

MGR OLGA KRZECZEWSKA
Katedra Finansów Korporacji
Instytut Finansów
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Uniwersytet Łódzki

ROZPRAWA DOKTORSKA PT.:

ZNACZENIE INFORMACJI O UPADŁOŚCI DLA
KSZTAŁTOWANIA SIĘ STÓP ZWROTU Z AKCJI W
WYBRANYCH SEKTORACH

Praca napisana pod kierunkiem naukowym:
dra hab. Radosława Pastusiaka, prof. UŁ
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Uniwersytet Łódzki

oraz promotora pomocniczego:
dra Michała Soliwody
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Uniwersytet Łódzki

Łódź 2023

SPIS TREŚCI

WSTĘP	5
1. UPADŁOŚĆ PODMIOTU GOSPODARCZEGO	9
1.1. ZAPRZESTANIE DZIAŁALNOŚCI PRZEZ PRZEDSIĘBIORSTWO – PROBLEMY DEFINICYJNE	9
1.2. PRAWNE ASPEKTY UPADŁOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE.....	18
1.2.1. <i>Główne funkcje i cele systemu upadłościowego</i>	18
1.2.2. <i>Wybrane regulacje dotyczące upadłości przedsiębiorstw w Polsce</i>	20
1.2.3. <i>Wybrane regulacje dotyczące restrukturyzacji przedsiębiorstw w Polsce</i>	30
1.2.4. <i>Sytuacja polskich przedsiębiorstw w zakresie postępowań związanych z niewypłacalnością</i>	36
1.3. EKONOMICZNE ASPEKTY UPADŁOŚCI Z PUNKTU WIDZENIA PRZEDSIĘBIORSTWA	39
1.3.1. <i>Upadłość ekonomiczna w kontekście cyklu życia przedsiębiorstwa</i>	39
1.3.2. <i>Płynność i wypłacalność w kontekście funkcjonowania bądź upadku przedsiębiorstwa</i>	45
1.3.3. <i>Ekonomiczno-społeczne skutki upadłości przedsiębiorstwa</i>	56
1.4. PODSUMOWANIE	59
2. WEWNĄTRZSEKTOROWE UWARUNKOWANIA DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA	62
2.1. INTERAKCJE KONKURENTÓW	62
2.2. ZNACZENIE TERMINU SEKTOR I POJĘĆ BLISKOZNACZNYCH	66
2.3. KONKURENCYJNOŚĆ WEWNĄTRZSEKTOROWA W KONTEKŚCIE CECH STRUKTURALNYCH.....	70
2.4. CECHY AGREGATOWE W OCENIE FUNKCJONOWANIA SEKTORÓW	82
2.5. KONIUNKTURA I WYSTĘPOWANIE ZJAWISKA NIETYPLACALNOŚCI W UJĘCIU SEKTOROWYM W LATACH 2016-2020	89
2.6. UWARUNKOWANIA DZIAŁALNOŚCI WEWNĄTRZ WYBRANYCH SEKTORÓW WG KLASYFIKACJI STOSOWANEJ PRZEZ GIEŁDĘ PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH	96
2.7. PODSUMOWANIE	109
3. EFEKTY ZWIĄZANE Z UPUBLICZNIENIEM INFORMACJI O UPADŁOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA	112
3.1. EFEKTYWNOŚĆ INFORMACYJNA RYNKU KAPITAŁOWEGO.....	112
3.2. OBRÓT INFORMACJĄ O UPADŁOŚCI SPÓŁEK NA GŁÓWNYM RYNKU GIEŁDY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE W ŚWIETLE OBOWIĄZUJĄCYCH PRZEPISÓW	120
3.3. ROLA INFORMACJI I POWIĄZAŃ FINANSOWYCH W ROZPRZESTRZENIANIU SIĘ KRYZYSU	126
3.4. ODDZIAŁYWANIE UPADŁOŚCI NA PRZEDSIĘBIORSTWA Z TEGO SAMEGO SEKTORA.....	132
3.5. WYSTĘPOWANIE TRANSFERU INFORMACJI NA GIEŁDZIE W KONTEKŚCIE WYSTĄPIENIA UPADŁOŚCI	135
3.6. EFEKT ZARAŻANIA I KONKURENCYJNOŚCI W PRZYPADKU POSTĘPOWAŃ UPADŁOŚCIOWYCH I RESTRUKTURYZACYJNYCH – PRZEGLĄD WYNIKÓW BADAŃ	141
3.7. PODSUMOWANIE	156
4. EFEKTY ZWIĄZANE Z UPUBLICZNIENIEM INFORMACJI O ZŁOŻENIU WNIOSKU O UPADŁOŚĆ – BADANIE EMPIRYCZNE	158
4.1. OPIS PRZEDMIOTU BADAŃ ORAZ WYKORZYSTANYCH METOD	158
4.1.1. <i>Przedmiot badania i materiał badawczy</i>	158
4.1.2. <i>Opis metod</i>	165
4.1.2.1. <i>Analiza zdarzeń</i>	165
4.1.2.2. <i>Metody ekonometryczne</i>	189
4.2. WEWNĄTRZSEKTOROWE EFEKTY ZWIĄZANE Z UPUBLICZNIENIEM INFORMACJI O ZŁOŻENIU WNIOSKU O UPADŁOŚĆ – WYNIKI BADAŃ EMPIRYCZNEGO	191
4.2.1. <i>Ocena reakcji inwestorów względem akcji spółek ogłaszających</i>	191
4.2.2. <i>Ocena reakcji inwestorów względem akcji spółek nieogłaszających</i>	196

4.2.3. <i>Dyskusja wyników badania empirycznego</i>	210
ZAKOŃCZENIE	215
LITERATURA	223
AKTY PRAWNE	237
RAPORTY I SPRAWOZDANIA	240
ŹRÓDŁA INTERNETOWE I PRASOWE	241
INNE ŹRÓDŁA	242
ZAŁĄCZNIKI	244
SPIS RYSUNKÓW	255
SPIS TABEL	255
SPIS WYKRESÓW	257
SPIS ZAŁĄCZNIKÓW	258

WSTĘP

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 przedsiębiorstw), 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 dysertacja wpisuje się w te nurty badawcze, 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 czasu.

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 z uwagi na jego rozmiary i dużą płynność. Polska, choć jest wiodącym rynkiem Europy Środkowo-Wschodniej, uważana jest za kraj rozwinięty dopiero od 2018 r¹. Na gruncie współczesnych teorii, zakładających że efektywność informacyjna rynków może się różnić, a do tego zmieniać w czasie, zasadnym wydaje się przeprowadzenie analiz na rynku polskim, na którym, według najlepszej wiedzy Autorki, popartej analizą literaturową, zagadnienie wewnątrzsektorowych efektów wywołanych złożeniem wniosku o upadłość nie było jeszcze szeroko analizowane.

W literaturze wskazuje się, że dane zdarzenie może oddziaływać w tym samym kierunku na stopy zwrotu spółek doświadczających zdarzenia (ogłaszających informację) i spółek nieogłaszających (efekt zarażania – ang. *contagion effect*), lub w przeciwnym kierunku (efekt konkurencyjności – ang. *competitive effect*). Do tej pory analizowane były w większości przypadki transferu informacji związanego z upadłością nastawioną

¹ FTSE Russel, Poland: The journey to developed market status, 2018, May 9, <https://www.ftserussell.com/research/poland-journey-developed-market-status>, data dostępu: 01.10.2021 r.

na reorganizację, nie zaś likwidację przedsiębiorstw. W takim przypadku wskazuje się na dominację efektu zarażania wywołanego upublicznieniem informacji o upadłości. W literaturze można znaleźć jednak wskazania, że w przypadku upadłości nastawionej na likwidację, reakcje inwestorów mogą być odmienne.

W Polsce system upadłościowy podlegał w ostatnich latach wielu przemianom i w 2016 r. prawo restrukturyzacyjne zostało oddzielone od upadłościowego. Celem rozłączenia postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych miało być między innymi uniknięcie stygmatyzacji przedsiębiorstw, które mają szansę powrócić na rynek. W związku z tym warto zastanowić się nad pełnym znaczeniem informacji, jaka jest przekazywana inwestorom w momencie upublicznienia komunikatu o złożeniu wniosku o upadłość, w warunkach polskiego systemu prawnego.

Mając powyższe na uwadze, 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).
6. Ocena oddziaływania informacji o upadłości na spółki nieogłaszające w zależności od wybranych cech sektorowych.

Analiza literatury pozwoliła na sformułowanie hipotez badawczych. Postawiono trzy **hipotezy główne** (H1, H2, H3), a dla hipotezy H2 postawiono dodatkowo dwie **hipotezy cząstkowe** (H2.1 i H2.2):

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

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

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

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

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

Przygotowana dysertacja składa się z czterech rozdziałów. Pierwszy rozdział ma na celu określenie znaczenia upadłości w kontekście prawno-ekonomicznych uwarunkowań w Polsce. Przedstawione w nim zostały problemy definicyjne związane ze zjawiskiem zaprzestania działalności przez przedsiębiorstwo. Wskazano na podstawowe regulacje i przemiany w zakresie polskiego systemu upadłościowego oraz na ekonomiczne aspekty upadłości przedsiębiorstw, takie jak miejsce upadłości w cyklu życia przedsiębiorstwa, czy zjawisko niewypłacalności i braku płynności. Wskazano także na problem kosztów, które niesie ze sobą upadłość.

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

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

reakcję inwestorów względem konkurentów sektorowych przedsiębiorstw upadłych bądź zagrożonych upadłością.

Rozdział czwarty ma charakter metodyczno-empiryczny. Została w nim przedstawiona metodyka wykorzystywana w badaniach nad reakcjami inwestorów na różnorodne zdarzenia, która później została zaimplementowana w badaniu wykonanym na potrzeby niniejszej dysertacji, jak również przedstawione zostały wyniki wykonanych analiz. Okres badawczy objął lata 2016-2020, *ergo*: obejmuje okres od wejścia w życie ustawy Prawo Restrukturyzacyjne. Jak już zostało wcześniej zaznaczone, zidentyfikowano 18 zdarzeń dotyczących 17 spółek działających na Rynku Głównym GPW, a także wyłoniono 98 konkurentów sektorowych. Dokonano analizy zdarzeń w różnych ujęciach przekrojowych, a także zaprezentowano model ekonometryczny mający opisać wpływ różnorodnych zmiennych na kształtowanie się zwykłych stóp zwrotu w wybranych sektorach.

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 dla świadomego kształtowania regulacji i rekomendacji prawnych dotyczących opisywanego zjawiska oraz dla identyfikowania potencjalnych zagrożeń. Jest to szczególnie istotne w kontekście bieżącej sytuacji makroekonomicznej. Obecnie 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 dla skuteczności narzędzi upadłościowych i restrukturyzacyjnych w Polsce.

1. UPADŁOŚĆ PODMIOTU GOSPODARCZEGO

1.1. Zaprzestanie działalności przez przedsiębiorstwo – problemy definicyjne

Zaprzestanie działalności przez przedsiębiorstwo nastęrcza wielu problemów definicyjnych. Mnogość terminów i spowodowany tym chaos terminologiczny wynika ze złożoności opisywanego zjawiska, które ma podłoże ekonomiczne, prawne, a nawet psychologiczne².

W mikroekonomii tradycyjnie używa się pojęcia „wyjście” dla określenia ekonomicznego aktu wyjścia przedsiębiorstwa z rynku. Określeniami z zakresu demografii przedsiębiorstw³, są natomiast terminy „śmierć” lub „zgon” zaczerpnięte z obszaru badania społeczności ludzkiej, 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. Terminy „śmierć” czy „zgon” w przypadku podmiotów gospodarczych, inaczej niż w przypadku człowieka, nie zawsze muszą oznaczać fizyczne unicestwienie. Przedsiębiorstwa mogą ulegać podziałom, zmianom właścicieli, rodzaju działalności, formy prawnej, nazwy czy lokalizacji, podlegają fuzjom, przejęciom i łączeniom. W takich przypadkach przedsiębiorstwa mogą rozpocząć nowe „życie” w formalnych rejestrach⁴. W związku z powyższym pojęcie „zgonu” czy „śmierci” jest rozmaicie rozumiane – zastępowane jest przez terminy odnoszące się do sytuacji prawnych (np. wyrejestrowanie, niewypłacalność, bankructwo⁵), do stwierdzenia stanu faktycznego (np. zaprzestanie

² Rosiek, J., Zygula, A. Upadłości przedsiębiorstw w Polsce-tendencje i perspektywy. Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie, 2009, 2 (13) t. 2, s. 211-223.

³ 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.

⁴ Dominiak, P. Sektor MSP we współczesnej gospodarce. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 188-189.

⁵ Bankructwo (ang. *bankruptcy*) jest tu rozumiane jako wąskie pojęcie – definiowane według obowiązujących przepisów prawa. Por. Dominiak, P. Sektor MSP we współczesnej gospodarce..., *op. cit.*, s. 188-189.

działalności, likwidacja, zamknięcie) oraz do zjawisk trudnych do jednoznacznego zdefiniowania (np. niepowodzenie)⁶. Zgon przedsiębiorstwa nie zawsze musi mieć negatywne konotacje, jako że nie zawsze wynika on z błędów i nieprawidłowości⁷.

Szerokim pod względem zakresu pojęciem, związanym ze zgonem przedsiębiorstwa, jest „zaprzestanie działalności gospodarczej”, które odnosi się zarówno do rzeczywistego zaprzestania działalności, jak i do zmiany właściciela albo formy prawnej⁸. Może być ono wymuszone lub niewymuszone (w zależności od tego, czy następuje z woli przedsiębiorcy, czy nie)⁹. W kontekście niniejszej rozprawy doktorskiej interesujące będzie przede wszystkim zagadnienie wymuszonego zaprzestania działalności.

Rogowski¹⁰ 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 pojęcia, 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 – przedsiębiorstwo ma za zadanie przynosić zyski (maksymalizować bogactwo właścicieli, pomnażać kapitał) i istnieć (przynosić korzyści właścicielom w możliwie jak najdłuższym okresie). O prosperowaniu przedsiębiorstwa decydować będzie przede wszystkim jego wypłacalność rozumiana jako zdolność do regulowania ogółu zobowiązań¹¹. Niewypłacalność jest także ściśle powiązana z brakiem płynności finansowej¹², choć wielu autorów wskazuje, że nie powinna być z nią mylona.

Zdaniem Sierpińskiej i Jachny¹³ płynność finansowa utożsamiana jest najczęściej ze zdolnością do regulowania zobowiązań bieżących, zaś wypłacalność odnosi się do możliwości pokrycia całości zobowiązań posiadanym majątkiem. Wypłacalność niekiedy

⁶ 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.

⁷ Dominiak, P. Sektor MSP we współczesnej gospodarce..., *op. cit.*, s. 193

⁸ *Ibidem*, s. 194.

⁹ Rogowski, W. Rozważania nad pojęciem upadłość przedsiębiorstwa, czyli upadłość niejedno ma imię. Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Szkoła Główna Handlowa 142, 2015, s. 87-116.

¹⁰ *Ibidem*, s. 87-116.

¹¹ Stępień, K. Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw. Difin, Warszawa 2008, s. 8-9.

¹² Rosiek, J., Zygula, A. Upadłości przedsiębiorstw w Polsce..., *op. cit.*, s. 211-223.

¹³ Sierpińska, M., Jachna, T. Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 141.

nazywana jest płynnością długoterminową. Podobnie Wędzki¹⁴ traktuje wypłacalność jako zdolność do regulowania długu w długim okresie, a Nahotko¹⁵ rozumie płynność finansową jako zdolność do terminowego regulowania zobowiązań krótkoterminowych, zaś niewypłacalność jako trwałą utratę zdolności płatniczej.

Z kolei według Prusaka¹⁶ 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 rozumieniu tego autora 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. Śniezek¹⁷ wskazuje, że wypłacalność nie zależy wyłącznie od aktywów i pasywów przedsiębiorstwa, a określa zdolność do generowania gotówki w stosunku do zapotrzebowania na nią. Jest więc ona pojęciem szerszym, niż płynność finansowa.

Kryzys jest szerokim pojęciem. Jak wskazuje Otwinowski¹⁸ termin kryzys 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 nieuchronnie związany z zaprzestaniem działalności i upadłością. Jeżeli zostanie on rozwiązany może stanowić przyczynek dla zmiany jakościowej i dalszego rozwoju przedsiębiorstwa. Barczak i Bartusik¹⁹ zauważają, że w przypadku organizacji kryzys wiąże się najczęściej z wystąpieniem sytuacji, która uniemożliwia normalne

¹⁴ Wędzki, D. Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 81.

¹⁵ Nahotko, S. Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach zagrożenia upadłością – podejście finansowe. AJG Spółka z o.o. – Zakład Pracy Chronionej, Oficyna Wydawnicza, Bydgoszcz 2003, s. 34.

¹⁶ Prusak, B. Ekonomiczna analiza upadłości przedsiębiorstw – ujęcie międzynarodowe. CeDeWu, Warszawa 2011, s. 23-24.

¹⁷ Śniezek, E. Sprawozdawczość przepływów pieniężnych. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, 2008, s. 114.

¹⁸ Otwinowski, W. Kryzys i sytuacja kryzysowa. Przegląd Naukowo-Metodyczny Edukacja dla Bezpieczeństwa, 2010, 2, s. 83-89.

¹⁹ 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.

funkcjonowanie firmy i powoduje zagrożenie utraty bytu. W literaturze można się spotkać z określeniami **sytuacja kryzysowa** oraz **kryzys organizacji**. Są to określenia, które należy odróżnić od siebie. Wróblewski²⁰ 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. Otwinowski²¹ stwierdza, że kryzys jest etapem 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 gospodarczego²². Upadłość rozumiana może być także jako instytucja (i to jedna z najważniejszych instytucji gospodarki rynkowej). Tokarski i Matuszak²³ 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. Niebieszczańska²⁴ 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 niewypłacalności**²⁵. 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 [Tab. 1.]

²⁰ Wróblewski, R. Wybrane problemy zarządzania przedsiębiorstwem w sytuacjach kryzysowych. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego w Siedlcach, Seria: Administracja i Zarządzanie, 2010, nr 14 (87), s. 49-66.

²¹ Otwinowski, W. Kryzys i sytuacja kryzysowa..., *op. cit.*, s. 83-89.

²² Boguszewski, P. [red.], Instrument szybkiego reagowania na zagrożenia upadłością w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych, Koncepcja i implementacja, 2014, s. 24., https://www.parp.gov.pl/images/PARP_publications/pdf/21920.pdf, data dostępu: 04.01.2016 r.

²³ Tokarski, A., Matuszak, M. Upadłość jako instytucja gospodarki rynkowej. Przedsiębiorczość-Edukacja, 2016, 12, s. 199-216.

²⁴ Niebieszczańska, W. Rola restrukturyzacji naprawczej w postępowaniu upadłościowym przedsiębiorstwa. Studia Ekonomiczne, 2014, 198, s. 155-169.

²⁵ Rogowski, W. Rozważania nad pojęciem upadłość..., *op. cit.*, s., s. 87-116.

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

Bankructwo		Upadłość	
- termin nie mający 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	Niebieszczkańska (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 odnoszonymi 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)
- 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 przytoczonej w rozdziale literatury.

Analizując pojęcia bankructwa i upadłości, Boratyńska²⁶ 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 związana jest z niewypłacalnością (w literaturze wskazuje się także, że niewypłacalność można określić ją jako cechę upadłości²⁷). W polskim prawodawstwie pojęcie bankructwa nie jest natomiast zdefiniowane. Boratyńska²⁸ zauważa także, że możliwe jest wystąpienie

²⁶ Boratyńska, K., Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Ekonomiczne Problemy Usług, Nr 39 Finanse 2009-teoria i praktyka. Finanse przedsiębiorstw, 2009, s. 450-457.

²⁷ Rosiek, J., Zyguła, A. Upadłości przedsiębiorstw w Polsce..., *op. cit.*, s. 211-223.

²⁸ Boratyńska, K., Przyczyny upadłości przedsiębiorstw..., *op. cit.*, s. 450-457.

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, z punktu widzenia Antonowicza²⁹, rozumiane będzie jako proces, który rozpoczyna się od pierwszych przesłanek utraty płynności i trwa do momentu, w którym przedsiębiorstwo staje się niewypłacalne. Jest ono efektem nagromadzenia się negatywnych skutków kryzysu właściwego w przedsiębiorstwie. Z kolei Pocięcha³⁰ 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 Klima³¹ 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 Prusak³² odchodzi od rezerwowania terminu upadłość tylko dla oficjalnego stwierdzenia upadłości przez sąd. Proponuje używanie terminu „upadłość ekonomiczna” i „upadłość sądowa” dla 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). Rogowski³³ wskazuje, że pojęciami używanymi w kontekście upadłości ekonomicznej są: utrata zdolności płatniczej, niewypłacalność, bankructwo oraz skutek kryzysu organizacyjnego i finansowego.

Grzegorzewska³⁴ wskazuje, że upadłość jest terminem prawno-ekonomicznym, a pojęcie bankructwa odnosi tylko do sfery ekonomicznej. Takie podejście jest

²⁹ Antonowicz, P. Bankructwa i upadłości..., *op.cit.*, s. 96.

³⁰ Pocięcha, J., Problemy prognozowania bankructwa firmy metodą analizy dyskryminacyjnej. *Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica* nr 205/2007, s. 63-79

³¹ 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.

³² Prusak, B. Ekonomiczna analiza upadłości przedsiębiorstw, *op. cit.*, s. 19, 21.

³³ Rogowski, W., Rozważania nad pojęciem upadłość..., *op. cit.*, s. 87-116.

³⁴ Grzegorzewska, E. Zjawisko upadłości przedsiębiorstw w Polsce na tle innych krajów europejskich. *Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 2008, s. 51.

uzasadnione, jako że pojęcie upadłości w polskim prawodawstwie jest uregulowane, brak jest natomiast definicji bankructwa. Grzegorzewska wskazuje, że o ile upadłość obejmuje podmioty gospodarcze, które mają zdolność upadłościową – ich majątek wystarcza przynajmniej na pokrycie kosztów postępowania upadłościowego i ewentualnie częściowo na pokrycie zobowiązań, o tyle bankructwo obejmować będzie podmioty, które w zasadzie nie posiadają majątku do zbycia. Upadłość, w przeciwieństwie do bankructwa, daje możliwość zawarcia ugody dłużnika z wierzycielami.

Według Mączyńskiej³⁵ 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). Antonowicz³⁶ 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 na szeroko rozumiane błędy zarządcze, które doprowadziły do upadłości.

Nahotko³⁷ 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).

Antonowicz³⁸ dokonał charakterystyki obszarów znaczeniowych pojęcia „bankructwo” i „upadłość” i wskazał na obszary wspólne obu pojęć oraz obszary, w których terminy te nie pokrywają się [Tab. 2.].

³⁵ Mączyńska, E. Zagrożenie i szansa upadłości przedsiębiorstwa. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, 2007, 3 (4), s. 27–33.; Mączyńska, E., Upadłości przedsiębiorstw-dysfunkcje, ich przyczyny. *Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie*, 2009, 2, s. 195-209.

³⁶ Antonowicz, P. Bankructwa i upadłości..., *op.cit.*, s. 100.

³⁷ Nahotko, S. Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach zagrożenia..., *op. cit.*, s. 43.

³⁸ Antonowicz, P. Bankructwa i upadłości..., *op. cit.*, s. 103.

Tabela 2. Charakterystyka obszarów znaczeniowych pojęć „bankructwo” i „upadłość”

Termin	Bankructwo	Bankructwo \neq upadłość	Bankructwo = upadłość	Upadłość \neq bankructwo
Kontekst	ekonomiczne bankructwo poprzedzające fazę sądowego dochodzenia wiarytelności	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
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..., *op.cit.*, s. 103.

Jak można zauważyć, 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 *banca rotta (wł.)*³⁹ oraz *banqueroute (franc.)*⁴⁰. Włoskie określenie *banca rotta*, w dosłownym tłumaczeniu oznaczające złamaną ławę, w średniowieczu odnosiło się do niszczenia stoisk handlarzy nie regulujących swoich zobowiązań⁴¹. Francuskie *banqueroute* określa dłużnika stale ukrywającego się przed wierzycielami i unikającego postępowania sądowego a także osobę wydającą lekkomyślnie pozyskane nieuczciwie pieniądze, uciekającą przed

³⁹ 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.

⁴⁰ Tokarski, A. Charakterystyka podstawowych rodzajów upadłości firm w edukacji przedsiębiorczości. Przedsiębiorczość-Edukacja, nr 8, 2012, s. 169-182.

⁴¹ Rogowski, W., Rozważania nad pojęciem upadłość..., *op. cit.*, s. 87-116.

wymiarem sprawiedliwości oraz przed wierzycielami⁴². Jak można zauważyć, historycznie wyrażenie bankructwo odnosiło się do formy oszustwa popełnionej przez dłużnika⁴³.

Encyklopedia Britannica⁴⁴ podaje, że angielskie słowo *bankruptcy* odnosić się będzie do dłużnika, który został uznany przez sąd za niezdolnego do spłaty długów (niekiedy słowo to używane jest w znaczeniu niewypłacalności, por. ang. *insolvency*, 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 Kodeks Upadłościowy Stanów Zjednoczonych - *United States Bankruptcy Code*⁴⁶, który odnosi się do osób fizycznych i do przedsiębiorstw. Amerykańscy naukowcy Altman oraz 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 *bankruptcy* dotyczy często sądowego postępowania upadłościowego, zaś dla określenia kondycji finansowej przedsiębiorstwa często stosowany jest termin *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 będą stosowane różne nazwy w poszczególnych systemach prawnych. Jak wskazuje Hrycaj⁵⁰ w niektórych krajach, podobnie jak w Polsce, funkcjonuje nazwa „upadłość” (np. wł. *fallimento*, hol. *het faillissement*). W amerykańskim systemie prawnym, jak już wspomniano, stosowany jest termin *bankruptcy*, mający etymologicznie te same

⁴² Tokarski, A. Charakterystyka podstawowych rodzajów upadłości..., *op. cit.*, s. 169-182.

⁴³ Pomykala, J. S., *Bankruptcy's Origins in Debtor-Perpetrated Crime*, 1999, s. 1-12. <https://ssrn.com/abstract=222377>, data dostępu: 13.04.2017 r.

⁴⁴ Encyclopædia Britannica, <https://www.britannica.com/topic/bankruptcy>, data dostępu: 14.04.2017 r.

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

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

⁴⁷ Altman, E., Hotchkiss, E. *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt*. 3rd Edition, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2006, s. 11

⁴⁸ Prusak, B. *Ekonomiczna analiza upadłości przedsiębiorstw: ujęcie międzynarodowe*. CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2011, s. 21

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

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

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 jest z kolei słowo „konkurs”, które pochodzi od łacińskiego wyrażenia *concursum creditorum* (zbieg wierzycieli). Nazwa ta funkcjonuje m.in. w języku szwedzkim (szw. *konkurs*) czy finlandzkim (fin. *konkurssi*). Dodatkowo w ostatnim czasie w prawodawstwie poszczególnych krajów zaczęto używać terminu niewypłacalność (ang. *insolvency*) dla 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 umożliwić 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. Chociaż system upadłościowy

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

⁵² *Ibidem*, s. 21-23.

zależy od warunków w jakich powstał, można uznać, że część jego funkcji i celów jest uniwersalna⁵³. Zdaniem Smitha oraz 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 wśród wierzycieli i potencjalnych nabywców aktywów upadłego przedsiębiorstwa.

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 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).

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

⁵⁴ Smith, D. C.; Strömberg, P. Maximizing the value of distressed assets: Bankruptcy law and the efficient reorganization of firms. Working Paper, 2004., s.1-52. <https://www.hhs.se/contentassets/662e98040ed14d6c93b1119e5a9796a4/worldbank0304.pdf>, data dostępu: 15.01.2020 r.

⁵⁵ Zedler, F. Zarys prawa upadłościowego..., *op. cit.*, s. 41-44.

⁵⁶ Obecnie obowiązująca nazwa ustawy to Prawo upadłościowe, Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r., Dz. U. 2003 Nr 60 poz. 535

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 r.

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

⁵⁹ Prawo upadłościowe, Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r., 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. 2017. Repozytorium Uniwersytetu Wrocławskiego, http://www.repozytorium.uni.wroc.pl/Content/89466/02_15_J_Migaj_Oddluzenie_jako_podstawowy_cel_postepowania_upadlosciowego.pdf, data dostępu 19.07.2021 r.

Wyrazem wyżej wymienionych tendencji, aby umożliwić niewypłacalnemu przedsiębiorstwu restrukturyzację zadłużenia, jest wprowadzenie w Polsce prawa restrukturyzacyjnego⁶⁰. Prawo upadłościowe i restrukturyzacyjne tworzą kompleksową regulację prawną, której przedmiotem są wzajemne relacje pomiędzy 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 powiodą. Inne cele dotyczą zwiększenia praw aktywnych wierzycieli, efektywności i szybkości postępowań czy danie 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 naczelnych zasad prawa restrukturyzacyjnego jest o ochrona słusznych 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

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

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

⁶² Rządowy projekt ustawy – Prawo restrukturyzacyjne z projektami aktów wykonawczych. Druk numer 2824, 2014, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki7ka.nsf/0/2978B4B7B0ADFEFDC1257D78003BAB71/%24File/2824.pdf>, data dostępu 19.07.2021 r.

⁶³ Boguszewski P. [red.] Instrument szybkiego reagowania na zagrożenia upadłością w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych. Koncepcja i implementacja, 2014, s. 19, 25., https://www.parp.gov.pl/images/PARP_publications/pdf/21920.pdf, data dostępu: 04.01.2016 r.

upadłościowym i jego skutkami regulowane są poprzez ustawę Prawo upadłościowe z dn. 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 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., w związku z następującą transformacją 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 dn. 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 niewypłacalności⁶⁶. Zunifikowano wówczas procedurę upadłościową i układową, obie nazywając upadłością oraz wprowadzono postępowanie naprawcze. Postępowanie naprawcze umożliwiało zawarcie układu poza sądem, ale pod jego kontrolą. W praktyce, ze względu na restrykcyjne kryteria wszczęcia tego postępowania, postępowanie naprawcze niemal nie funkcjonowało⁶⁷. Z początku ustawa nie regulowała zagadnienia upadłości konsumenckiej. Upadłość konsumencka została wprowadzona na mocy ustawy z dnia 5 grudnia 2008 roku⁶⁸.

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

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

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

⁶⁶ Prawo upadłościowe i naprawcze, Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r., Dz. U. 2003 Nr 60 poz. 535, art. 1. Ust 1. – tekst ogłoszony.

⁶⁷ Tokarski, A. Kierunki ewolucji systemu upadłościowego w Polsce. Przedsiębiorczość-Edukacja, 2015, 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. z 2008 r. Nr 234, poz. 1572

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 weszła w życie ustawa Prawo restrukturyzacyjne z dn. 15 maja 2015., regulująca postępowania restrukturyzacyjne. Spowodowało 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 projekcie 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 dn. 15 maja 2015 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 MSP. Jego działania przewidziane zostały na lata 2014-

⁶⁹ Masiukiewicz, P.; Morawska, S. Koncepcja poprawy efektywności upadłości. Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie, 2012, 23.2, s. 44-55.

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

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

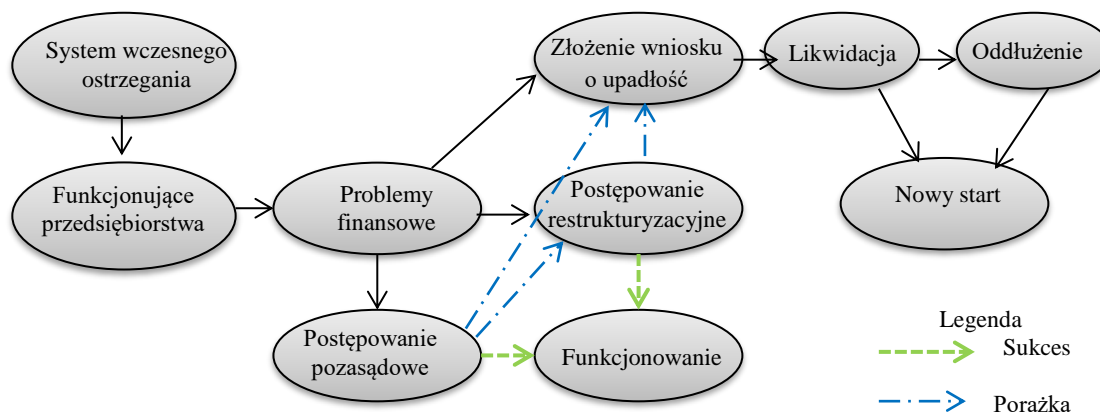
⁷² Prawo restrukturyzacyjne, Ustawa z dnia 15 maja 2015 r., Dz. U. z 2015 r. poz. 978 art. 428 pkt 1.

⁷³ Antkowiak, J. Nowe prawo restrukturyzacyjne i upadłościowe..., *op. cit.*, s. 71-75

⁷⁴ Projekt ustawy – Prawo restrukturyzacyjne, Nr projektu UA41., <https://bip.kprm.gov.pl/kpr/form/r1204,Projekt-ustawy-Prawo-restrukturyzacyjne.print>, data dostępu 25. 04. 2017 r.

2020⁷⁵, następnie zaś zostały przedłużone na lata 2021-2026⁷⁶. Logika interwencji, zakładana przez Politykę Nowej Szansy, została przedstawiona na poniższym schemacie [Rys. 1].

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, Warszawa 2014, s. 29, http://nowaszansa.gov.pl/sites/default/files/pliki/zalaczniki/polityka_nowej_szansy_pol.pdf, data dostępu: 17.10.2017 r.

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 cenę⁷⁷” – w przypadku, gdy upadłość jest konieczna, państwo powinno zapewnić warunki do przeprowadzenia procedur likwidacyjnych w sposób przejrzysty, tani i szybki.

⁷⁵ 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 r.

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)

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 r.

Tokarski ⁷⁸ 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 niewypłacalności ⁷⁹. Jedną z najważniejszych zmian wprowadzonych przez nowelizację ustawy Prawo upadłościowe w 2016 r. jest zmiana definicji stanu niewypłacalności. Główne zmiany dotyczące identyfikowania stanu niewypłacalności zostały przedstawione w poniższej tabeli [Tab. 3].

Tabela 3. Zmiana przesłanek stwierdzenia niewypłacalności wg Ustawy z dn. 28 lutego 2003 r.

