contagion: Evidence from credit default swaps*. „Journal of Financial Economics” 2007, nr 84(3), s. 860–883.
- Jura, B. *Upadłość przedsiębiorstw na rynku publicznym i niepublicznym w Polsce*. „Finanse. Czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN” 2016, nr 9(1), s. 291–316.
- Kaczorowski, M. *Cykl konwersji gotówki a upadłość przedsiębiorstw*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2012, nr 30, s. 169–180.
- Kahneman, D., Tversky, A. *Prospect theory: An analysis of decision under risk*. „Econometrica” 1979, nr 47(2), s. 263–292.
- Kaldor, N. *Professor Chamberlin on monopolistic and imperfect competition*. „The Quarterly Journal of Economics” 1938, nr 52(3), s. 513–529.
- Kamiński, J. *Metody szacowania siły rynkowej w sektorze energetycznym*. „Polityka Energetyczna” 2009, nr 12, s. 229–241.
- Karaś, P., Kravchuk, I. *Znaczenie inwestorów instytucjonalnych w finansjalizacji strefy euro*. „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H – Oeconomia” 2016, nr 49(4), s. 185.
- Karkowska, R., Kravchuk, I. *Struktura inwestorów na GPW w Warszawie w kontekście zmian makroekonomicznych i rynkowych*. „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2016, nr 449, s. 246–256.
- Kaspereit, T., Lopatta, K. *The solar shakeout – Capital market reactions to bankruptcy announcements in the German solar industry*. „Zeitschrift für Energiewirtschaft” 2016, nr 40(3), s. 139–158.
- Khan, H. H., Kutan, A. M., Naz, I., Qureshi, F. *Efficiency, growth and market power in the banking industry: New approach to efficient structure hypothesis*. „The North American Journal of Economics and Finance” 2017, nr 42, s. 531–545.
- Kijek, A. *Analiza zmienności indeksów branżowych GPW w Warszawie przy zastosowaniu modelu GARCH BEKK*. „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2014, nr 365, s. 80–89.
- Klepka, R. *Specyfika kryzysu finansowego w przedsiębiorstwie*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” 2013, nr 32, s. 139–152.

- Kolay, M. *Gaining through corporate bankruptcy: Evidence from competitors*. „International Journal of Business” 2018, nr 23(4), s. 339–356.
- Kołatka, M. *Testing the adaptive market hypothesis on the WIG Stock Index: 1994–2019*. „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2020, nr 64(1), s. 131–142.
- Konat-Staniek, M., Piątek, E. *Niewypłacalność a płynność finansowa w kontekście nowego prawa restrukturyzacyjnego*. „Studia Ekonomiczne” 2016, nr 299, s. 159–175.
- Konchitchki, Y., O’Leary, D. E. *Event study methodologies in information systems research*. „International Journal of Accounting Information Systems” 2011, nr 12(2), s. 99–115.
- Kopczyńska, D. (red.). *Teoretyczne aspekty gospodarowania*. Wydawnictwo Naukowe Katedry Mikroekonomii Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2005.
- Kotler, P. *Marketing*. Dom Wydawniczy REBIS, Poznań 2005.
- Kotylak, S. *Przemysł kreatywny jako element gospodarki elektronicznej*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Ekonomiczne Problemy Usług” 2013, nr 105, s. 715–728.
- Kozub-Skalska, S. *Analiza wskaźnikowa jako narzędzie badania sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*. „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu” 2018, nr 82, s. 45–56.
- Koźmiński, A. K., Latusek-Jurczak, D. *Rozwój teorii organizacji*. Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
- Krawczyk, G. *Metody pomiaru koncentracji rynków transportu miejskiego*. „Transport Miejski i Regionalny” 2014, nr 5, s. 25–29.
- Kravin, D., Patton, R., Rose, E., Tabak, D. *Determination of the appropriate event window length in individual stock event studies*. „Studies in Economics and Finance” 1997, nr 35, s. 13–39.
- Kruczak-Jankowska, J. *Sprzedaż przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części w ramach przygotowanej likwidacji (tzw. pre-pack)*. „Gdańskie Studia Prawnicze” 2018, nr 39, s. 295–304.
- Krupski, R. (red.). *Zarządzanie strategiczne – ujęcie zasobowe*. Wałbrzyska Wyższa Szkoła Zarządzania i Przedsiębiorczości, Wałbrzych 2006.
- Kryzia, D. *Poziom konkurencji na światowym rynku gazu ziemnego*. „Polityka Energetyczna” 2016, nr 19, s. 47–62.
- Krzeczewska, O., Pastusiak, R. *Does bankruptcy filing always mean contagion? Evidence from industry rivals*. „International Journal of Finance & Economics” 2022, nr 27(1), s. 1357–1366.
- Krzczewski, B., Krzeczewska, O., Pastusiak, R. *Problemy metodologiczne w ocenie wskaźnika bieżącej płynności finansowej na przykładzie spółek giełdowych*. „Zarządzanie i Finanse” 2017, nr 1, s. 63–80.
- Kuczyńska-Chałada, M., Furman, J. *Wspomaganie strategii przedsiębiorstwa produkcyjnego – studium przypadku*. „Przedsiębiorczość i Zarządzanie” 2016, nr 17(7), cz. 3: Nowe trendy w zarządzaniu – wybrane uwarunkowania innowacyjności i konkurencyjności, s. 97–112.
- Kurek, B., Górski, I. *Kary nakładane przez Komisję Nadzoru Finansowego za naruszenie obowiązków informacyjnych w zakresie sprawozdawczości finansowej*. „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2019, nr 102(158), s. 111–129.
- Kwiatkowska, E. M. *Miary koncentracji – teoria a praktyka ich wykorzystania przez organy regulacyjne na rynkach telekomunikacyjnych*. „Metody Ilościowe w Badaniach Ekonomicznych” 2014, nr 3(15), s. 189–198.

- Lally, M. *An examination of Blume and Vasicek betas*. „Financial Review” 1998, nr 33(3), s. 183–198.
- Lang, L. H., Stulz, R. *Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements: An empirical analysis*. „Journal of Financial Economics” 1992, nr 32(1), s. 45–60.
- Langer, M. *Liberalizacja przepisów dotyczących upadłości konsumenckiej*. „Folia Iuridica Universitatis Wratislaviensis” 2020, nr 9(1), s. 207–218.
- Le, N. *Essays in empirical corporate finance*. Faculty of the Graduate School of the University of Colorado, 2012, https://scholar.colorado.edu/concern/graduate_thesis_or_dissertations/02870w009, data dostępu: 16.04.2020.
- Lepczyński, B., Pisarewicz, P. *Rola Komisji Nadzoru Finansowego w ograniczaniu ryzyka dla inwestorów na polskim rynku obligacji na przykładzie niewypłacalności spółki Get-Back SA*. „Zarządzanie i Finanse” 2018, nr 16(4), cz. 1, s. 133–149.
- Letskowski, D. *Badanie stabilności współczynnika beta akcji indeksu WIG20*. „Studia Ekonomiczne” 2013, nr 174, s. 75–87.
- Levine, R., Lin, C., Xie, W. *Corporate resilience to banking crises: The roles of trust and trade credit*. „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 2018, nr 53(4), s. 1441–1477.
- Lewandowicz, M., Borowski, K. *Analiza zjawiska nadreakcji rynku na GPW w Warszawie w okresie 1992–2014*. „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej” 2015, nr 145, s. 75–95.
- Lo, A. W. *The adaptive markets hypothesis*. „The Journal of Portfolio Management” 2004, nr 30(5), s. 15–29.
- Łukiewska, K. *Metodologiczne aspekty pomiaru międzynarodowej konkurencyjności branży na przykładzie przemysłu spożywczego*. Wydawnictwo Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego w Olsztynie, Olsztyn 2019.
- Ma, J., Pagán, J. A., Chu, Y. *Abnormal returns to mergers and acquisitions in ten Asian stock markets*. „International Journal of Business” 2009, nr 14(3), s. 235–250.
- MacKinlay, A. C. *Event studies in economics and finance*. „Journal of Economic Literature” 1997, nr 35(1), s. 13–39.
- Majecka, B., Jarocka, M. *Zachowania rynkowe przedsiębiorstw w teorii i praktyce gospodarczej*. Polskie Towarzystwo Ekonomiczne Oddział w Gdańsku, Gdańsk 2015.
- Malkiel, B. G. *The efficient market hypothesis and its critics*. „Journal of Economic Perspectives” 2003, nr 17(1), s. 59–82.
- Marsh, P. *Equity rights issues and the efficiency of the US stock market*. „The Journal of Finance” 1979, nr 34(4), s. 839–862.
- Masiukiewicz, P., Morawska, S. *Koncepcja poprawy efektywności upadłości*. „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2012, nr 23(2), s. 44–55.
- Maślanka, T., Mazur-Maślanka, I. *Wybrane wskaźniki finansowe w okresie przed upadłością w przedsiębiorstwach budowlanych*. „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2017, nr 42(1), s. 73–83.
- Maśnicka, M. *Postępowanie restrukturyzacyjne a odpowiedzialność karna członków zarządu spółek i likwidatorów za niezłożenie wniosku o ogłoszenie upadłości w terminie*. „Palestra. Pismo Adwokatury Polskiej” 2018, nr 1–2, s. 116–120.
- Maynes, E., Rumsey, J. *Conducting event studies with thinly traded stocks*. „Journal of Banking & Finance” 1993, nr 17(1), s. 145–157.