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 Prawo upadłościowe, Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r., Dz. U. 2003 Nr 60 poz. 535 – tekst jednolity; Prawo upadłościowe i naprawcze, Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r., Dz. U. 2003 Nr 60 poz. 535 – tekst ogłoszony; Konat-Staniek, M.; Piątek, E., Niewypłacalność a płynność finansowa w kontekście nowego prawa restrukturyzacyjnego. *Studia Ekonomiczne*, 2016, 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

⁷⁸ Tokarski, A., Tokarski, M. Przebieg procesu upadłościowego przedsiębiorstw polskich w xxi w. *Przedsiębiorczość-Edukacja*, 2019, 15.2, s. 248–263.

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

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

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

podmiotowym ustawy Prawo upadłościowe. 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 Konat-Staniek oraz 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 sporna. W pierwotnym tekście ustawy brak 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 Libiszewski oraz Rybacka⁸⁵ oceniali dotychczasowe brzmienie definicji niewypłacalności jako zbyt rygorystyczne i nie odpowiadające 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. Gurgul oraz 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 miesiące**⁸⁷. Rozwiązanie to rozwiązało sporną kwestię momentu utraty zdolności do wykonywania wymagalnych zobowiązań pieniężnych⁸⁸. Takie domniemanie może być jednak obalone

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

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

⁸⁴ Sierakowski, B., Ustawa z 15 maja..., *op. cit.*, 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 r.

⁸⁶ Gurgul, S., Podczaszy J. Niewypłacalność przedsiębiorstwa w ujęciu prawnym i ekonomicznym. Przedsiębiorczość i Zarządzanie, 2016, 17.8, cz. 1 Ryzyko i stabilność finansowa w procesach zarządzania, s. 185-196.

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

⁸⁸ Gurgul, S., Podczaszy, J. Niewypłacalność przedsiębiorstwa..., *op. cit.*, s. 185-196.

– 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 dla podmiotów będących osobami prawnymi lub jednostkami organizacyjnymi nie posiadającymi zdolności prawnej, którym odrębna ustawa nadaje zdolność prawną. Nie obejmuje ona jednak spółek osobowych, w których co najmniej jednym wspólnikiem odpowiadającym całym majątkiem za zobowiązania jest osoba fizyczna. Według tego kryterium (ujęcie zadłużeniowe) niewypłacalność można stwierdzić, gdy przez **okres dłuższy niż dwadzieścia cztery miesiące** występuje nadwyżka zobowiązań 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 oraz 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 wchodzi 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

⁸⁹ Ciężar dowodu leży na dłużniku.

⁹⁰ Sierakowski, B., Ustawa z 15 maja..., *op. cit.*, s. c1-c8.

⁹¹ *Ibidem*, s. c1-c8.

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

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

⁹⁴ *Ibidem*

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 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 poniżej [Rys. 2]:

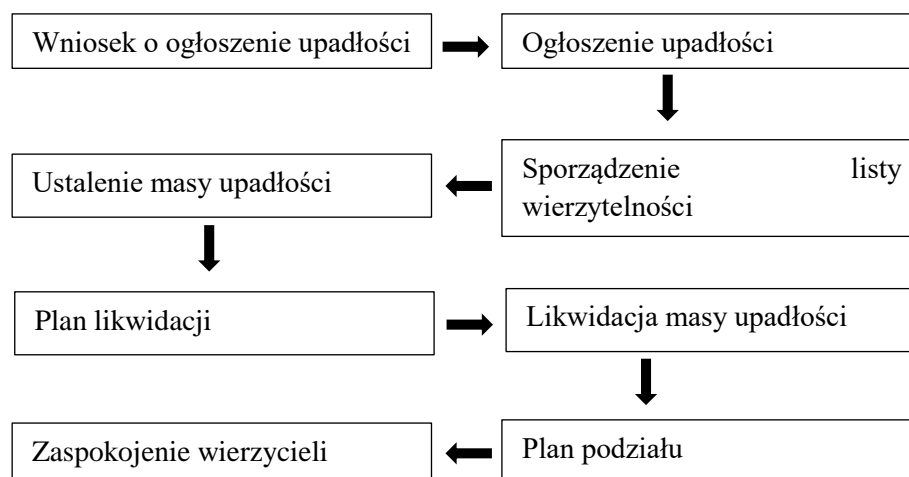
⁹⁵ Prawo upadłościowe, Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r., Dz. U. 2003 Nr 60 poz. 535, art. 11., ust. 2-5.

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

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

⁹⁸ Prawo upadłościowe, Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r., Dz. U. 2003 Nr 60 poz. 535, art. 13., art. 57 ust. 1., art. 61., art. 63, art. 63a., art. 70., art. 244, art. 306., art. 347.

Rysunek 2. Uproszczony schemat postępowania upadłościowego



Źródło: opracowanie własne.

Postępowanie może być zakończone, jeżeli dojdzie do wykonania ostatecznego planu podziału lub jeżeli wszyscy wierzyciele zostali 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) Nr 2015/848 z 20.5.2015 r. w sprawie postępowania upadłościowego (Dz.Urz. UE L Nr 141, s. 19)¹⁰⁰. Dotyczy ono postępowań wszczętych po dniu 26.07.2017 i zastąpiło Rozporządzenie nr 1346/2000¹⁰¹. Rozporządzenie 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

⁹⁹ Prawo upadłościowe, Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r., 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. UE L Nr 141

¹⁰¹ Rozporządzenie Rady (WE) nr 1346/2000 z dnia 29 maja 2000 r. w sprawie postępowania upadłościowego, Dz.U. L 160 z 30.6.2000

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

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 roku. Ostatecznie termin ten nie został jednak dotrzymany, a 7 czerwca 2018r. 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 rejestru, 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 podmiotom.¹⁰⁶ Data wejścia w życie Ustawy z dnia 6 grudnia 2018 r. o Krajowym Rejestrze Zadłużonych to 1 grudnia 2021 roku¹⁰⁷.

W związku z pandemią wirusa Sars-Cov-2 wywołującego chorobę COVID-19, która rozpoczęła się w 2020 roku i w związku z ogłoszonym stanem epidemii w Polsce

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

¹⁰⁴ Komisja Europejska - Komunikat prasowy. W dniu dzisiejszym wchodzi w życie..., *op. cit.*

¹⁰⁵ Janik, E. Rejestry upadłości w wybranych państwach europejskich. Zeszyty Naukowe KUL, 2018, 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.

konieczne okazało się także dokonanie pewnych zmian w prawie upadłościowym i restrukturyzacyjnym. Ustawa o tzw. Tarczy antykryzysowej 2.0.¹⁰⁸ 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 roku dotyczą upadłości konsumenckiej. Jak wskazuje Langer¹⁰⁹, przepisy zostały znacznie zliberalizowane, co jest zgodnie z polityką Unii Europejskiej, aby umacniać pozycję konsumenta, jako słabszej strony w relacji przedsiębiorca – osoba fizyczna. Podstawową zmianą jest 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 umożliwić 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

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.15zzra.

¹⁰⁹ Langer, M. Liberalizacja przepisów dotyczących upadłości konsumenckiej. *Folia Iuridica Universitatis Wratislaviensis*, 2020, 9.1, s. 207-218.

upadłościowe miało stać się *ultima ratio* - ostatecznym środkiem, stosowanym wobec dłużnika, w razie ekonomicznego niepowodzenia postępowania restrukturyzacyjnego¹¹⁰.

Wprowadzenie odrębnej ustawy, oddzielnej od Ustawy prawo upadłościowe, regulującej procesy restrukturyzacyjne miało na celu m.in. uniknięcie stygmatyzacji przedsiębiorstw¹¹¹. Jak wskazują badania wykonane na zlecenie PARP z 2011r. 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 za zadanie zwiększyć rolę aktywnych wierzycieli poprzez nadanie im większych uprawnień. Nierzetelni dłużnicy i upadli mają z kolei ponosić większą odpowiedzialność¹¹³. Jak wskazuje Zimmerman¹¹⁴, wierzyciele, jako najbardziej zainteresowani pomyslnym 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 Ustawie Prawo restrukturyzacyjne 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.

¹¹⁰ Projekt ustawy – Prawo restrukturyzacyjne, Nr projektu UA41., <https://bip.kprm.gov.pl/kpr/form/r1204,Projekt-ustawy-Prawo-restrukturyzacyjne.print>, data dostępu 25. 04. 2017 r.

¹¹¹ Projekt ustawy – Prawo restrukturyzacyjne, Nr projektu UA41., <https://bip.kprm.gov.pl/kpr/form/r1204,Projekt-ustawy-Prawo-restrukturyzacyjne.print>, data dostępu 25. 04. 2017 r.

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

¹¹³ Projekt ustawy – Prawo restrukturyzacyjne, Nr projektu UA41., <https://bip.kprm.gov.pl/kpr/form/r1204,Projekt-ustawy-Prawo-restrukturyzacyjne.print>, data dostępu 25. 04. 2017 r.

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

¹¹⁵ Projekt ustawy – Prawo restrukturyzacyjne, Nr projektu UA41., <https://bip.kprm.gov.pl/kpr/form/r1204,Projekt-ustawy-Prawo-restrukturyzacyjne.print>, data dostępu: 25. 04. 2017 r.

Procesem restrukturyzacyjnym mogą zostać objęte zarówno przedsiębiorstwa niewypłacalne (zgodnie z rozumieniem definicji określonej w Ustawie prawo upadłościowe z dn. 28 lutego 2003), 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 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 prowadziło by 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 [Tab. 4]¹²¹:

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

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

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

¹¹⁹ Prawo restrukturyzacyjne, Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. Dz.U. 2015 poz. 978, , 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*, 1-2/2018, s. 116-120.

¹²¹ Wcisło, P. Postępowanie o zatwierdzenie układu. [w:] *Wardyńscy i Wspólnicy. Prawo restrukturyzacyjne i zmiany w prawie upadłościowym*. Warszawa, 2015, s. 25-28. ,

- 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 poprzez zawarcie układu z wierzycielami. Postępowanie sanacyjne umożliwia dodatkowo restrukturyzację poprzez przeprowadzenie działań sanacyjnych, przy zabezpieczeniu praw wierzycieli¹²².

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: - Prawo restrukturyzacyjne, Ustawa z dnia 15 maja 2015 r., Dz.U. 2015 poz. 978, art. 2. i art. 3.

Powyższe postępowania różnią się między sobą w zakresie m.in. stopniem 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

http://www.codozasady.pl/wp-content/uploads/2015/12/Wardynski-i-Wspolnicy_prawo-restrukturyzacyjne-i-zmiany-w-prawie-upadlosciowym1.pdf, data dostępu: 10.07.2017 r.

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

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 zawieszane¹²⁷, co jest korzystne dla dłużnika. Do zawarcia układu dochodzi na zwoływanym przez sąd zgromadzeniu wierzycieli¹²⁸. Gdy suma wierzytelności 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, „uzdrowić” sytuację gospodarczą dłużnika¹³⁰. „Uzdrowienie” ma 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 skutkowałoby to pokrzywdzeniem wierzycieli, może również odmówić otwarcia

¹²³ Prawo restrukturyzacyjne, Ustawa z dnia 15 maja 2015 r., Dz.U. 2015 poz. 978, art. 35 ust. 1.

¹²⁴ Wcisło P., Postępowanie o zatwierdzenie układu. [w:] Wardyńscy i Wspólnicy, Prawo restrukturyzacyjne..., *op. cit.*

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

¹²⁶ Prawo restrukturyzacyjne, Ustawa z dnia 15 maja 2015 r., Dz.U. 2015 poz. 978, art. 38 ust 1.

¹²⁷ Prawo restrukturyzacyjne, Ustawa z dnia 15 maja 2015 r., Dz.U. 2015 poz. 978, art. 259.

¹²⁸ Prawo restrukturyzacyjne, Ustawa z dnia 15 maja 2015 r., Dz.U. 2015 poz. 978, art. 261 i 263.

¹²⁹ Jura B, Upadłość przedsiębiorstw na rynku publicznym i niepublicznym w Polsce. *Finanse*, 2016, 9.1., s. 291-316.

¹³⁰ Wcisło, P. Postępowanie sanacyjne. [W:] Wardyński Wspólnicy. Prawo restrukturyzacyjne..., *op. cit.*, s. 29-32., http://www.codozasady.pl/wp-content/uploads/2015/12/Wardynski-i-Wspolnicy_prawo-restrukturyzacyjne-i-zmiany-w-prawie-upadlosciowym1.pdf, data dostępu: 10.07.2017 r.

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

¹³² Prawo restrukturyzacyjne, Ustawa z dnia 15 maja 2015 r., Dz.U. 2015 poz. 978, art. 321.

postępowania układowego lub sanacyjnego, jeżeli dłużnik nie ma uprawdopodobnionej zdolności do regulowania na bieżąco kosztów postępowania i zobowiązań powstałych po otwarciu postępowania¹³³.

Ustawa znana pod nazwą Tarcza 4.0.¹³⁴, 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 z mocy prawa¹³⁵. Ten rodzaj postępowania obowiązywał do końca listopada 2021 r, a od 1 grudnia wynikające z niego udogodnienia (z pewnymi modyfikacjami) wprowadzono na stałe do postępowania o zatwierdzenie układu. W efekcie 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

¹³³ Prawo restrukturyzacyjne, Ustawa z dnia 15 maja 2015 r., Dz.U. 2015 poz. 978, 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 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, art. 15-25.

¹³⁶ Świerczyński J., Elementy Dyrektywy Drugiej Szansy w polskim porządku prawnym – Uproszczone 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> (stan na dzień 06.04.2022).

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) (Tekst mający znaczenie dla EOG).

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 2021¹³⁹.

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

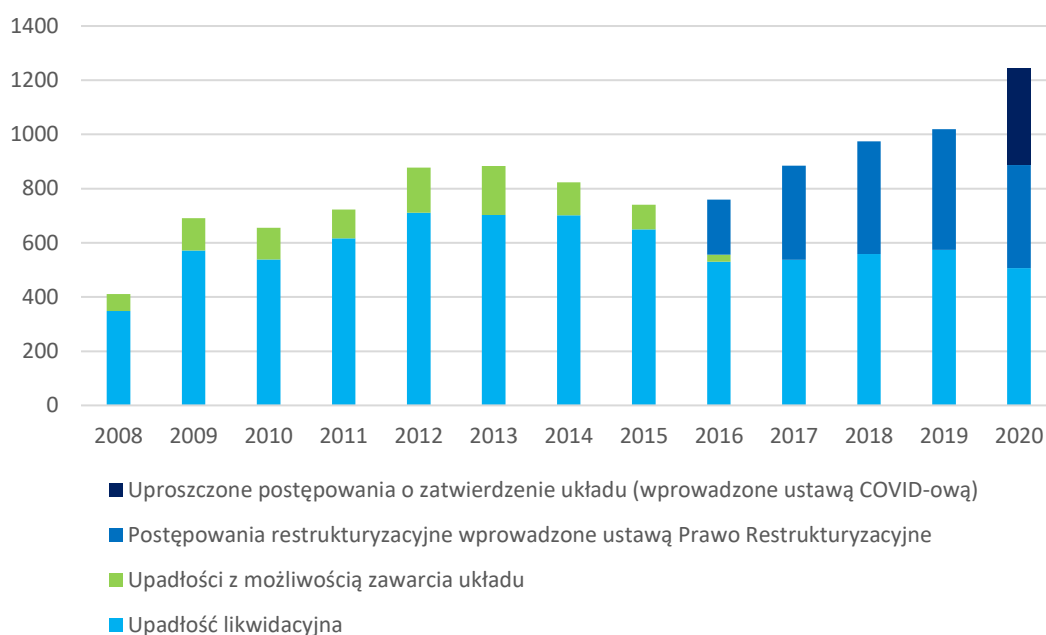
Na poniższym wykresie [Wyk. 1] przedstawiono dane dotyczące liczby postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych w latach 2008-2020. Jak zostało zarysowane w podrozdziale 1.2.2 oraz 1.2.3, do roku 2015 obowiązywało w Polsce Prawo upadłościowe i naprawcze, zaś w roku 2016 weszła w życie ustawa Prawo 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, wprowadzone tzw. „ustawą COVID-ową”¹⁴⁰.

¹³⁸ 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) (Tekst mający znaczenie dla EOG).

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/>, dostęp z dnia: 23.12.2022.

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.

Wykres 1 Liczba postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych w latach 2008-2020



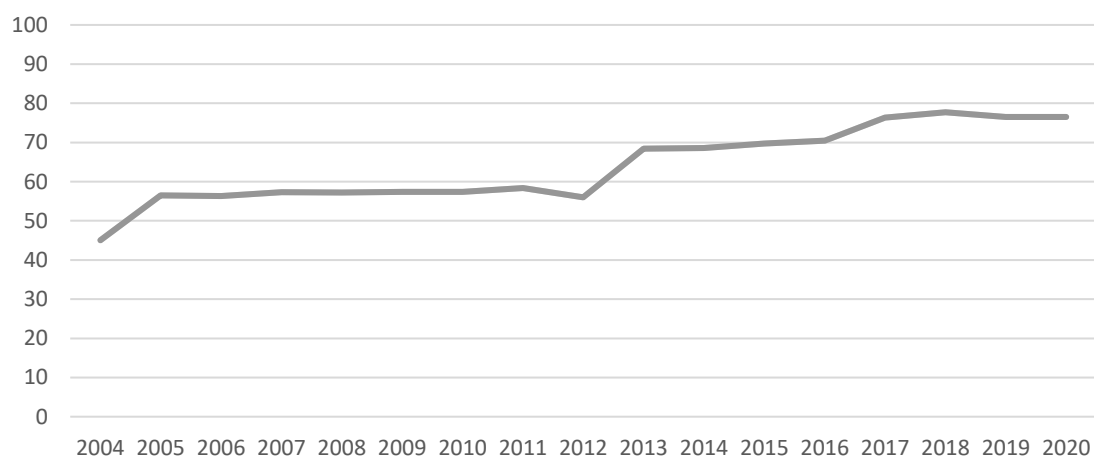
Źródło: opracowanie własne na podstawie Coface, Raport roczny Coface: Niewypłacalności firm w Polsce w 2020r., Warszawa 2021., http://img.go.coface.com/Web/COFACE/%7B635f800d-875e-49d9-96b9-c9eff82dff87%7D_Niewypłacalności_w_Polsce_w_2020_ROCZNY_Raport_Coface_ok.pdf, data dostępu: 17.03.2021 r.

Analizując dane przedstawione na powyższym wykresie [Wyk. 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).

W latach poprzedzających wprowadzenie ustawy Prawo restrukturyzacyjne większość postępowań były to postępowania 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 ogólnej liczbie postępowań (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, w 2020 roku Polska była na 25 miejscu w rankingu pod względem miernika *resolving insolvency*, odnoszącego się 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 roku 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 odzyskują 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 punktów na 16, podczas gdy średnia dla krajów OECD o wysokim dochodzie to 11,9¹⁴¹. Na poniższym wykresie [Wyk. 2] przedstawiono kształtowanie się wartości indeksu *resolving insolvency* w latach 2004-2020.

Wykres 2 Wartości punktowe wskaźnika resolving insolvency dla Polski w latach 2004-2020



Źródło: opracowanie własne na podstawie Portal Banku Światowego, Doing Business, <https://www.doingbusiness.org/en/doingbusiness>, data dostępu: 21.07.2021 r.

Jak można zauważyć, od 2004 zasadniczo sytuacja w zakresie systemowego radzenia sobie z niewypłacalnością stopniowo polepszała się. Na koniec analizowanego okresu,

¹⁴¹ Bank Światowy (World Bank). Economy Profile Poland, Doing Business 2020, Comparing Business Regulation in 190 Economies, 2020. , www.doingbusiness.org, data dostępu 21.07.2021 r.

względem 2004 roku, ocena uzyskana przez Polskę zwiększyła się o ok. 31,5 punktu, czyli o ok. 70%. Podstawy funkcjonowania systemu upadłościowego w Polsce zostały stosunkowo dobrze oceniane, 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 dla przeprowadzania upadłości i restrukturyzacji w Polsce znacząco poprawiły się w okresie obowiązywania ustawy Prawo upadłościowe i naprawcze z 2003 roku. Szczególne zaś znaczenia nabrały procesy restrukturyzacyjne po wprowadzeniu Ustawy Prawo Restrukturyzacyjne. W 2020 roku 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 zagranicą 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 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

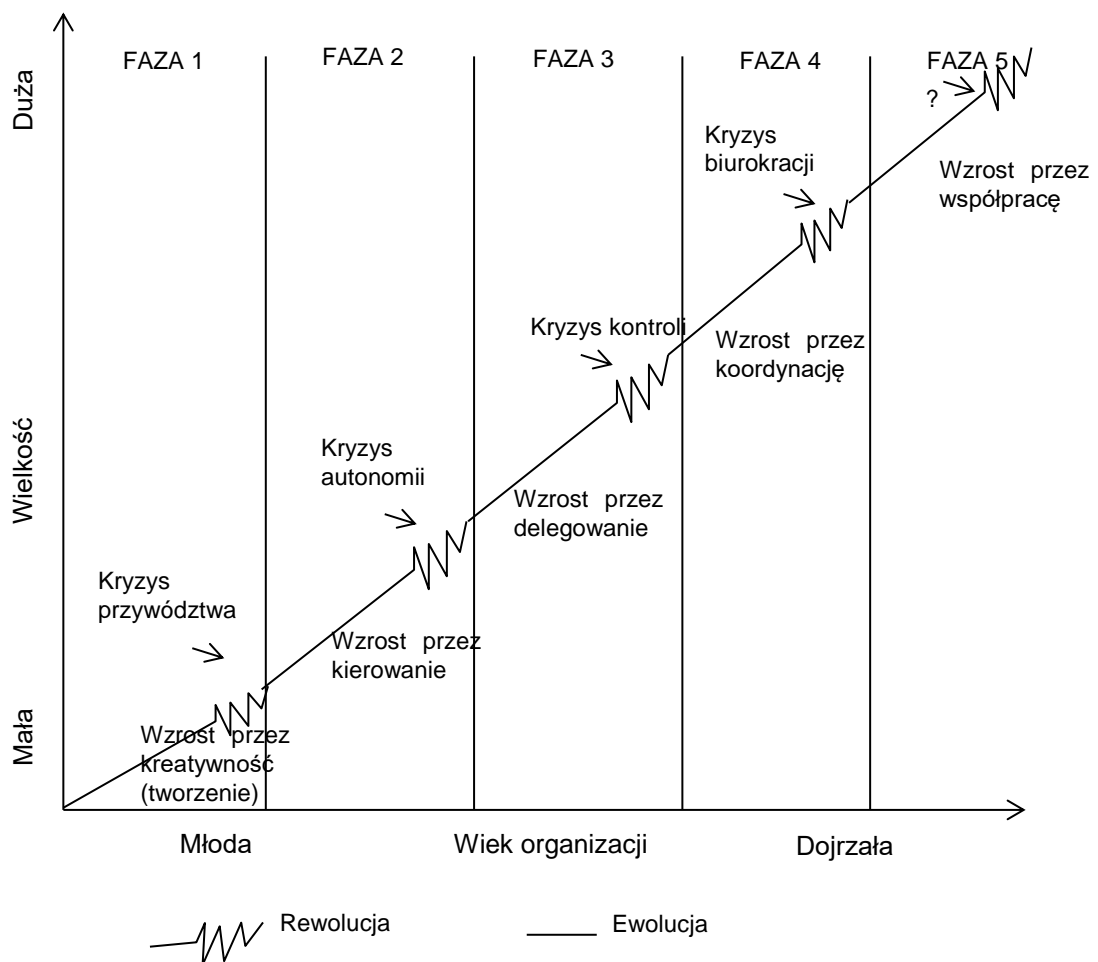
Powszechnie uważa się, że przedsiębiorstwa podlegają cyklom, co wiąże się z przechodzeniem w kolejne stadia (fazy) rozwoju, a wzrost organizacji nie odbywa się w

¹⁴² w porównaniu z analogicznym miesiącem ub. roku; odczyt Głównego Urzędu Statystycznego. Główny Urząd Statystyczny, <https://stat.gov.pl>, data dostępu: 5.12.2022 r.;

¹⁴³ Bank Światowy (World Bank). Global Economic Prospects, Washington 2022, <https://openknowledge.worldbank.org/>, data dostępu: 5.12.2022 r.; Orłowski, W. M. Czy świat idzie w stronę stagflacji, Rzeczpospolita <https://www.rp.pl/opinie-ekonomiczne/art37308511-witold-m-orlowski-czy-swiat-idzie-w-strone-stagflacji>, data dostępu: 5.12.2022 r.;

sposób liniowy – okresy stabilnego wzrostu przecinane są okresami zawirowań¹⁴⁴. Każde przedsiębiorstwo napotyka na swojej drodze na kryzysy, które mogą doprowadzić do jego upadku, lub rozwoju.

W literaturze przedmiotu znaleźć można wiele modeli wzrostu przedsiębiorstwa. Zdaniem 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)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Greiner, L. E., *Evolution and revolution as organizations grow*. Readings in strategic management. Macmillan Education UK, 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) [Wyk. 3]. Kryzys wymusza zmiany organizacyjne, dzięki którym odpowiednio zarządzane

¹⁴⁴ Greiner, L. E., *Evolution and revolution as organizations grow*. Readings in strategic management. Macmillan Education UK, 1989, s. 373-387.

¹⁴⁵ *Ibidem*, s. 373-387.

¹⁴⁶ *Ibidem*, s. 373-387.

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 fazy. Rozwiązania, które pomagają zwalczyć jeden kryzys stanowią podłoże kolejnego kryzysu. Z tego powodu przebieg kolejnych faz oraz podejmowane decyzje determinują cykl życia przedsiębiorstwa.

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. Tornhill i 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.

¹⁴⁷ Greiner, L. E., *Evolution and revolution ...*, *op. cit.*, s. 373-387.

¹⁴⁸ Thornhill, S.; Amit, R. Learning about failure: Bankruptcy, firm age, and the resource-based view. *Organization science*, 14.5, 2003, s. 497-509.

Rozważając przebieg samego upadku przedsiębiorstwa, inaczej będzie on wyglądał w przypadku przedsiębiorstw młodych, a inaczej w przypadku przedsiębiorstw dojrzałych. 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 zmian w otoczeniu. Jak wskazuje Ropęga¹⁵⁰, Argenti rozpoczął analizy dotyczące ścieżek prowadzących do upadku przedsiębiorstw, a kolejni badacze często nawiązywali do stworzonego przez niego opisu. Przykładem może być klasyfikacja wg Richardson, Nwankwo i Richardson¹⁵¹, w której pierwsze trzy typy wyróżnionych ścieżek niepowodzenia odpowiadają klasyfikacji Argentiego (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 cykli organizacyjnych w światowej literaturze przedmiotu jest podejście ekologii organizacji, która koncentruje 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 że przedsiębiorstwa młode są bardziej narażone na upadłość, niż dojrzałe podmioty¹⁵³. Z teorią tą blisko związana

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, 2013., s. 116.

¹⁵⁰ Ropęga, J. *Ścieżki niepowodzeń gospodarczych...*, *op. cit.*, 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, 32.4, s. 9-22.

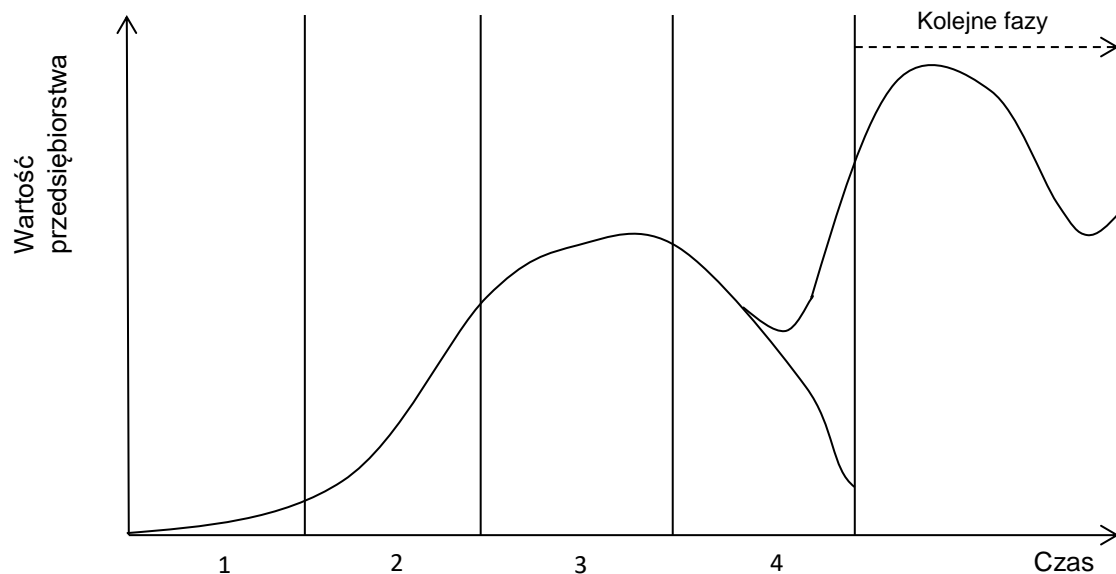
¹⁵² Hannan, M. T., Freeman, J. *The Population Ecology of Organizations*. *American Journal of Sociology*, 1977, 82.5, s. 929-964.

¹⁵³ Por. Thornhill, S.; Amit R. *Learning about failure...*, *op. cit.*, s. 497-509; Evans, D. S. *The relationship between firm growth, size, and age: Estimates for 100 manufacturing industries*, *The journal of industrial*

jest teoria *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 [Wyk. 4] przedstawiono wartość przedsiębiorstwa w zależności od fazy cyklu życia organizacji.

Wykres 4. Typowy cykl życia przedsiębiorstwa



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

Źródło: Prusak, B. Ekonomiczna analiza upadłości przedsiębiorstw, *op. cit.*, 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.

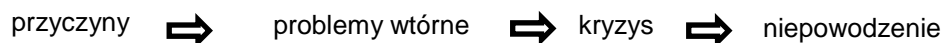
economics, 1987, s. 567-581.; Freeman, J., Carroll, G. R., Hannan, M. T. The liability of newness: Age dependence in organizational death rates. *American sociological review*, 1983, s. 692-710.

¹⁵⁴ Weyh, A., What characterizes successful start-up cohorts? [w:] Fritsch, M.; Schmude, J. (red.). *Entrepreneurship in the Region*. Springer Science & Business Media, 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, 16.2, s. 442-468.

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. Przedstawił on natomiast uproszczoną, graficzną ilustrację punktów wspólnych na modelowych ścieżkach niepowodzenia gospodarczego [Rys. 3].

Rysunek 3 Główne etapy ścieżki niepowodzenia gospodarczego



Źródło: Ropęga, J. Ścieżki niepowodzeń gospodarczych..., *op. cit.*, 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. Kryzys może przebiegać w różny sposób i wynikać z różnych przyczyn, a przedsiębiorstwa są na niego narażane w różnym stopniu. Czynniki determinującymi wystąpienie i przebieg kryzysu są chociażby wiek czy wielkość organizacji oraz etap życia, w którym się znajduje. Przetrvanie natomiast zależy przede wszystkim od decyzji kadry kierowniczej, umiejętności zarządzania oraz dostosowywania się do zmiennych warunków.

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

¹⁵⁷ *Ibidem*, s. 110-115.

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 czasu nie byłoby w stanie wygospodarować środków na dostosowanie się do zmieniającego się rynku, zapewnienie i ciągłe 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 silnie 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 nastawionej na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy¹⁶⁰. Według tego podejścia za nadrzędny cel działalności przedsiębiorstwa, z punktu widzenia literatury finansowej i ekonomicznej, uważa się raczej maksymalizację jego wartości dla właścicieli (SWM – ang. *shareholders' wealth maximalization*)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 (CSR – ang. *corporate social responsibility*). Elkington w 1994 roku opracował koncepcję *triple bottom line*

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, 4, s. 36-39.

¹⁶⁰ Jaki A., Cwiąg W. Ryzyko upadłości przedsiębiorstwa a wartość dla akcjonariuszy. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2016, 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, practice*, 2010, s. 437-455.

¹⁶² Szerzej: Windsor, D. Shareholder wealth maximization [w:] Boatright, J. R., *Finance ethics...*, *op. cit.*, s. 437-455.; Jones, T. M.; Felps, W. Shareholder wealth maximization and social welfare: A utilitarian critique. *Business Ethics Quarterly*, 2013, 23.2, s. 207-238.; Dobson, J. Is shareholder wealth maximization immoral? *Financial Analysts Journal*, 1999, 55.5, s. 69-75.

(TBL, 3BL), 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 zyskownością 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 zyskownością, 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 Stępień¹⁶⁵, który wskazuje, że przedsiębiorstwo prywatne powinno w zasadzie realizować dwa cele jednocześnie: maksymalizować bogactwo dla właścicieli i zapewnić sobie przetrwanie.

Na podstawie definicji podawanych w literaturze ekonomicznej, przedstawionych w podrozdziale 1.1., stwierdzono, że w literaturze 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 dotyka problemu 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 czasu, zaś wypłacalność oceniana jest 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 działalności gospodarczej i jednym z kryteriów oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa¹⁶⁷.

¹⁶³ Slaper, T. F.; Hall, T. J. The triple bottom line: What is it and how does it work. *Indiana business review*, 2011, 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, 25, s. 2-5.

¹⁶⁵ Stępień K., Rentowność a wypłacalność..., *op. cit.*, s. 41-42.

¹⁶⁶ Sierakowski B. Ustawa z 15 maja..., *op. cit.*, s. c1-c8.

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

Zdaniem 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 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 są ze sobą zależnościami o charakterze przyczynowo-skutkowym, które w efekcie mogą doprowadzić do upadłości podmiotu¹⁷². Relacje między płynnością 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);

¹⁶⁸ Wąsowski, W. Istota i warunki utrzymania płynności finansowej. *Przegląd Corporate Governance*, 2011, s. 1-25.

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

¹⁷⁰ Wąsowski, W. Istota i warunki utrzymania płynności..., *op. cit.*, s. 1-25.

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

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

¹⁷³ Wypych, M. Płynność finansowa i zatory płatnicze w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw na tle zmian unormowań prawnych. *Przedsiębiorczość i Zarządzanie*, 2015, t. 16, z. 12, cz. 2, s. 187-203.

¹⁷⁴ Klepka, R. Specyfika kryzysu finansowego w przedsiębiorstwie. *Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 32/2013, s. 139-152.