- Mączyńska, E. *Upadłości przedsiębiorstw – dysfunkcje, ich przyczyny*. „Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie” 2009, nr 2, s. 195–209.
- Mączyńska, E. *Zagrożenie i szansa upadłości przedsiębiorstwa*. „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2007, nr 3(4), s. 27–33.
- Mączyńska, E. (red.). *Bankructwa przedsiębiorstw. Wybrane aspekty instytucjonalne*. Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2008.
- Mączyńska, E. (red.). *Procesy upadłościowe i naprawcze w Polsce na tle doświadczeń Unii Europejskiej*. Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2013.
- Mączyńska, E., Zawadzki, M. *Dyskryminacyjne modele predykcji bankructwa przedsiębiorstw*. „Ekonomista” 2006, nr 2, s. 205–235.
- McWilliams, A., Smart, D. L. *Efficiency v. structure-conduct-performance: Implications for strategy research and practice*. „Journal of Management” 1993, nr 19(1), s. 63–78.
- Migaj, J. *Oddłużenie jako podstawowy cel postępowania upadłościowego prowadzonego w stosunku do osób fizycznych nieprowadzących działalności gospodarczej*. Uniwersytet Wrocławski, Wrocław 2017, http://www.repozytorium.uni.wroc.pl/Content/89466/02_15_J_Migaj_Oddluzenie_jako_podstawowy_cel_postepowania_upadlosciowego.pdf, data dostępu: 19.07.2021.
- Mioduchowska-Jaroszewicz, E., Szczepkowska, M. *Pozytywne i negatywne skutki upadłości*. „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego” 2016, nr 43, s. 65–74.
- Moser, T. *What is international financial contagion?* „International Finance” 2003, nr 6(2), s. 157–178.
- Nahotko, S. *Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach zagrożenia upadłością – podejście finansowe*. AJG Spółka z o.o. – Zakład Pracy Chronionej, Oficyna Wydawnicza, Bydgoszcz 2003.
- Nehrebecka, N., Dzik, A. M. *Konstrukcja miernika szans na bankructwo firmy*. „Materiały i Studia Narodowego Banku Polskiego” 2012, nr 280, s. 1–24.
- Niebieszczńska, W. *Rola restrukturyzacji naprawczej w postępowaniu upadłościowym przedsiębiorstwa*. „Studia Ekonomiczne” 2014, nr 198, s. 155–169.
- Nobanee, H., Al Hajjar, M. *An optimal cash conversion cycle*. „International Research Journal of Finance and Economics” 2014, nr 3(120), s. 13–22.
- Nowak, E. *Rachunkowość jako źródło informacji o sytuacji finansowej przedsiębiorstw w ocenie zagrożenia upadłością*. „Barometr Regionalny” 2008, nr 2(12), s. 65–72.
- Nowicki, J. *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w sytuacji braku rozdziału funkcji zarządczych od właścicielskich*, rozprawa doktorska. Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Wydział Zarządzania, Poznań 2010.
- Oler, D. K., Harrison, J. S., Allen, M. R. *The danger of misinterpreting short-window event study findings in strategic management research: An empirical illustration using horizontal acquisitions*. „Strategic Organization” 2008, nr 6(2), s. 151–184.
- Opler, T. C., Titman, S. *Financial distress and corporate performance*. „The Journal of Finance” 1994, nr 49(3), s. 1015–1040.
- Ostasiewicz, S., Rusnak, Z., Siedlecka, U. *Statystyka. Elementy teorii i zadania*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2006.

- Ostaszewski, J. *Kapitał obrotowy netto w przedsiębiorstwie i metody jego pomiaru*. W: Ostaszewski, J. (red.). *O nowy ład finansowy w Polsce. Rekomendacje dla animatorów życia gospodarczego*. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2015, s. 185–195.
- Otwinowski, W. *Kryzys i sytuacja kryzysowa*. „Przegląd Naukowo-Metodyczny. Edukacja dla Bezpieczeństwa” 2010, nr 2, s. 83–89.
- Pachucki, M., Plutecki, A. *Jak prawidłowo wypełniać obowiązki informacyjne. Poradnik dla emitentów*. Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2018.
- Pasquariello, P. *Imperfect competition, information heterogeneity, and financial contagion*. „The Review of Financial Studies” 2007, nr 20(2), s. 391–426.
- Pawlonka, T. *Płynność finansowa a wielkość kapitału obrotowego w wybranych przedsiębiorstwach branży mięsnej*. „Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” 2011, nr 92, s. 115–128.
- Paździor, A. *Mankamenty zysku księgowego jako miernika oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa*. „Przegląd Organizacji” 2008, nr 4, s. 36–39.
- Paździor, A. *Zastosowanie modelu CAPM w warunkach kryzysu*. „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2012, nr 261, s. 321–330.
- Perepeczo, A. *Analiza zdarzenia i jej zastosowania*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2011, nr 33, s. 35–51.
- Pericoli, M., Sbracia, M. *A primer on financial contagion*. „Journal of Economic Surveys” 2003, nr 17(4), s. 571–608.
- Peters, E. *Fractal market analysis: Applying chaos theory to investment and economics*. John Wiley & Sons, New York 1994.
- Peters, E. *Fractal structure in the capital markets*. „Financial Analysts Journal” 1989, nr 45(4), s. 32–37.
- Pietrzak, M. *Problem geograficznego zakresu rynków/sektorów w dobie globalizacji i regionalizacji*. „Zagadnienia Ekonomiki Rolnej” 2014, nr 1(338), s. 3–21.
- Pociecha, J. *Problemy prognozowania bankructwa firmy metodą analizy dyskryminacyjnej*. „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica” 2007, nr 205, s. 63–79.
- Pociecha, J., Pawełek, B. *Prognozowanie bankructwa a koniunktura gospodarcza*. „Zeszyty Naukowe/Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie” 2011, nr 873, s. 5–27.
- Pomykala, J. S. *Bankruptcy's origins in debtor-perpetrated crime*. 1999, s. 1–12, <https://ssrn.com/abstract=222377>, data dostępu: 13.04.2017.
- Porter, M. E. *How competitive forces shape strategy*. W: Asch, D., Bowman, C. (red.). *Readings in strategic management*. Palgrave, London 1989, s. 133–143.
- Prędkiewicz, K. *Uwarunkowania i metody zarządzania wypłacalnością małych i średnich przedsiębiorstw*, rozprawa doktorska. Akademia Ekonomiczna im. Oskara Langego, Wydział Nauk Ekonomicznych, Wrocław 2007.
- Prusak, B. *Ekonomiczna analiza upadłości przedsiębiorstw – ujęcie międzynarodowe*. CeDe-Wu, Warszawa 2011.
- Prusak, B., Potrykus, M. *Intraday price reaction to filing bankruptcy and restructuring proceedings – the evidence from Poland*. W: Lechman, E., Marszk, A. (red.). *The digital disruption of financial services*. Routledge, London 2021, s. 141–164.
- Prusak, B., Potrykus, M. *Short-term price reaction to filing for bankruptcy and restructuring proceedings – the case of Poland*. „Risks” 2021, nr 9(56), s. 1–14.

- Prusak, B., Potrykus, M. *Short-term price reaction to involuntary bankruptcies filed in bad faith: empirical evidence from Poland*. „European Research Studies Journal” 2020, nr XXIII(4), s. 873–889.
- Puchalski, T. *Statystyka. Wykład podstawowych zagadnień z ćwiczeniami*. Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1969.
- Rani, N., Yadav, S. S., Jain, P. K. *Financial performance analysis of mergers and acquisitions: evidence from India*. „International Journal of Commerce and Management” 2015, nr 25(4), s. 402–423.
- Rani, N., Yadav, S. S., Jain, P. K. *Mergers and acquisitions: A study of financial performance, motives and corporate governance*. India Studies in Business and Economics, Springer, Singapore 2016.
- Rekowski, M. *Mikroekonomia*. Akademia, Poznań 2011.
- Reyes, T., Waissbluth, N. *Saddled with attention: Overreaction to bankruptcy filings*. „International Review of Finance” 2019, nr 19(4), s. 787–819.
- Richardson, B., Nwankwo, S., Richardson, S. *Understanding the causes of business failure crises: generic failure types: Boiled frogs, drowned frogs, bullfrogs and tadpoles*. „Management Decision” 1994, nr 32(4), s. 9–22.
- Robinson, J. *What is perfect competition?* „The Quarterly Journal of Economics” 1934, nr 49(1), s. 104–120.
- Rogowski, W. *Konkurencja na rynku usług bankowych – miary koncentracji*. „Bank i Kredyt” 2001, nr 5, s. 43–50.
- Rogowski, W. *Rozważania nad pojęciem upadłość przedsiębiorstwa, czyli upadłość niejedno ma imię*. „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej” 2015, z. 142, s. 87–116.
- Rojek, T. *Koncepcja łańcucha wartości w zarządzaniu przedsiębiorstwem*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 66, s. 813–822.
- Roman, M. *Porównanie polskiego i irlandzkiego sektora mleczarskiego z wykorzystaniem modelu SCP*. „Roczniki Naukowe Stowarzyszenia Ekonomistów Rolnictwa i Agrobiznesu” 2015, nr 17(3), s. 326–331.
- Romanowska, M. *Odporność przedsiębiorstwa na kryzys*. „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej” 2012, nr 118, s. 7–15.
- Ropęga, J. *Ścieżki niepowodzeń gospodarczych: redukcja zagrożenia niepowodzeniem jako element strategii małej firmy*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013.
- Rosa, G. *Konkurencja na rynku usług transportowych*. C.H. Beck, Warszawa 2013.
- Rosiek, J., Zyguła, A. *Upadłości przedsiębiorstw w Polsce – tendencje i perspektywy*. „Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie” 2009, nr 2(13), s. 211–223.
- Ross, S. A., Westerfield, W. R., Jaffe, J. *Corporate finance*, wydanie 9. McGraw-Hill Irwin, 2010, s. 480–481. <http://course.sdu.edu.cn/G2S/eWebEditor/upload-file/20121125110341494.pdf>, data dostępu: 2.09.2021.
- Schipper, K. *Information transfers*. „Accounting Horizons” 1990, nr 4(4), s. 97–107.
- Scholes, M., Williams, J. *Estimating betas from nonsynchronous data*. „Journal of Financial Economics” 1977, nr 5(3), s. 309–327.