- 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 opusty 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;
- utrata wiarygodności przedsiębiorstwa w opinii interesariuszy, skutkująca problemami z utrzymaniem właściwego poziomu środków pieniężnych;
- 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

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

¹⁷⁶ Antonowicz, P. Bankructwa i upadłości..., *op. cit.*, s. 68, 202-204.

¹⁷⁷ *Ibidem*, s. 68.

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, wg Nahotko są¹⁷⁸:

- nieregularność w płaceniu zobowiązań;
- powstawanie zatorów płatniczych;
- brak możliwości elastycznego podejmowania decyzji;
- pogarszanie 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 nie otrzymania zapłaty od swoich odbiorców, tracą one płynność finansową.¹⁸⁰ Zatory płatnicze przekładają się niemożność terminowej zapłaty kontrahentom i pracownikom¹⁸¹. W głównej mierze to zatory płatnicze przekładają się na narastanie problemów finansowych, które w efekcie prowadzą do zagrożenia upadłością¹⁸². Wypych¹⁸³ zauważa, że poza brakiem otrzymania zapłaty od kontrahenta źródłem powstawania zatorów płatniczych są także generowanie 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

¹⁷⁸ Nahotko, S. Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach zagrożenia..., *op. cit.*, s. 32-34.

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

¹⁸⁰ *Ibidem*, s. 81-100.

¹⁸¹ Wypych, M. Płynność finansowa i zatory płatnicze..., *op. cit.*, s. 187-203.

¹⁸² Antonowicz, P. Bankructwa i upadłości..., *op. cit.*, s. 136.

¹⁸³ Wypych, M. Płynność finansowa i zatory płatnicze..., *op. cit.*, s. 187-203.

relacji 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 najmniej 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 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 odroczonej sprzedaży. Każda odroczonej 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 spływem 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 spływu należności). Poniższy rysunek prezentuje kształtowanie cyklu konwersji gotówki przez cykl rotacji zapasów, cykl inkasa (rotacji) należności oraz cykl rotacji zobowiązań [Rys. 4].

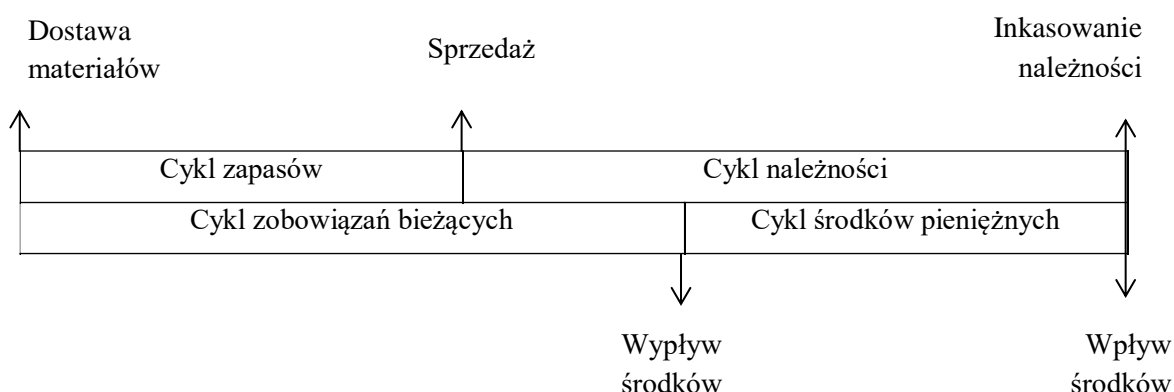
¹⁸⁴ Ministerstwo Przedsiębiorczości i Technologii. Zatory płatnicze w Polsce. Zielona księga. 2018, <https://www.gov.pl/web/rozwój-technologie/zielona-ksiega-nt-zatorow-platniczych>, data dostępu: 07.04.2022

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: 07.04.2022 r.

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..., *op.cit.*, s. 136.

Rysunek 4 Cykl konwersji gotówki



Źródło: Sierpińska, M., Jachna, T., Ocena przedsiębiorstwa ..., *op. cit.*, s. 160.

Przedsiębiorstwo powinno dążyć do minimalizacji cyklu rotacji zapasów (tj. jak najkrótszy okres zamrażania kapitału w postaci zapasów) i cyklu rotacji należności (tj. jak najszybszy spływ należności). W zakresie zarządzania cyklem rotacji zobowiązań przedsiębiorstwo korzystne będzie jego wydłużenie, gdyż późniejsza spłata zobowiązań oznacza możliwość obracania wolnymi środkami. Należy jednak pamiętać, że nadmierna kumulacja zobowiązań i wydłużanie terminu spłaty prowadzić mogą rodzić negatywne konsekwencje¹⁸⁸. Badania 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 spowodować, że przedsiębiorstwo może stanąć w obliczu niedoborów zapasów, restrykcyjna polityka względem odbiorców może zniechęcić niektórych kontrahentów (w tym również tych rzetelnie wywiązujących się z płatności) a wydłużanie cyklu zobowiązań może spowodować utratę reputacji wśród dostawców¹⁹⁰.

Wobec powyższego należy zachować ostrożność interpretacyjną i przeanalizować poszczególne składowe cyklu konwersji gotówki. W celu oceny cyklu środków

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, 30, s. 169-180.

¹⁹⁰ Nobanee, H.; Al Hajjar, M. An optimal cash conversion cycle. *International Research Journal of Finance and Economics*. March (120), 2014, s. 13-22.

pieniężnych należałoby chociażby ustalić czasową strukturę zobowiązań. W przypadku występowania wysokiego poziomu zobowiązań przeterminowanych cykl konwersji gotówki może przyjmować nawet wartości ujemne¹⁹¹. Cykl konwersji gotówki wydłużający się *in minus* poniżej wartości 0 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 przedsiębiorstwa¹⁹⁴. Kapitał pracujący może być ustalony w oparciu o dwa podejścia¹⁹⁵:

- jako różnica pomiędzy aktywami obrotowymi a zobowiązaniami bieżącymi,
- jako 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)¹⁹⁶, choć nazewnictwo to jest niekiedy krytykowane¹⁹⁷. 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 finansowej¹⁹⁸. Ujemny kapitał pracujący oznacza natomiast, że kapitał stały nie pokrywa w pełni aktywów trwałych, co zazwyczaj interpretowane jest negatywnie, choć w

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

¹⁹² Antonowicz, P. Bankructwa i upadłości..., *op. cit.*, s. 222.

¹⁹³ Pawlonka, T. Płynność finansowa a wielkość kapitału obrotowego w wybranych przedsiębiorstwach branży mięsnej. *Ekonomika i organizacja gospodarki żywnościowej*, 2011, s. 115-128.

¹⁹⁴

¹⁹⁵ Por. Ostaszewski J. Kapitał obrotowy netto w przedsiębiorstwie i metody jego pomiaru.

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2015, s. 185-195., <https://ssl-kolegia.sgh.waw.pl/pl/KZiF/struktura/IF/konferencje/Documents/J.%20Ostaszewski.pdf>, data dostępu: 26.07.2021 r., Gołębiowski G. Rola kapitału obrotowego i jego wpływ na zarządzanie finansami przedsiębiorstw., www.golebiowski.stansat.pl/publikacje_g/rola%20KON.pdf, data dostępu: 07.07.2017 r.

¹⁹⁶ Gołębiowski G. Rola kapitału obrotowego i jego wpływ na zarządzanie finansami przedsiębiorstw., www.golebiowski.stansat.pl/publikacje_g/rola%20KON.pdf, data dostępu: 07.07.2017 r.

¹⁹⁷ Por. Ostaszewski, J. Kapitał obrotowy netto w przedsiębiorstwie..., *op. cit.*, s. 185-195 <https://ssl-kolegia.sgh.waw.pl/pl/KZiF/struktura/IF/konferencje/Documents/J.%20Ostaszewski.pdf>, data dostępu 26.07.2021 r.

¹⁹⁸ Gołaś, Z., Witczyk, A. Pojęcie i metody oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa. *Journal of Agribusiness and Rural Development*, 2010, 01 [15], s.81-95.

niektórych przypadkach, jak np. w przypadku sieci handlowych, może to być zjawisko powszechne ze względu na specyfikę działalności¹⁹⁹.

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 własnego²⁰⁰ (wartość kapitału własnego opowiada wartości aktywów netto, a więc różnicy między aktywami podmiotu a jego zobowiązaniami)²⁰¹. Kapitał własny jest ważną kategorią ekonomiczną dla funkcjonowania przedsiębiorstw, jako że jest podstawą finansowania działalności gospodarczej i zapewnia jej bezpieczeństwo, oraz pełni funkcję gwarancyjną dla wierzycieli²⁰². Wystąpienie ujemnego kapitału własnego odbierane jest jako symptom zagrożenia kontynuacji działalności²⁰³. 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 przedsiębiorstw²⁰⁴.

Można 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 kapitałowej²⁰⁵. Co więcej, w niektórych przypadkach ujemny kapitał własny może wskazywać jedynie na przejściowy szok finansowy, nie zaś na kryzys prowadzący do bankructwa²⁰⁶. Przykładowo, Jan i Ou²⁰⁷ twierdzą, że ujemny kapitał własny może

¹⁹⁹ Gołębiowski G., Rola kapitału obrotowego..., *op. cit.*

²⁰⁰ Antonowicz, P. Bankructwa i upadłości..., *op. cit.*, s. 138

²⁰¹ Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 1994 nr 121 poz. 591, art. 3. ust 1. pkt 29.

²⁰² Barburski, J. Kapitały własne jako podstawa bezpieczeństwa działalności gospodarczej na przykładzie przedsiębiorstw WIG20. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia, Nr 67 Narzędzia zarządzania finansami, 2014, s. 117-136

²⁰³ Tokarski, A. Upadłość jako naturalny regulator konkurencji i przedsiębiorczości w gospodarce rynkowej na przykładzie gospodarki polskiej. Przedsiębiorczość-Edukacja, Nr 6, s. 101-112.

²⁰⁴ Mączyńska, E., Zawadzki, M. Dyskryminacyjne modele predykcji bankructwa przedsiębiorstw. *Ekonomista*, nr. 2, 2006, s. 205-235.; Nehrebecka, N., Dzik A. M. Konstrukcja miernika szans na bankructwo firmy. Narodowy Bank Polski. Departament Edukacji i Wydawnictw, 2012, s. 3-24.

²⁰⁵ Haowen, L. Aggressive Capital Structure and the Myth of Negative Book Equity Firms. Eastern Finance Conference. SWFA 2015 Annual Conference, Southwestern Finance Association, 2015.

²⁰⁶ Ang T. C. C., Are Firms with Negative Book Equity in Financial Distress?. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies (RPBFMP)*, 18(03), 2015, s. 1-41.

²⁰⁷ Jan, C.L., Ou, J.A., Negative-Book-Value Firms and Their Valuation. *Accounting Horizons*, 26 (1), 2011, s. 91-110.

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). Tym niemniej znamienne jest, że ujemny kapitał własny w okresie poprzedzającym upadłość najczęściej związany jest z wykazaną stratą. Według badań Antonowicza²⁰⁸ 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 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 ubiegłych²⁰⁹.

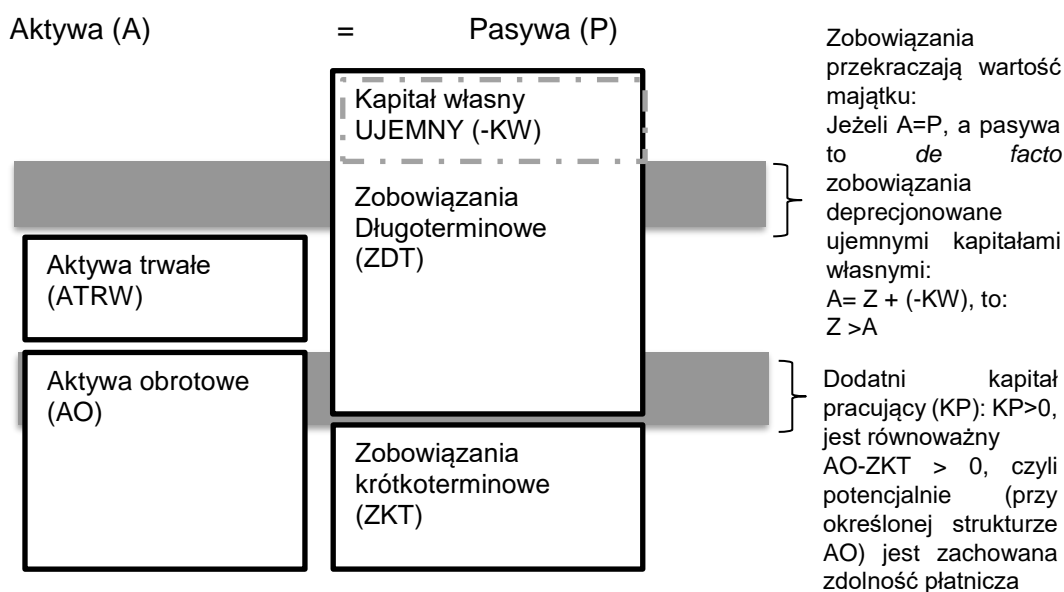
Należy także zauważyć, że możliwa jest sytuacja, że przedsiębiorstwo jest niewypłacalne w tym sensie, że jest nadmiernie zadłużone, a więc zobowiązania przekraczają wartość jego majątku, ale jednocześnie ma potencjalnie zachowaną płynność finansową. Przykładowa struktura kapitałowa charakteryzująca przedsiębiorstwo o ujemnym kapitale własnym została przedstawiona poniżej [Rys. 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)²¹⁰.

²⁰⁸ Antonowicz, P. Bankructwa i upadłości..., *op.cit.*, s. 137-145.

²⁰⁹ 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 UoR zostały w 2016 r. przeniesione na stronę aktywów ze znakiem dodatnim.

²¹⁰ Antonowicz, P. Bankructwa i upadłości..., *op.cit.*, s. 138.

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..., *op.cit.*, s. 138.

Powyższy schemat przedstawia sytuację, gdy przedsiębiorstwo potencjalnie jest w stanie wywiązywać się z bieżących zobowiązań, natomiast nie jest w stanie pokryć całości zobowiązań majątkiem²¹¹. W takiej sytuacji podmiot będzie posiadał wprawdzie płynne aktywa umożliwiające spłatę zobowiązań krótkoterminowych, jednak nie będzie dysponował on majątkiem wystarczającym na pokrycie całości zobowiązań²¹². Przedsiębiorstwo jest niewypłacalne, jednak podmiot nie utracił płynności finansowej²¹³. 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

²¹¹ *Ibidem*, s. 138

²¹² Stępień, K. Rentowność a wypłacalność..., *op. cit.*, s. 41-43.

²¹³ Przy wąskim rozumieniu niewypłacalności i płynności finansowej, por. Prusak, B. Ekonomiczna analiza upadłości przedsiębiorstw, *op. cit.*, s. 23-24.

przeradzają się w niewypłacalność. Niewypłacalność może również być postrzegana jako nadwyżka zobowiązań nad aktywami przedsiębiorstwa. Niewypłacalność ta 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 pogląd. 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 należy patrzeć raczej jako na pewien proces, niż określony 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 Mioduchowska – Jaroszewicz oraz Szczepkowska²¹⁴ upadłość podmiotu gospodarczego może rodzić negatywne, jak i pozytywne skutki społeczno-ekonomiczne. Jest zjawiskiem naturalnym i prowadzi do oczyszczania 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. Chłodnicka²¹⁵ dzieli koszty upadłości na oczekiwane (symptomatyczne) – bezpośrednie i pośrednie oraz na koszty procesu upadłości. 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 najczęściej na bezpośrednie i pośrednie. Koszty bezpośrednie są to

²¹⁴ Mioduchowska-Jaroszewicz, E.; Szczepkowska, M. Pozytywne i negatywne skutki upadłości. *Studia i Prace WNEiZ US*, 2016, 43, s. 65-74.

²¹⁵ Chłodnicka, H. Identyfikacja i systematyka kosztów upadłości. *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu*, 2004, 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. Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 2009, 78, s. 175-186.

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

różnego rodzaju koszty administracyjne związane z postępowaniem upadłościowym, zaś koszty pośrednie to koszty utraconych korzyści związane z utratą potencjału przedsiębiorstwa – a więc obejmują utraconą sprzedaż, utracone 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 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%).

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 (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 strat²²²”, które może być rozumiane jako powstawanie korzyści po stronie przedsiębiorstw finansowanych ze środków publicznych.

²¹⁸ Altman, E. I. A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. *the Journal of Finance*, 1984, 39.4, s. 1067-1089.

²¹⁹ Warner, J. B. Bankruptcy costs: Some evidence. *The journal of Finance*, 1977, 32.2, s. 337-347.

²²⁰ Altman, E. I. A further empirical investigation..., *op. cit.*, , s. 1067-1089.

²²¹ Adamska, A. Bankructwa, upadłości i restrukturyzacja przedsiębiorstw. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, 2012, 22.1, s. 51-57

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

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 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 autorki 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 nieodłącznie towarzyszącym gospodarkom wolnorynkowym. Można to zobrazować chociażby na przykładzie polskiej gospodarki. Hadasik oraz 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 ścisłe ograniczenia budżetowe. Zjawisko upadłości nabrało znaczenia 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 Hashi²²⁷ wskazuje, że w dobie globalnych korporacji wyjście z rynku oznacza przede wszystkim reorganizację i przepływ zasobów z jednych obszarów i

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

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

²²⁵ Tokarski, A. Upadłość jako naturalny regulator..., *op. cit.*, s. 78-91.

²²⁶ Hadasik, D.; Kowalski, T. Transformacja makroekonomiczna a upadłość przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990-1995. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 59, 1997, z. 1, s. 53-74.

²²⁷ Hashi, I. The Economics of Bankruptcy, Reorganization, and Liquidation: Lessons for East European Transition Economies. *Russian & East European Finance and Trade*, 1997, 33.4, s. 6-34.

aktywności do innych, rzadziej zaś likwidację, która oznaczać 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, jaką 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 różnie 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 z całego majątku. Obecnie na świecie, w tym też w Polsce, widać 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, wprowadzeniu Ustawy 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 roku 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 z kolei 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. Wystąpienie w 2020 r. pandemii Covid-19 również spowodowało dalsze przemiany w kierunku uproszczenia postępowań poprzez wprowadzenie w znacznym stopniu odformalizowanej formy postępowania, 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 przez niego raporcie Doing Business na przestrzeni lat coraz lepiej ocenia polski system upadłościowy, co widać we wzroście wartości syntetycznego wskaźnika *resolving insolvency* (40,05 pktów w 2004 roku 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 dla 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 jego 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 odnoszona jest raczej do trwałej utraty płynności finansowej. Odpowiednie zarządzanie w celu zachowania płynności finansowej będzie ważne zarówno w osiągnięciu celów takich jak przetrwanie, jak i w kontekście rozwoju i maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa dla właścicieli. Chroniczny brak płynności jest stanowiącym zagrożeniem 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.

Jednocześnie upadłość jest to zjawisko naturalne – nie tylko z punktu widzenia cyklu życia organizacji, ale i szerzej – z punktu widzenia funkcjonowania gospodarek wolnorynkowych. Pomimo, iż niesie ze sobą różnego rodzaju koszty (zarówno bezpośrednie – związane z samym procesem upadłościowym, jak i pośrednie – związane przede wszystkim z utraconymi korzyściami), jak i społeczne (np. wzrost bezrobocia), to jednak stanowi ważny mechanizm oczyszczania rynku z podmiotów, które działają w sposób nieefektywny. Przyczynia się do lepszej alokacji zasobów i pozwala uniknąć powstawania łańcucha niewypłacalności (efektu domina).

2. WEWNĄTRZSEKTOROWE UWARUNKOWANIA DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

2.1. Interakcje konkurentów

W literaturze przedmiotu punktem wyjścia do rozważań dotyczących relacji między przedsiębiorstwami jest zazwyczaj konkurencja²²⁸, która może być postrzegana jako zachowania przedsiębiorstw z danej branży lub jako struktura rynkowa²²⁹. Modele konkurencji na rynku, które opisywane są w literaturze, 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 rynkowej²³⁰. Konkurencja doskonała jest konstruktem czysto teoretycznym, poddawany szerokiej krytyce, jednak niejednokrotnie służy jako wzorzec dla 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 zbytu²³¹. Podmiotami konkurencji są uczestnicy tej rywalizacji czyli przedsiębiorstwa, jednostki organizacyjne przedsiębiorstw, pracownicy w przedsiębiorstwie, bloki państw czy gospodarki narodowe²³². Według definicji słownikowej konkurent to „osoba lub firma konkurująca z innymi²³³” lub „osoba lub firma, która współzawodniczy o coś z inną osobą lub firmą²³⁴”. Kotler wskazuje, że „konkurencja obejmuje wszystkie bieżące i

²²⁸ Jeszka, A. Sektor usług logistycznych w teorii i praktyce. Wydanie 2 Difin, Warszawa 2013, s. 30.

²²⁹ Rosa G., Konkurencja na rynku usług transportowych, C.H. Beck, Warszawa 2013, s. 21.

²³⁰ Rekowski M., Mikroekonomia, Akademia, Poznań 2011, s. 207-208.

²³¹ Brodowska-Szewczuk, J. Konkurencyjność przedsiębiorstw i źródła przewagi konkurencyjnej. Zeszyty Naukowe Akademii Podlaskiej. Administracja i Zarządzanie, 2009, 7.80, s. 87-100.

²³² Brzeziński, A., Ryśnik, J. Konkurenci jako istotny czynnik rozwoju przedsiębiorstwa na przykładzie klastrów. Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Humanitas Zarządzanie, 2012, 13.1, s. 37-47.

²³³ Słownik Języka Polskiego, Polskie Wydawnictwo Naukowe, <https://sjp.pwn.pl/sjp/konkurent;2564351.html>, data dostępu: 24.06.2020.

²³⁴ Wielki Słownik Języka polskiego, Instytut Języka Polskiego PAN, praca naukowa finansowana w ramach Narodowego Programu Rozwoju Humanistyki w latach 2015-2018, https://wsjp.pl/index.php?id_hasla=9126&id_znaczenia=4874330&l=-8&ind=0, data dostępu 8.08.2020 r.

potencjalne kontroferty i substytuty, które nabywca może brać pod uwagę²³⁵”. 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 mu na uzyskanie przewagi nad innymi podmiotami w danym sektorze. Przedsiębiorstwo jest konkurencyjne, gdy ma zdolność do rozwoju, odnoszenia korzyści i osiągnięcia przewagi konkurencyjnej²³⁶, tj. lepszego usytuowania podmiotu na rynku w stosunku do konkurentów²³⁷. Tradycyjnie przyjmuje się, że aby osiągnąć przewagę konkurencyjną, przedsiębiorstwo używa swoich mocnych stron dla wykorzystania możliwości i neutralizowania zagrożeń tkwiących w otoczeniu i jednocześnie stara się pokonywać swoje słabości²³⁸.

Główne nurty ekonomiczne w ramach ekonomii branży (*industrial organization*) upatrują źródeł przewagi konkurencyjnej w: optymalnej kombinacji czynników wytwórczych (ekonomia neoklasyczna), dominującej pozycji na rynku (teoria konkurencji monopolistycznej), innowacjach (konceptcja 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)²³⁹.

²³⁵ Kotler, P. Marketing. Dom Wydawniczy REBIS, Poznań 2005, s. 14-15.

²³⁶ Walecka, A. Konkurencyjność przedsiębiorstw w dobie kryzysu gospodarczego. Studia Ekonomiczne Regionu Łódzkiego, 2012 wyd. spec., s.37-51.

²³⁷ Brodowska-Szewczuk, J. Konkurencyjność przedsiębiorstw..., *op.cit.*, s. 87-100.

²³⁸ Barney, J. B. Looking inside for competitive advantage. *Academy of Management Executive*, 1995, 9.4., s. 49-61.

²³⁹ 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, 17.1, s. 121-154.

Konkurencja nie jest jednak jedynym typem relacji, jaki zachodzi pomiędzy konkurentami. Jankowska wskazuje na trzy podstawowe typy relacji 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 rywala (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 znaczeniu dla rywala lub na poszukiwaniu niszy rynkowej²⁴⁰.

Relacje występujące pomiędzy przedsiębiorstwami są złożone. Pomiędzy konkurentami może występować więcej niż jeden rodzaj relacji. Forma relacji polegająca na jednoczesnym konkurowaniu i kooperacji określona została mianem koopetycji (kooperencji)²⁴¹. Jednoczesne występowanie współpracy i rywalizacji wynika z faktu, że interesy konkurentów mogą być choć w części wspólne. Kooperacja może dotyczyć funkcji w łańcuchu wartości²⁴², zaś jednoczesna konkurencja może dotyczyć działań rynkowych²⁴³.

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

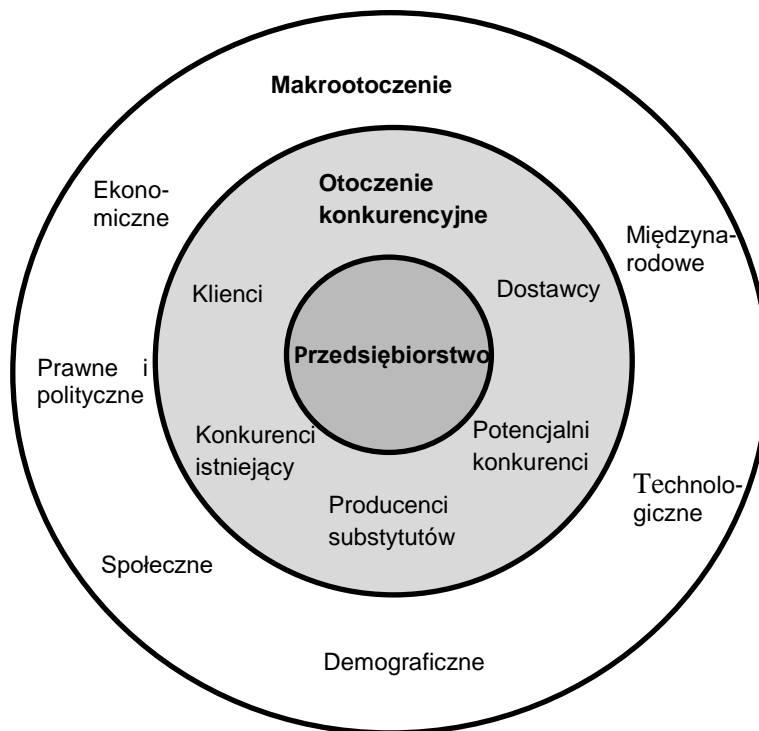
²⁴⁰Jankowska, B. Konkurencja wewnątrzbranżowa jako determinanta konkurencyjności przedsiębiorstwa. *Gospodarka Narodowa*, 2002, 4, s. 66-82.

²⁴¹ Por. Światowicz-Szczepańska, J. Renta ekonomiczna a przewaga konkurencyjna przedsiębiorstwa. *Ekonomista*, 2, 2012, 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.

²⁴² Łańcuch wartości jest koncepcją sformułowaną przez M. 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 kreowana jest wartość całego przedsiębiorstwa – por. Rojek, T. *Koncepcja łańcucha wartości w zarządzaniu przedsiębiorstwem*. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. *Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia*, 2014, 66, s. 813-822.

²⁴³ Cygler, J. Korzyści kooperacji-oczekiwania i efekty. *Organizacja i Kierowanie*, 2013, 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 przypadku otoczenia bliższego interakcje z przedsiębiorstwem są wzajemne. Otoczenie wpływa na przedsiębiorstwo, a to z kolei może oddziaływać na podmioty działające w tym otoczeniu. Siła tego oddziaływania zależy od zajmowanej pozycji konkurencyjnej²⁴⁴. Czynniki działające w ramach otoczenia bliższego wiążą się z ryzykiem specyficznym, które jest dywersyfikowalne, niesystematyczne i zmienne. Ich oddziaływanie będzie różne dla sektorów, a nawet dla poszczególnych podmiotów działających w ramach jednego sektora²⁴⁵. Griffin²⁴⁶ wymienia klientów, dostawców, konkurentów potencjalnych i istniejących oraz producentów substytutów jako podmioty wchodzące w skład otoczenia konkurencyjnego.

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

²⁴⁴ Dorozik, L. (red), Restrukturyzacja ekonomiczna przedsiębiorstw w świetle polskiego prawa upadłościowego i naprawczego, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006 s. 25, 34.

²⁴⁵ Siemińska, E. Finansowa kondycja firmy, metody pomiaru i oceny, Poltex, Warszawa 2003, s.23.

²⁴⁶ Griffin, R.W., Podstawy zarządzania organizacjami, Wydawnictwo naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 76.

prawne czy poziom i zmiany inflacji²⁴⁷. Makrootoczenie można podzielić na ekonomiczne, międzynarodowe, technologiczne, demograficzne, społeczne oraz prawne i polityczne²⁴⁸. Czynniki działające w ramach otoczenia konkurencyjnego wiążą się z ryzykiem systematycznym, które jest względnie stałe i nie podlega dywersyfikacji²⁴⁹. 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 przedsiębiorstwa 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 podsystemy²⁵⁰. 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)²⁵¹. Szukając umiejscowienia branż czy sektorów w systemie gospodarczym, trzeba więc brać pod uwagę zarówno wymiar pionowy, jak i poziomy. W wymiarze pionowym należy uznać, że ich miejsce znajduje

²⁴⁷ Siemińska, E. Finansowa kondycja firmy..., *op. cit.*, s. 19, 22-23.

²⁴⁸ Griffin R.W. Podstawy zarządzania organizacjami. Wydawnictwo naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 76.

²⁴⁹ Siemińska, E. Finansowa kondycja firmy..., *op. cit.*, 22-23.

²⁵⁰ Gorynia, M., Kowalski T. Nauki ekonomiczne i ich klasyfikacja a wyzwania współczesnej gospodarki. *Ekonomista*, 2013, 4, s. 457-474.

²⁵¹ Gorynia, M. Delimitacja systemów gospodarczych w naukach ekonomicznych. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 1993, nr 2, s. s. 65-72.

się między gospodarką a przedsiębiorstwem²⁵². W gospodarce globalnej można więc wyodrębnić gospodarki narodowe, a w tych z kolei branże i sektory, niżej zaś w tej hierarchii znajdują się przedsiębiorstwa²⁵³. 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 branżami²⁵⁴.

Sektor według definicji słownikowej to „część gospodarki wydzielona ze względu na określony typ własności produkcji czy usług²⁵⁵” lub „część gospodarki wyodrębniona ze względu na określony typ działalności, formę własności lub inne kryterium²⁵⁶” - 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). Skowrońska²⁵⁷ wskazuje, że w praktyce najczęściej dla 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 zakresłone na podstawie innych kryteriów) czy kryterium statystyczne uwzględniające obowiązującą klasyfikację statystyczną. Jej zdaniem w obliczu takiej relatywizacji pojęcia sektor, zakreszenie jego granic powinno być uzależnione przede wszystkim od celów badania.

W przypadku zakreszania granic branż niekiedy kładzie się nacisk na stronę popytową gospodarki, niekiedy zaś na podażową²⁵⁸. Podstawowe kryteria wyodrębnienia branży w wymiarze poziomym to homogeniczność technologii produkcji, homogeniczność produktów lub zaspokajanych potrzeb (odnoszące się do bliższych i dalszych substytutów)²⁵⁹. Przykładowo definicja zaczerpnięta ze słownika PWN stosuje kryterium produktowe: według niej branża to „gałąź produkcji lub handlu obejmująca towary lub

²⁵² Jankowska, B. Branża jako mezosystem gospodarczy. *Ruch Prawniczy i Ekonomiczny* 2002, nr 2, s. 234-243.

²⁵³ Gorynia, M., Kowalski, T. *Nauki ekonomiczne i ich klasyfikacja...*, *op. cit.*, s. 457-474.

²⁵⁴ Jankowska, B. Branża jako mezosystem..., *op. cit.*, s. 234-243.

²⁵⁵ Słownik Języka Polskiego, Polskie Wydawnictwo Naukowe, <https://sjp.pwn.pl/szukaj/sektor.html>, data dostępu 06.08.2020 r.

²⁵⁶ Wielki Słownik Języka polskiego, Instytut Języka Polskiego PAN, praca naukowa finansowana w ramach Narodowego Programu Rozwoju Humanistyki w latach 2015-2018 https://wsjp.pl/index.php?id_hasla=9126&id_znaczenia=4874330&l=-8&ind=0, data dostępu 8.08.2020 r.

²⁵⁷ Skowrońska, A. Sektor logistyczny jako przykład pojęcia implikowanego intensyfikacją rozwoju rynku. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu* 2011, Nr 235, s. 109-122.

²⁵⁸ Jankowska, B. Branża jako mezosystem..., *op. cit.*, s. 234-243.

²⁵⁹ Łukiewska, K. Metodologiczne aspekty pomiaru międzynarodowej konkurencyjności branży na przykładzie przemysłu spożywczego. Wydawnictwo Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego w Olsztynie, Olsztyn 2019, s.53, 54.

usługi jednego rodzaju²⁶⁰”. Gorynia²⁶¹ 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 [Tab. 5].

Tabela 5 Przykładowe podejście do rozróżnienia pojęcia 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 przedsiębiorstwa zaliczone do sektora prowadzą tylko jeden rodzaj działalności i gdy dany typ działalności nie jest prowadzony jako drugorzędna działalność żadnego innego przedsiębiorstwa.
Skowrońska (2011)	Kryterium wyodrębnienia sektora może być podobieństwo produktów i/lub usług – wówczas sektor jest niczym innym jak 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.

Objaśnienie: pogrubienia – autorka dysertacji

Źródło: Stachowiak, K. Problemy metodologiczne badania sektora kreatywnego. *Rozwój regionalny i polityka regionalna*, 2015, 30: 9–46.; Gorynia, M. Teoria i polityka regulacji mezosystemów gospodarczych a transformacja postsocjalistycznej gospodarki polskiej. *Zeszyty Naukowe. Seria 2, Prace Habilitacyjne nr 141*, 1995 Poznań, s. 30, 32, 35.; Skowrońska, A. Sektor logistyczny jako przykład..., *op. cit.*, s. 109-122.; Jeszka, A. Sektor usług logistycznych w teorii i praktyce. Wydanie 2, Difin, Warszawa 2013, s. 15.

Branża i sektor w zależności od podejścia mogą być utożsamiane bądź traktowane odrębnie. Wydaje się, że występuje chaos terminologiczny, a pojęcia nie są do końca usystematyzowane. Łukniewska²⁶² stwierdza, że w zasadzie nie ma nawet zgody co do tego, które z pojęć – branża czy sektor – jest pojęciem węższym.

Dodatkowych problemów definicyjnych nastęrcza występowanie także innych pojęć bliskoznacznych. W literaturze anglojęzycznej stosowany jest chociażby termin *industry* tłumaczony na język polski jako przemysł²⁶³, ale powszechnie używany w znaczeniu branży. Przemysł jest nierolniczym działem produkcji materialnej, w którym

²⁶⁰ Słownik Języka Polskiego, Polskie Wydawnictwo Naukowe, <https://sjp.pwn.pl/doroszewski/branża;5414602.html>, data dostępu 16.07.2020 r.

²⁶¹ Gorynia, M. Delimitacja systemów gospodarczych..., *op. cit.*, s. s. 65-72.

²⁶² Łukniewska, K. Metodologiczne aspekty pomiaru..., *op. cit.*, s. 56-57.

²⁶³ Słownik angielsko-polski PWN, Wydawnictwo PWN, <https://translatica.pl/haslo/polsku/industry;4579335.html>, data dostępu: 30.07.2021 r.

wydobywanie i przetwarzanie zasobów przyrody prowadzone jest na znaczną skalę, przy zastosowaniu podziału pracy i z wykorzystaniem maszyn²⁶⁴. Termin ten w literaturze polskojęzycznej wydaje się być nadużywany, gdyż – mówi się np. o przemyśle kreatywnym tłumacząc z angielskiego wyrażenie ang. *creative industries*, do którego zaliczane są m.in. film, sztuka, reklama czy moda²⁶⁵, a więc wytwory o charakterze niematerialnym. Wynika to zapewne ze zbyt dosłownego tłumaczenia słowa ang. *industries*.

Rynek w szerokim ujęciu jest definiowany jako „ogół zamierzonych i zrealizowanych transakcji kupna-sprzedaży oraz warunków, na jakich są one proponowane i dokonywane²⁶⁶”. Rynek jako kategoria ekonomiczna, obejmuje więc ogół stosunków wymiennych (towarowo-pieniężnych) pomiędzy sprzedającymi a kupującymi²⁶⁷. Rynki można wyodrębnić na podstawie przedmiotu wymiany, np. rynek finansowy, produktów, nieruchomości czy pracy²⁶⁸. W Encyklopedii PWN rynek opisany został jako „ogół transakcji kupna-sprzedaży danego dobra lub czynnika produkcji, zawieranych na pewnym terytorium w określonym czasie²⁶⁹” – można zauważyć, że taka definicja jest bliska definicji branży ujętej na podstawie kryterium homogeniczności produktu. Rynek może być też wprost wyodrębniony wg branży²⁷⁰. Rynek branżowy obejmuje „ogół relacji i interakcji zachodzących pomiędzy podmiotami tworzącymi branżę²⁷¹”. 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 rynek pokrywa się z branżą wyodrębnioną na podstawie homogeniczności potrzeb²⁷². Pietrzak²⁷³ jest zwolennikiem koncepcji wielowymiarowego ujmowania pojęcia rynek czy sektor (których używa zamiennie) –

²⁶⁴ Encyklopedia PWN, Wydawnictwo PWN, <https://encyklopedia.pwn.pl/haslo/przemysl;3963491.html>, data dostępu 30.07.2021 r.

²⁶⁵ Por. Kotylak, S. Przemysł kreatywny jako element gospodarki elektronicznej. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Ekonomiczne Problemy Usług, 2013, 105, s. 715-728.

²⁶⁶ Czekaj, J (red.), Rynki, instrumenty i instytucje finansowe, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2008, s. 21

²⁶⁷ Chotkowski, J. Rynek jako podstawowa instytucja gospodarki-pojęcie, struktury, efektywność. Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej, 2013, 101, 53-65.

²⁶⁸ Czekaj, J (red.), Rynki, instrumenty i instytucje finansowe..., *op. cit.*, s. 21

²⁶⁹ Encyklopedia PWN, Wydawnictwo PWN, <https://encyklopedia.pwn.pl/haslo/rynek;3970464.html> data dostępu 16.08.2020 r.

²⁷⁰ *Ibidem*

²⁷¹ Wanat, L., Klus, S. Sytuacja konkurencyjna branży i mezoekonomiczne aspekty polityki sektorowej państwa na przykładzie rynku drzewnego w Polsce. Rynek-Społeczeństwo-Kultura, 2015, 1 (13), s. 41-55.

²⁷² Jeszka, A. Sektor usług logistycznych w teorii i praktyce. Wydanie 2, Difin, Warszawa 2013, s. 15.

²⁷³ Pietrzak, M. Problem geograficznego zakresu rynków/sektorów w dobie globalizacji i regionalizacji. Zagadnienia Ekonomiki Rolnej, 2014, 1 (338), s. 3-21.

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 jest niekiedy trudny do zakreslenia ze względu na intensyfikację procesów globalizacyjnych.

Na podstawie powyższych rozważań autorka dysertacji uznaje, że dla uproszczenia sektor i branża na potrzeby niniejszej dysertacji mogą 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 sektor za tożsamy 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

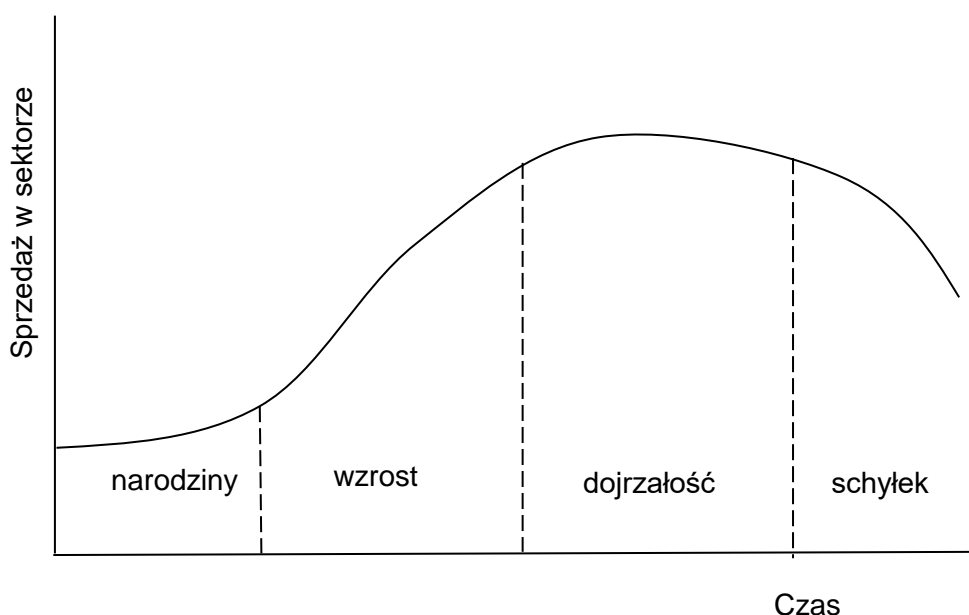
Rozważając problematykę konkurencji należy zwrócić uwagę, że konkurencyjność może być wewnątrz- lub międzysektorowa, stąd sposób rozumienia tych pojęć zależeć będzie od przyjętej definicji sektora. Konkurencja wewnątrzbranżowa może dotyczyć przedsiębiorstw oferujących te same dobra, zaspokajających te same potrzeby lub stosujących tę samą technologię. Konkurencja międzybranżowa dotyczy konkurencji różnych branż o udział w sile nabywczej²⁷⁴. 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 przemianom. W literaturze wskazuje się na występowanie cyklu życia sektora, którego etapy determinują zachowania i strategie przedsiębiorstw. Powszechnie przyjmuje się, że

²⁷⁴ Gorynia, M. Teoretyczne aspekty konkurencyjności [w:] Gorynia M., Łażniewska E., (red.) Kompendium wiedzy o konkurencyjności, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009, s. 48-67.

fazy cyklu życia sektora to narodziny, wzrost, dojrzałość i schyłek²⁷⁵, podobnie jak w przypadku cyklu życia produktu²⁷⁶. Różnica pomiędzy cyklem życia produktu, a cyklem życia sektora widoczna jest w ich długości – cykl życia branży może zawierać w sobie wiele cykli życia kolejnych generacji produktu²⁷⁷. Fazy cechują się różnymi warunkami technologicznymi, czy warunkami związanymi z otoczeniem i konkurencją²⁷⁸. Cykl życia sektora, z uwzględnieniem wielkości sprzedaży, został przedstawiony na rysunku [Rys. 7]

Rysunek 7 Cykl życia sektora



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Grant R. M., *Contemporary Strategy Analysis. Seventh Edition*. John Wiley & Sons, Ltd., 2010, s. 271.

Grant²⁷⁹ wskazuje, że siłą napędową dla cyklu życia sektora są wiedza i popyt. W początkowej fazie przedsiębiorstwa rywalizują pod względem technologicznym. Podczas wzrostu ważne jest dostosowanie się do produkcji na dużą skalę: zatem istotne stają się

²⁷⁵ 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, 19.2, s. 135-152.

²⁷⁶ Kuczyńska-Chałada, M., Furman, J. Wspomaganie strategii przedsiębiorstwa produkcyjnego-studium przypadku. *Przedsiębiorczość i Zarządzanie*, 2016, 17.7, cz. 3 Nowe trendy w zarządzaniu-wybrane uwarunkowania innowacyjności i konkurencyjności, s. 97-112.

²⁷⁷ Grant, R. M. *Contemporary Strategy Analysis. Seventh Edition*. John Wiley & Sons, Ltd., 2010, s. 271.

²⁷⁸ 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, 38 (6), s. 778-792.

²⁷⁹ Grant R. M., *Contemporary Strategy Analysis...*, *op. cit.*, s. 279-280.

inwestycje w badania i rozwój oraz środki trwałe. W fazie 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 kooperacji²⁸⁰. Guidice, Vasudevan i Duysters²⁸¹ 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. Cygler²⁸² podkreśla, że motywem dla kooperacji w fazie wzrostu jest chęć osiągnięcia efektu synergii i efektu skali, zaś w fazie dojrzałości, gdy tempo wzrostu spada, motywem jest chęć utrzymania pozycji konkurencyjnej. Wskazuje ona także, że nasilenie relacji kooperacyjnych jest wyższe w sektorach, które przechodzą cykl życia w sposób burzliwy i skokowy.

Analizując branżę, można także wskazać na jej cechy, które również determinować będą zachowania przedsiębiorstw wchodzących w jej skład. Cechy branży można podzielić na dwie kategorie: cechy, które można przypisać podmiotom tworzącym branżę oraz charakterystyki, na które składają się wprawdzie posunięcia poszczególnych uczestników rynku, ale których nie da się im bezpośrednio przypisać²⁸³. Pierwsza z wymienionych kategorii to cechy agregatowe. Uzyskane są poprzez zagregowanie cech, 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” przedsiębiorstw²⁸⁴.

Koncentracja traktowana jest jako wskaźnik intensywności konkurencji²⁸⁵. Określona jest przez liczbę działających na nim podmiotów i ich wielkość (udziały w rynku). Z

²⁸⁰ Cygler, J. Kooperencja przedsiębiorstw a cykl życia sektora. *Studia i prace kolegium zarządzania*, 2008, 90, s. 60-71.

²⁸¹ Guidice, R. M.; Vasudevan, A.; Duysters, G. From “me against you”..., *op.cit.*, s. 135-152.

²⁸² Cygler, J. Kooperencja przedsiębiorstw., *op.cit.*, s. 60-71.

²⁸³ Jankowska, B. Międzynarodowa konkurencyjność polskiej branży budowlanej, rozprawa doktorska pod kierunkiem Gorynia M., Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Wydział Zarządzania, Katedra Handlu Międzynarodowego, Poznań 2003, s. 40.

²⁸⁴ Gorynia, M. Teoria i polityka regulacji mezosystemów gospodarczych a transformacja postsocjalistycznej gospodarki polskiej. *Zeszyty Naukowe. Seria 2, Prace Habilitacyjne* nr 141, 1995 Poznań, s.46. ; Jankowska, B. Międzynarodowa konkurencyjność polskiej branży budowlanej. rozprawa doktorska pod kierunkiem Gorynia M., Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Wydział Zarządzania, Katedra Handlu Międzynarodowego, Poznań 2003, s. 40.

²⁸⁵ OECD, <https://www.oecd.org/daf/competition/market-concentration.htm>; data dostępu: 02.08.2021 r.

koncentracją rynku związane jest pojęcie siły rynkowej²⁸⁶. Siła rynkowa najczęściej rozumiana jest jako zdolność do wywierania wpływu na cenę rynkową produktu²⁸⁷, choć można ją rozumieć także w kontekście możliwości wywierania wpływu na wielkość produkcji, wykluczanie konkurentów, warunki handlowe czy „dyscyplinowanie” rywali²⁸⁸. 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 rynku²⁸⁹.

Wstępnym etapem pomiaru koncentracji jest określenie wskaźników udziału względem badanej cechy [Wzór 1]²⁹⁰: 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 dla spółki i

Z – łączna wartość badanej cechy wszystkich spółek

Miary koncentracji można podzielić na miary 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)²⁹¹, choć nie jest to jedyny funkcjonujący w literaturze podział²⁹². Jako podstawowe i najczęściej spotykane miary koncentracji w literaturze przedmiotu wymienia się współczynnik dyskretny koncentracji, współczynnik Herfindahla-Hirschmana, współczynnik entropii oraz współczynnik Ginniego²⁹³ [Tab. 6].

²⁸⁶ Kwiatkowska, E. M. Miary koncentracji – teoria a praktyka ich wykorzystania przez organy regulacyjne na rynkach telekomunikacyjnych. *Metody Ilościowe w Badaniach Ekonomicznych*, 2014, 3.15, s. 189-198.

²⁸⁷ Kamiński, J. Metody szacowania siły rynkowej w sektorze energetycznym. *Polityka Energetyczna*, 2009, 12, s. 229-241.

²⁸⁸ Jankowska, B. Międzynarodowa konkurencyjność..., *op. cit.*, s. 75.

²⁸⁹ *Ibidem*, s. 75.

²⁹⁰ Jackowicz K., Kowalewski O., Koncentracja działalności sektora bankowego w Polsce w latach 1994-2000, Materiały i studia, NBP, 2002, 143, s.4

²⁹¹ Bailey, D. Boyle, S. E. The Optimal Measure of Concentration. *Journal of the American Statistical Association*, 1971, s. 702-706.; Krawczyk, G. Metody pomiaru koncentracji rynków transportu miejskiego. *Transport Miejski i Regionalny*, 2014, 5, s. 25-29.

²⁹² Inny podział proponuje chociażby Jackowicz K., Kowalewski O. Koncentracja działalności sektora bankowego..., *op. cit.*, s. 1-132

²⁹³ Batóg, J. Analiza związków między koncentracją, intensywnością kapitałową i rentownością przedsiębiorstw – podejście sektorowe, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania”, 2008, 2., S. 19-27; Urbaniak, W. Współczynniki koncentracji w analizie ekonomicznej. *Acta Universitatis*

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: - wartości od 0 do 1 (100%) - wyższe wartości oznaczają wyższą koncentrację; - nie wymaga zaawansowanych obliczeń; - brak uwzględnienia informacji o wszystkich przedsiębiorstwach; - możliwość manipulowania wynikami przez arbitralny wybór parametru N; - w sytuacji istotnej zmiany udziałów wartość wskaźnika mogłaby się nie zmienić.
Współczynnik Herfindahla-Hirschmana	$HERF = \sum_{i=1}^n u_i^2$	Suma kwadratów udziałów poszczególnych podmiotów w sumarycznej wartości rozpatrywanej cechy: - 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 stosowany w analizach koncentracji rynku; - uwzględnia wszystkie przedsiębiorstwa; - wrażliwy na zmiany udziałów na rynku wśród największych firm; - największy wpływ na wyniki mają podmioty o wysokim udziale w wartości sumarycznej badanej cechy; - brak dowolności w ustalaniu liczby przedsiębiorstw.
Entropia	$E = - \sum_{i=1}^n u_i \ln u_i$	Miara stopnia nieuporządkowania danego zbioru – syntetyczna miara rozproszenia rozkładu prawdopodobieństw wartości zmiennej losowej: - wartości od 0 do $\ln(n)$ – minimalna koncentracja oznacza maksymalną entropię; - większe znaczenie przypisane jest podmiotom o niższych udziałach w wartości badanej cechy, niż w przypadku współczynnika Herfindahla-Hirschmana.
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: - 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

HERF – 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..., *op. cit.*, s. 288-295; Ginevičius, R., Čirba, S. Additive measurement of market concentration. *Journal of Business Economics and Management*, 2009, 10.3: 191-198.; Dudek, H.; Krawiec, M.; Landmesser, J. M.. Podstawy analizy statystycznej w badaniach rynku. Wydawnictwo SGGW, 2011, s. 30-42.; Kryzia, D. Poziom konkurencji na światowym rynku gazu ziemnego. *Polityka Energetyczna*, 2016, 19, s. 47-62;

Lodziensis. *Folia Oeconomica*, 2004, s. 288-295.; Dudek, H.; Krawiec, M.; Landmesser, J. M.. Podstawy analizy statystycznej w badaniach rynku. Wydawnictwo SGGW, 2011, s. 30.

Zdaniem Kwiatkowskiej²⁹⁴ nie można wskazać najlepszego wskaźnika koncentracji, a przy jego wyborze należy kierować się celem badania i dostępnością danych. Dudek, Krawiec i Landmesser²⁹⁵ zalecają na przykład, by przy dokonywaniu porównań, gdy liczebność grup podmiotów jest zróżnicowana, stosować współczynnik CR, HHI lub Giniego. Ginevičius i Čirba²⁹⁶ zaznaczają, że w zasadzie każda z opisanych miar zniekształca rzeczywisty obraz rynku. Rogowski²⁹⁷ wskazuje także, że należy pamiętać, że na wyniki ma także wpływ to, jak określone zostaną granice rynku. Badanie koncentracji nadmiernej 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 Herfindahla-Hirschmana (HHI)²⁹⁸. Jest on również szeroko wykorzystywany w badaniach związanych z upublicznieniem informacji o złożeniu wniosku o upadłość przedsiębiorstwa giełdowego. Wskaźnik ten jest zaliczany do skumulowanych miar koncentracji²⁹⁹. Jak wskazuje Rogowski³⁰⁰, jest to miernik skuteczny dla oligopolii, dla których przybiera wartość od 0,1 do 0,25, co odpowiada wartości wskaźnika dyskretnego na poziomie od 50%-70%. W przypadku, gdy nie są znane udziały wszystkich podmiotów działających na rynku, ale wiadome jest ile ich jest, możliwe jest także zastosowanie skorygowanej postaci wskaźnika HHI, jak zaproponowali Barin i Carletti³⁰¹. Jackowicz i Kowalewski³⁰² zauważają, że wskaźnik ten jest często wykorzystywany w badaniach empirycznych badających 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, które decydują o tym, czy konkurencja potencjalna zmieni się w rzeczywistą³⁰³.

²⁹⁴ Kwiatkowska, E. M. Miary koncentracji – teoria a praktyka..., *op. cit.*, s. 189-198

²⁹⁵ Dudek, H.; Krawiec, M.; Landmesser, J. M.. Podstawy analizy statystycznej w badaniach rynku. Wydawnictwo SGGW, 2011, s. 42.

²⁹⁶ Ginevičius, R.; Čirba, S. Additive measurement of market concentration. *Journal of Business Economics and Management*, 2009, 10.3: 191-198.

²⁹⁷ Rogowski, W. Konkurencja na rynku usług bankowych – miary koncentracji. *Bank i Kredyt*, 2001, s. 43-50.

²⁹⁸ Ginevičius, R.; Čirba, S. Additive measurement of market concentration. *Journal of Business Economics and Management*, 2009, 10.3: 191-198.

²⁹⁹ Krawczyk, G. Metody pomiaru koncentracji rynków..., *op. cit.*, s. 25-29.

³⁰⁰ Rogowski, W. Konkurencja na rynku usług bankowych..., *op. cit.*, s. 43-50.

³⁰¹ 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, 5. [za:] Rogowski, W. Konkurencja na rynku usług bankowych..., *op. cit.*, s. 43-50.

³⁰² Jackowicz K., Kowalewski O. Koncentracja działalności sektora bankowego..., *op. cit.*, s. 14.

³⁰³ Jankowska, B. Jankowska, B. Międzynarodowa konkurencyjność..., *op. cit.*, s. 80.

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, 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 wejścia³⁰⁴. Bariery wejścia na rynek w dużej mierze stanowiąc będą o tym, czy przedsiębiorstwa dysponujące wysokimi udziałami w rynku będą mogły wykorzystać swoją siłę rynkową³⁰⁵.

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, konkurencja monopolistyczna, oligopol i konkurencja doskonała. Są to teoretyczne modele odzwierciedlające konkurencję na rynku a ich porównanie przedstawiono w tabeli [Tab. 7].

Tabela 7 Porównanie struktur konkurencyjnych rynku

Rodzaje struktur konkurencyjnych rynku					
Rodzaj struktury konkurencyjnej	Liczba producentów	Charakter produktu	Sposób ustalenia ceny	Bariery 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..., *op. cit.*, s. 53-65.

Należy zaznaczyć, że opisywane powyżej struktury rynku różnią się jego koncentracją: od konkurencji doskonałej, gdzie rynek nie jest skoncentrowany - do monopolu, gdzie występuje jeden producent. Wysoki poziom koncentracji, jaki

³⁰⁴ Porter, M. E. How competitive forces shape strategy. Readings in strategic management. Palgrave, London, 1989. s. 133-143.

³⁰⁵ Jankowska, B. Międzynarodowa konkurencyjność..., *op. cit.*, s.80.

charakteryzuje monopol, oznacza występowanie siły rynkowej pozwalającej na podnoszenie cen powyżej kosztów krańcowych. Na rynku o doskonałej konkurencji przedsiębiorstwa nie dysponują zaś siłą rynkową³⁰⁶.

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. Na rynku dostępny jest produkt o homogenicznym charakterze, więc 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 podmiot zmienia cenę nie ma to przełożenia na zmianę cen innych podmiotów³⁰⁷.

Przeciwieństwem konkurencji doskonałej jest monopol. W monopolu występuje jeden dostawca produktu, który ustala cenę produktu i może podnosić ją powyżej kosztów krańcowych³⁰⁸. Przy ograniczeniu konkurencji w celu uzyskania nadwyżki ceny nad kosztami krańcowymi powstaje renta monopolistyczna³⁰⁹.

Istnieją również formy pośrednie pomiędzy konkurencją doskonałą a monopolem. Koncepcja konkurencji monopolistycznej została zapoczątkowana przez Chamberlaina i rozwinięta przez Robinson³¹⁰. Jak przedstawiono w tabeli [Tab. 7] struktura ta charakteryzuje się dużą ilością producentów i niskimi barierami wejścia na rynek. Konkurencja monopolistyczna rozwija się w miarę wzrostu zróżnicowania produktów. Produkty są do siebie zbliżone, jednak odróżniają je unikalne cechy, którymi wyróżniają się na tle produktów konkurencyjnych³¹¹. Teoria konkurencji monopolistycznej dopatruje się przewagi konkurencyjnej w dominującej pozycji na rynku uzyskanej poprzez bariery wejścia, ograniczenie produkcji i narzucanie wysokich cen³¹².

³⁰⁶ Kwiatkowska, E. M. Miary koncentracji – teoria a praktyka..., *op. cit.*, s. 189-198.

³⁰⁷ Robinson, J. What is perfect competition?. *The Quarterly Journal of Economics*, 1934, 49.1, s. 104-120.

³⁰⁸ 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, 2015, s.16

³⁰⁹ Obecnie poszukuje się źródeł powstawania renty ekonomicznej nie tylko w konkurencji, ale także na gruncie współdziałania, szerzej o rentach ekonomicznych: Kwieciński D., Premia kooperacyjna – premia za współpracę z konkurentem [w:] Majecka B., Jarocka M., Zachowania rynkowe przedsiębiorstw..., *op. cit.*, s. 100 – 122. ; Światowicz-Szczepańska, J. Renta ekonomiczna..., *op. cit.*, 203-226.

³¹⁰ Por. Kaldor, N. Professor Chamberlin on monopolistic and imperfect competition. *The Quarterly Journal of Economics*, 1938, 52.3, s. 513-529.

³¹¹ Firlej, K., Hamulczuk, M., Kozłowski, W., Kufel J., Piwowar A., Stańko S. Struktury rynku i kierunki..., *op. cit.*, s.10,11.

³¹² Koźmiński, A.K., Latusek-Jurczak, D., *Rozwój Teorii Organizacji*. Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 113.

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 heterogenicznym³¹³. W tym miejscu warto także przytoczyć teorię rynków kontestowalnych (kwestionowalnych; potencjalnie konkurencyjnych; spornych), której twórcami są Baumol, Panzar i Willig³¹⁴. 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 doskonałej³¹⁵. 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 rynku³¹⁶. Przedstawiciele ekonomii ewolucyjnej wskazali jednak na przeobrażenia, którym poddany jest rynek. Schumpeter³¹⁷ 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.

³¹³ Firlej, K., Hamulczuk, M., Kozłowski, W., Kufel J., Piwowar A., Stańko S. Struktury rynku i kierunki..., *op. cit.*, s.10,12,14

³¹⁴ Baumol, W. J., Panzar, J. C., Willig, R. D. Contestable Markets and the Theory of Industry Structure. New York 1982; Harcourt Brace Jovanovich, Inc.

³¹⁵ Encyklopedia PWN, Wydawnictwo PWN, <https://encyklopedia.pwn.pl/haslo/rynek-potencjalnie-konkurencyjny;3970477.html>, data dostępu: 21.07.2020 r.

³¹⁶ Maniak, G. Konkurencja i konkurencyjność w badaniach współczesnej ekonomii [w:] Kopycińska D. (red.). Teoretyczne aspekty gospodarowania. Wydawnictwo Katedra Mikroekonomii US, Szczecin 2005, s. 153.

³¹⁷ Schumpeter J. A., Kapitalizm, socjalizm, demokracja, s. 2, <http://coin.wne.uw.edu.pl/lhardt/SchumpeterKSD.pdf>, data dostępu 24.07.2020 r.

W literaturze 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 S-C-P (ang. *structure-conduct-performance*³¹⁸), który został opracowany przez Baina w 1951 r. na podstawie studiów zapoczątkowanych przez Masona w 1930 r.³¹⁹. Zakłada on, że struktura rynku determinuje zachowania podmiotów na nim działających³²⁰, a te z kolei przekładają się na wyniki czy też rezultaty działalności³²¹ przedsiębiorstw³²². Zgodnie z koncepcją S-C-P 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 wyższe³²³.

Z kolei Smirlock³²⁴ wyszedł od paradygmatu S-C-P i badając sektor bankowy wskazał, że nie znajduje on potwierdzenia dla związku pomiędzy koncentracją a zyskownością branży, a to udział w rynku danej spółki powiązany jest z jej zyskownością. Według koncepcji względnej struktury rynku - RMP (ang. *relative market power*) tylko przedsiębiorstwa o wysokim udziale w rynku i zróżnicowanych produktach dysponują siłą rynkową³²⁵. Różnica w koncepcji S-C-P i RMP będzie widoczna przede wszystkim dla małych podmiotów. Zgodnie z koncepcją S-C-P koncentracja będzie oddziaływała na wyniki małych przedsiębiorstw, zaś w przypadku koncepcji RMP – nie³²⁶.

Przedstawiciel ekonomii menedżerskiej, 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

³¹⁸Struktura-zachowanie-wynik (efektywność) według tłum. Gorynia, M., Teoria i polityka regulacji..., *op. cit.*

³¹⁹Roman, M. Porównanie polskiego i irlandzkiego sektora mleczarskiego z wykorzystaniem modelu SCP. *Roczniki Naukowe Stowarzyszenia Ekonomistów Rolnictwa i Agrobiznesu*, 2015, 17.3., 326-331.

³²⁰Jackowicz, K., Kowalewski, O. Koncentracja działalności sektora..., *op. cit.*, s. 1.

³²¹Angielskie słowo *performance* można tłumaczyć na różne sposoby, w tym kontekście m.in. jako wyniki, wydajność, osiągi.

³²²McWilliams, A.; Smart, D. L. Efficiency v. structure-conduct-performance: Implications for strategy research and practice. *Journal of Management*, 1993, 19.1, s. 63-78.

³²³Jackowicz, K., Kowalewski, O. Koncentracja działalności sektora..., s. 2.

³²⁴Smirlock, M. Evidence on the (non) relationship between concentration and profitability in banking. *Journal of money, credit and Banking*, 1985, 17.1, s. 69-83

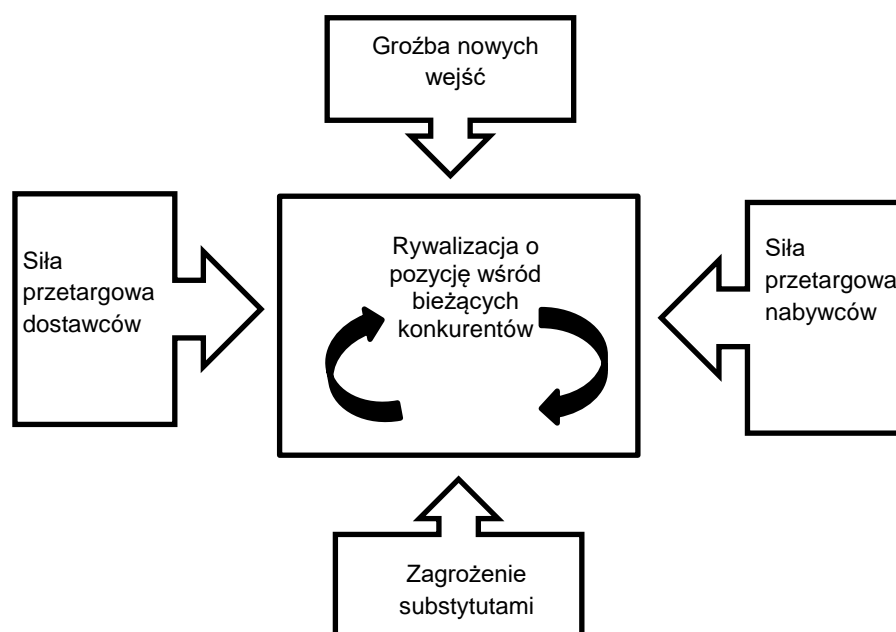
³²⁵Berger, A. N. The profit-structure relationship in banking--tests of market-power and efficient-structure hypotheses. *Journal of money, Credit and Banking*, 1995, 27.2, s. 404-431.

³²⁶Clarke, 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 Inc., Huntington, NY 2001, s. 24.

dostosowanie się do otoczenia, w którym funkcjonuje³²⁷. Widać tu zgodność z teorią S-C-P, według której struktura branży przekłada się na zachowania podmiotów, a te z kolei przekładają się na wyniki czy efekty 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 rentowność³²⁸. Schemat oddziaływania sił obrazuje rysunek [Rys. 8].

Rysunek 8 Pięć sił Portera



Źródło: opracowanie własne na podstawie Porter, M. E. How competitive forces shape strategy. Readings in strategic management. Palgrave, London, 1989. s. 133-143.

Siłę 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 wzmagać rywalizację pomiędzy podmiotami oferującymi dany produkt³²⁹. Rywalizacja o pozycję pomiędzy bieżącymi konkurentami może obejmować rywalizację cenową, wprowadzanie produktów i walkę reklamową. Intensywność rywalizacji zależy m.in. od

³²⁷ De Wit, B. Porter on business strategy. Perspectives on Strategy. Springer, Boston, MA, 1997., s. 7-18.

³²⁸ Porter, M. E. How competitive forces..., *op. cit.*, s. 133-143.

³²⁹ *Ibidem*, s. 133-143.

ilości konkurentów, ich wielkości i siły, a także ich zróżnicowania pod kątem prowadzonej strategii. Przy dużej ilości rozproszonych konkurentów i ich zróżnicowaniu natężenie konkurencji jest wyższe. Znaczenie mają także cechy oferowanego produktu. Gdy produkt jest jednorodny i nie wiążą się z nim wysokie koszty zmiany dostawcy, wówczas 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 rynku³³⁰. 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 rynek³³¹. Również pojawienie się produktów substytucyjnych może ograniczyć rentowność sektora, gdyż poziom cen danego produktu jest ograniczony przez ceny jego substytutów³³².

Podejście pozycyjne, funkcjonujące w ramach nurtów zarządzania strategicznego, odnoszące się do osiągnięcia przewagi dzięki relatywnej pozycji rynkowej, w które wpisują się poglądy prezentowane przez Portera³³³, poddane zostało krytyce przez zwolenników podejścia zasobowego. Nurt zasobowy jako pierwszy określił mianem RBV (Resource-Based View of the Firm) Wernerfelt³³⁴, zaś czerpie on z dorobku Schumpetera i Penrose'a³³⁵. Przedstawiciele teorii przewagi konkurencyjnej bazującej na zasobach wskazują m.in., 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), a te przyczyniają się z kolei do osiągnięcia przewagi konkurencyjnej i osiągnięcia zyskowności³³⁶. W literaturze przedmiotu wskazuje się jednak niekiedy, że podejście zasobowe i pozycyjne nie powinny być traktowane jako przeciwstawne, a jako uzupełniające się³³⁷.

³³⁰ Porter, M. E. How competitive forces..., *op. cit.*, s. 133-143.

³³¹ *Ibidem*, s. 133-143.

³³² *Ibidem*, s. 133-143.

³³³ Światowiec-Szczepańska, J. Renta ekonomiczna a przewaga..., *op. cit.*, s. 203-226.

³³⁴ Wernerfelt, B. A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 1984, 5.2, s. 171-180.

³³⁵ Głuszek, E. Formułowanie strategii w nurcie zasobowym – ograniczenia i wyzwania [w:] Krupski [red.] *Zarządzanie strategiczne – ujęcie zasobowe*. Wałbrzyska Wyższa Szkoła Zarządzania i Przedsiębiorczości, Wałbrzych 2006, s. 75-90.

³³⁶ Grant, R. M. The resource-based theory of competitive advantage: implications for strategy formulation. *California Management Review*, 1991, 33.3, s. 114-135.