- Schumpeter, J. A. *Kapitalizm, socjalizm, demokracja*, <http://coin.wne.uw.edu.pl/lhardt/SchumpeterKSD.pdf>, data dostępu: 24.07.2020.
- Serra, A. P. *Event study tests: A brief survey*. „Gestão. Org-Revista Electrónica de Gestão Organizacional” 2004, nr 2(3), s. 248–255.
- Serra, R. G., Martelanc, R. *Estimation of betas of stocks with low liquidity*. „Brazilian Business Review” 2013, nr 10(1), s. 49–78.
- Serra Coelho, L. *Bad news do not always travel slowly: The bankruptcy case*. University of the Algarve and CEFAGE, Working Paper, 2010, <http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2011-Braga/papers/0011.pdf>, data dostępu: 24.09.2021.
- Serra Coelho, L. *Bad news does not always travel fast: Evidence from Chapter 11 bankruptcy filings*. „Accounting & Finance” 2015, nr 55(2), s. 415–442.
- Serra Coelho, L. *Business-bankruptcy after the BAPCPA: Evidence from the stock market*. „Journal of Accounting, Auditing & Finance” 2021, nr 36(2), s. 304–328.
- Serra Coelho, L., Peixinho, R., Terjesen, S. *The intraindustry effects of going concern audit reports*. „CEFAGE-UE Working Papers” 2011, nr 23, <https://core.ac.uk/download/pdf/6653664.pdf>, data dostępu: 30.09.2021.
- Serra Coelho, L., Taffler, R., John, K. *Bankrupt firms: who's buying?* 2011, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1787607, data dostępu: 29.01.2025.
- Siemińska, E. *Finansowa kondycja firmy, metody pomiaru i oceny*. Poltex, Warszawa 2003.
- Sierpińska, M., Jachna, T. *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Skowrońska, A. *Sektor logistyczny jako przykład pojęcia implikowanego intensyfikacją rozwoju rynku*. „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2011, nr 235, s. 109–122.
- Slaper, T. F., Hall, T. J. *The triple bottom line: What is it and how does it work*. „Indiana Business Review” 2011, nr 86(1) s. 4–8.
- Smirlock, M. *Evidence on the (non) relationship between concentration and profitability in banking*. „Journal of Money, Credit and Banking” 1985, nr 17(1), s. 69–83.
- Smith, D. C., Strömberg, P. *Maximizing the value of distressed assets: Bankruptcy law and the efficient reorganization of firms*. W: Honohan, P., Laeven, L. *Systemic financial crises. Containment and resolution*. Cambridge University Press, New York 2005, s. 232–275.
- Smith, G. *The changing and relative efficiency of European emerging stock markets*. „The European Journal of Finance” 2012, nr 18(8), s. 689–708.
- Stabryła, A. (red.). *Zarządzanie w kryzysie*. Mfiles.pl, Kraków 2010.
- Stachowiak, K. *Problemy metodologiczne badania sektora kreatywnego*. „Rozwój Regionalny i Polityka Regionalna” 2015, nr 30, s. 9–46.
- Stępień, K. *Kluczowe mierniki wyników działalności przedsiębiorstw*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2012, nr 51, s. 381–390.
- Stępień, K. *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw*. Difin, Warszawa 2008.
- Stevenson, S. *Contagion effects and intra industry information flows: The example of Olympia & York*. „Journal of Property Research” 2000, nr 17(2), s. 133–145.
- Stringa, M., Monks, A. *Inter-industry contagion between UK life-insurers and UK banks: An event study*. „Bank of England. Working Paper” 2007, nr 325, s. 1–31.

- Strzelczyk, A. *Obowiązki informacyjne spółek giełdowych – analiza komunikatów*. „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu” 2013, nr 2(34), s. 409–421.
- Sundaram, A. K., John, T. A., John, K. *An empirical analysis of strategic competition and firm values the case of R&D competition*. „Journal of Financial Economics” 1996, nr 40(3), s. 459–486.
- Szymański, M. *Stabilność parametrów modelu rynkowego szacowanego w oparciu o stopy zwrotu WIG*. „Metody Ilościowe w Badaniach Ekonomicznych” 2012, nr 13(3), s. 222–231.
- Ślepaczuk, R. *Anomalie rynku kapitałowego w świetle hipotezy efektywności rynku*. „Finansowy Kwartalnik Internetowy” 2006, nr 1, s. 1–10.
- Ślepaczuk, R. *Efektywność rynku instrumentów pochodnych notowanych na GPW w Warszawie*. „Ekonomia” 2004, nr 12, s. 163–188.
- Śnieżek, E. *Sprawozdawczość przepływów pieniężnych*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
- Światowiec-Szczepańska, J. *Renta ekonomiczna a przewaga konkurencyjna przedsiębiorstwa*. „Ekonomista” 2012, nr 2, s. 203–226.
- Świerczyński, J. *Elementy Dyrektywy Drugiej Szansy w polskim porządku prawnym – Uprozczone Postępowanie Restrukturyzacyjne (UPR) – od 01 grudnia 2021 r. już na stałe jako Postępowanie o Zatwierdzenie Układu (PZU)*, <https://www.parp.gov.pl/component/content/article/76123:elementy-dyrektywy-drugiej-szansy-w-polskim-porzadku-prawnym-uproszczone-postepowanie-restrukturyzacyjne-upr-od-01-grudnia-2021-r-juz-na-stale-jako-postepowanie-o-zatwierdzenie-ukladu-pzu>, data dostępu: 6.04.2022.
- Tabak, D., Dunbar, F. *Materiality and magnitude: Event studies in the courtroom*. W: Weil, R. L., Wagner, J. M., Frank, P. B. (red.). *Litigation services handbook: The role of the financial expert*. Wiley & Sons, New York 2001, s. 19.1–19.22.
- Tang, T.-C. *Effects of announcements of reorganization outcome*. „Applied Economics” 2010, nr 42(9), s. 1113–1124.
- Tarczyński, W., Majewski, S., Tarczyńska-Łuniewska, M., Majewska, A., Mentel, G., *The impact of weather factors on quotations of energy sector companies on Warsaw Stock Exchange*. „Energies” 2021, nr 14(6), s. 1–14.
- Tarczyński, W., Mentel, U., Mentel, G., Shahzad, U. *The influence of investors' mood on the stock prices: Evidence from energy firms in Warsaw Stock Exchange, Poland*. „Energies” 2021, nr 14(21), s. 1–25.
- Tarczyński, W., Witkowska, D., Kompa, K. *Współczynnik beta. Teoria i praktyka*. Pielaszek Research, Warszawa 2013.
- Thaler, R. *Toward a positive theory of consumer choice*. „Journal of Economic Behavior & Organization” 1980, nr 1(1), s. 39–60.
- Thornhill, S., Amit, R. *Learning about failure: Bankruptcy, firm age, and the resource-based view*. „Organization Science” 2003, nr 14(5), s. 497–509.
- Tokarski, A. *Charakterystyka podstawowych rodzajów upadłości firm w edukacji przedsiębiorczości*. „Przedsiębiorczość – Edukacja” 2012, nr 8, s. 169–182.
- Tokarski, A. *Kierunki ewolucji systemu upadłościowego w Polsce*. „Przedsiębiorczość – Edukacja” 2015, nr 11, s. 244–260.

- Tokarski, A. *Upadłość jako naturalny regulator konkurencji i przedsiębiorczości w gospodarce rynkowej na przykładzie gospodarki polskiej*. „Przedsiębiorczość – Edukacja” 2010, nr 6, s. 101–112.
- Tokarski, A., Matuszak, M. *Upadłość jako instytucja gospodarki rynkowej*. „Przedsiębiorczość – Edukacja” 2016, nr 12, s. 199–216.
- Tokarski, A., Tokarski, M. *Przebieg procesu upadłościowego przedsiębiorstw polskich w XXI w.* „Przedsiębiorczość – Edukacja” 2019, nr 15(2), s. 248–263.
- Tversky, A., Kahneman, D. *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*. „Science” 1974, nr 185(4157), s. 1124–1131.
- Urbaniak, W. *Współczynniki koncentracji w analizie ekonomicznej*. „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 2004, nr 180, s. 287–295.
- Vaga, T. *The coherent market hypothesis*. „Financial Analysts Journal” 1990, nr 46(6), s. 36–49.
- Walecka, A. *Konkurencyjność przedsiębiorstw w dobie kryzysu gospodarczego*. „Studia Ekonomiczne Regionu Łódzkiego” 2012, wydanie specjalne, s. 37–51.
- Wanat, L., Klus, S. *Sytuacja konkurencyjna branży i mezoekonomiczne aspekty polityki sektorowej państwa na przykładzie rynku drzewnego w Polsce*. „Rynek – Społeczeństwo – Kultura” 2015, nr 1(13), s. 41–55.
- Warner, J. B. *Bankruptcy costs: Some evidence*. „The Journal of Finance” 1977, nr 32(2), s. 337–347.
- Wawak, S. *Metody i techniki diagnozowania w doskonaleniu organizacji*. Mfiles.pl, Kraków 2013.
- Wąsowski, W. *Istota i warunki utrzymania płynności finansowej*. „Przegląd Corporate Governance” 2011, nr 1(25), s. 29–44.
- Wernerfelt, B. *A resource-based view of the firm*. „Strategic Management Journal” 1984, nr 5(2), s. 171–180.
- Wędzki, D. *Analiza sprawności działania*. „Analiza – Prognoza Finansowa” 2020, <https://analizy-prognozy.pl/wp-content/uploads/Analiza-sprawno%C5%9Bci-dzia%C5%82ania-%E2%80%93ANALIZA-PROGNOZA-FINANSOWA.pdf>, data dostępu: 06.08.2021.
- Wędzki, D. *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa – przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003.
- Windsor, D. *Shareholder wealth maximization*. W: Boatright, J. R. *Finance ethics: Critical issues in theory and practice*. John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2010, s. 437–455.
- Willows, G. D., Rockey, J. A. *Share price reaction to financial and integrated reports*. „South African Journal of Accounting Research” 2018, nr 32(2–3), s. 174–188.
- de Wit, B. *Porter on business strategy*. W: van den Bosch, F. A. J., de Man, A. P. *Perspectives on strategy*. Springer, Boston, MA 1997.
- Witkowski, P. *Wpływ podatku od niektórych instytucji finansowych na wartość rynkową banków komercyjnych w Polsce*. „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2017, nr 3(87), cz. 2: *Opodatkowanie przedsiębiorstw*, s. 189–201.
- Wróblewski, R. *Wybrane problemy zarządzania przedsiębiorstwem w sytuacjach kryzysowych*. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego w Siedlcach. Administracja i Zarządzanie” 2010, nr 14(87), s. 49–66.