³³⁷ Por. Jankowska, B. Międzynarodowa konkurencyjność..., *op. cit.*, s. 25. ; Światowiec-Szczepańska, J. Renta ekonomiczna a przewaga..., *op. cit.*, s. 203-226.

Jak zostało już wcześniej wspomniane, na konkurencję można patrzeć w ujęciu dynamicznym, jako na proces. Proces ten wynika 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. Wyższej koncentracji rynku towarzyszy wprawdzie wyższy poziom rentowności, związek przyczynowo-skutkowy może być jednak inny, niż opisuje to paradygmat S-C-P. Według koncepcji efektywnej struktury rynkowej (ang. *efficient structure hypothesis*), funkcjonującej w ramach szkoły chicagowskiej³³⁸, poziom koncentracji rynku wynika z niejednakowej efektywności poszczególnych podmiotów działających na danym rynku. 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 rynku odzwierciedla w przybliżeniu stopień efektywności działania i jest pozytywnie skorelowana z rentownością³³⁹. Na rynku skoncentrowanym dominują więc efektywne podmioty³⁴⁰. Przewaga konkurencyjna w tym ujęciu wynika z dynamicznie zachodzącego procesu konkurencji³⁴¹.

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 będzie inne w zależności od struktury konkurencyjnej rynku czy od fazy życia, w jakim znajduje się dany sektor. Rywalizując wewnątrz sektora, poszczególne przedsiębiorstwa będą budowały swoją pozycję konkurencyjną poprzez dopasowanie się do warunków otoczenia oraz poprzez wykorzystywanie i budowanie swoich zasobów.

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.

³³⁸ Przedstawiciele szkoły chicagowskiej nazywani są także antystrukturalistami – por. Jeszka, A. Sektor usług logistycznych w teorii i praktyce – wydanie 2. Difin, Warszawa 2013.

³³⁹ Jackowicz K., Kowalewski O., Koncentracja działalności sektora..., s. 2.

³⁴⁰ Khan, H. H., i in. Efficiency, growth and market power in the banking industry: New approach to efficient structure hypothesis. *The North American Journal of Economics and Finance*, 2017, 42, s. 531-545.

³⁴¹ McWilliams, A.; Smart, D. L. Efficiency v. structure-conduct-performance..., *op. cit.*, 63-78.

Cechy uczestników rynku można opisać m.in. za pomocą analizy wskaźnikowej. Zgodnie z definicją, wskaźniki finansowe mają ilustrować ekonomiczną sytuację przedsiębiorstw³⁴². Jak wskazuje Kozub-Skalska³⁴³ analiza wskaźnikowa jest chętnie wykorzystywana przede wszystkim ze względu na szybkość i efektywność dostarczania informacji.

Wskaźniki są zbudowane w ten sposób, aby pokazywały relację celowo powiązanych wartości w celu otrzymania pewnych założonych wartości poznawczych³⁴⁴. Zasadniczo, analizy wskaźników finansowych dokonuje się poprzez porównanie otrzymanych wyników z wartościami uznanymi za wzorcowe w literaturze lub z wartościami 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 przetrwania przedsiębiorstwa, 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). W przypadku tych wskaźników można zwrócić uwagę na zróżnicowane podejście w zakresie stosowanych formuł, co może wpływać na otrzymane za ich pomocą rezultaty³⁴⁵. W niniejszym rozdziale pracy stosowane będą wskaźniki zaczerpnięte bezpośrednio z bazy EMIS (Emerging Markets Information Service³⁴⁶), gdzie wskaźnik bieżącej płynności (CR) opisywany jest przez stosunek aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych, zaś wskaźnik szybkiej płynności (QR) jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy do wartości zobowiązań krótkoterminowych.

W literaturze można znaleźć różne przedziały wzorcowe dla powyższych wskaźników płynności. Zbyt niskie poziomy wskaźników mogą oznaczać problemy z

³⁴² Słownik Języka Polskiego, PWN, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, <https://sjp.pwn.pl/slowniki/wska%C5%BAniki%20finansowe.html>, data dostępu 04.08.2021 r.

³⁴³ Kozub-Skalska, S. Analiza wskaźnikowa jako narzędzie badania sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, 2018, 82, s. 45-56.

³⁴⁴ Gołębiewski, G., Tłaczała, A. Analiza ekonomiczno-finansowa w ujęciu praktycznym. Difin, Warszawa 2005, s. 102

³⁴⁵ Szerzej: Krzeczewski, B.; Krzeczewska, O.; Pastusiak, R. Problemy metodologiczne w ocenie wskaźnika bieżącej płynności finansowej na przykładzie spółek giełdowych. Zarządzanie i Finanse, 1, s. 63-80.

³⁴⁶ Serwis oferujący bazy danych dotyczących 125 rynków wschodzących, Emerging Markets Information Service, <https://www.emis.com/about>; data dostępu 06.08.2021

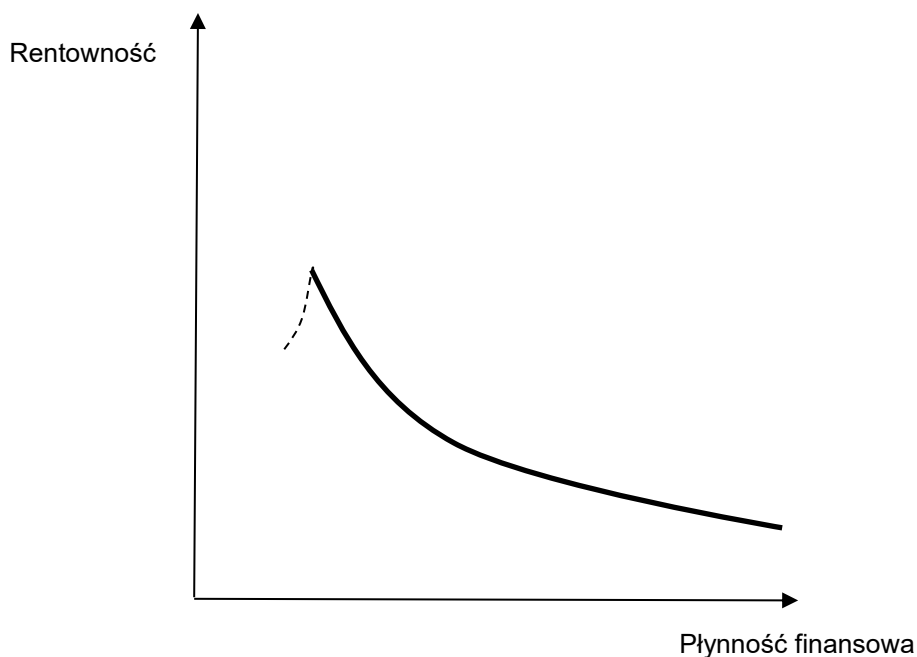
terminowym regulowaniem zobowiązań, zaś zbyt wysokie mogą świadczyć o nadpłynności. Akceptowalne poziomy wskaźników zależą jednak będą także od branży i mogą odbiegać od podawanych w literaturze. Zgodnie z informacjami podanymi na portalu Stockbroker³⁴⁷ za rok 2018 najniższą płynnością bieżącą na polskiej giełdzie charakteryzowały się spółki z branży finanse – inne i telekomunikacyjne (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 Stępień³⁴⁸, jest ona kluczowym miernikiem efektywności gospodarowania oraz realizacji celu, jakim jest maksymalizacja bogactwa właścicieli przedsiębiorstwa. Zwraca on także uwagę na to, że w literaturze wyróżnia się niekiedy zyskowność (relatywna wielkość zysku w odniesieniu do innych podstaw obliczeniowych) i deficytowość (relatywna wielkość straty). W literaturze podkreśla się także, że rentowność jest mocno związana z płynnością finansową. Teoretyczną zależność pomiędzy płynnością finansową a rentownością prezentuje wykres poniżej [Wyk. 5].

³⁴⁷ Portal Stockbroker, <https://stockbroker.pl/wskaznik-biezacej-plynnosci-current-ratio/>, data dostępu 07.07.2021 r., Portal Stockwatch, <https://stockbroker.pl/wskaznik-plynnosci-szybkiej-quick-ratio-komuciaza-zapasy/>, data dostępu: 07.07.2021 r.

³⁴⁸ Stępień, K. Kluczowe mierniki wyników działalności przedsiębiorstw. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 2012, 51, s. 381-390.

Wykres 5 Związek pomiędzy płynnością finansową i rentownością



Źródło: opracowanie własne na podstawie Gajdka, J., Walińska, E. Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka. T2. Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce., 2000, s. 467.

Zazwyczaj wskazuje się na negatywny związek płynności finansowej z rentownością – tj. wzrost płynności finansowej wiąże się ze spadkiem rentowności. Jak podkreślają Bolek i Wolski³⁴⁹ 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 Wolski³⁵⁰ 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

³⁴⁹ Bolek, M., Wolski, R. Profitability or liquidity: Influencing the market value. The case of Poland. *International Journal of Economics and Finance*, 2012, 4.9, s. 182-190.

³⁵⁰ *Ibidem*, s. 182-190.

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 za 2018 r. podanych na Portalu Stockbroker³⁵¹ 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 (ilość cykli obrotowych)³⁵². 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 [Wzór 2], obrotu należnościami [Wzór 3] oraz wskaźnik rotacji zobowiązań [Wzór 4] wyrażone w razach³⁵³.

(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 magazynowania³⁵⁴. Na polskiej giełdzie najbardziej efektywne (według danych z 2018 r.) w zakresie rotacji zapasów są telekomunikacja, energetyka i media (gdzie ze

³⁵¹ Portal Stockbroker, <https://stockbroker.pl/wskaznik-rentownosci-aktywow-roa/>, data dostępu 07.07.2021 r.

³⁵² Dudycz, T. Analiza finansowa. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1999, s. 51.

³⁵³ Autorka dysertacji zdaje sobie jednak sprawę, iż w literaturze wskaźniki te niekiedy przybierają nieco inną formę (przykładowo poszczególne pozycje aktywów są niekiedy podawane jako średnia arytmetyczna z końca i początku roku, aby zapewnić porównywalność do pozycji rachunku zysków i strat, niekiedy też przychody ze sprzedaży uwzględnione w liczniku powiększa się o kwotę VAT). Szerzej: Bieniasz, A.; Czerwinska-Kayzer, D. Długość cyklu konwersji gotówki-następstwo różnej konstrukcji mierników. Journal of Agribusiness and Rural Development, 2008, 01 [07], s. 17-27.; Kaczorowski, M. Cykl konwersji gotówki..., *op. cit.*, s. 169-180.

³⁵⁴ Kaczorowski, M. Cykl konwersji gotówki..., *op. cit.*, s. 169-180.

względu na specyfikę działalności nie ma potrzeby magazynowania produktów), zaś najmniej deweloperzy, przemysł farmaceutyczny i handel detaliczny³⁵⁵.

Kolejnym opisywanym wskaźnikiem jest wskaźnik rotacji należności. Formuła stosowana przez EMIS dla wskaźnika obrotu należnościami jest następująca [Wzór 3]:

(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 oznaczać to, że przedsiębiorstwa mają problemy ze spłatą należności, co może przekładać się na powstawanie zatorów płatniczych³⁵⁶. 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 Stockbroker³⁵⁷ (dane z 2018 r.) 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 ściągальność należności charakteryzuje budownictwo, przemysł farmaceutyczny i elektromaszynowy.

Wskaźnik rotacji zobowiązań można zapisać za pomocą poniższej formuły [Wzór 4]:

(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 pokazuje, 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. Wędzki³⁵⁸ wskazuje, że jako że zobowiązania krótkoterminowe (do których, wg Ustawy o Rachunkowości, zaliczają się zobowiązania handlowe) stanowią najtańsze źródło

³⁵⁵ Portal Stockbroker, <https://stockbroker.pl/wskaznik-rotacji-zapasow-jak-sprawnie-spolki-zarządzają-zapasami/>, data dostępu 07.07.2021 r.

³⁵⁶ Kaczorowski, M. Cykl konwersji gotówki..., *op. cit.*, s. 169-180.

³⁵⁷ Portal Stockbroker <https://stockbroker.pl/wskaznik-rotacji-należności/>, data dostępu 07.07.2021 r.

³⁵⁸ Wędzki D., Analiza sprawności działania, Analiza-Prognoza Finansowa. Niezbędny analityka, 2020, <https://analizy-prognozy.pl/wp-content/uploads/Analiza-sprawno%C5%9Bci-dzia%C5%82ania-%E2%80%93-ANALIZA-PROGNOZA-FINANSOWA.pdf>, data dostępu 06.08.2021 r.

finansowania bieżącej działalności, ich wartość powinna zasadniczo rosnąć. Zgodnie z informacjami podanymi na portalu Stockbroker³⁵⁹ (dane z 2018 r.) 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 spłacają 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 dysertacji.

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 Maślanki oraz Mazur-Maślanki³⁶⁰ przeprowadzonych na przykładzie przedsiębiorstw budowlanych wskaźnik ten okazał się wysoką skutecznością w jednoznacznej ocenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw – zarówno tych o dobrej, jak i złej kondycji. Również wnioski z badania Ziółkowskiej, Mioduchowskiej-Jaroszewicz i Bednarza³⁶¹ przeprowadzonego na podstawie próby przedsiębiorstw giełdowych potwierdzają, że poziom ogólnego zadłużenia różnicuje spółki o dobrej kondycji i o gorszej kondycji finansowej. Wskaźnik ogólnego zadłużenia znalazł zastosowanie w wielu dyskryminacyjnych modelach przewidywania upadłości, np. w modelach Hadasik³⁶², modelu Hołdy³⁶³ czy modelu Gajdki i Stosa³⁶⁴. Według danych z przełomu 2017 i 2018 roku 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

³⁵⁹ Portal Stockbroker, <https://stockbroker.pl/wskaznik-cyklu-zobowiazan-ile-dni-spolki-splacaja-zobowiazania/>, data dostępu 07.07.2021 r.

³⁶⁰ Maślanka, T.; Mazur-Maślanka, I. Wybrane wskaźniki finansowe w okresie przed upadłością w przedsiębiorstwach budowlanych. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, 2017, 42.1, s. 73-83.

³⁶¹ Ziółkowska, E., Mioduchowska-Jaroszewicz, E., Bednarz, T. Analiza poziomu zadłużenia przedsiębiorstw na przykładzie „dobrych” i „złych” firm w latach 2010–2012. *Wybrane problemy i wyzwania gospodarcze*, s. 203 -214.

³⁶² Hadasik, D.: Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania, *Zeszyty Naukowe seria II, prace habilitacyjne*, zeszyt 153, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 1998, s. 157.

³⁶³ Hołda, A.: Prognozowanie bankructwa jednostki w warunkach polskich z wykorzystaniem funkcji dyskryminacyjnej ZH, *Rachunkowość*, 2001, nr 5, s. 306-310.

³⁶⁴ 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.

przemysł drzewny (ponad 60%)³⁶⁵. W niniejszym rozdziale, dla 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 dysertacji zdaje sobie jednak sprawę z mnogości mierników i ich postaci wykorzystywanych w analizie wskaźnikowej. Wszystkie powyższe wskaźniki opisujące podstawowe obszary funkcjonowania przedsiębiorstw, można odnieść nie tylko do przedsiębiorstw, ale można użyć ich w opisie 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 jednak 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. Mediana, czyli wartość środkowa zbioru, nie uwzględnia wszystkich obserwacji, ale za to nie zależy od skrajnych wartości danej cechy³⁶⁶.

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 (...)”³⁶⁷ Wskazuje się, że koniunktura gospodarcza ma istotny

³⁶⁵ Portal Stockbroker, <https://stockbroker.pl/wskaznik-zadluzenia-ogolnego-debt-ratio/>, data dostępu 06.07.2021r.

³⁶⁶ Bobowski, Z. Wybrane metody statystyki opisowej i wnioskowania statystycznego. Prace dydaktyczne nr 5, Seria: Nauki społeczne, Wałbrzyska Wyższa Szkoła Zarządzania i Przedsiębiorczości, Wydawnictwo WWSZiP, 2004, s. 29-35; 38-42.

³⁶⁷ Główny Urząd Statystyczny, <https://stat.gov.pl/metainformacje/slownik-pojec/pojecia-stosowane-w-statystyce-publicznej/2076,pojecie.html>, data dostępu 06.08.2021 r.

wpływ na intensywność upadłości przedsiębiorstw³⁶⁸, a co więcej, że istnieje związek pomiędzy koniunkturą gospodarczą, a zmianami cen akcji, a więc koniunkturą giełdową³⁶⁹. Ocena stabilności sektora stanowi zaś element analizy wewnątrzsektorowej³⁷⁰.

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 poniższym wykresie [Wyk. 6] przedstawiono kształtowanie się wskaźnika ogólnego klimatu koniunktury gospodarczej, publikowanego przez Główny Urząd Statystyczny, począwszy od stycznia 2016 roku do grudnia 2020 roku (wskaźnik wyrównany sezonowo – SA). Wskaźnik ogólnej koniunktury gospodarczej opracowywany jest w oparciu o badanie ankietowe wśród przedsiębiorstw obejmujące 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)³⁷¹.

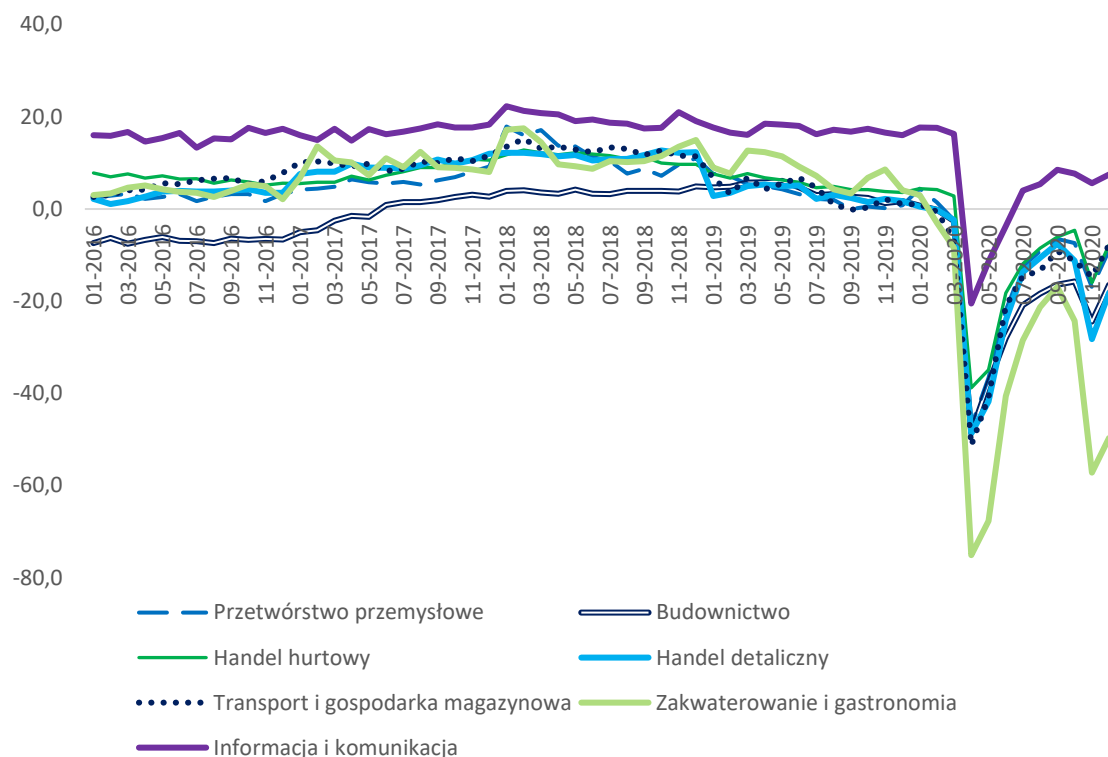
³⁶⁸ Pocięcha, J.; Pawełek, B. Prognozowanie bankructwa a koniunktura gospodarcza. Zeszyty Naukowe/Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, 2011, 873, s. 5-27.

³⁶⁹ Brzeszczyński, J., Gajdka, J., Schabek, T. Koniunktura giełdowa a zmiany w realnej sferze gospodarki w Polsce. Przegląd Organizacji, 2009, 7, s. 3-9.

³⁷⁰ Firlej, K. Wykorzystanie analizy scenariuszowej otoczenia w określeniu konkurencyjności sektora przedsiębiorstw przemysłu rolno-spożywczego. Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, 2006, 1118, t. 1 Agrobiznes 2006: konkurencja w agrobiznesie-jej uwarunkowania i następstwa. T. 1, s. 228-236.

³⁷¹ 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 r.

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 r.

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 informatyki i komunikacji, zaś najslabszą sektor budownictwa. Koniunktura w sektorze budownictwa we wzmiankowanym okresie oceniana być może jednak pozytywnie (wskaźniki powyżej zera i poprawa w stosunku do roku 2016, kiedy to wartości wskaźnika kształtowały się na poziomie poniżej zera). 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 wskaźników dla sektorów nastąpił w marcu 2020 roku, kiedy to zamrożono gospodarkę

krajową z uwagi na stan zagrożenia epidemicznego³⁷² i stan epidemii³⁷³. Rozluźnienie gospodarcze związane z odmrażaniem gospodarki spowodowało w miesiącach letnich polepszenie wskaźników ogólnego klimatu koniunktury gospodarczej, jednak jedynie sektor informatyki i komunikacji charakteryzował się w tym czasie dobrą koniunkturą. W związku z kolejną falą zachorowań i ponownie wprowadzanymi przez administrację krajową obostrzeniami pod koniec 2020 roku nastąpił kolejny spadek wartości wskaźników SA.

Pomimo, iż wskaźniki dla sektorów podlegały 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 roku jako jedyny notował dodatnie wartości wskaźnika SA.

Powyższe dane zestawień 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, można zauważyć tendencję wzrostową w liczbie przeprowadzanych upadłości i restrukturyzacji, choć w ramach poszczególnych sektorów sytuacja ta była zróżnicowana [Tab. 8].

³⁷² Rozporządzenie Ministra Zdrowia z dnia 13 marca 2020 r. w sprawie ogłoszenia na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej stanu zagrożenia epidemicznego, Warszawa 2020, <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU20200000433/O/D20200433.pdf>, data dostępu 21.09.2021 r.

³⁷³ Rozporządzenie Ministra Zdrowia z dnia 20 marca 2020 w sprawie ogłoszenia na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej stanu epidemii, Warszawa 2020, <https://www.gov.pl/attachment/374dc5d1-3d32-4c02-b262-1285d80577f6>, data dostępu 21.09.2021 r.

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 w tym:	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%)
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%)

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 2020r, *op. cit.*; 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 r. ; Coface, Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2018r., Warszawa 2019, http://www.coface.pl/content/download/169952/2794451/file/Inf_Pras_Coface_Upadlosci_Raport_ROCZNY_2018.pdf, data dostępu 17.03.2021 r. ; Coface, Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2017r., Warszawa 2018, http://www.coface.pl/content/download/159806/2629685/file/Inf_Pras_Coface_Upadlosci_Raport_ROCZNY_2017.pdf, data dostępu: 17.03.2021 r. ; Coface, Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2016r., 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 r.

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 wzrostu³⁷⁴. Niemniej jednak, wewnątrz sektora sytuacja była zróżnicowana. W przypadku przetwórstwa przemysłowego w 2016 r. zła sytuacja dotyczyła przede wszystkim produkcji artykułów spożywczych i maszyn i urządzeń, co spowodowane było wahaniami cen surowców, malejącymi inwestycjami i dużym poziomem konkurencji³⁷⁵. W kolejnych latach sytuacja producentów żywności

³⁷⁴ Coface, Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2019r, Warszawa 2020, http://www.coface.pl/content/download/178826/2950280/file/Upadlosci_Coface_Raport_ROCZNY_2019_ok.pdf, data dostępu: 17.03.2021 r.

³⁷⁵ Coface, Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2016r., 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 r.

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 Europejskiej³⁷⁶. Pandemia Covid-19 w roku 2020 dzięki konkurencyjności cenowej polskich producentów w związku z tym wysoki popyt zagraniczny na polskie wyroby³⁷⁷, 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 Coface³⁷⁸ 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 ilości 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 Coface³⁷⁹ – 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 ilości odnotowanych niewypłacalności (wzrost o 38,96% w stosunku do roku poprzedniego).

W analizowanym okresie ilość niewypłacalności w sektorze budownictwa podlegała wahaniom. Według raportów Coface³⁸⁰ początkowa stagnacja w sektorze budownictwa spowodowana ograniczeniem inwestycji infrastrukturalnych początkowo przełożyła się

³⁷⁶ Coface, Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2018r., Warszawa 2019, http://www.coface.pl/content/download/169952/2794451/file/Inf_Pras_Coface_Upadlosci_Raport_ROCZ_NY_2018.pdf, data dostępu 17.03.2021 r., data dostępu 17.03.2021 r.

³⁷⁷ Coface, Raport roczny Coface: Niewypłacalności firm w Polsce w 2020r..., *op. cit.*

³⁷⁸ Coface, Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2017r., Warszawa 2018, http://www.coface.pl/content/download/159806/2629685/file/Inf_Pras_Coface_Upadlosci_Raport_ROCZ_NY_2017.pdf, data dostępu 17.03.2021 r.

³⁷⁹ Coface, Raport roczny Coface: Niewypłacalności firm w Polsce w 2020r..., *op. cit.*

³⁸⁰ Coface, Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2016r., Warszawa 2017 http://www.coface.pl/content/download/148048/2452693/file/Inf_Pras_Coface_Upadlosci_Raport_ROCZ_NY_2016_02012017.pdf, data dostępu 17.03.2021 r. ; Coface, Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2019r..., *op. cit.*; Coface, Raport roczny Coface: Niewypłacalności firm w Polsce w 2020r..., *op. cit.*

na ograniczenie ryzyka kredytowego i spadek liczby upadłości. Koniunktura poprawiała się przy jednoczesnym wzroście kosztów pracy i cen materiałów budowlanych. Wzrost liczby upadłości w budownictwie w 2020 roku oddawał wzrost, który był obserwowany także w innych sektorach.

Sektor transportu od roku 2017 odnotowywał corocznie znaczne przyrosty liczby niewypłacalności. Spowodowane było to m.in. rosnącymi kosztami pracy³⁸¹, niedoborami pracowników czy zatorami płatniczymi³⁸². W 2020 r. ograniczenia związane z pandemią Covid-19 (ograniczenie działalności gospodarczej, spadek PKB w wielu krajach, ograniczenia w przemieszczaniu się czy ograniczenie wydatków konsumpcyjnych³⁸³) 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 roku 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 płynnością³⁸⁴.

Podsumowując, w okresie pomiędzy 2016 a 2020 rokiem koniunktura gospodarcza podlegała zmianom. Najkorzystniejsze lata to lata 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 ogólną liczbę niewypłacalności w roku 2020. W całym badanym okresie najlepiej radziły sobie przedsiębiorstwa z sektora informacji i telekomunikacji.

³⁸¹ Coface, Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2018r..., *op. cit.*

³⁸² Coface, Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2019r..., *op. cit.*

³⁸³ Coface, Raport roczny Coface: Niewypłacalności firm w Polsce w 2020r..., *op. cit.*

³⁸⁴ *Ibidem*

2.6. Uwarunkowania działalności wewnątrz wybranych sektorów wg 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 w Warszawie. Sytuację w zakresie niewypłacalności polskich spółek akcyjnych (nie tylko notowanych na giełdzie) w latach 2016 – 2020 prezentuje poniższa tabela [Tab. 9].

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 2020r..., *op. cit.*

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 upadłości spółek akcyjnych 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 wg klasyfikacji sektorowej stosowanej przez Giełdę Papierów Wartościowych, należy nadmienić, że znacznie różni się ona od ujęcia stosowanego przez Główny Urząd Statystyczny czy Coface. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie kwalifikuje spółki giełdowe do sektorów na trzech poziomach szczegółowości. Najbardziej ogólny podział obowiązujący na GPW 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)³⁸⁵, które dalej dzielą 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 Catalyst³⁸⁶.

Jak zostało wcześniej opisane w podrozdziale 1.3.2. niniejszej rozprawy, płynność finansowa jest niezwykle ważna z punktu widzenia upadłości przedsiębiorstw. Pamiętać należy, że optymalny poziom płynności finansowej zależy od specyfiki prowadzonej działalności. Mosiejko, Bernardelli i Sierant³⁸⁷ przeanalizowali płynność finansową utrzymywaną w sektorach: technologie, ochrona zdrowia, handel i usługi, dobra konsumpcyjne, przemysł i budownictwo, chemia i surowce, paliwa i energia. Pomimo przeprowadzenia analiz w latach 2002-2017 posłużyli się nową klasyfikacją sektorową – z 2017 roku. Odnosząc się do sektorów, które będą analizowane w niniejszej dysertacji można przytoczyć, że analizy pokazały, że sektor chemii i surowców oraz produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej, a także dóbr konsumpcyjnych charakteryzowały się największą stabilnością pod względem utrzymywanego poziomu płynności finansowej. Spółki z sektora technologicznego z kolei charakteryzowały się najwyższym poziomem płynności finansowej. Sektor handlowo-usługowy, po początkowych trudnościach z utrzymaniem płynności finansowej, po roku 2006 odnotował trend wzrostowy w zakresie poziomu utrzymywanego poziomu płynności finansowej. W sektorze ochrony zdrowia poziom płynności finansowej badany był w latach 2010 – 2017 i podlegał znacznym fluktuacjom w tym okresie.

Innym ważnym obszarem działalności przedsiębiorstwa jest jego rentowność. Badaniem rentowności sektorowej na GPW w Warszawie zajęły się Gostkowska - Drzewicka i Majerowska³⁸⁸. W przeprowadzonym badaniu posłużyły się klasyfikacją sektorową z 2017 r. dla analizy obejmującej lata 1998-2016. W przypadku rentowności aktywów (ROA) nie zaobserwowano wyraźnych różnic pomiędzy

³⁸⁵ Portal Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Objasnienia nazw sektorów <https://www.gpw.pl/objasnienia-nazw-sektorow>, data dostępu 16.08.2020 r.

³⁸⁶ 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 r.

³⁸⁷ Mosiejko, L.; Bernardelli, M.; Sierant, A. Płynność finansowa spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA w latach 2002–2017 w ujęciu sektorowym – część. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów/Szkoła Główna Handlowa*, 2019, 173, s. 9-27.

³⁸⁸ Gostkowska-Drzewicka, M., Majerowska, E. Przynależność sektorowa a wyniki spółek notowanych na GPW w Warszawie. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 2018, 531, s. 139-148.

sektorami³⁸⁹, zaś w przypadku rentowności kapitałów własnych (ROE) negatywnie wyróżniały się sektory budownictwa, dóbr konsumpcyjnych i technologii, zaś pozytywnie sektor usług.

W zakresie zadłużenia analizy w ujęciu sektorowym przeprowadzone zostały przez Barburskiego³⁹⁰. Okres analiz objął lata 2012-2016 z uwzględnieniem podziału sektorów na: produkcję, budownictwo, handel detaliczny, handel hurtowy, transport i usługi. Zauważyć należy, że jest to inny podział niż stosowany w przeprowadzonej analizie. Można jednak przytoczyć wnioski dotyczące sektora budownictwa, który to w badanym okresie charakteryzował się niskim udziałem kapitałów własnych (od 37% do 45%) w finansowaniu majątku, a także sektora usług, w którym to z kolei przedsiębiorstwa charakteryzowały się stosunkowo wysokim udziałem kapitałów stałych w finansowaniu majątku (kapitały własne od 50% do 56%, zobowiązania długoterminowe od 9% do 19%).

Należy zaznaczyć, że powyższe analizy obejmują zasadniczo czas przed rozdzieleniem procedur restrukturyzacyjnych i upadłościowych a dodatkowo obejmują początkowe lata obowiązywania ustawy Prawo restrukturyzacyjne, tj. rok 2016 lub 2016 i 2017. Jest to okres niezadawalający z punktu widzenia celu niniejszej dysertacji.

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 Giełdę Papierów Wartościowych oznaczeniem „emitent złożył wnioski 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 poniżej [Tab. 10] zaprezentowano wykaz sektorów, w których zidentyfikowano przypadki złożenia wniosku o upadłość przez spółki notowane na Rynku Głównym GPW w latach 2016-2020.

³⁸⁹ Za wyjątkiem sektora nieruchomości.

³⁹⁰ Barburski, J. Struktura kapitałowa przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie. Analiza sektorowa. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 2017, 484, s. 21-39.

Tabela 10 Wykaz sektorów, w których w latach 2016-2020 wystąpiły przypadki złożenia wniosku o upadłość przez spółki notowane na Rynku Głównym 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 Portal Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie www.gpw.pl

Zaznaczyć należy, że złożenie wniosku o upadłość w sektorze Rynek kapitałowy – pozostałe miało miejsce jeszcze przed wejściem w życie klasyfikacji sektorowej z 2017 r. Tym niemniej, spółki zaklasyfikowane do tego sektora, według poprzedniej klasyfikacji również znajdowały się w jednym sektorze, tj. finanse - inne³⁹¹, wobec czego autorka dysertacji uznała że można je rozważać razem przyjmując nowy podział sektorowy.

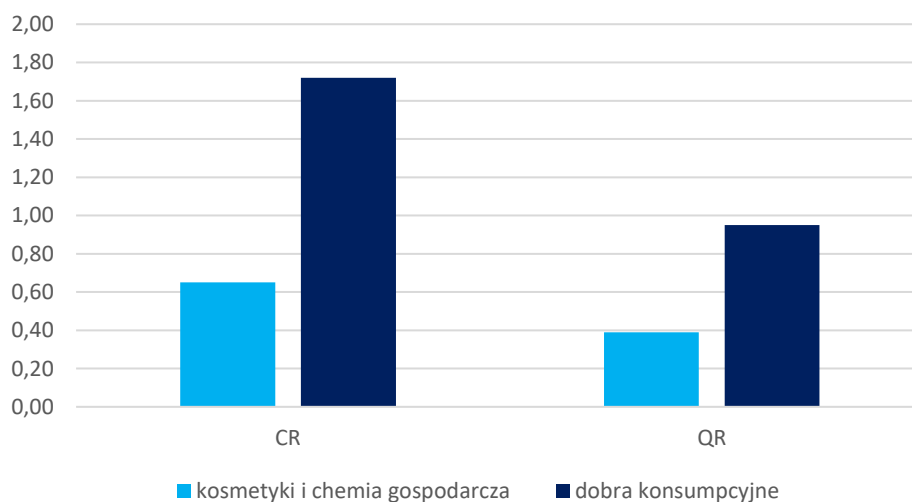
W badanym okresie przypadki złożenia wniosku o upadłość miały miejsce w prawie wszystkich makrosektorach, a tym samym w 10 sektorach i 15 subsektorach. Najwięcej wniosków o upadłość odnotowano w makrosektorze produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej (5 wniosków) oraz dóbr konsumpcyjnych (5 wniosków)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

³⁹¹ 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 r.

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 za pomocą portalu Money.pl³⁹². W celu agregacji danych użyto median wartości dla sub- i makrosektorów. Całościowe wyniki analizy przedstawia załącznik [Zał. 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 poniższy wykres [Wyk. 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

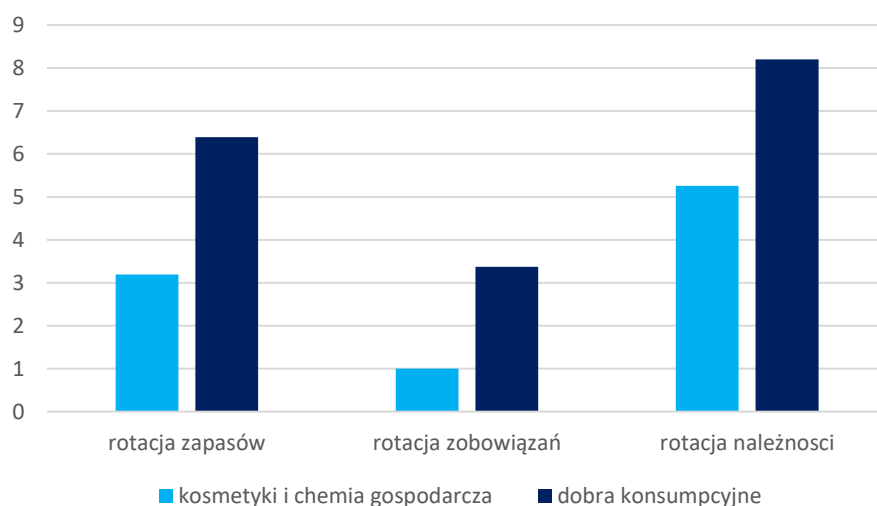


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy EMIS.

³⁹² Portal Money.pl, <https://www.money.pl/>

Subsektor kosmetyków i chemii gospodarczej charakteryzował się w ww. roku bardzo niską płynnością, zarówno na tle dóbr konsumpcyjnych, jak i w odniesieniu do tego, co może być uznane za wzorcowe³⁹³. Dodatkowo na wykresie poniżej przedstawiono kształtowanie się wskaźników efektywności działania [Wyk. 8].

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

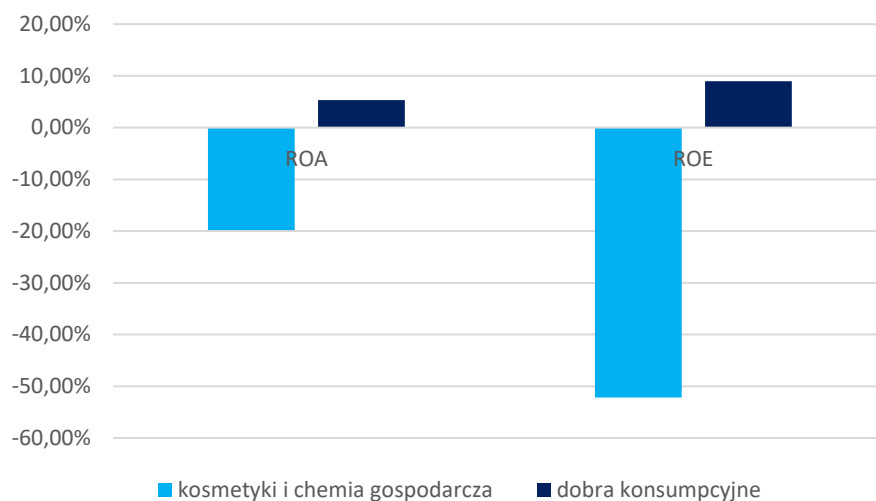


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy EMIS.

Zapasy w subsektorze odnawiały się rzadziej niż w makrosektorze a dodatkowo również należności służyły rzadziej. Zobowiązania rotowały wprawdzie wolniej niż w sektorze, ale, analizując dodatkowo wskaźniki płynności, można dojść do wniosku, że jest to podyktowane raczej brakiem płynności niż polityką zarządzania zobowiązaniami. Poniżej przedstawiono także kształtowanie się wskaźników rentowności [Wyk 9].

³⁹³ Por. Sierpińska, M., Jachna, T., Ocena przedsiębiorstwa ..., *op. cit.*, s.147

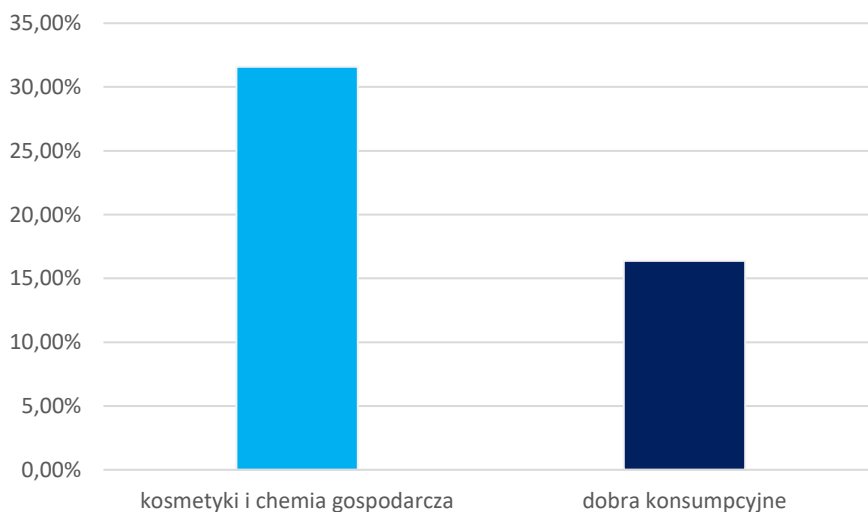
Wykres 9 Rentowność w subsektorze kosmetyki i chemia gospodarcza na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2017 - wskaźnik rentowności aktywów ROA i rentowności kapitałów własnych ROE



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy EMIS.

Sektor dóbr konsumpcyjnych charakteryzował się deficytowością, w przeciwieństwie do makrosektora, który odnotował dodatnie wskazania wskaźników rentowności aktywów i kapitałów własnych. Finalnie przeanalizowano również wskaźnik ogólnego zadłużenia wg metodyki EMIS [Wyk. 10].

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



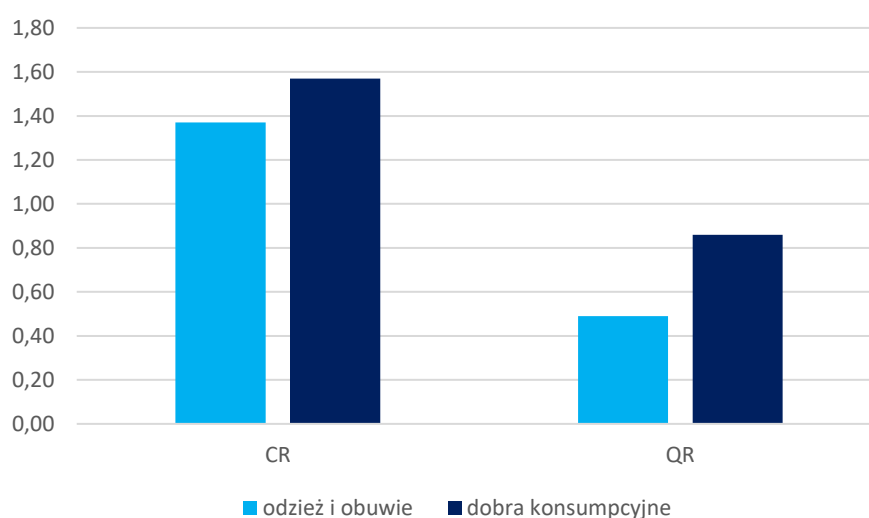
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy EMIS.

Subsektor kosmetyków i chemii gospodarczej odnotował w 2017 roku 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 jest nie tylko relatywnie niekorzystna na tle makrosektora, ale jest 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**. Poniżej przedstawiono kształtowanie się wartości wskaźników opisujących płynność finansową w omawianym roku [Wyk. 11].

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

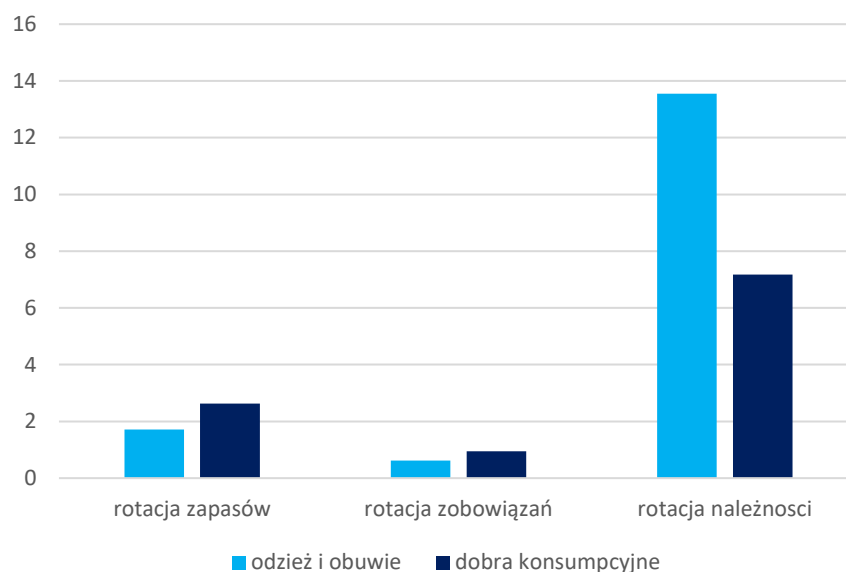


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy EMIS.

Subsektor odzieży i obuwia charakteryzował się w opisywanym roku niższą płynnością finansową niż makrosektor. O ile wartości uzyskane dla wskaźnika płynności bieżącej na podstawie literatury można uznać, że nie świadczą o problemach, o tyle wskaźnik płynności szybkiej osiągnął wartości niższe niż wartości uznawane za wzorcowe³⁹⁴. W subsektorze najwyraźniej utrzymywane były wysokie poziomy zapasów. W dalszej kolejności przeanalizowano wskaźniki rotacji [Wyk. 12].

³⁹⁴ Por. Sierpińska, M., Jachna, T., Ocena przedsiębiorstwa ..., *op. cit.*, s.147

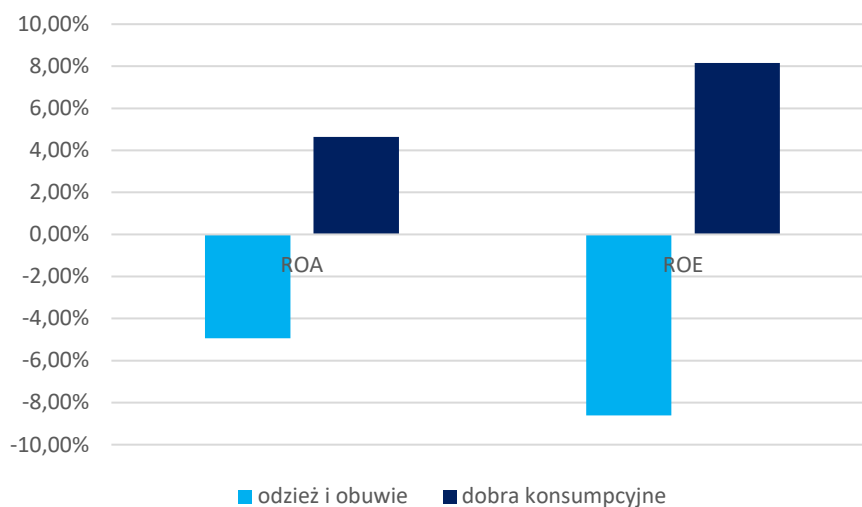
Wykres 12 Efektywność działania w subsektorze odzież i obuwanie na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2020 - wskaźniki rotacji zapasów, zobowiązań i należności



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy EMIS.

Subsektor odzieży i obuwania 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 wynika raczej z problemów z płynnością finansową. Wskaźniki rotacji zapasów świadczą o nieco wolniejszym niż w makrosektorze obrocie zapasami, co jest niekorzystne. Sytuację w zakresie rentowności subsektora na tle makrosektora prezentuje poniższy wykres [Wyk. 13].

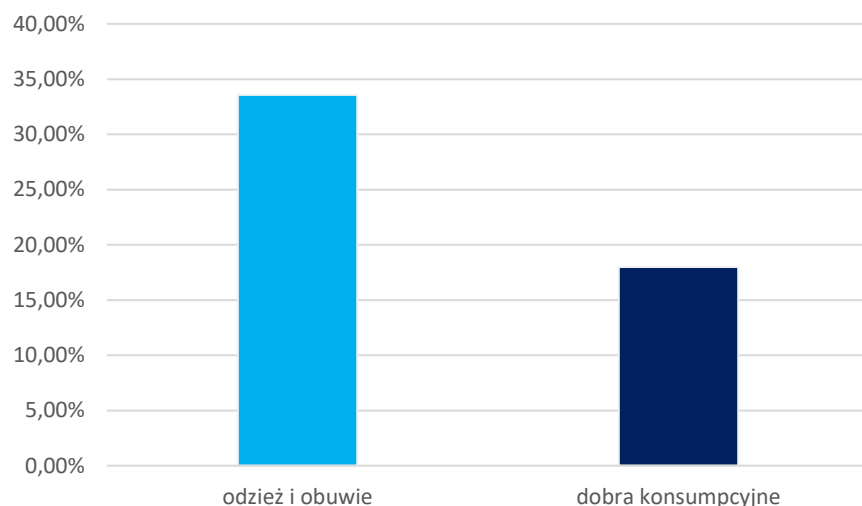
Wykres 13 Rentowność w subsektorze odzież i obuwiu na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2020 - wskaźnik rentowności aktywów ROA i rentowności kapitałów własnych ROE



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy EMIS.

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 poniższy wykres [Wyk. 14].

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



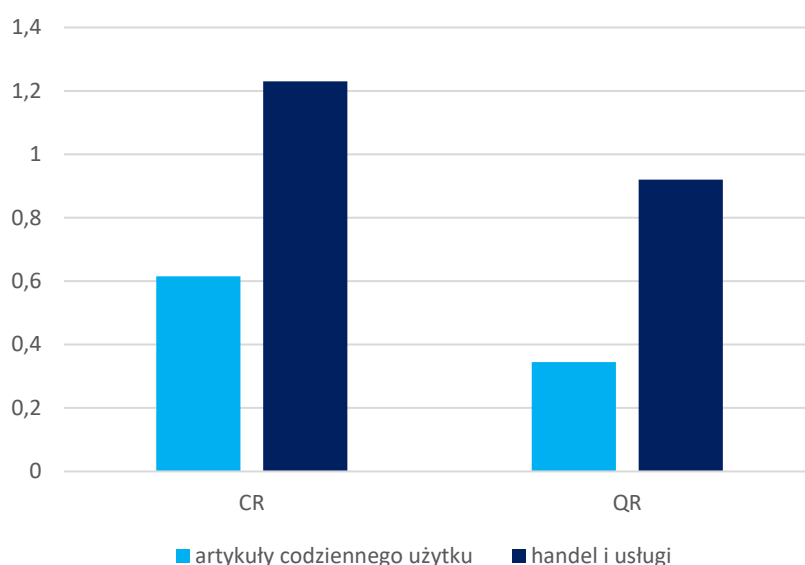
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy EMIS.

Poziom zadłużenia w subsektorze był wyższy niż w makrosektorze, co może świadczyć o nadmiernym zadłużeniu, szczególnie że wyższe poziomy zadłużenia przekładają się na deficytowość. Podsumowując, subsektor odzieży i obuwiu

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. Poniżej przedstawiono sytuację w zakresie płynności finansowej [Wyk. 15].

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

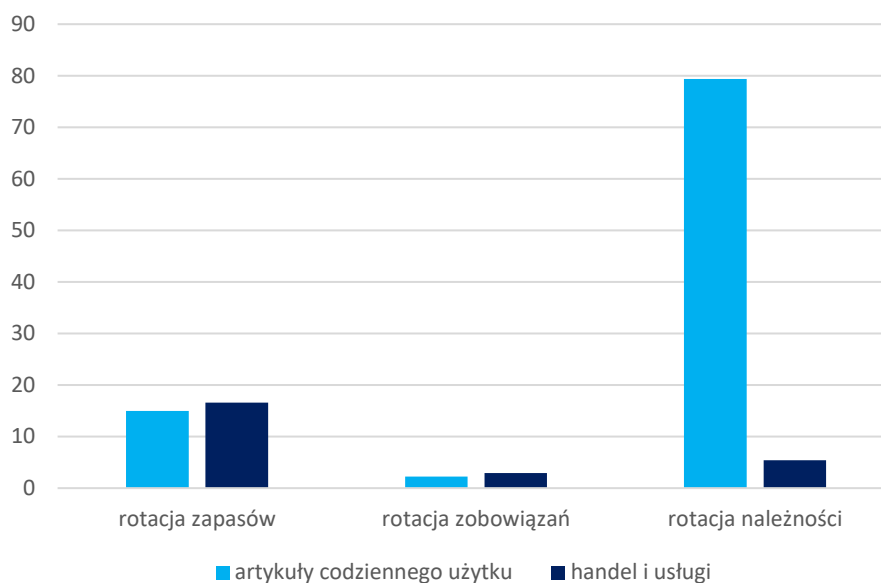


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy EMIS.

Jak można zauważyć, sytuacja subsektora artykułów codziennego użytku na tle całego makrosektora jest zdecydowanie gorsza w zakresie płynności finansowej: wartości wskaźnika bieżącej płynności (CR – ang. *current ratio*) oraz wskaźnika bieżącej płynności (QR – ang. *quick ratio*) są niższe od wartości obserwowanych dla makrosektora, a także kształtują się poniżej wartości przyjętych w literaturze za wzorcowe³⁹⁵. Dodatkowo przeanalizowano efektywność działania w subsektorze artykułów codziennego użytku w roku 2017 [Wyk. 16].

³⁹⁵ Sierpińska, M., Jachna, T., Ocena przedsiębiorstwa ..., *op. cit.*, s.147

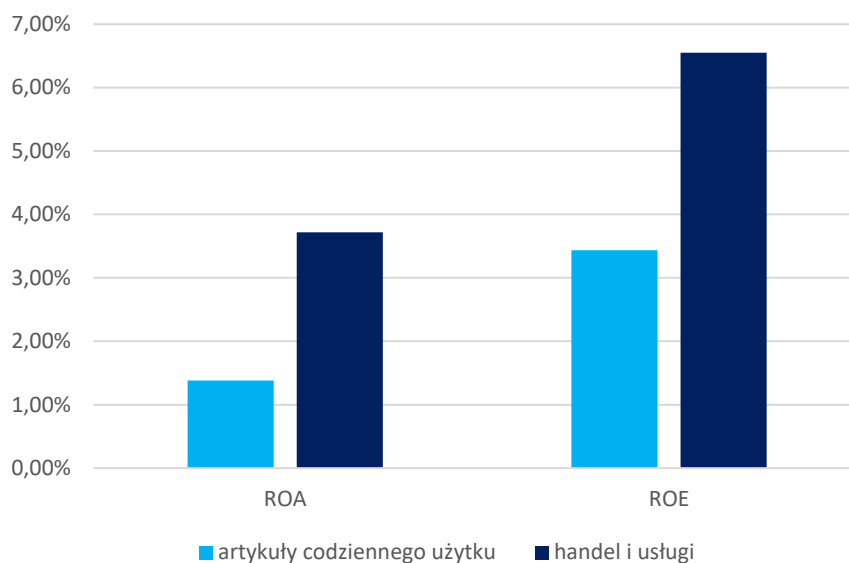
Wykres 16 Efektywność działania w subsektorze artykuły codziennego użytku na tle makrosektora handel i usługi w roku 2017 - wskaźniki rotacji zapasów, zobowiązań i należności



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy EMIS.

Wysoki poziom rotacji należności oznacza, że w subsektorze należności są odzyskiwane o wiele częściej w okresie niż w makrosektorze, co należałoby oceniać pozytywnie. Można mieć też na uwadze, że stosunkowo niska płynność finansowa w subsektorze nie wynika raczej z zatorów płatniczych kontrahentów, gdyż należności są spłacane stosunkowo często. Wskaźniki rotacji zapasów i zobowiązań z kolei kształtują się na zbliżonym poziomie do poziomu charakteryzującego makrosektor. W tym samym roku przeanalizowano także rentowność subsektora artykułów codziennego użytku [Wyk. 17].

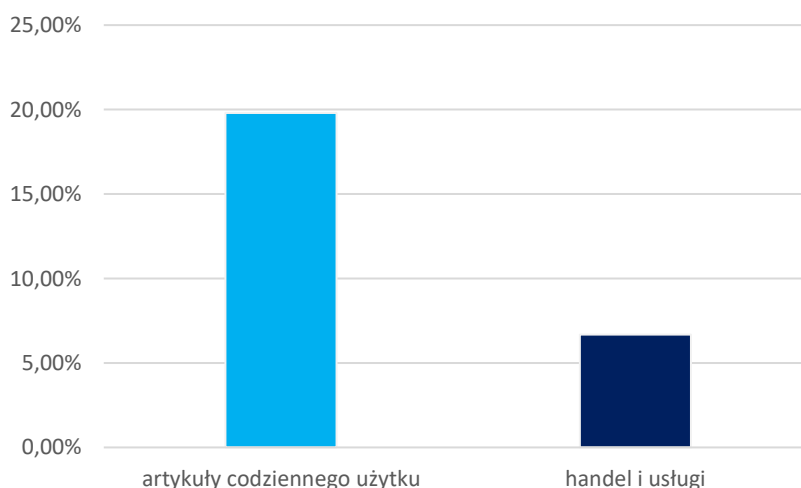
Wykres 17 Rentowność w subsektorze w subsektorze artykuły codziennego użytku na tle makrosektora handel i usługi w roku 2017- wskaźnik rentowności aktywów ROA i rentowności kapitałów własnych ROE



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy EMIS.

Jak można zauważyć, rentowność aktywów (ROA – ang. *return on assets*) oraz kapitałów własnych (ROE – ang. *return on equity*) w opisywanym subsektorze była znacznie niższa niż rozpatrywana w całym makrosektorze. Przeanalizowano również ostatni z analizowanych finansowych aspektów funkcjonowania subsektora, tj. – zadłużenie [Wyk. 18].

Wykres 18 Zadłużenie w 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 EMIS.

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).

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 spółki³⁹⁶. 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 faz cyklu życia sektora zmieniają się zachowania przedsiębiorstw, chociażby ich skłonność do kooperacji. Przedsiębiorstwa muszą też dostosowywać strategie do zmiennych warunków funkcjonowania.

Wskazuje się, 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 S-C-P), według drugiego podejścia, przedsiębiorstwa o wyższym udziale w rynku danego sektora będą miały wyższą zyskowność – bez względu na jego koncentrację (koncepcja RMP).

Z drugiej strony wskazuje się na odwrotny kierunek oddziaływania: to nie cechy branży determinują konkurencyjność, a raczej cechy, takie jak koncentracja są wynikiem dynamicznie zachodzącego procesu konkurencji. Według koncepcji efektywnej struktury

³⁹⁶ Dodatkowo na uwagę zasługuje sytuacja subsektora oprogramowanie w 2018r. na tle makrosektora technologie. W subsektorze tym wszystkie analizowane wskaźniki odnotowywały wartości korzystniejsze, niż makrosektor [Zał. 1].

rynkowej, duży udział w rynku może odzwierciedlać dużą efektywność danego podmiotu, co związane jest z jego wysoką rentownością.

Zyski z sektora wyznaczać ma tzw. 5 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 dla budowania strategii i będzie przesądzało o sukcesie podmiotu, z kolei szkoła zasobowa podkreśla raczej znaczenie zasobów dla budowania jego możliwości i osiągnięcia przewagi konkurencyjnej. Wydaje się jednak, że oba te podejścia można traktować jako uzupełniające się.

W niniejszym rozdziale analizom poddano okres pomiędzy 2016, w którym weszła w życie Ustawa Prawo Restrukturyzacyjne z dnia 15 maja 2015 r., a 2020 rokiem. W okresie tym koniunktura gospodarcza w poszczególnych sektorach podlegała wyraźnym zmianom. Najkorzystniejszymi okazały się lata 2017 i 2018, kiedy to wszystkie sektory odnotowywały relatywnie dobrą koniunkturę gospodarczą. Najmniej korzystny okazał się rok 2020, kiedy to 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 Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie – najwięcej w roku 2017. Pomimo, iż w 2020 roku 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 wynika to z zasady *ultima ratio* i tym samym systemowego umocnienia procedur restrukturyzacyjnych. 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).

Warto dodać, że sektory można opisać poprzez ich cechy strukturalne (odnoszące się do sektorów jako całości), można przypisać im także cechy agregatowe (grupujące cechy

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. Na podstawie analiz stwierdzono, że 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 określić jako wyraźnie złą. Można podejrzewać, że całe subsektory doświadczały podobnych problemów, jak upadające spółki. W przypadku dwóch subsektorów (tj. rynek kapitałowy – pozostałe oraz artykuły codziennego użytku w roku 2016) brakowało danych, aby ocenić sytuację na tle makrosektora.

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 informacje są przez ten rynek uwzględniane. W odniesieniu do rynku kapitałowego można mówić o³⁹⁷:

- efektywności 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.

Fama³⁹⁸ 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 niniejszej dysertacji również jest to najważniejsze zagadnienie spośród powyżej przytoczonych i jemu będą poświęcone dalsze rozważania.

Fama³⁹⁹ wskazuje na trzy warunki wystarczające dla 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 bieżących informacji dla kształtowania się obecnych i przyszłych cen walorów. Tym niemniej, w praktyce wszystkie te warunki nie są spełnione, a nawet nie muszą być konieczne spełnione dla uznania efektywności rynku kapitałowego. Rozważane są natomiast trzy formy efektywności rynku kapitałowego.

³⁹⁷ Gurgul, H. Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych. Wydanie II uaktualnione i rozszerzone. Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2012, s. 16.

³⁹⁸ Fama, E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. The journal of Finance, 1970, 25.2, s. 383-417.

³⁹⁹ *Ibidem*, s. 383-417.

Zgodnie z najmniej restrykcyjnym podejściem, a więc słabą hipotezą rynku efektywnego, bieżące ceny walorów w pełni odzwierciedlają wszystkie informacje zawarte w historycznych cenach. Pólsilna 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 prywatne⁴⁰⁰.

Hipoteza rynku efektywnego związana jest z terminem błędzenia losowego (ang. *random walk*), który jest stosowany w literaturze dla 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 informacje są natychmiast odzwierciedlane w cenach akcji, to zmiana ceny z danego dnia będzie odzwierciedlała jedynie informacje z tego dnia, a będzie niezależna od zmian ceny w dniu poprzednim⁴⁰¹.

Na przestrzeni lat, odkąd sformułowane zostały hipotezy rynku efektywnego, wielokrotnie podejmowano próby empirycznej weryfikacji przytoczonych powyżej hipotez. Ślepaczuk⁴⁰², po dokonaniu analizy literaturowej wyróżnił cztery, jego zdaniem główne, grupy anomalii rynku kapitałowego: efekty kalendarzowe (możliwość uzyskania ponadprzeciętnych stóp zwrotu w określonym okresie), anomalie odnoszące się do występowania istotnej statystycznie korelacji pomiędzy stopami zwrotu z walorów występujące w różnych przedziałach czasowych, anomalie związane ze wskaźnikami finansowymi czy efekty związane z upublicznieniem istotnych informacji dotyczących działających na rynku podmiotów. Malkiel⁴⁰³ z kolei podkreśla, 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

⁴⁰⁰ Silna forma efektywności implikuje efektywność pólsilną, 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 pólsilnej 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 umożliwiał osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków, gdyż ceny papierów wartościowych już te informacje uwzględniają. Por.: Ślepaczuk, R. Efektywność rynku instrumentów pochodnych notowanych na GPW w Warszawie. *Ekonomia*, 2004, 12, s. 163-188.

⁴⁰¹ Malkiel, B. G. The efficient market hypothesis and its critics. *Journal of economic perspectives*, 2003, 17(1), s. 59-82.

⁴⁰² Ślepaczuk, R. Anomalie rynku kapitałowego w świetle hipotezy efektywności rynku. *Finansowy kwartalnik internetowy*, 2006, 1, s. 1-10.

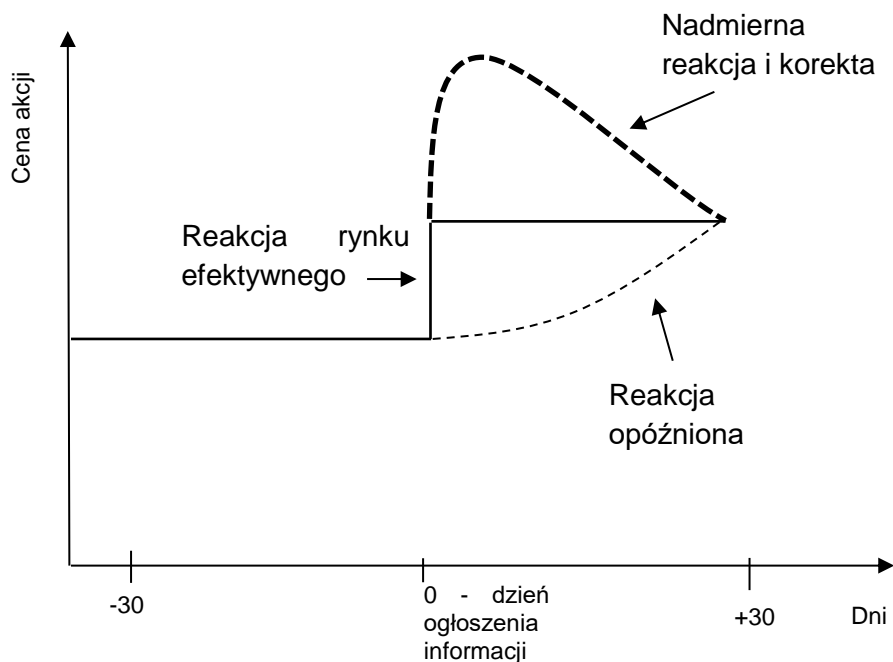
⁴⁰³ Malkiel, B. G. The efficient market hypothesis..., *op. cit.*, s. 59-82.

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 poniżej [Rys. 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 początkowej nadmiernej reakcji, ceny akcji przez pewien czas powracają do właściwej ceny. Lewandowicz i Borowski⁴⁰⁴ stwierdzają, że zjawisko nadreakcji i jej późniejszej korekty dotyczy przede wszystkim informacji negatywnych. Dodatkowo, korekta jest tym silniejsza, im silniejsza była pierwotna reakcja.

⁴⁰⁴ Lewandowicz, M.; Borowski, K. Analiza zjawiska nadreakcji rynku na GPW w Warszawie w okresie 1992–2014. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH*, 2015, 145: 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. Ninth Edition., McGraw-Hill Irwin, 2010, s. 480-481. <http://course.sdu.edu.cn/G2S/eWebEditor/uploadfile/20121125110341494.pdf>, data dostępu: 02.09.2021 r.

Gurgul⁴⁰⁵ wskazuje, że zgodnie z hipotezą rynku efektywnego EMH (ang. *Efficient Market Hypothesis*) jeżeli zdarzenie jest ważne to wówczas powinno być ono natychmiastowo odzwierciedlone 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 Gurgul⁴⁰⁶ wymienia: strukturę inwestorów, średni poziom obrotów akcjami, liczbę transakcji dokonywanych w czasie sesji giełdowej czy wielkość emitenta. Ederington oraz Lee⁴⁰⁷ podkreślają, że po pojawieniu się nowej informacji zmienność cen może utrzymywać się przez jakiś czas na wysokim poziomie z dwóch powodów: albo z

⁴⁰⁵ Gurgul, H. Analiza zdarzeń na rynkach akcji..., *op.cit.*, s. 17-19.

⁴⁰⁶ *Ibidem*, s. 17-19.

⁴⁰⁷ 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.

powodu napływu dodatkowych informacji, albo z powodu wolnego dostosowywania się cen. W pierwszym przypadku informacja o dużym znaczeniu, na której skupiają się media, może być niezwłocznie absorbowana 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 w przyszłości może wymagać czasu. Osoby, które posiadają lepsze zrozumienie implikacji pojawienia się nowej informacji, mogą dokonywać transakcji z opóźnieniem, jeśli w ich mniemaniu rynek nadmiernie lub zbyt słabo zareagował w pierwszym momencie po pojawieniu się informacji.

Nie zawsze racjonalne decyzje inwestorów próbują z kolei wyjaśnić finanse behawioralne, które łączą w sobie wiedzę z zakresu finansów i psychologii, a których rozwój zapoczątkowali Kahneman i Tversky⁴⁰⁸ oraz Thaler⁴⁰⁹ w drugiej połowie XX w. Zgodnie z założeniami finansów behawioralnych, ludzie nie zawsze podejmują racjonalne decyzje, gdyż podlegają emocjom oraz skrzywieniom poznawczym, a także stosują uproszczone reguły wnioskowania w procesie decyzyjnym, tj. heurystyki. Część autorów zwraca uwagę na zewnętrzne czynniki, które powodują zmianę nastroju i zachowania inwestorów – np. zmieniające się fazy księżyca⁴¹⁰ czy zmieniające się warunki pogodowe⁴¹¹.

W związku z krytyką hipotezy rynku efektywnego powstały koncepcje alternatywne. Peters⁴¹² przedstawił hipotezę rynku fraktalnego, która zwraca uwagę na różne horyzonty czasowe inwestycji dokonywanych przez uczestników rynku. Informacja pojawiająca się na rynku będzie wpływała odmiennie na zachowania inwestorów, w zależności od horyzontu czasowego, którym się kierują. W takim ujęciu stabilność rynku zapewniona będzie przez jego płynność (którą gwarantuje duża ilość inwestorów o różnych

⁴⁰⁸ Kahneman, D. Tversky, A. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 1979, 47.2, s. 263-292.