- Wycisłak, S. *Contagion effect and organization*. „European Scientific Journal” 2014, nr 10(1), s. 17–26.
- Wycisłak, S. *Efekt zarażania a działalność organizacji*. Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2013.
- Wypych, M. *Płynność finansowa i zatory płatnicze w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw na tle zmian unormowań prawnych*. „Przedsiębiorczość i Zarządzanie” 2015, nr 16(12), cz. 2, s. 187–203.
- Wyrobek, J. M. *Wybrane dylematy szacowania kosztu kapitału własnego za pomocą modelu CAPM*. 2012, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2032216, data dostępu: 29.01.2025.
- Yarovaya, L., Brzeszczyński, J., Goodell, J. W., Lucey, B. M., Lau, C. K. *Rethinking financial contagion: Information transmission mechanism during the COVID-19 pandemic*. „Journal of International Financial Markets, Institutions and Money” 2022, t. 79, 101589, s. 1–23.
- Yu, H. Y., Huang, C., Lin, Y. H., Tsai, C. L. *The impact of information transparency on information transfer*. „Emerging Markets Finance and Trade” 2017, nr 53(4), s. 776–785.
- Zabłocka-Kluczka, A. *Granice organizacji a odporność organizacji na kryzys*. „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2013, nr 299, s. 148–159.
- Zarzecki, D. (red.). *Czas na pieniądź. Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2003.
- Zedler, F. *Zarys prawa upadłościowego*. Wolters Kluwer, Warszawa 2016.
- Ziółkowska, E., Mioduchowska-Jaroszewicz, E., Bednarz, T. *Analiza poziomu zadłużenia przedsiębiorstw na przykładzie „dobrych” i „złych” firm w latach 2010–2012*. W: Zimny, A. (red.). *Wybrane problemy i wyzwania gospodarcze. Ujęcie interdyscyplinarne*. Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa w Koninie, Konin 2015, s. 203–214.

Akty prawne

- Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/1023 z dnia 20 czerwca 2019 r. w sprawie ram restrukturyzacji zapobiegawczej, umorzenia długów i zakazów prowadzenia działalności oraz w sprawie środków zwiększających skuteczność postępowań dotyczących restrukturyzacji, niewypłacalności i umorzenia długów, a także zmieniającej dyrektywę (UE) 2017/1132 (dyrektywa o restrukturyzacji i upadłości).
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/50/UE z dnia 22 października 2013 r. zmieniająca dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego

- publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę Komisji 2007/14/WE ustanawiającą szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE.
- Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, Wytyczne dotyczące rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku. Opóźnienie ujawnienia informacji poufnych (ESMA/2016/1478).
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Regulamin Giełdy (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 1 lipca 2021 r.) w brzmieniu przyjętym Uchwałą nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r. z późn. zm.
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego w Systemie UTP (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 16 lutego 2021 r.) uchwalone Uchwałą nr 1038/2012 Zarządu Giełdy z dnia 17 października 2012 r. z późn. zm.
- Giełda Papierów Wartościowych. Benchmark. *Regulamin Klasyfikacji Sektorowej*. Warszawa 2019, <https://gpwbenchmark.pl/dokumentacja-indeksow-gieldowych>, data dostępu: 17.08.2020.
- Komisja Europejska, C(2020)7937, Pomoc państwa SA.58255 (2020/N) – Polska – Przedłużenie polskiego programu pomocy na ratowanie i restrukturyzację MŚP (przedłużenie SA.43594), https://ec.europa.eu/competition/state_aid/cases/1/202049/287513_2216340_80_2.pdf, data dostępu: 29.01.2025.
- Komitett Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych, Dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku. Poziom 3 – drugi zestaw wytycznych i informacji CESR dotyczących jednolitego zastosowania Dyrektywy na rynku (CESR/06-562b, 2007).
- Ministerstwo Gospodarki, Departament Innowacji i Przemysłu, Polityka Nowej Szansy, Załącznik do Uchwały Rady Ministrów z dnia 22 lipca 2014, Warszawa 2014, http://nowaszansa.gov.pl/sites/default/files/pliki/zalaczniki/polityka_nowej_szansy_pol.pdf, data dostępu: 17.10.2017.
- Ministerstwo Sprawiedliwości, Projekt: Krajowy Rejestr Zadłużonych (KRZ), <https://www.gov.pl/web/sprawiedliwosc/projekt-krajowy-rejestr-zadluzonych-krz>, data dostępu: 14.07.2020.
- Projekt ustawy: Prawo restrukturyzacyjne. Druk nr 2824, Warszawa 2014, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki7ka.nsf/0/2978B4B7B0ADFEFDC1257D78003BAB71/%24File/2824.pdf>, data dostępu: 23.01.2025.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim.
- Rozporządzenie Ministra Zdrowia z dnia 13 marca 2020 r. w sprawie ogłoszenia na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej stanu zagrożenia epidemicznego, <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU20200000433/O/D20200433.pdf>, data dostępu: 21.09.2021.
- Rozporządzenie Ministra Zdrowia z dnia 20 marca 2020 r. w sprawie ogłoszenia na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej stanu epidemii, <https://www.gov.pl/attachment/374dc5d1-3d32-4c02-b262-1285d80577f6>, data dostępu: 21.09.2021.

- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/848 z dnia 20 maja 2015 r. w sprawie postępowania upadłościowego (wersja przekształcona) (Dz.Urz. L nr 141/2015, s. 19).
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, z późn. zm. (Dz.U. L 173/2014, s. 1–61).
- Rozporządzenie Rady (WE) nr 1346/2000 z dnia 29 maja 2000 r. w sprawie postępowania upadłościowego (Dz.U. L 160 z 30.06.2000, s. 1).
- United States Bankruptcy Code, 2020, <https://www.usbankruptcycode.org/>, data dostępu: 25.08.2021.
- Ustawa o niewypłacalności 1986 [Insolvency Act 1986], Wielka Brytania, <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/45/contents>, data dostępu: 12.07.2021.
- Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz.U. 1991 nr 35, poz. 155).
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. 1994 nr 121, poz. 591), art. 3 ust 1 pkt 29.
- Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (Dz.U. 2003 nr 60, poz. 535).
- Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze (Dz.U. 2003 nr 60, poz. 535).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2005 nr 184, poz. 1539).
- Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. 2006 nr 157, poz. 1119).
- Ustawa z dnia 5 grudnia 2008 r. o zmianie ustawy – Prawo upadłościowe i naprawcze oraz ustawy o kosztach sądowych w sprawach cywilnych (Dz.U. 2008 nr 234, poz. 1572).
- Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. Prawo restrukturyzacyjne (Dz.U. 2015 poz. 978).
- Ustawa z dnia 6 grudnia 2018 r. o Krajowym Rejestrze Zadłużonych (Dz.U. 2019 poz. 55).
- Ustawa z dnia 2 marca 2020 r. o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych (Dz.U. 2020 poz. 374).
- Ustawa z dnia 19 czerwca 2020 r. o dopłatach do oprocentowania kredytów bankowych udzielanych przedsiębiorcom dotkniętym skutkami COVID-19 oraz o uproszczonym postępowaniu o zatwierdzenie układu w związku z wystąpieniem COVID-19 (Dz.U. 2020 poz. 1086).
- Ustawa z dnia 28 maja 2021 r. o zmianie ustawy o Krajowym Rejestrze Zadłużonych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2021 poz. 1080).
- Uzasadnienie do projektu ustawy: Prawo upadłościowe i naprawcze – do druku nr 809, <http://ww2.senat.pl/k5/dok/sejm/033/do809.pdf>, data dostępu: 19.07.2021.
- Załącznik do Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 24 grudnia 2007 r. w sprawie Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD) (Dz.U. nr 251, poz. 1885).