⁴⁰⁹ Thaler, R. Toward a positive theory of consumer choice. *Journal of economic behavior & organization*, 1980, 1.1, s. 39-60.

⁴¹⁰ Borowski, K. The influence of moon phases on rates of return of the Warsaw Stock Exchange indices. *Studia Prawno-Ekonomiczne*, 2016, XCVIII, s. 151-166.

⁴¹¹ 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, 14.21, s. 1-25.; Tarczyński, W., Majewski, S., Tarczyńska-Luniewska, M., Majewska, A., Mentel, G., The Impact of Weather Factors on Quotations of Energy Sector Companies on Warsaw Stock Exchange. *Energies*, 2021, 14.6., s. 1-14.

⁴¹² Peters, E. *Fractal market analysis: applying chaos theory to investment and economics*. John Wiley & Sons, New York, 1994.

horyzontach czasowych). Peters⁴¹³ wskazuje też na pamięć rynku, która przejawia się w tym, że nastroje inwestorów nie są oddawane natomiast w cenach akcji, ale oddziałują na rynek przez długi okres zaburzając kształtowanie się stóp zwrotu. Vaga⁴¹⁴ z kolei opracował hipotezę rynku koherentnego, która zakłada, że rynek może znajdować się w różnych stanach różnicowanych sytuacją gospodarczą i nasileniem zachowań stadnych (myśleniem grupowym) inwestorów. 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 (AMH, ang. *adaptive market hypothesis*) wypracowana przez Lo⁴¹⁵, która ma pogodzić zwolenników teorii EMH oraz jej krytyków. Hipoteza opiera się na zasadach ewolucji i uwzględnia popelnianie błędów i uczenie się uczestników rynku. Zakłada ona np., 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. Oznacza to, że nie tylko poszczególne rynki mogą się różnić efektywnością, ale także, że efektywność danego rynku może zmieniać się w czasie. Część badań, w tym tych poświęconych polskiemu rynkowi akcji, potwierdza hipotezę rynków adaptacyjnych. Badania Smitha⁴¹⁶ z 2012 r. przeprowadzone w oparciu o indeksy giełdowe 15 europejskich rynków rozwijających się i dane porównawcze z trzech rynków rozwiniętych, potwierdziły zmienność efektywności⁴¹⁷ 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

⁴¹³ Peters, E. Fractal structure in the capital markets. *Financial Analysts Journal*, 1989, 45.4, s. 32-37.

⁴¹⁴ Vaga, T. The coherent market hypothesis. *Financial Analysts Journal*, 1990, 46.6, s. 36-49.

⁴¹⁵ Szerzej: Lo, A. W. The adaptive markets hypothesis. *The Journal of Portfolio Management*, 2004, 30.5, s. 15-29.

⁴¹⁶ Smith, G. The changing and relative efficiency of European emerging stock markets. *The European Journal of Finance*, 2012, 18.8, s. 689-708.

⁴¹⁷ Badana była efektywność w formie słabej.

zauważył także, że kryzys finansowy z lat 2007-2008 zbiegł się z obniżeniem efektywności części rynków, w tym rynku polskiego. Badania Kołatki⁴¹⁸ 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 będą cechowały 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 inwestycyjne czy zakłady ubezpieczeń, które dysponują znacznymi środkami pieniężnymi i które cechuje profesjonalizm w zarządzaniu) oraz inwestorów indywidualnych (przede wszystkim osoby fizyczne, które w większości nie zajmują się profesjonalnie rynkiem kapitałowym)⁴¹⁹. Wśród inwestorów indywidualnych wyróżnić można, którzy mylnie interpretują pojawiające się informacje lub dokonują transakcji na podstawie innych czynników, niż informacyjne, np. kierując się heurystykami, emocjami czy innymi, pozainformacyjnymi przesłankami, jak np. utrata pracy (tzw. „*noise traders*”)⁴²⁰.

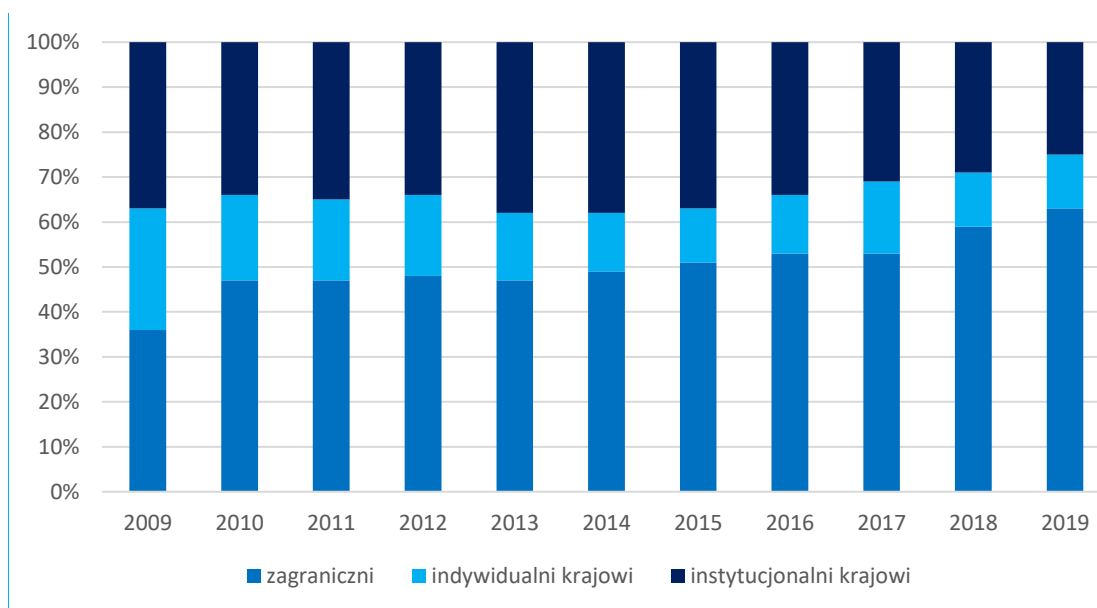
Poniższy wykres [Wyk. 19] prezentuje zmiany w strukturze inwestorów na rynku akcji notowanych na Głównym Rynku na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Można zauważyć wyraźny wzrost udziału inwestorów zagranicznych w obrocie, a także spadek udziału krajowych inwestorów indywidualnych w latach 2009-2019.

⁴¹⁸ Kołatka, M. Testing the adaptive market hypothesis on the WIG Stock Index: 1994-2019. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 2020, 64.1, s. 131-142.

⁴¹⁹ 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, 49.4, s. 185.

⁴²⁰ Por. Barber, B. M., Odean, T., Zhu, N. Do noise traders move markets?. EFA 2006 Zurich meetings paper. 2006.; Dow, J.; Gorton, G. Noise traders. National Bureau of Economic Research, Working Paper 12256, 2006.

Wykres 19 Udział inwestorów w obrotach na Głównym Rynku na Giełdzie Papierów Wartościowych 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).

Badania Karkowskiej i Kravchuka⁴²¹ wskazują, że na zmiany w strukturze inwestorów na polskiej giełdzie implikowane są przez 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, na różne rynki może cechować różna efektywność. Efektywność danego rynku 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.

⁴²¹ Karkowska, R.; Kravchuk, I. Struktura inwestorów na GPW w Warszawie w kontekście zmian makroekonomicznych i rynkowych. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 2016, 449, s. 246-256.

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

Jak zostało wskazane w podrozdziale 3.1. dla spełnienia założeń rynku efektywnego informacyjnie, konieczne jest szybkie dostarczenie informacji do uczestników rynku, tak aby informacja ta została odzwierciedlona w cenie papierów wartościowych. Jak wskazują Kurek i Górowski⁴²², dostarczenie istotnej informacji 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, które nałożone są 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 poufnych⁴²³.

Zakres obowiązków informacyjnych na rynku zależy od systemu, w którym zorganizowany jest obrót instrumentami finansowymi. Przedmiotem zainteresowania niniejszej dysertacji 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, jednak przepisy pozostałych rynków w tym zakresie są na nich wzorowane⁴²⁴.

W momencie wejścia na rynek regulowany konieczne jest spełnienie obowiązku prospektowego⁴²⁵ tj. przygotowania prospektu emisyjnego, będącego dokumentem stanowiącym źródło informacji potrzebnych dla zawarcia transakcji pomiędzy emitentem papierów wartościowych a kupującym⁴²⁶. Zgodnie z Regulaminem Giełdy do obrotu

⁴²² Kurek, B., Górowski, I. Kary nakładane przez Komisję Nadzoru Finansowego za naruszenie obowiązków informacyjnych w zakresie sprawozdawczości finansowej. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 2019, 102 (158), s. 111-129.

⁴²³ Pachucki, M., Plutecki, A., Jak prawidłowo wypełniać obowiązki informacyjne. *Poradnik dla emitentów*. Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2018, s. 6-7.

⁴²⁴ *Ibidem*, s. 11.

⁴²⁵ W przypadku alternatywnego systemu obrotu natomiast zamiast prospektu emisyjnego przygotowywany jest dokument informacyjny.

⁴²⁶ Chamska, K., Ściński, G. Obowiązki informacyjne na głównym parkiecie GPW oraz na rynku NewConnect – analiza porównawcza. *Finanse i Prawo Finansowe*, 2017, 2.14, s. 9-22.

giełdowego nie mogą być dopuszczone instrumenty finansowe, jeżeli ich wobec ich emitenta toczy się postępowanie upadłościowe, restrukturyzacyjne lub likwidacyjne⁴²⁷. Na gruncie europejskim regulacje w zakresie przygotowania i publikacji prospektu emisyjnego związanego z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym zawiera Rozporządzenie Prospektowe⁴²⁸, które w 2019 r. zastąpiło Dyrektywę Prospektową⁴²⁹.

Dodatkowo, spółki giełdowe muszą spełniać obowiązki informacyjne o stałym charakterze⁴³⁰. Takie obowiązki informacyjne obejmują konieczność niezwłocznego ujawniania informacji poufnej oraz publikację raportów bieżących oraz okresowych.

Obowiązek publikacji informacji poufnych nałożony jest na wszystkich emitentów na mocy Rozporządzenia MAR⁴³¹. Na podstawie definicji zawartej w rozporządzeniu można stwierdzić, że informacja poufna to informacja⁴³²:

- precyzyjnie określona;
- dotycząca jednego lub więcej emitentów, bądź jednego lub więcej instrumentów finansowych;
- 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

⁴²⁷ Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Regulamin Giełdy (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 1 lipca 2021) w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r., z późn. zm. §3 ust. 1 pkt 3

⁴²⁸ 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

⁴²⁹ 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

⁴³⁰ Chamska, K., Ściński, G. Obowiązki informacyjne na głównym parkiecie..., *op. cit.*, s. 9-22.

⁴³¹ 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. („Rozporządzenie UE 596/2014” lub „Rozporządzenie MAR”).

⁴³² 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. („Rozporządzenie UE 596/2014” lub „Rozporządzenie MAR”) art. 7. ust. 1.

finansową czy wynik finansowy, a także niewypłacalność istotnych dłużników spółki⁴³³. Co ważne, emitenci sami muszą zdecydować, czy dana informacja spełnia kryteria informacji poufnej⁴³⁴. W wyjątkowych sytuacjach też zdecydować o opóźnieniu publikacji informacji poufnej. Taka sytuacja może mieć miejsce w przypadku, gdy niezwłoczne podanie informacji zagroziłoby słusznym interesom emitenta: jednocześnie jednak opóźnienie nie może wprowadzać w błąd opinii publicznej oraz konieczne jest zapewnienie dalszej poufności tej informacji⁴³⁵. 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 finansowej⁴³⁶.

W przypadku raportów okresowych i bieżących Ustawa o ofercie określa, że raporty te⁴³⁷:

- w przypadku spółek dopuszczonych do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych publikowane mają być zgodnie z Rozporządzeniem MF z dnia 29 marca 2018⁴³⁸;
- w przypadku rynku regulowanego niebędącego rynkiem oficjalnych notowań giełdowych publikowane mają być zgodnie z regulaminem danego rynku.

Na rynku oficjalnych notowań giełdowych informacje bieżące powinny być przekazywane w przypadkach określonych w Rozporządzeniu MF z dnia 29 marca 2018. Wśród informacji, które spółka giełdowa musi przekazywać są m.in. zdarzenia związane z upadłością, spółka musi informować o „uprawomocnieniu się postanowienia sądu o

⁴³³ 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, Nr ref: CESR/06-562b, 2007.

⁴³⁴ Pachucki, M., Plutecki, A. Jak prawidłowo wypełniać obowiązki..., *op. cit.*, s. 34.

⁴³⁵ 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. („Rozporządzenie UE 596/2014” lub „Rozporządzenie MAR”). Rozdział 3, art. 17 ust. 4

⁴³⁶ Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority), Wytyczne dotyczące rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku. Opóźnienie ujawnienia informacji poufnych. ESMA/2016/1478.

⁴³⁷ 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.

⁴³⁸ Rozporządzenie Ministra Finansów z dn. 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.

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 emitenta⁴³⁹”. Raporty bieżące powinny być niezwłocznie po zaistnieniu zdarzenia lub po powzięciu o nim informacji⁴⁴⁰. Mogą one być przekazywane przez cały dzień, zarówno w trakcie trwania sesji, jak i poza godzinami sesji⁴⁴¹.

Informacje okresowe przekazywane są z kolei w formie raportów kwartalnych, półrocznych i rocznych⁴⁴². 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)⁴⁴³. Raporty te mają bardzo duże znaczenie dla oceny kondycji finansowej i sytuacji danego przedsiębiorstwa. W sprawozdaniu finansowym muszą znaleźć się m.in. informacje na temat zdolności przedsiębiorstwa do kontynuacji działalności, informacje na temat zdarzeń, które mogłyby znacząco wpłynąć na ocenę sytuacji majątkowej i finansowej spółki, czy informacje odnośnie działalności zaniechanej⁴⁴⁴.

Powyżej wymienione informacje powinny być przekazane Komisji Nadzoru Finansowego, Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz podane do publicznej wiadomości⁴⁴⁵. Na podstawie Ustawy o ofercie⁴⁴⁶ na rynku regulowanym

⁴³⁹ Rozporządzenie Ministra Finansów z dn. 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, § 5. pkt 7

⁴⁴⁰ Rozporządzenie Ministra Finansów z dn. 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, § 78. ust. 1.

⁴⁴¹ Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego w Systemie UTP (tekst ujednolicony wg 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)

⁴⁴² Rozporządzenie Ministra Finansów z dn. 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.

⁴⁴³ Pachucki, M., Plutecki, A. Jak prawidłowo wypełniać obowiązki..., *op. cit.*, s. 23.

⁴⁴⁴ Nowak, E. Rachunkowość jako źródło informacji o sytuacji finansowej przedsiębiorstw w ocenie zagrożenia upadłością. *Barometr Regionalny*, 2008, 2 (12), s. 65-72.

⁴⁴⁵ Pachucki, M., Plutecki, A. Jak prawidłowo wypełniać obowiązki..., *op. cit.*, s. 33.

⁴⁴⁶ 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.

powszechny dostęp 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 SA⁴⁴⁷). Od 2007 roku informacje na rynku regulowanym przekazywane są przez spółki za pośrednictwem Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI) administrowanego przez Komisję Nadzoru Finansowego⁴⁴⁸.

Obowiązki informacyjne związane są także z zagadnieniem tzw. dobrych praktyk i ładu korporacyjnego (ang. *corporate governance*). Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW, wprowadzone po raz pierwszy w 2002 r., dotyczą spółek notowanych na Głównym Rynku GPW i są wciąż uaktualniane. Stanowią one zbiór zasad ładu korporacyjnego, a także reguł mających kształtować właściwe relacje spółki z otoczeniem⁴⁴⁹. Podkreśla się w nich m.in. wagę należytej, rzetelnej oraz przejrzystej komunikacji z interesariuszami. Wprawdzie stosowanie zasad w nich zawartych jest dobrowolne, to jednak spółki mają obowiązek informować o ich stosowaniu, zgodnie z zasadą *zastosuj się lub wyjaśnij* (ang. *comply or explain*). W przypadku nie stosowania się do zasad określonych w ramach dobrych praktyk, spółki powinny informować o przyczynach i okolicznościach takiego stanu rzeczy⁴⁵⁰.

Równie ważne jak 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 II⁴⁵¹. W przypadku nienależytego wypełniania obowiązków informacyjnych KNF, pełniąca od 2006 r. rolę regulatora rynku kapitałowego w Polsce,

⁴⁴⁷ Portal Komisji Nadzoru Finansowego, https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/espi, data dostępu 31.08.2021 r.

⁴⁴⁸ Portal Giełdy 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, 2 (34), s. 409-421.

⁴⁴⁹ Portal Giełdy Papierów Wartościowych. Dobre Praktyki 2021, <https://www.gpw.pl/dobre-praktyki2021>, data dostępu: 27.08.2021 r.

⁴⁵⁰ Giełda Papierów Wartościowych. 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 r.

⁴⁵¹ 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

może nałożyć na spółkę oraz członków zarządu lub rady nadzorczej sankcje administracyjne⁴⁵². Z kolei Zarząd Giełdy zgodnie z Regulaminem Giełdy może 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)⁴⁵³.

Zdarzenia związane z upadłością spółki wydają się mieć szczególne znaczenie z punktu widzenia bezpieczeństwa obrotu na giełdzie. Jak wskazują Lepczyński i Pisarewicz⁴⁵⁴, 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. Adamska⁴⁵⁵ podkreśla, że przejrzystość jest ważna 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 określone 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 Cedule Giełdy Warszawskiej i na portalach informacyjnych Giełdy, usunięcia z portfela indeksów giełdowych albo

⁴⁵² Portal Giełdy Papierów Wartościowych. Obowiązki informacyjne, <https://www.gpw.pl/obowiazki-informacyjne>, data dostępu 26.08.2021 r.; Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz.U. 2006 nr 157 poz. 1119.

⁴⁵³ Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Regulamin Giełdy (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 1 lipca 2021) w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r., z późn. zm. §174 ust. 1

⁴⁵⁴ 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, 16.4, cz. 1, s. 133-149.

⁴⁵⁵ Adamska A., Efektywność postępowań upadłościowych z perspektywy akcjonariuszy spółek publicznych [w:] Mączyńska (red) Procesy upadłościowe i naprawcze w Polsce na tle doświadczeń Unii Europejskiej, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013, s. 237-260.

przeniesienia do notowań w systemie kursu jednolitego⁴⁵⁶. Warto dodać, że w celu zapewnienia bezpieczeństwa obrotu, w przypadku gdy ogłoszona zostaje upadłość spółki lub gdy wniosek o ogłoszenie upadłości jest umorzony lub oddalony z powodu posiadania majątku niewystarczającego lub wystarczającego tylko na pokrycie kosztów postępowania, Zarząd Giełdy może wykluczyć instrumenty finansowe z obrotu giełdowego⁴⁵⁷ (ang. *delisting*). W 2020 r. na Rynku Głównym 27% wykluczeń spowodowanych było upadłością spółek⁴⁵⁸.

Jak można zauważyć, obowiązek ujawniania informacji o zdarzeniach związanych z upadłością emitenta na rynku związana jest z obowiązkami informacyjnymi spółek w zakresie obowiązku 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 za pośrednictwem 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. Pericoli i Sbracia⁴⁵⁹ wskazują, że brak jest jednoznacznej definicji zarażania, a literatura bada rozprzestrzenianie się kryzysów walutowych, kryzysów

⁴⁵⁶ Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Regulamin Giełdy (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 1 lipca 2021) 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.

⁴⁵⁷ Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Regulamin Giełdy (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 1 lipca 2021) w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r., z późn. zm. §31 ust. 2. pkt 4.

⁴⁵⁸ Rocznik Giełdowy 2021, dane statystyczne za rok 2020, https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=10, data dostępu 26.08.2021 r.

⁴⁵⁹ Pericoli, M., Sbracia, M. A primer on financial contagion. *Journal of economic surveys*, 2003, 17.4, s. 571-608.

bankowych czy kryzysów na rynkach papierów wartościowych skupiając się na kanałach, poprzez które zarażanie zachodzi. Burzała⁴⁶⁰ wskazuje, że określenie zarażanie powstało dla zobrazowania transmisji szoków pomiędzy rynkami finansowymi, dla odróżnienia od dużo powolniejszej transmisji zachodzącej w sferze realnej gospodarki. Z kolei Wyciślak⁴⁶¹ 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 się w sferze wirtualnej (treści zamieszczone w przestrzeni wirtualnej) lub pomiędzy sferą wirtualną i realną.

Moser⁴⁶² uważa, że zarażanie rozumiane w kontekście transmisji szoków pomiędzy rynkami niedające się wyjaśnić czynnikami fundamentalnymi należy odnieść do niedoskonałości rynku. Rozprzestrzenianie się kryzysu można związane jest z efektem informacyjnym (gdy informacja o kryzysie jest bodźcem 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 Moser⁴⁶³ wskazuje, że spowodowane może być to:

- błędną interpretacją informacji (ang. *signal extration failures*) – przy niekompletnej informacji uczestnicy rynku błędnie zakładają współzależność czynników fundamentalnych działających na różnych rynkach lub zakładają, że podobne rynki muszą mieć podobne problemy;
- uwidocznieniem rzeczywiście istniejących problemów, które występują na innych rynkach (ang. *wake-up call*⁴⁶⁴);
- 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 „samospełniającej się przepowiedni”;

⁴⁶⁰ 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, 75, s. 83-96.

⁴⁶¹ Wyciślak, S. Contagion effect and organization. *European Scientific Journal*, 2014, 10.1., s. 17-26

⁴⁶² Moser, T. What is international financial contagion?. *International Finance*, 2003, 6.2, s. 157-178.

⁴⁶³ *Ibidem*, s. 157-178.

⁴⁶⁴ Twórcą teorii wake-up call jest Goldstein, szerzej: Goldstein. *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications, Policy Analyses in International Economics* 55, Institute for International Economics, 1998, s. 7-22, https://piie.com/publications/chapters_preview/22/2iie261x.pdf, data dostępu: 23.02.2021 r.

- 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*⁴⁶⁵), a osłabienie ich zaangażowania skutkować może atakami spekulacyjnymi.

Efekt domina, odnoszący się do pośrednich i bezpośrednich powiązań finansowych, może wystąpić gdy⁴⁶⁶:

- 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 ograniczenia udzielania kredytów zagranicznych przez banki).

Efekt zarażania w literaturze wywodzony jest od występowania asymetrii informacji. Badania Pasquariello⁴⁶⁷ wskazują, że występowanie asymetrii informacji jest bardziej prawdopodobne na mniejszych, mniej 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.

Yarovaya i in.⁴⁶⁸ badając kryzys związany z pandemią Covid-19, podkreślają rolę informacji w rozprzestrzenianiu się kryzysu. Wskazują oni, że wzrost szybkości rozprzestrzeniania się informacji i zwiększenie łatwości ich gromadzenia jest jednym z

⁴⁶⁵ Drazer, twórca pojęcia *membership contagion*, zaznacza, że należy rozważyć, czy podobny mechanizm zarażania nie działa także przy innych typach współpracy niż unie monetarne, szerzej: Drazer, A. *Political contagion in currency crises*. *Currency crises*. University of Chicago Press, 2000. s. 47-67.

⁴⁶⁶ Moser, T. *What is international financial contagion...*, *op. cit.*, s. 157-178.

⁴⁶⁷ Pasquariello, P. *Imperfect competition, information heterogeneity, and financial contagion*. *The Review of Financial Studies*, 2007, 20.2, s. 391-426.

⁴⁶⁸ Yarovaya, L., Brzeszczyński, J., Goodell, J. W., Lucey, B. M., Lau, C. K. *Rethinking Financial Contagion: Information Transmission Mechanism during the COVID-19 pandemic*. SSRN 3602973, 2020.

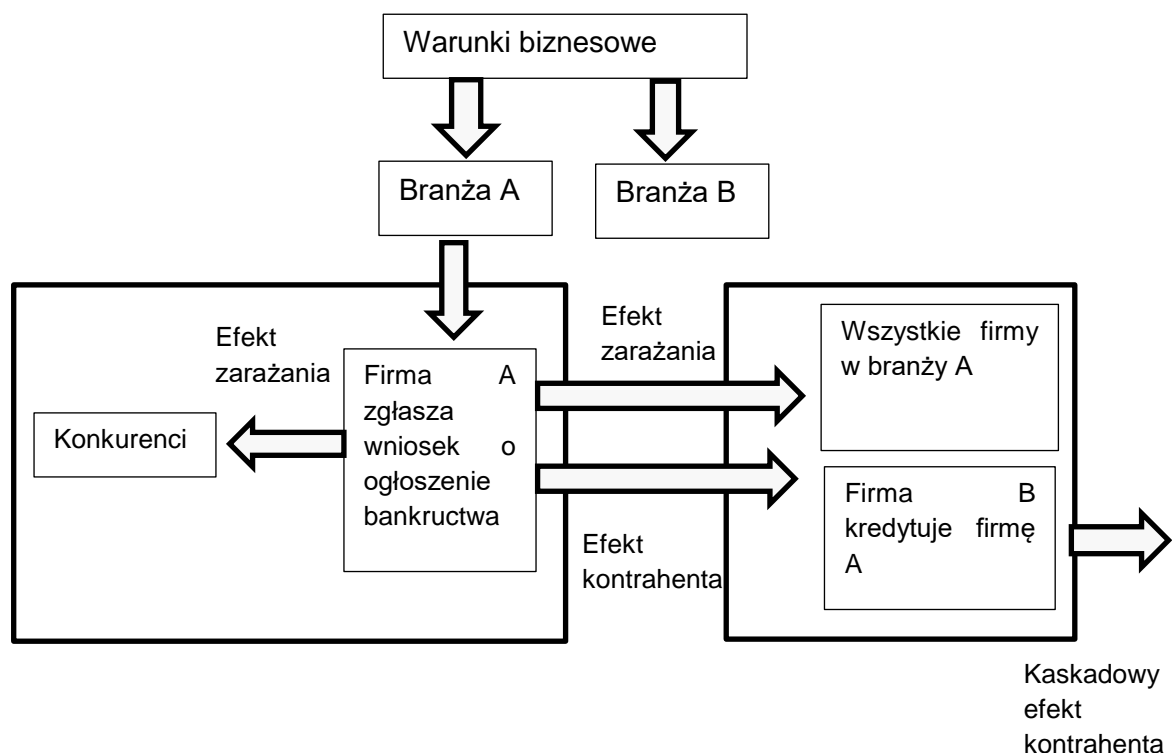
motorów napędzających zarażanie się rynków. Przypisują oni znaczącą rolę mass-mediom oraz mediom społecznościowym w oddziaływaniu na nastroje inwestorów.

Choć zarażanie kryzysem można widzieć w kontekście globalnych rynków i procesów na poziomie makroekonomicznym, to odnosić można je także do branż czy do podmiotów, takich jak przedsiębiorstwa. Przykładem badania dotyczącego transmisji szoków pomiędzy sektorami jest badanie Kijka⁴⁶⁹. W badaniu tym zaprezentowano powiązania pomiędzy indeksami branżowymi na Giełdzie Papierów Wartościowych 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 oznaczać może zaś być rozpatrywany nie tylko jako kryzys całej gospodarki, ale także jako kryzys pojedynczego przedsiębiorstwa (w tym jego upadłość). Poniżej przedstawiono schemat zarażania się przedsiębiorstw za pośrednictwem kredytu kupieckiego [Rys. 10].

⁴⁶⁹ Kijek, A. Analiza zmienności indeksów branżowych GPW w Warszawie przy zastosowaniu modelu GARCH BEKK. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, 2014, 365, s. 80-89.

Rysunek 10 Schemat zarażania się przedsiębiorstw za pośrednictwem kredytu kupieckiego



Źródło: Wyciślak S. Efekt zarażania a działalność organizacji. Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2013, s. 73 na podstawie Jorion P., Zhang G. Credit contagion from counterparty risk. *The Journal of Finance*, 2009, 64.5, s. 2053-2087.

Na powyższym rysunku przedstawiono sytuację, w której dochodzi do upadłości 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 Joriona i Zhanga sumaryczny efekt dla konkurentów będzie jednak negatywny, co zostanie poddane dyskusji w dalszej części niniejszej dysertacji). Upadłość spółki A będzie również oznaczała pogorszenie perspektyw dla branży B, której sprzedaż się zmniejszy. Powyższe sytuacje oznaczają wystąpienie efektu zarażania⁴⁷⁰.

Jorion i Zhang⁴⁷¹ 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 u niej problemy finansowe. To z kolei

⁴⁷⁰ Jorion P. Zhang G. Credit contagion from counterparty risk. *The Journal of Finance*, 2009, 64.5, s. 2053-2087.

⁴⁷¹ *Ibidem*, s. 2053-2087.

doprowadzić może do efektu kaskadowego u kredytodawców spółki B. Również Fujiwara⁴⁷² zwraca uwagę na problem powiązań pomiędzy upadającym podmiotem a innymi spółkami będącymi z nią w relacji odbiorca – dostawca, która to relacja przekłada się na powstanie relacji kredytodawca – dłużnik (ang. *link effect*). Jego zdaniem upadłość podmiotu może być bezpośrednio związana z upadłością innego podmiotu (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. Brewer i Jackson⁴⁷³ a później także Stringa i Monks⁴⁷⁴ zajęli się zarażaniem podmiotów pomiędzy sektorem banków komercyjnych i ubezpieczeń na życie, choć wnioski płynące z tych badań nie były zgodne. Według rezultatów badań Brewera i Jacksona oddziaływanie takie występuje i może być ono zarówno pozytywne, jak i negatywne.

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 ma umożliwiać jej przetrwanie i rozwój⁴⁷⁵. Romanowska⁴⁷⁶ wskazuje, że działania zmierzające do zwiększenia odporności powinny być nakierowane na rozpraszanie ryzyka (dywersyfikacja w różnych obszarach działalności) oraz zwiększanie elastyczności przedsiębiorstwa (przygotowanie do zmieniających się warunków zewnętrznych).

Ważne są także warunki, w jakich działają przedsiębiorstwa. Badania Levine, Lin i Xie⁴⁷⁷ pokazują, że w przypadku kryzysu w sektorze bankowym, przedsiębiorstwa działające w gospodarkach o wyższym poziomie społecznego zaufania otrzymywały

⁴⁷² Fujiwara, Y. Chain of firms' bankruptcy: a macroscopic study of link effect in a production network. *Advances in Complex Systems*, 2008, 11.05, s. 703-717.

⁴⁷³ Brewer, E., Jackson, W. E. Inter-industry contagion and the competitive effects of financial distress announcements: evidence from commercial banks and life insurance companies (No. WP-02-23). Federal Reserve Bank of Chicago, 2002.

⁴⁷⁴ Stringa, M., Monks, A. Inter-Industry Contagion between UK Life-Insurers and UK Banks: An Event Study. Working Paper no 325, Bank of England, 2007.

⁴⁷⁵ Zabłocka-Kluczka A. Granice organizacji a odporność organizacji na kryzys. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 2013, 299, s. 148-159.

⁴⁷⁶ Romanowska M. Odporność przedsiębiorstwa na kryzys. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH*, Warszawa, 2012, 118, s. 7-15.

⁴⁷⁷ 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, 53.4, s. 1441-1477.

wyższe kredyty kupieckie i odnotowały 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, poprzez które upadłość oddziałuje na spółki w sektorze. Oddziaływanie to może być negatywne lub pozytywne, co zaprezentowano w poniższej tabeli [Tab. 11].

Tabela 11 Sposoby oddziaływania upadłości na spółki w sektorze prezentowane w literaturze przedmiotu

Badanie	Oddziaływanie na konkurentów
Lang, Stulz (1992)	<p><u>Negatywne:</u> 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.</p> <p><u>Pozytywne:</u> Komunikat o złożeniu wniosku o upadłość może zawierać w sobie pośrednio informację o możliwości przesunięcia 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 z 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.</p>
Benmelech, Bergman (2011)	<p><u>Negatywne:</u> Zarażanie konkurentów zachodzi poprzez obniżanie wartości posiadanych przez przedsiębiorstwa zabezpieczeń kredytu⁴⁷⁸ (szczególnie gdy rynek aktywów jest relatywnie mało płynny), gdyż:</p> <ol style="list-style-type: none"> 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 dla danej branży, co przekłada się na spadek ich cen. <p>obniżenie wartości zabezpieczeń przekłada się na wzrost kosztów finansowania długiem oraz na spadek dostępności finansowania obcego dla całej branży.</p>
Addoum, Kumar i Le (2014)	<p><u>Negatywne:</u> Informacja o upadłości oddziałuje na decyzje menedżerów podmiotów konkurencyjnych działających w tej samej lokalizacji (obciążenie decyzji heurystyką dostępności)⁴⁷⁹. Menedżerowie przeceniają prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzenia, które wydarzyło się niedawno (w tym przypadku upadłości) i polegają na łatwo dostępnych</p>

⁴⁷⁸ Kanał oddziaływania określony został jako ang. collateral channel, patrz: Benmelech, E., Bergman, N. K. Bankruptcy and the collateral channel. The Journal of Finance, 2011, 66.2, s. 337-378.

⁴⁷⁹ Szerzej o heurystyce dostępności w Tversky, A., Kahneman, D. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. science, 1974, 185.4157, s. 1124-1131.

	informacjach. W rezultacie nadmiernie konserwatywnie podchodzą do decyzji inwestycyjnych i do prowadzonej polityki finansowej (zmniejszanie wydatków inwestycyjnych, utrzymywanie wyższych zasobów gotówkowych i zaciąganie mniejszej ilości zobowiązań)
Le (2012)	<p><u>Negatywne:</u> Upadłość przekłada się na decyzje innych podmiotów działających w tej samej branży – zwiększanie zasobów gotówkowych:</p> <ul style="list-style-type: none"> - efekt jest bardziej znaczący w spółkach o wyższym stopniu finansowania kapitałem obcym i większymi możliwościami wzrostu; - efekt nie jest widoczny w spółkach działających w branżach o wysokim poziomie koncentracji, które oczekują korzyści związanych z wycofaniem się konkurenta. <p>W sytuacji, gdy występują problemy z efektywnością spółek, utrzymywanie wysokiego poziomu gotówki jest niekorzystne. Niekiedy przedsiębiorstwa o dużych zasobach gotówkowych wykazują przeinwestowanie – następuje w nich ekspansja majątku, która nie ma przełożenia na wzrost sprzedaży, a powoduje zmniejszenie rentowności.</p> <p>Dla spółek, które rozwijają się, nadwyżka zasobów gotówkowych nie musi przekładać się na spadek ich wartości</p> <p>Menedżerowie mogą też unikać decyzji o zastosowaniu drastycznych, lecz potrzebnych działań restrukturyzacyjnych.</p>

Źródło: Benmelech, E., Bergman, N. K. Bankruptcy and the collateral channel. *The Journal of Finance*, 2011, 66.2, s. 337-378.; 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. Le, N. Essays in Empirical Corporate Finance. Faculty of the Graduate School of the University of Colorado, Colorado, 2012. https://scholar.colorado.edu/concern/graduate_thesis_or_dissertations/02870w009, data dostępu: 16.04.2020 r.