Raporty i sprawozdania

- Alma Market SA. *Informacja poufna dotycząca złożenia przez Spółkę wniosku o ogłoszenie upadłości*. Raport bieżący nr 29/2016, 14 października 2016.
- Alma Market SA. *Podjęcie decyzji o przygotowaniu wniosku o ogłoszenie upadłości Emitenta*. Raport bieżący nr 32/2017, 13 lutego 2017.
- Alma Market SA. *Złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości Emitenta*. Raport bieżący nr 34/2017, 14 lutego 2017.
- B.A.C.D. SA. *Wniosek o zmianę trybu postępowania upadłościowego*. Raport bieżący nr 17/2016, 21 września 2016.
- BACD SA w upadłości układowej. *Sprawozdanie Finansowe za rok 2015*, <https://biznes.pap.pl/espi/en/reports/view/2,315802>, data dostępu: 31.12.2020.
- Białowski, P., Łaszek, A. *Zatory płatnicze: duży problem dla małych firm*. Forum Obywatelskiego Rozwoju, 2017, https://for.org.pl/pliki/artykuly/5166_for10lat-raport-www.pdf, data dostępu: 7.04.2022.
- Braster SA. *Podjęcie przez Zarząd Spółki decyzji o złożeniu wniosku o otwarcie przyspieszonego postępowania układowego oraz wniosku o ogłoszenie upadłości*. Raport bieżący nr 54/2020, 31 marca 2020.
- Chemoservis-Dwory SA. *Złożenie przez Emitenta wniosku o ogłoszenie upadłości*. Raport bieżący nr 31/2018, 17 maja 2018.
- Coface. *Raport roczny Coface: Niewypłacalności firm w Polsce w 2020 r.* Warszawa 2021, http://img.go.coface.com/Web/COFACE/%7B635f800d-875e-49d9-96b9-c9eff82df-f87%7D_Niewypłacalności_w_Polsce_w_2020_ROCZNY_Raport_Coface_ok.pdf, data dostępu: 17.03.2021.
- Coface. *Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2016 r.* Warszawa 2017, http://www.coface.pl/content/download/148048/2452693/file/Inf_Pras_Coface_Upadłości_Raport_ROCZNY_2016_02012017.pdf, data dostępu: 17.03.2021.
- Coface. *Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2017 r.* Warszawa 2018, http://www.coface.pl/content/download/159806/2629685/file/Inf_Pras_Coface_Upadłości_Raport_ROCZNY_2017.pdf, data dostępu: 17.03.2021.
- Coface. *Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2018 r.* Warszawa 2019, http://www.coface.pl/content/download/169952/2794451/file/Inf_Pras_Coface_Upadłości_Raport_ROCZNY_2018.pdf, data dostępu: 17.03.2021.
- Coface. *Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2019 r.* Warszawa 2020, http://www.coface.pl/content/download/178826/2950280/file/Upadłości_Coface_Raport_ROCZNY_2019_ok.pdf, data dostępu: 17.03.2021.
- Drop SA. *Informacja o złożeniu wniosku o ogłoszenie upadłości likwidacyjnej*. Raport bieżący nr 10/2019, 12 kwietnia 2019.
- Drop SA. *Potencjalne zainicjowanie postępowania upadłościowego bądź restrukturyzacyjne*. Raport bieżący nr 8/2019, 14 marca 2019.
- Elektrobudowa SA. *Decyzja Zarządu Elektrobudowa S.A. o odstąpieniu od realizacji emisji akcji serii F oraz złożeniu wniosku o ogłoszenie upadłości Elektrobudowa S.A.* Raport bieżący nr 18/2020, 19 marca 2020.
- Elektrobudowa SA. *Złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości Elektrobudowa S.A.* Raport bieżący nr 19/2020, 19 marca 2020.

- FTSE Russell. *Poland: The journey to developed market status*. 9 May 2018, https://www.ftserussell.com/sites/default/files/poland---the-journey-to-developed-market-status_final.pdf, data dostępu: 1.10.2021.
- Gino Rossi SA. *Jednostkowe sprawozdanie finansowe Gino Rossi S.A. za rok 2017*. <https://www.parkiet.com/assets/pdf/PA262894427.pdf>, data dostępu: 31.12.2020.
- Główny Urząd Statystyczny. *Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach 2000–2021*. <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/koniunktura/koniunktura/koniunktura-w-przetworstwie-przemyslowym-budownictwie-handlu-i-uslugach-2000-2021-luty-2021,4,46.html>, data dostępu: 23.03.2021.
- Indata SA. [Bilans]. https://www.bankier.pl/static/att/emitent/2018-11/skan0905_201811240770350137.pdf, data dostępu: 31.12.2020.
- Indata SA. *Podjęcie uchwały w sprawie przygotowania i złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości Spółki z możliwością zawarcia układu lub przeprowadzenia restrukturyzacji*. Raport bieżący nr 23/2018, 14 marca 2018.
- Indata SA. *Złożenie przez Emitenta wniosku o ogłoszenie upadłości*. Raport bieżący nr 26/2018, 16 marca 2018.
- Interma Trade SA. *Podjęcie przez Zarząd Emitenta decyzji o zmianie stanowiska dotyczącego założenia kontynuowania działalności oraz o złożeniu wniosku o ogłoszenie upadłości Spółki*. Raport bieżący nr 22/2020, 23 kwietnia 2020.
- Interma Trade SA. *Złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości Spółki*. Raport bieżący nr 23/2020, 28 kwietnia 2020.
- Kerdos Group S.A. w restrukturyzacji. *Informacja o decyzji Zarządu w sprawie postępowania sanacyjnego*. Raport bieżący nr 22/2017, 28 kwietnia 2017.
- Kerdos Group S.A. w restrukturyzacji. *Złożenie zażalenia na postanowienie o umorzeniu postępowania sanacyjnego oraz uproszczonego wniosku o ogłoszenie upadłości*. Raport bieżący nr 23/2017, 2 maja 2017.
- Korporacja Budowlana Dom SA. *Złożenie przez Emitenta wniosku o ogłoszenie upadłości*. Raport bieżący nr 26/2018, 18 maja 2018.
- Kowalewska, A. *Polityka drugiej szansy. Opinie przedsiębiorców i ekspertów, badanie realizowane na zlecenie PARP*. Instytut Badawczy ProPublicom i TNS Pentor, Warszawa 2011, <http://www.seipa.edu.pl/s/p/artykuly/90/907/Druga%20szansa%20Badanie%20PARP%202012.pdf>, data dostępu: 15.07.2017.
- Ministerstwo Przedsiębiorczości i Technologii. *Zatory płatnicze w Polsce. Zielona księga*. 2018, <https://www.gov.pl/web/rozwoj-technologie/zielona-ksiega-nt-zatorow-platniczych>, data dostępu: 7.04.2022.
- PartnerBud SA. *Otrzymanie przez Spółkę pisma informującego o zaprzestaniu finansowania i integracji Spółki z grupą kapitałową Murapol oraz powstanie stanu niewypłacalności Spółki*. Raport bieżący nr 15/2020, 22 kwietnia 2020.
- PartnerBud SA. *Zgłoszenie wniosku o ogłoszenie upadłości Spółki*. Raport bieżący nr 21/2020, 30 kwietnia 2020.
- Próchnik SA. *Informacja o podjęciu przez Zarząd decyzji o przygotowaniu wniosku o ogłoszenie upadłości Emitenta*. Raport bieżący nr 23/2018, 4 maja 2018.
- Próchnik SA. *Informacja o złożeniu przez Zarząd Emitenta wniosku o ogłoszenie upadłości*. Raport bieżący nr 24/2018, 18 maja 2018.

- Próchnik SA. *Jednostkowe sprawozdanie finansowe sporządzone według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej za okres od 1 stycznia 2017 do 31 grudnia 2017*, prcwse.com/raporty_okresowe/2018/Roczny/JednostkoweSprawozdanieFinansowe2017_20180430[1].pdf, data dostępu: 31.12.2020.
- Qumak SA. *Podjęcie przez Zarząd decyzji w sprawie przygotowania wniosku o ogłoszenie upadłości Qumak S.A.* Raport bieżący nr 74/2018, 25 października 2018.
- Qumak SA. *Raport okresowy roczny za 2017 r.* http://www.qumak.pl/wp-content/uploads/2018/04/SF-Jednostkowe-2017_final_podpisane-1.pdf, data dostępu: 31.12.2020.
- Qumak SA. *Złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości Qumak S.A.* Raport bieżący nr 77/2018, 31 października 2018.
- Rocznik Giełdowy 2021. *Dane statystyczne za rok 2020*. Giełda Papierów Wartościowych, https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-wiecej?gpwl_id=159&title=Rocznik+gie%C5%82dowy+2021, data dostępu: 26.08.2021.
- SCO-PAK SA. *Umorzenie postępowania sanacyjnego*. Raport bieżący nr 4/2019, 11 kwietnia 2019.
- SCO-PAK SA. *Złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości SCO-PAK S.A. w restrukturyzacji*. Raport bieżący nr 7/2019, 19 czerwca 2019.
- TXM SA. *Ostrożnościowy wniosek w postępowaniu restrukturyzacyjnym*. Raport bieżący nr 21/2019, 29 kwietnia 2019.
- Vistal Gdynia SA. *Złożenie przez Zarząd wniosku o ogłoszenie upadłości Emitenta*. Raport bieżący nr 65/2017, 5 października 2017.
- World Bank Group. *Doing Business 2020: Comparing Business Regulation in 190 Economies – Economy Profile of Poland (English)*. Washington 2020, <http://documents.worldbank.org/curated/en/917561575289217529/Doing-Business-2020-Comparing-Business-Regulation-in-190-Economies-Economy-Profile-of-Poland>, data dostępu: 21.07.2021.
- World Bank Group. *Global economic prospects*. Washington 2022, <http://hdl.handle.net/10986/37224>, data dostępu: 5.12.2022.
- Zakłady Mięsne Henryk Kania SA w restrukturyzacji. *Postanowienie Sądu w sprawie umorzenia przyspieszonego postępowania układowego*. Raport bieżący nr 89/2019, 5 grudnia 2019.
- Zakłady Mięsne Henryk Kania SA w restrukturyzacji. *Uproszczony wniosek zarządcy o ogłoszenie upadłości dłużnika*. Raport bieżący nr 90/2019, 5 grudnia 2019.

Źródła internetowe i prasowe

- European Justice. *Niewypłacalność/upadłość. Niemcy*. <https://e-justice.europa.eu/447/PL/insolvencybankruptcy?GERMANY&member=1>, data dostępu: 13.04.2022.
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2021*. https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/dobre_praktyki/DPSN21_BROSZURA.pdf, data dostępu: 27.08.2021.

- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. *Indeksy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*. 2016, https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/indeksy/IndeksyGPW_1016.pdf, data dostępu: 16.03.2021.
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Komunikat Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 29 grudnia 2016 r., https://www.gpw.pl/pub/GPW/STATIC/files/29.12.16_kom4.pdf, data dostępu: 17.08.2020.
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. *Objaśnienia nazw sektorów*. <https://www.gpw.pl/objasnienia-nazw-sektorow>, data dostępu: 16.08.2020.
- Komisja Europejska. *W dniu dzisiejszym wchodzi w życie nowe przepisy dotyczące transgranicznych postępowań upadłościowych*, komunikat prasowy. Bruksela 2017, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-1743_pl.pdf, data dostępu: 28.08.2017.
- Libiszewski, K., Rybacka, M. *Nowe przesłanki wszczęcia postępowania upadłościowego*. 2015, <https://codozasady.pl/p/nowe-przeslanki-wszczecia-postepowania-upadlosciowego>, data dostępu: 30.09.2021.
- Mączyńska, E. *Syndrom higieny upadłościowej*. „Gazeta Bankowa” 2010, <http://www.gdansk.pl/pliki/2/10/syndrom%20hieny%20upadlosciowej.pdf>, data dostępu: 14.07.2021.
- Orłowski, W. M. *Czy świat idzie w stronę stagflacji*. „Rzeczpospolita” 2022, <https://www.rp.pl/opinie-ekonomiczne/art37308511-witold-m-orlowski-czy-swiat-idzie-w-strone-stagflacji>, data dostępu: 5.12.2022.
- Sierakowski, B. *Ustawa z 15 maja 2015 r. – prawo restrukturyzacyjne (cz. 1)*. „Dziennik Gazeta Prawna. Firma i Prawo” 2015, nr 184(4077), s. c1–c8.
- Stockbroker. *Wskaźnik bieżącej płynności (current ratio) – czy branża robi dużą różnicę?* 2018, <https://stockbroker.pl/wskaznik-biezacej-plynnosci-current-ratio/>, data dostępu: 7.07.2021.
- Stockbroker. *Wskaźnik cyklu zobowiązań – ile dni spółki spłacają zobowiązania?* 2018, <https://stockbroker.pl/wskaznik-cyklu-zobowiazan-ile-dni-spolki-splacaja-zobowiazania/>, data dostępu 7.07.2021.
- Stockbroker. *Wskaźnik płynności szybkiej (quick ratio) – komu ciężą zapasy?* 2018, <https://stockbroker.pl/wskaznik-plynnosci-szybkiej-quick-ratio-komu-ciaza-zapasy/>, data dostępu: 7.07.2021.
- Stockbroker. *Wskaźnik rentowności aktywów (ROA) – spółki WIG20, mWIG40, sWIG80*. 2018, <https://stockbroker.pl/wskaznik-rentownosci-aktywow-roa/>, data dostępu: 7.07.2021.
- Stockbroker. *Wskaźnik rotacji należności – jak skutecznie spółki ściągają należności?* 2018, <https://stockbroker.pl/wskaznik-rotacji-naleznosci/>, data dostępu: 7.07.2021.
- Stockbroker. *Wskaźnik rotacji zapasów – jak sprawnie spółki zarządzają zapasami?* 2018, <https://stockbroker.pl/wskaznik-rotacji-zapasow-jak-sprawnie-spolki-zarzadzaja-zapasami/>, data dostępu: 7.07.2021.
- Stockbroker. *Wskaźnik zadłużenia ogólnego – jak zadłużone są spółki GPW?* 2018, <https://stockbroker.pl/wskaznik-zadluzenia-ogolnego-debt-ratio/>, data dostępu: 06.07.2021.
- United States Courts. *Bankruptcy basics*. <https://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics>, data dostępu: 20.07.2020.
- United States Courts. *Chapter 7 – Bankruptcy basics*. <https://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-7-bankruptcy-basics>, data dostępu: 28.01.2020.

- United States Courts. *Chapter 11 – Bankruptcy basics*. <https://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-11-bankruptcy-basics>, data dostępu: 28.01.2020.
- Wardyński i Wspólnicy. *Prawo restrukturyzacyjne i zmiany w prawie upadłościowym*. Warszawa 2015, https://wardynski.com.pl/upload/wordpress/2016/11/Wardynski-i-Wspolnicy_prawo-restrukturyzacyjne-i-zmiany-w-prawie-upadlosciowym1.pdf, data dostępu: 10.07.2017.
- Zimmerman, P. *Ustawa z 15 maja 2015 r. – Prawo restrukturyzacyjne (cz. 6)*. „Dziennik Gazeta Prawna. Firma i Prawo” 2016, nr 36(4183), s. c1–c8.

Inne źródła

- Bankier.pl, <https://www.bankier.pl/>
- Emerging Markets Information Service, <https://www.emis.com/about>
- Encyclopedia Britannica, <https://www.britannica.com/topic/>
- Encyklopedia PWN, <https://encyklopedia.pwn.pl/>
- Eventstudytools, <https://www.eventstudytools.com/>
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, <https://www.gpw.pl/>
- Główny Urząd Statystyczny, <https://stat.gov.pl/>
- Komisja Nadzoru Finansowego, <https://www.knf.gov.pl/>
- Money.pl, <https://www.money.pl/>
- OECD, <https://www.oecd.org/>
- Rządowe Centrum Legislacji, <https://legislacja.rcl.gov.pl/>
- Serwis Ekonomiczny Polskiej Agencji Prasowej, <https://biznes.pap.pl/>
- Słownik angielsko-polski*. PWN, <https://translatica.pl/>
- Słownik języka polskiego*. PWN, <https://sjp.pwn.pl/>
- Słownik PONS, <https://pl.pons.com/>
- Stooq.pl, <https://www.stooq.pl/>
- Western Libraries, <https://guides.lib.uwo.ca/bloomberg/equities>
- Wielki słownik języka polskiego*. Instytut Języka Polskiego PAN, <https://wsjp.pl/>

Spis rysunków

Rysunek 1. Logika interwencji w ramach Polityki Nowej Szansy	26
Rysunek 2. Uproszczony schemat postępowania upadłościowego	30
Rysunek 3. Główne etapy ścieżki niepowodzenia gospodarczego	45
Rysunek 4. Cykl konwersji gotówki	52
Rysunek 5. Przykładowa struktura bilansowa przedsiębiorstwa, w którym wystąpiła niewypłacalność bilansowa, przy jednoczesnym występowaniu dodatniego kapitału pracującego	55
Rysunek 6. Otoczenie przedsiębiorstwa	66
Rysunek 7. Cykl życia sektora	72
Rysunek 8. Pięć sił Portera	81
Rysunek 9. Reakcja cen akcji na zdarzenie w przypadku rynku efektywnego i nieefektywnego	114
Rysunek 10. Schemat zarażania się przedsiębiorstw za pośrednictwem kredytu kupieckiego	127
Rysunek 11. Transfer informacji w przypadku ogłoszenia informacji o złożeniu wniosku o ogłoszenie upadłości	136
Rysunek 12. Procedura doboru spółek nieogłaszających do próby badawczej	156
Rysunek 13. Schemat przeprowadzonej w badaniu analizy zdarzenia	160
Rysunek 14. Ramy czasowe w analizie zdarzenia – okno estymacji i okno zdarzenia	166
Rysunek 15. Ramy czasowe badania	170
Rysunek 16. Efekt zdarzenia mierzony zwykłą stopą zwrotu akcji spółki i w okresie t	174

Spis tabel

Tabela 1. Różne podejścia do pojęcia upadłości i bankructwa prezentowane w literaturze przedmiotu	15
Tabela 2. Charakterystyka obszarów znaczeniowych pojęć bankructwo i upadłość	18
Tabela 3. Zmiana przesłanek stwierdzenia niewypłacalności według Ustawy z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe	27
Tabela 4. Pierwotnie wprowadzone rodzaje postępowań przewidziane przez ustawę Prawo restrukturyzacyjne	35
Tabela 5. Przykładowe podejście do rozróżnienia pojęć sektor i branża w literaturze przedmiotu	69
Tabela 6. Najczęściej stosowane miary koncentracji w badaniach rynku	75
Tabela 7. Porównanie struktur konkurencyjnych rynku	78
Tabela 8. Ogólna liczba upadłości i restrukturyzacji w latach 2016–2020 w poszczególnych sektorach	92
Tabela 9. Liczba upadłości i restrukturyzacji polskich spółek akcyjnych w latach 2016–2020	96
Tabela 10. Wykaz sektorów, w których w latach 2016–2020 wystąpiły przypadki złożenia wniosku o upadłość przez spółki notowane na Głównym Rynku GPW	97
Tabela 11. Poziom koncentracji subsektorów mierzony wskaźnikiem <i>HHI</i> w latach, w których wystąpiły przypadki złożenia wniosku o upadłość przez spółki notowane na Głównym Rynku GPW	98
Tabela 12. Sposoby oddziaływania upadłości na spółki w sektorze prezentowane w literaturze przedmiotu	129
Tabela 13. Przynależność sektorowa spółek upubliczniających informację o złożeniu wniosku o upadłość w okresie VIII 2016–XII 2020	153
Tabela 14. Rozkład analizowanych zdarzeń w poszczególnych latach analizy	155
Tabela 15. Średnie zwykłe stopy zwrotu spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość w poszczególnych dniach okna zdarzenia	181
Tabela 16. Skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość w wybranych przedziałach czasowych okna zdarzenia – od dnia <i>T1</i> do <i>T2</i>	182
Tabela 17. Średnie zwykłe stopy zwrotu w poszczególnych dniach okna zdarzenia dla spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o ogłoszenie upadłości ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy oraz ze względów ostrożnościowych	183

Tabela 18. Skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu w wybranych przedziałach czasowych okna zdarzenia – od dnia <i>T1</i> do <i>T2</i> – dla spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o ogłoszenie upadłości ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy i ze względów ostrożnościowych	186
Tabela 19. Średnie zwykłe stopy zwrotu konkurentów spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o ogłoszenie upadłości w poszczególnych dniach okna zdarzenia	187
Tabela 20. Skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu konkurentów spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość w wybranych przedziałach czasowych okna zdarzenia – od dnia <i>T1</i> do <i>T2</i>	189
Tabela 21. Średnie zwykłe stopy zwrotu w poszczególnych dniach okna zdarzenia dla konkurentów spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy	190
Tabela 22. Skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu w wybranych przedziałach czasowych okna zdarzenia – od dnia <i>T1</i> do <i>T2</i> – dla konkurentów spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy	191
Tabela 23. Średnie zwykłe stopy zwrotu w poszczególnych dniach okna zdarzenia dla konkurentów spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych	192
Tabela 24. Skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu w wybranych przedziałach czasowych okna zdarzenia – od dnia <i>T1</i> do <i>T2</i> – dla konkurentów spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych	194
Tabela 25. Skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu w wybranych przedziałach czasowych okna zdarzenia – od dnia <i>T1</i> do <i>T2</i> – w zależności od motywu złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości. Analiza w okresie poprzedzającym pandemię COVID-19	196
Tabela 26. Skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu podczas dni okna zdarzenia od dnia <i>T1</i> do <i>T2</i> dla konkurentów spółek składających wniosek o ogłoszenie upadłości w podziale sektorowym (z uwzględnieniem korekty Bayesa do wyliczenia oczekiwanych stóp zwrotu dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu COVID-19)	198

Spis wykresów

Wykres 1. Liczba postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych w latach 2008–2020	38
Wykres 2. Wartości punktowe wskaźnika <i>resolving insolvency</i> dla Polski w latach 2004–2020	40
Wykres 3. Pięć faz wzrostu organizacji	42
Wykres 4. Typowy cykl życia przedsiębiorstwa	45
Wykres 5. Związek pomiędzy płynnością finansową i rentownością	85
Wykres 6. Wartość wskaźnika ogólnego klimatu koniunktury gospodarczej (SA – wskaźnik wyrównany sezonowo) dla poszczególnych sektorów w latach 2016–2020	91
Wykres 7. Płynność finansowa w subsektorze kosmetyki i chemia gospodarcza na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2017 – wskaźnik bieżącej płynności CR i płynności szybkiej QR	99
Wykres 8. Efektywność działania w subsektorze kosmetyki i chemia gospodarcza na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2017 – wskaźniki rotacji zapasów, zobowiązań i należności	100
Wykres 9. Rentowność w subsektorze kosmetyki i chemia gospodarcza na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2017 – wskaźnik rentowności aktywów ROA i rentowności kapitałów własnych ROE	101
Wykres 10. Zadłużenie w subsektorze kosmetyki i chemia gospodarcza na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2017 – wskaźnik ogólnego zadłużenia	101
Wykres 11. Płynność finansowa w subsektorze odzież i obuwanie na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2020 – wskaźnik bieżącej płynności CR i płynności szybkiej QR	102
Wykres 12. Efektywność działania w subsektorze odzież i obuwanie na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2020 – wskaźniki rotacji zapasów, zobowiązań i należności	103
Wykres 13. Rentowność w subsektorze odzież i obuwanie na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2020 – wskaźnik rentowności aktywów ROA i rentowności kapitałów własnych ROE	103
Wykres 14. Zadłużenie w subsektorze odzież i obuwanie na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2020 – wskaźnik ogólnego zadłużenia	104
Wykres 15. Płynność finansowa w subsektorze artykuły codziennego użytku na tle makrosektora handel i usługi w roku 2017 – wskaźnik bieżącej płynności CR i płynności szybkiej QR	105
Wykres 16. Efektywność działania w subsektorze artykuły codziennego użytku na tle makrosektora handel i usługi w roku 2017 – wskaźniki rotacji zapasów, zobowiązań i należności	105

Wykres 17. Rentowność w subsektorze artykuły codziennego użytku na tle makrosektora handel i usługi w roku 2017 – wskaźnik rentowności aktywów ROA i rentowności kapitałów własnych ROE	106
Wykres 18. Zadłużenie w subsektorze artykuły codziennego użytku na tle makrosektora handel i usługi w roku 2017 – wskaźnik ogólnego zadłużenia	107
Wykres 19. Udział inwestorów w obrotach na Głównym Rynku GPW w Warszawie	117
Wykres 20. Liczba zdarzeń w przekroju makrosektorów	155
Wykres 21. Kształtowanie się średnich zwykłych stóp zwrotu w poszczególnych dniach okna zdarzenia dla spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o ogłoszenie upadłości ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy oraz ze względów ostrożnościowych	184
Wykres 22. Kształtowanie się średnich zwykłych stóp zwrotu w poszczególnych dniach okna zdarzenia dla konkurentów spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych i ze względu na sytuację nierokującą poprawy	195

Załączniki

Załącznik 1. Wyniki analizy wskaźnikowej przeprowadzonej dla subsektorów w latach, w których wystąpiła upadłość

Rok	Subsektor/ makrosektor	CR	QR	ROA (%)	ROE (%)	Rotacja zapasów	Rotacja zobowiązań	Rotacja należności	Zadłużenie ogółem (%)
2019	362 papier i opakowania	1,05	0,92	4,11	5,64	b.d.	0,20	1,19	17,84
	370 recykling	1,65	1,16	4,66	8,34	23,17	4,33	4,79	15,50
	300 chemia i surowce	1,18	0,77	3,21	5,17	10,76	3,26	6,08	21,76
2017	413 inżynieria lądowa i wodna	1,33	1,31	2,89	5,07	11,19	3,12	2,95	7,87
	400 produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	1,43	1,08	2,36	5,44	5,56	0,73	3,72	17,24
2018	414 materiały budowlane	1,52	0,80	7,64	11,49	4,55	4,92	6,28	22,40
	450 usługi dla przedsiębiorstw	1,21	0,67	2,59	8,06	b.d.	0,23	8,70	21,09
	400 produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	1,29	0,99	3,24	7,57	6,21	3,44	4,20	18,57

Rok	Subsektor/ makrosektor	CR	QR	ROA (%)	ROE (%)	Rotacja zapasów	Rotacja zobowiązań	Rotacja należności	Zadłużenie ogółem (%)
2020	412 budownictwo przemysłowe	1,21	1,17	2,42	8,53	90,97	1,03	4,39	13,25
	411 budownictwo ogólne	1,01	0,93	2,0%	7,59	81,35	4,39	6,12	8,25
	400 produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa	1,36	1,10	3,15	8,43	9,47	2,71	4,87	12,75
2017	522 kosmetyki i chemia gospodarcza	0,65	0,39	-19,81	-52,17	3,19	1,00	5,26	31,59
	500 dobra konsumpcyjne	1,72	0,95	5,35	9,00	6,39	3,37	8,20	16,38
2018	521 odzież i obuwie	1,89	0,50	2,76	6,95	1,45	0,94	12,78	17,13
	500 dobra konsumpcyjne	1,66	0,94	4,96	11,20	3,03	2,08	7,21	17,13
2019	521 odzież i obuwie	1,47	0,77	0,56	3,95	1,64	2,14	14,65	34,57
	511 żywność	1,13	0,74	3,68	7,22	7,66	0,27	7,09	19,06
	500 dobra konsumpcyjne	1,51	0,79	4,02	8,43	3,77	2,08	8,49	21,44
2020	521 odzież i obuwie	1,37	0,49	-4,94	-8,61	1,71	0,63	13,56	33,57
	500 dobra konsumpcyjne	1,57	0,86	0,05	8,15	2,63	0,95	7,17	17,99
2017	621 artykuły codziennego użytku	0,62	0,35	1,38	3,44	14,98	2,25	79,35	19,80
	600 handel i usługi	1,23	0,92	3,72	6,55	16,60	2,92	5,41	6,68
2020	720 sprzęt i materiały medyczne	1,43	1,43	1,55	3,55	b.d.	1,07	1,92	18,39
	700 ochrona zdrowia	1,02	0,76	-0,81	2,68	b.d.	0,33	4,09	13,94

Rok	Subsektor/ makrosektor	CR	QR	ROA (%)	ROE (%)	Rotacja zapasów	Rotacja zobowiązań	Rotacja należności	Zadłużenie ogółem (%)
2018	821 oprogramowanie	2,05	1,81	5,12	8,71	b.d.	0,52	5,49	6,63
	822 systemy informatyczne	1,39	1,30	5,03	8,94	b.d.	2,69	4,57	12,15
	800 technologie	1,71	1,58	3,72	4,69	b.d.	2,28	5,32	8,39

CR – *current ratio*, wskaźnik bieżącej płynności

QR – *quick ratio*, wskaźnik płynności przyspieszonej

ROA – *return on assets*, wskaźnik rentowności majątku

ROE – *return on equity*, wskaźnik rentowności kapitału własnego

Uwaga: Wszystkie wskaźniki zostały pobrane bezpośrednio z bazy EMIS i wyliczone według metodyki stosowanej w tej bazie. Pogrubioną czcionką oznaczono dane dotyczące makrosektorów.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Emerging Markets Information Service, <https://www.emis.com/about>, data dostępu: 6.08.2021.

Załącznik 2. Zdarzenia polegające na upublicznieniu informacji o złożeniu wniosku o upadłość przez spółki z Głównego Rynku GPW w okresie VIII 2016–XII 2020

Rok	Spółka składająca wniosek o upadłość	Upublicznienie informacji o zamiarze złożenia wniosku o upadłość		Upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość		Data zdarzenia przyjęta w badaniu	Wybrane informacje z komunikatów odwołujących się do przyczyny złożenia lub zamiaru złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości
		Data i godzina	Numer raportu bieżącego	Data i godzina	Numer raportu bieżącego		
2016	B.A.C.D. SA	–	–	21.09.2016, 13:58	17/2016	21.09.2016	Wniosek o „zmianę trybu postępowania upadłościowego z możliwością zawarcia układu na postępowanie zmierzające do likwidacji majątku Emitenta ewentualnie umorzenie postępowania (...) nie ma żadnych możliwości na zaspokojenie wierzycieli w postępowaniu prowadzonym w obecnym trybie”.
2016	Alma Market SA	–	–	14.10.2016, 18:52	29/2016	17.10.2016	Względny ostróżnościowy. Brak decyzji sądowej w przedmiocie wniosku o otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego – sanacyjnego. Spółka wyraża „przekonanie o powodzeniu działań sanacyjnych Spółki (...), jednakże z ostrożności (...) Zarząd podjął decyzję o złożeniu również wniosku o ogłoszenie upadłości”.

2017	Alma Market SA w restruktury- zacji	13.02.2017, 17:10	32/2017	14.02.2017, 13:36	34/2017	14.02.2017	Nieprawomocne postanowienie o umorze- niu postępowania sanacyjnego.
2017	Kerdos Group SA w restruktu- ryzacji	28.04.2017, 15:14	22/2017	2.05.2017, 16:40	23/2017	28.04.2017	Podjęcie „decyzji w sprawie zamiaru złoże- nia (...) zażalenia na postanowienie Sądu (...) w sprawie umorzenia postępowania sanacyjnego Spółki”.
2017	Vistal SA	-	-	5.10.2017, 08:23	65/2017	5.10.2017	Względy ostrożnościowe. „Złożenie wniosku związane jest z dyna- micznie zmieniającą się sytuacją (...) i ma na celu zabezpieczenie interesu Spółki, jej akcjonariuszy oraz ogółu wierzycieli. (...) Jednocześnie (...) procedowany jest wniosek o otwarcie postępowania sana- cyjnego”.
2018	Indata SA	14.03.2018, 23:04	23/2018	16.03.2018, 20:10	26/2018	15.03.2018	Doświadczane przez Spółkę „(...) proble- my z regulowaniem bieżących zobowią- zań, wynikające przede wszystkim z po- gorszenia płynności finansowej w całej Grupie Kapitałowej”.
2018	Chemoservis- -Dwory SA	-	-	17.05.2018; 13:24	31/2018	17.05.2018	Rozważane ogłoszenie upadłości Spółki z możliwością zawarcia układu lub prze- prowadzenie restrukturyzacji”.
2018	Korporacja Dom SA	-	-	18.05.2018, 23:45	26/2018	21.05.2018	Trudna sytuacja finansowa. Utrata zdolności do regulowania zobowią- zań pieniężnych.

2018	Próchnik SA	04.05.2018, 17:40	23/2018	18.05.2018, 17:20	24/2018	7.05.2018	Względę ostrożnościowe. „Pomimo podjęcia decyzji o przygotowaniu wniosku o ogłoszenie upadłości Emitenta, Zarząd Spółki potwierdza, że w dalszym ciągu uznaje złożony przez Spółkę w dniu 27.03.2018 r. wniosek o otwarcie postępowania sanacyjnego za słuszny i uzasadniony (...). Zarząd Spółki z daleko posuniętej ostrożności prawnej podjął decyzję o przygotowaniu wniosku o upadłość Spółki”.
2018	Qumak SA	25.10.2018, 17:32	74/2018	31.10.2018, 14:50	77/2018	26.10.2018	Względę ostrożnościowe. „(...) decyzja o przygotowaniu wniosku o ogłoszenie upadłości Qumak S.A. podjęta zostaje z daleko posuniętej ostrożności”. Opóźnienie rozpoznania sprawy o otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego; trudności w zakresie pozyskania inwestora strategicznego.
2019	Drop SA	14.03.2019, 13:51	8/2019	12.04.2019, 14:53	10/2019 ^b	14.03.2019	Oddalenie skargi Spółki dotyczącej wyroku Sądu w sprawie zobowiązań podatkowych.
2019	TXM SA			29.04.2019, 07:15	21/2019	29.04.2019	Względę ostrożnościowe. Ostrożnościowy wniosek w postępowaniu restrukturyzacyjnym, „przedłużający się czas rozpoznania wniosku o otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego (...). Spółka w sposób normalny prowadzi bieżącą działalność gospodarczą. Jej sytuacja jest stabilna”.
2019	SCO-PAK SA w restrukturyzacji ^c			19.06.2019, 14:42	7/2019	19.06.2019	–

2019	Henryk Kania SA w restrukturyzacji ^d			05.12.2019, 20:02	90/2019	6.12.2019	Wniosek zarządcy ustanowionego w przyspieszonym postępowaniu układowym.
2020	Elektrobudowa SA	19.03.2020, 09:00	18/2020	19.03.2020; 13:41	19/2020	19.03.2020	Trwała utrata zdolności do regulacji bieżących zobowiązań.
2020	Braster SA			31.03.2020, 18:11	54/2020	1.04.2020	Względny ośrodkowość. „Intencją Emitenta jest restrukturyzacja Spółki, a Spółka wyraźnie wskazuje, że jej priorytetem jest wdrożenie działań restrukturyzacyjnych i kontynuowanie działalności. Złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości planowane jest wyłącznie z ostrożności”.
2020	Interma Trade SA	23.04.2020, 10:10	22/2020	28.04.2020, 08:24	23/2020	23.04.2020	Utrata zdolności do wykonywania wymagalnych zobowiązań pieniężnych.
2020	Partnerbud SA	22.04.2020, 22:26	15/2020	30.04.2020, 23:54	21/2020	23.04.2020	Trwała utrata zdolności do wykonywania wymagalnych zobowiązań pieniężnych.

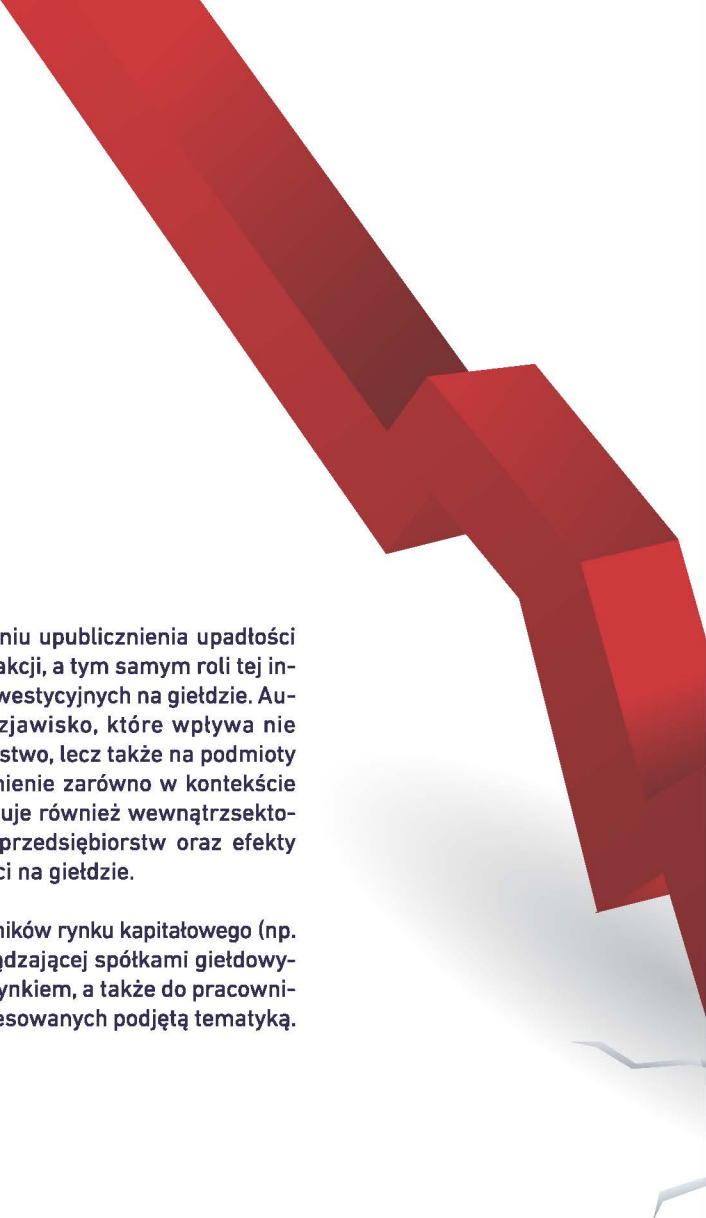
a Ostatecznie, zgodnie z RB 26/2018, złożono jedynie wniosek o ogłoszenie upadłości.

b Raport bieżący 10/2019 dotyczy wniosku o ogłoszenie upadłości obejmującej likwidację majątku Spółki.

c Zgodnie z raportem bieżącym 4/2019 spółka złożyła zażalenie na postanowienie o umorzeniu postępowania sanacyjnego.

d Zgodnie z raportem bieżącym 89/2019 spółki Sąd Rejonowy Katowice-Wschód w Katowicach, X Wydział Gospodarczy wydał postanowienie o umorzeniu przyspieszonego postępowania układowego spółki.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, www.gpw.pl, data dostępu: 5.12.2020; Serwis Ekonomiczny Polskiej Agencji Prasowej, <https://biznes.pap.pl/>, data dostępu: 5.12.2020. Cytowane fragmenty pochodzą z wyszczególnionych w tabeli raportów bieżących wymienionych w bibliografii.



Monografia jest poświęcona znaczeniu upublicznienia upadłości dla kształtowania się stóp zwrotu z akcji, a tym samym roli tej informacji w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na giełdzie. Autorka przedstawia upadłość jako zjawisko, które wpływa nie tylko na niewypłacalne przedsiębiorstwo, lecz także na podmioty z jego otoczenia. Porusza to zagadnienie zarówno w kontekście prawnym, jak i ekonomicznym. Opisuje również wewnątrzsektorowe uwarunkowania działalności przedsiębiorstw oraz efekty upublicznienia informacji o upadłości na giełdzie.

Publikacja skierowana jest do uczestników rynku kapitałowego (np. inwestorów giełdowych, kadry zarządzającej spółkami giełdowymi) i organów zajmujących się tym rynkiem, a także do pracowników naukowych i studentów zainteresowanych podjętą tematyką.

WYDAWNICTWO
UNIwersYTETU
ŁÓDZKIEGO

wydawnictwo.uni.lodz.pl
ksiegarnia@uni.lodz.pl
(42) 665 58 63

Książka dostępna również
jako e-book

ISBN 978-83-8331-672-7



9 788383 316727