Jak zostało już przedstawione w podrozdziale 3.3., oddziaływanie efektu zarażania może wiązać się z ujawnieniem perspektyw dotyczących całej branży. Lang i Stultz⁴⁸⁰ 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 zyskać⁴⁸¹. Przesunięcie w popycie może być spowodowane nie tylko realnym wyjściem z rynku spółki wnioskującej o upadłość, ale samym rozpoczęciem procedur upadłościowych. Przykładowo, Borenstein i Rose⁴⁸² wykazali, że linie lotnicze składające wniosek o ogłoszenie upadłości zgodnie z Rodziałem 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 Stultz⁴⁸³ w sytuacji, gdy produkt oferowany przez upadające przedsiębiorstwo staje się mniej atrakcyjny dla potencjalnych klientów,

⁴⁸⁰ Lang, L. H., Stulz, R. Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 1992, 32(1), s. 45-60.

⁴⁸¹ *Ibidem*, s. 45-60.

⁴⁸² Borenstein, S., Rose, N. L. Bankruptcy and pricing behavior in US airline markets. *The American Economic Review*, 1995, 85.2, s. 397-402.

⁴⁸³ Lang, L. H., Stulz, R. Contagion and competitive intra-industry effects..., *op. cit.*, s. 45-60.

wówczas 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 branży⁴⁸⁴. Konkurenci mogą starać się wykluczyć z branży spółkę, która ma ograniczenia finansowe oddziałując na jej przepływy pieniężne⁴⁸⁵. Przykładowo, mogą starać się wymusić działania, które wymagają znacznych nakładów inwestycyjnych i dodatkowego finansowania zewnętrznego, co może być nie do udźwignięcia dla przedsiębiorstwa w kryzysie⁴⁸⁶. W przypadku, gdy osłabiona pozycja firmy przechodzącej kryzys wywołuje agresywne działania konkurentów branżowych, którzy chcą powiększyć swoje udziały w rynku, wówczas koszty kryzysu mogą być wysokie⁴⁸⁷.

Benmelech i Bergman⁴⁸⁸ z kolei zauważają, że upadłość może negatywnie wpływać na konkurentów poprzez oddziaływanie na wartość zabezpieczeń kredytu. Obniżenie wartości zabezpieczeń oznacza tym samym na spadek dostępności kredytu dla przedsiębiorstw z branży.

Addoum, Kumar i Le⁴⁸⁹, analizując 1 883 przypadków złożenia wniosku o upadłość w Stanach Zjednoczonych, doszli do wniosku, że menedżerowie przedsiębiorstw położonych blisko geograficznie w stosunku do podmiotów składających wnioski 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. Mocniejszą reakcję obserwuje się również gdy występują powiązania zarządu danego podmiotu z zarządem przedsiębiorstwa, które złożyło wniosek o ogłoszenie

⁴⁸⁴ *Ibidem*, s. 45-60.

⁴⁸⁵ Bolton, P.; Scharfstein, D. S. A theory of predation based on agency problems in financial contracting. *The American economic review*, 1990, s. 93-106.

⁴⁸⁶ Lang, L. H., Stulz, R. Contagion and competitive intra-industry effects..., *op. cit.*, s. 45-60.

⁴⁸⁷ Opler, T. C.; Titman, S. Financial distress and corporate performance. *The Journal of finance*, 1994, 49.3: 1015-1040.

⁴⁸⁸ Benmelech, E., Bergman, N. K. Bankruptcy and the collateral channel. *The Journal of Finance*, 2011, 66.2, s. 337-378.

⁴⁸⁹ 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.

upadłości. Podmioty zlokalizowane na obszarach wiejskich również reagują silniej, niż te zlokalizowane na terenach zurbanizowanych.

Również badania Le⁴⁹⁰ zaprezentowane w jej rozprawie doktorskiej wykazują, że upadłość przekłada się na decyzje innych podmiotów działających w tej samej branży. 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 związane jest z kosztami agencji. Badania Le mogą świadczyć 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 działającymi w tej samej lokalizacji. Upadłość oddziałuje także na decyzje kadry zarządzającej w podmiotach nieupadłych oraz oddziałuje na wartość zabezpieczeń w danej branży. Oddziaływanie pozytywne na konkurentów branżowych związane jest z kolei głównie z potencjalną możliwością przejęcia udziałów w rynku, a więc przekierowaniem popytu i ujawnieniem informacji o niskiej efektywności upadającego przedsiębiorstwa.

3.5. Występowanie transferu informacji na giełdzie w kontekście wystąpienia upadłości

Na rynku kapitałowym w przypadku, gdy ogłoszona informacja oddziałuje nie tylko na stopy zwrotu z akcji spółki bądź spółek ogłaszających, ale także na stopy zwrotu z akcji spółki lub spółek nieogłaszających mówi się o transferze informacji. Występowanie transferów informacji wynika chociażby z podobieństw funkcjonowania spółek w tej samej branży⁴⁹¹. Spółki funkcjonują w tej samej rzeczywistości a upubliczniony przez jedną spółkę komunikat ujawnia informację o pewnym fragmencie tej rzeczywistości⁴⁹².

⁴⁹⁰ 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 r.

⁴⁹¹ Schipper, K. Information transfers, Accounting Horizons, 1990, 4.4, s. 97-107.

⁴⁹² *Ibidem*, s. 97-107.

W przypadku gdy występuje transfer informacji, zgodnie z literaturą powoduje to występowanie dwojakich efektów⁴⁹³:

- efektu zarażania (ang. *contagion effect*),
- efektu 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 zwrotu z akcji spółki ogłaszającej i nieogłaszających, – występuje efekt konkurencyjności⁴⁹⁴. Efekty te są więc przeciwstawne i końcowy efekt ujawnienia informacji będzie zależał od tego, który z nich dominuje⁴⁹⁵.

Należy tutaj wyraźnie podkreślić, że zdarzenia, które oddziaływać 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 słowa zarażanie konotacji negatywnych, będzie działał pozytywnie na wycenę konkurentów, zaś efekt konkurencyjności – negatywnie. Oznacza to, że w tym rozumieniu zarazić się można również czymś pozytywnym.

Badania Hui-Yu, Chunghuey, Yi-Hua oraz Chun-Li⁴⁹⁶, 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 spółek działających w danym sektorze. Zdarzenia oddziałują mocniej na spółki, które charakteryzują się niższym poziomem transparentności. 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 sektora bankowego, ubezpieczeniowego i branży zabezpieczeń.

⁴⁹³ Lang, L. H., Stulz, R. Contagion and competitive intra-industry effects..., *op. cit.*, s. 45-60.

⁴⁹⁴ Goins, S., Gruca, T., S. Understanding competitive and contagion effects of layoff announcements. *Corporate Reputation Review*, 2008, 11.1, s. 12-34.

⁴⁹⁵ Lang, L. H., Stulz, R. Contagion and competitive intra-industry effects..., *op. cit.*, s. 45-60.

⁴⁹⁶ 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, 53.4, s. 776-785.

Przeprowadzone ostatnio kompleksowe badania literaturowe dokonane przez Eckerta⁴⁹⁷ wskazują, że negatywne zdarzenia w spółce ogłaszającej najczęściej prowadzą do negatywnych skutków dla spółek nieogłaszających 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, zarówno 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 nieogłaszających⁴⁹⁸, bliskość geograficzna i wielkość strat.

Wewnątrzbranżowymi efektami ogłoszenia negatywnych informacji zajęli się Akhigbe, Madura i Martin⁴⁹⁹. 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 2 368 spółek doświadczających spadków cen akcji i 21 936 ich rywali. Wyniki badania świadczyły o tym, że wyraźny spadek cen akcji jednej spółki powoduje średnio dominujący efekt zarażania. Efekt ten jest wyraźniejszy dla spółek, których prawdopodobieństwo upadku jest większe. Efekt ten 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 zysków⁵⁰⁰, zapowiedź zwolnień⁵⁰¹, czy ogłoszenie upadłości⁵⁰². W niniejszej pracy przedmiotem

⁴⁹⁷ Eckert, Ch. Risk and risk management of spillover effects: Evidence from the literature. *Risk Management and Insurance Review*, 2020, 23.1, s. 75-104.

⁴⁹⁸ Pod względem cech takich jak np. wielkość przedsiębiorstwa czy podobieństwo struktury kapitałowo-majątkowej.

⁴⁹⁹ Akhigbe, A., Madura, J., Martin, A. D. Intra-industry effects of negative stock price surprises. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2015, 45.3, s. 541-559.

⁵⁰⁰ Foster, G. Intra-industry information transfers associated with earnings releases. *Journal of accounting and economics*, 1981, 3.3, s. 201-232.

⁵⁰¹ Goins, S.; Gruca, T. S. Understanding competitive and contagion ..., *op. cit.*, s. 12-34.

⁵⁰² Lang, L. H., Stulz, R. Contagion and competitive intra-industry effects..., *op. cit.*, s. 45-60.

zainteresowania będą przede wszystkim efekty związane z upadłością przedsiębiorstwa na konkurentów działających w ramach tego samego sektora.

Upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość jest przykładem negatywnej informacji dla spółki ogłaszającej, wpływającej ujemnie na jej wycenę. Jak wskazują Reyes i Waissbluth⁵⁰³, szczególnie spółki przyciągające dużą uwagę doświadczają negatywnej i nadmiernej reakcji inwestorów w wyniku informacji o złożeniu wniosku o upadłość, która to reakcja później jest korygowana. W przypadku spółek, które nie przyciągają nadmiernej uwagi inwestorów do czynienia mamy z kolei z niedostateczną reakcją inwestorów. Coelho⁵⁰⁴ 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 Prusaka i Potrykusa⁵⁰⁵ wskazują, że złożenie wniosku o upadłość lub restrukturyzację oddziałuje negatywnie na wycenę rynkową spółek ogłaszających, przy czym reakcja ta jest najsilniejsza w dniu zdarzenia. Silniejsza reakcja odnotowywana jest na rynku NewConnect niż na Rynku Głównym oraz w przypadku upadłości, niż restrukturyzacji. Inne badania Prusaka i Potrykusa⁵⁰⁶ 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. Prusak i Potrykus⁵⁰⁷ stwierdzili też, że w przypadku wniosków złożonych przez wierzycieli przedsiębiorstwa 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).

⁵⁰³ Reyes, T., Waissbluth, N. Saddled with Attention: Overreaction to Bankruptcy Filings. *International Review of Finance*, 2019, 19.4, s. 787-819.

⁵⁰⁴ Coelho, L. M. Bad news does not always travel fast: evidence from Chapter 11 bankruptcy filings. *Accounting & Finance*, 2015, 55.2, s. 415-442.

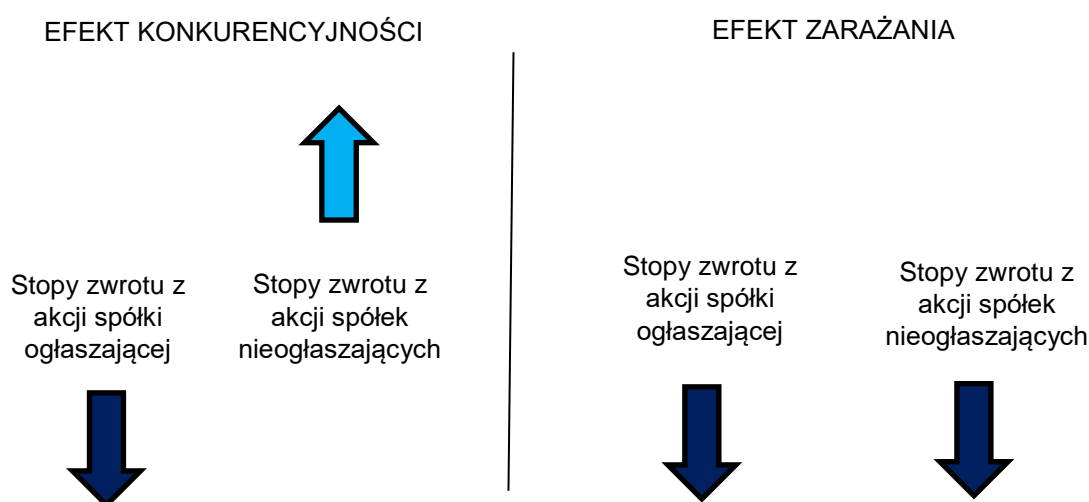
⁵⁰⁵ Prusak, B., Potrykus, M. Short-Term Price Reaction to Filing for Bankruptcy and Restructuring Proceedings—The Case of Poland. *Risks*, 2021, 9.3: 56, s. 1-14

⁵⁰⁶ Prusak, B., Potrykus, M. Intraday price reaction to filing bankruptcy and restructuring proceedings—the evidence from Poland. In: *The Digital Disruption of Financial Services*. Routledge, 2021. s. 141-164.

⁵⁰⁷ Prusak, B., Potrykus, M. Short-term price reaction to involuntary bankruptcies filed in bad faith: empirical evidence from Poland. 2020, 873-889.

Działanie efektu zarażania sprawia, że rzeczywiste stopy zwrotu z akcji przedsiębiorstw konkurencyjnych są niższe niż oczekiwane stopy zwrotu w przypadku, gdyby zdarzenie 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 stopy zwrotu w przypadku, gdyby zdarzenie nie wystąpiło [Rys 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, wówczas niektórzy autorzy wskazują, że reakcja inwestorów jest raczej normalną reakcją na negatywną informację, niż że wynika z efektu zarażania. Innymi słowy, gdyby konkurenci branżowi odczuwali skutki ogłoszenia upadłości spowodowanej problemami specyficznymi dla danego przedsiębiorstwa (np. oszustwem, stratami wywołanymi specyficznymi dla danego przedsiębiorstwa ryzykownymi działaniami), wówczas można by mówić o „czystym” efekcie zarażania⁵⁰⁸. Eckert, Gatzert i Pisula⁵⁰⁹ na podstawie trzech przypadków oszustw wewnętrznych w sektorze usług finansowych pokazali, że

⁵⁰⁸ Aharony, J, Swary, I. Contagion effects of bank failures: Evidence from capital markets. *Journal of Business*, 1983, s. 305-322.

⁵⁰⁹ 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.

takie zdarzenie może rodzić zarówno pozytywne (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 kontekście efektów wywołanych upublicznieniem informacji o złożeniu wniosku o upadłość są udział kapitałów obcych w strukturze kapitałowej (świadczący o stosowanej dźwigni finansowej) oraz koncentracja branż.

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 przejścia udziałów w rynku. Zwiększony popyt mogą wykorzystywać celem podwyższenia cen. Zgodnie z założeniami teoretycznymi w branżach o doskonałej konkurencyjności pozostałe spółki nie skorzystają na wzroście popytu na skutek złożenia wniosku o upadłość przez jedną z nich. Z tego powodu wskazuje się, że efekt konkurencyjności będzie wzrastał wraz ze wzrostem koncentracji branży. Poziom koncentracji branży nie jest natomiast rozpatrywany z punktu widzenia efektu zarażania⁵¹⁰.

Wykorzystane dźwigni finansowej, utożsamione z poziomem finansowania kapitałem obcym, powinno natomiast 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 spółek⁵¹¹. Jak wskazują Opler i Titman⁵¹², 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 z efektem 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

⁵¹⁰ Lang, L. H., Stulz, R. Contagion and competitive intra-industry effects..., *op. cit.*, s. 45-60.

⁵¹¹ *Ibidem*, s. 45-60.

⁵¹² Opler, T. C., Titman, S. Financial distress and corporate performance..., *op. cit.*, s. 1015-1040.

w otoczeniu konkurencyjnym. Z drugiej strony, dźwignia może zwiększać korzyści dla akcjonariuszy spowodowane wzrostem wartości firmy⁵¹³.

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 oddziaływać 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 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 U.S. Bankruptcy Code*)⁵¹⁴, które to przepisy prawne odnoszą się *de facto* do restrukturyzacji zadłużenia, nie zaś do likwidacji przedsiębiorstwa.

Lang i Stulz⁵¹⁵ 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

⁵¹³ Lang, L. H., Stulz, R. Contagion and competitive intra-industry effects..., *op. cit.*, s. 45-60.

⁵¹⁴ 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 tytuł Kodeksu Stanów Zjednoczonych (U.S. Code Title 11 – Bankruptcy) będącego skodyfikowanym zbiorem prawa federalnego. Kodeks Upadłościowy Stanów Zjednoczonych dostępny jest online: United States Bankruptcy Code, 2020 Edition, <https://www.usbankruptcycode.org/>, data dostępu 25.08.2021.

⁵¹⁵ Lang, L. H., Stulz, R. Contagion and competitive intra-industry effects..., *op. cit.*, s. 45-60.

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 jego rywali, – gdy branże są skoncentrowane a przedsiębiorstwa w mniejszym stopniu wykorzystują finansowanie kapitałem obcym. Z wynikami tego badania polemizowali natomiast Haensly, Theis i Swanson⁵¹⁶, którzy wskazali, między innymi, że w badanym okresie zmienił się system prawny w zakresie upadłości. Na podstawie danych wykorzystanych przez Langa i Stulza przeprowadzili oni własną wersję badania. Nie potwierdzili oni występowania transferu informacji w rezultacie złożenia wniosku o upadłość.

Ferris, Jayaraman i Makhija⁵¹⁷ przebadali 274 przypadków złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości zgodnie z Rozdziałem 11 Kodeksu Upadłościowego Stanów Zjednoczonych w latach 1979-1989. Podobnie jak Lang i Stultz 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 Iqbal⁵¹⁸. 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 5 688 ich rywali branżowych. Swoje badanie Iqbal poświęcił efektowi wywieranemu w długim okresie na zmiany w rentowności kapitału własnego (ROE – ang. *return on equity*) przedsiębiorstw

⁵¹⁶ 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, s. 45-63.

⁵¹⁷ 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, 3.4, s. 367-395.

⁵¹⁸ Iqbal, Z. The effects of bankruptcy filings on the competitors' earnings. *International Review of Economics & Finance*, 2002, 11.1, s. 85-99.

działających w branży, w której wystąpiło 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.

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 Hertzl, Li, Officer i Rodgers⁵¹⁹. Wskazali oni na fakt, że o spodziewanej upadłości wiadomo jeszcze przed jej ogłoszeniem. Zidentyfikowali oni 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 na dziewięć miesięcy przed oficjalnym złożeniem wniosku o upadłość. W badaniu przeanalizowanych zostało 250 przypadków złożenia wniosku o upadłość pomiędzy 1978 a 2004 rokiem. Na każdą spółkę ogłaszającą złożenie wniosku o upadłość 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 na dostawców i odbiorców był nieistotny.

Niektóre dostępne badania poświęcone zostały efektom występującym w wybranej branży, bądź w przypadku wybranej upadłości. Helwege i Zhang⁵²⁰ przebadali 142 przypadki złożenia wniosku o upadłość w branży finansowej zgodnie z 11 Rozdziałem

⁵¹⁹ Hertzl, 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, 87.2, s. 374-387.

⁵²⁰ Helwege, J, Zhang, G. Financial firm bankruptcy and contagion. *Review of Finance*, 2016, 20.4, s. 1321-1362

Kodeksu Upadłościowego Stanów Zjednoczonych oraz zidentyfikowali i przeanalizowali spółek 149 zagrożonych upadłością, zgodnie z podejściem zaprezentowanym przez Hertzela, Officer i Rodgers⁵²¹ w przywołanym wcześniej badaniu z 2008 roku. Okres analiz objął lata 1981-2010. Helwege i Zhang⁵²² stwierdzili, że dla zarażania przedsiębiorstw ważny był efekt o podłożu czysto informacyjnym, jak i 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 (ang. *distress*), niż w przypadku złożenia wniosku o upadłość.

Akhigbe, Martin i Whyte⁵²³ 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 wskazują, że negatywny wpływ badanego zdarzenia na rywali mógł wynikać z mierzenia się z podobnymi problemami, jak w przypadku spółki WorldCom. Przeanalizowali oni 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.

Caton, Donaldson i Goh⁵²⁴ postanowili sprawdzić jak złożenie wniosku o upadłość zgodnie z Rozdziałem 11 Kodeksu Upadłościowego Stanów Zjednoczonych oddziałuje na rywali przedsiębiorstwa poprzez zbadanie zmian w oczekiwanych przyszłych przepływach pieniężnych firm konkurencyjnych. Na potrzeby badania zmiany te utożsamione zostały z korektami w zakresie prognozowanych przez analityków zysków. W ramach badania zidentyfikowano 183 przypadki złożenia wniosku o upadłość przez spółki giełdowe w okresie od 1 października 1979 do 31 grudnia 1994 roku. Utworzono portfolio obejmujące akcje 3 250 przedsiębiorstw konkurencyjnych w stosunku do przedsiębiorstw składających wniosek o ogłoszenie upadłości i reprezentujących 121 branż. Wyniki badania przeprowadzonego na podstawie danych o stopach zwrotu z akcji,

⁵²¹ Patrz: Hertzela, 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, 87.2, s. 374-387.

⁵²² Helwege, J, Zhang, G. Financial firm bankruptcy..., *op. cit.*, s. 1321-1362

⁵²³ 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, 45.1, s. 48-64.

⁵²⁴ 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, 9.4, s. 262-268.

wskazały na dominację efektu zarażania w próbie. Dodatkowo wykazano, że po złożeniu wniosku o upadłość analitycy obniżali w znaczący sposób swoje prognozy dotyczące zysków konkurentów. Jak wskazują autorzy powyższego badania, to właśnie obniżenie oczekiwań co do przyszłych przepływów pieniężnych firm konkurencyjnych prowadzi do negatywnych reakcji uwidocznionych w stopach zwrotów z akcji. Wnioski te są w zgodzie z teoretycznymi rozważaniami Langa i Stulza⁵²⁵, 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.

Hunsader, Delcoure i Pennywell⁵²⁶ przebadali efekty wywołane wnioskiem o upadłość złożonym zgodnie z Rozdziałem 11 Kodeksu Upadłościowego Stanów Zjednoczonych w oparciu o dane dla 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. Dodatkowo, doszli do wniosku, że dla ostatecznej reakcji inwestorów znaczenie ma także podobieństwo spółek ogłaszających i nieogłaszających⁵²⁷ w powiązaniu z niepewnością (która jest większa, gdy upadłość nie jest przeprowadzona w formie przygotowanej upadłości⁵²⁸ 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. Boone i Ivanov⁵²⁹ 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

⁵²⁵ Lang, L. H., Stulza, R. Contagion and competitive intra-industry effects..., *op. cit.*, s. 45-60.

⁵²⁶ Hunsader, K.; Delcoure, N.; Pennywell, G. Competitive strategy and industry contagion following traditional Chapter 11 bankruptcy announcements. *Managerial Finance*, 2013, s. 1032-1055.

⁵²⁷ 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 economics*, 1996, 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, 93.3, s. 488-511.

⁵²⁸ 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 zbyciu całości lub części przedsiębiorstwa będącego w trudnej sytuacji ekonomicznej przygotowane przed ogłoszeniem upadłości – zwykle realizowane bezpośrednio po wszczęciu postępowania upadłościowego. Por. Kruczalak-Jankowska, J. Sprzedaż przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części w ramach przygotowanej likwidacji (tzw. *pre-pack*). *Gdańskie Studia Prawnicze*, 2018, 39, s. 295-304.

⁵²⁹ Boone, A. L., Ivanov, V. I. Bankruptcy spillover effects on strategic alliance partners. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103.3, s. 551-569.

1989-2007. Autorzy badania uwzględnili zarówno podmioty działające w tej samej branży, jak i parterów 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 problemy branżowe mogą dotyczyć ich podstawowej działalności. Zdaniem autorów przytaczanego badania, potwierdza to pogląd, że działanie efektu jest silniejsze, gdy perspektywy przedsiębiorstwa, na które ten efekt oddziałuje, są słabsze.

Pomimo, iż większość amerykańskich badań opartych o analizę stóp zwrotu z akcji, wskazuje na dominację efektu zarażania, istnieją też wskazania na dominację efektu konkurencyjności. Przykładem jest badanie przeprowadzone przez Kolay⁵³⁰, 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 prawnych⁵³¹, przy jednoczesnej chęci uchwycenia kryzysu finansowego w latach 2008-2009. Analizowane były 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 wnioski o upadłość z powodu wyraźnie złej sytuacji ekonomicznej i słabych wyników na działalności operacyjnej, o nikłych szansach na wyjście z kryzysu.

⁵³⁰ Kolay, M. Gaining through Corporate Bankruptcy: Evidence from Competitors. *International Journal of Business*, 2018, 23.4, s. 339-356.

⁵³¹ Ustawa The Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005 (BAPCPA) wprowadziła zmiany w Kodeksie Upadłościowym Stanów Zjednoczonych. Badania Coelho wskazują, że upadłości po zmianie przepisów prawnych rodzą bardziej negatywne skutki dla spółek ogłaszających w zakresie wyceny rynkowej ich akcji i są odbierane jako bardziej korzystne dla wierzycieli. Szerzej: Coelho, L. Business-Bankruptcy After the BAPCPA: Evidence From the Stock Market. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2021, 36.2, s. 304-328.

Większość dostępnych badań dotyczących efektów zarażania i konkurencyjności wywołanych ogłoszeniem upadłości dotyczy spółek działających w Stanach Zjednoczonych, a w szczególności złożeniem wniosku 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 15⁵³². Wydaje się, że postępowanie prowadzone w zgodzie z poszczególnymi Rozdziałami Kodeksu Upadłościowego Stanów Zjednoczonych może rodzić odmienną reakcję inwestorów, ze względu na odmienne konsekwencje prawne z nimi związane.

Jorion i Zhang⁵³³ przeprowadzili badanie na rynku swapów ryzyka kredytowego (*CDS, credit default swap*) 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 jest reorganizacji⁵³⁴, zaś rozdział 7 do likwidacji przedsiębiorstwa⁵³⁵. Hertzell, Li, Officer i Rogers⁵³⁶ 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 zapewnia Rozdział 11 Kodeksu Upadłościowego Stanów Zjednoczonych. Również Caton, Donaldson i Goh⁵³⁷ podkreślają, że ten rodzaj upadłości daje chwilowe wytchnienie od zobowiązań finansowych spółkom, które mają

⁵³² Szerzej: United States Courts, Bankruptcy Basics, <https://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics> data dostępu: 20.07.2020 r.

⁵³³ Jorion, P., Zhang, G. Good and bad credit contagion: Evidence from credit default swaps. *Journal of Financial Economics*, 2007, 84.3, s. 860-883.

⁵³⁴ 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 r.

⁵³⁵ 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 r.

⁵³⁶ Hertzell, M. G., Li Z., Officer, M. S., Rodgers, K. J.. Inter-firm linkages and the wealth effects..., *op. cit.*, s. 374-387.

⁵³⁷ Caton, G. L., Donaldson, J, Goh, J. The Effect of Rivals When Firms Emerge from Bankruptcy. *Corporate Ownership and Control*, 2008, 6.2, s. 304 – 311.

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 dysertacji, 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. Jednym z nielicznych dostępnych publikacji w tym zakresie jest publikacja Hurulean pod kierownictwem De Jonghe⁵³⁸, która zawiera analizę 89 przypadków upadłości w 40 branżach z 17⁵³⁹ europejskich państw w latach 2008-2013. Badanie to przeprowadzone zostało na rynku swapów ryzyka kredytowego (*CDS, credit default swap*) i wskazało na dominujący efekt konkurencyjności w całej próbie, co jest w sprzeczności 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 dysertacji odpowiedzi można szukać w uwarunkowaniach prawnych, w których funkcjonują badane spółki.

Dostępne są również badania z rynku europejskiego oparte na specyficznych, pojedynczych sektorach w poszczególnych krajach. Przykładem takiego badania jest badanie opracowane przez Kaspereit i Lopatta⁵⁴⁰, które dotyczy przemysłu fotowoltaicznego w Niemczech. Co wydaje się istotne w Niemczech wierzyciele, rozstrzygają o likwidacji lub naprawie przedsiębiorstwa dłużnika dopiero w trakcie postępowania⁵⁴¹. W Niemczech nie przewiduje się odrębnych rodzajów postępowania zmierzających do likwidacji czy przywrócenia rentowności dłużnika⁵⁴². Badanie oparto

⁵³⁸ Hurulean, Ch., De Jonghe, O. Intra--Industry Contagion or Competitive effect in Europe: Evidence from the Credit Default Swap Market, 2017, University of Tilburg, Working Paper, <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=132034>, data dostępu: 27.01.2020 r.

⁵³⁹ Austria, Belgia, Dania, Niemcy, Grecja, Finlandia, Francja, Irlandia, Włochy, Luxemburg, Holandia, Norwegia, Portugalia, Hiszpania, Wielka Brytania, Szwecja, Szwajcaria.

⁵⁴⁰ Kaspereit, T.; Lopatta, K. The Solar Shakeout--Capital Market Reactions to Bankruptcy Announcements in the German Solar Industry. *Zeitschrift für Energiewirtschaft*, 2016, 40.3, s. 139-158.

⁵⁴¹ Dąbek, P. Podstawowe zasady niemieckiego postępowania insolwencyjnego na tle polskiego prawa upadłościowego i układowego. *Zeszyty Naukowe/Akademia Ekonomiczna w Krakowie*, 2004, 657, s. 5-16.

⁵⁴² Portal European Justice, Niedwypłacalność/upadłość. Niemcy. <https://e-justice.europa.eu/447/PL/insolvencybankruptcy?GERMANY&member=1>, data dostępu: 13.04.2022

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 to efekt potęgowany był wysokim poziomem finansowania się długiem przez spółki z sektora. Wskazali oni, że spółki ograniczone finansowo ze względu na wysoki poziom finansowania długiem, nie wypłacające dywidendy i nie działające w zgodzie z zasadami ładu korporacyjnego są bardziej podatne na negatywne efekty wywołane złożeniem wniosku o upadłość przez konkurenta⁵⁴³.

Z kolei badanie Stevenson⁵⁴⁴ dotyczy sektora nieruchomości w Wielkiej Brytanii i oparte zostało na próbie 42 spółek notowanych na Londyńskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 1990-1992 i dziewięciu 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 jest upublicznienie opinii zawierającej zastrzeżenia audytora dotyczące kontynuacji działalności spółki (GCO – *ang. going concern opinion*) dokonywane zgodnie ze standardami audytu wydawanymi przez Amerykański Instytut Biegłych Księgowych (AICPA – *ang. American Institute of Certified Public Accountants American Institute of Certified Public Accountants*). Opisywane zdarzenie jest sygnałem, że istnieje wysokie ryzyko, że spółka stanie się niewypłacalna w niedługim czasie. Coelho, Peixinho i Terjensen⁵⁴⁵ przebadali 670 tego typu zdarzeń na rynku amerykańskim w latach 1994-2005 i wykazali, że w wyniku upublicznienia informacji o wydaniu przez audytora opinii zawierającej zastrzeżenia odnośnie kontynuacji działalności spółki, firmy ogłaszające odnotowują ujemne zwykłe stopy zwrotu, podczas gdy ich rywale doświadczają efektu konkurencyjności.

⁵⁴³ Kaspereit, T.; Lopatta, K. The Solar Shakeout..., *op. cit.*, s. 139-158.

⁵⁴⁴ Stevenson, S. Contagion effects and intra industry information flows: the example of Olympia & York. *Journal of Property Research*, 2000, 17.2, s. 133-145.

⁵⁴⁵ Coelho L., Peixinho R., Terjensen, S. The intraindustry effects of going concern audit reports. CEFAGE-UE Working Papers 2011_23, University of Evora, CEFAGE-UE (Portugal), 2011, <https://core.ac.uk/download/pdf/6653664.pdf>, data dostępu: 30.09.2021 r.

Caton, Donaldson i Goh⁵⁴⁶ 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 reorganizacji⁵⁴⁷ przez 66 spółek giełdowych, które złożyły wniosek o ogłoszenie upadłości w okresie od 1 stycznia 1987 do 31 grudnia 1998 roku. W badaniu uwzględnionych zostało 3 270 konkurentów branżowych. Wyniki badania 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 zakresie prognozowanych przez analityków zysków).

Chi oraz Tang⁵⁴⁸ 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 1 309 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 Tanga⁵⁴⁹ 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.

Chi⁵⁵⁰ na podstawie danych z lat 1987-2006 przebadał również 59 przypadków spółek giełdowych działających na Tajwanie i ogłaszających zatwierdzenie planu reorganizacji. Badanie objęło 1 289 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. Oznacza to przewagę efektu konkurencyjności nad efektem zarażania, gdyż oddziaływanie zdarzenia wpływa w przeciwnym kierunku na stopy zwrotu z akcji spółki ogłaszającej i nieogłaszających.

⁵⁴⁶ Caton, G. L., Donaldson, J, Goh, J. The Effect of Rivals..., *op.cit.*, s. 304 – 311.

⁵⁴⁷ Jest to jednocześnie moment w którym kończy się ochrona przed wierzycielami zapewniana przez Rozdział 11 Kodeksu Upadłościowego Stanów Zjednoczonych.

⁵⁴⁸ Analizując dane przedstawione przez autorów badania można zauważyć, że całościowy efekt zdarzenia w badanej próbie jest w zasadzie nieistotny statystycznie.

⁵⁴⁹ Chi L.C., Tang T. C. The response of industry rivals to announcements of reorganization filing. *Economic Modelling*, 2008, 25.1, s. 13-23.

⁵⁵⁰ Chi, L.C. Contagion and competitive effects of plan confirmation of reorganization filings: Evidence from the Taiwan Stock Market. *Economic Modelling*, 2009, 26.2, s. 364-369.

Tang⁵⁵¹ z kolei prześledził, jak ogłoszenie wyników reorganizacji oddziałuje 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, które ogłosiły rezultaty reorganizacji oraz o ich 1 295 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. Zdarzenia te 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.

Poniżej [Tab. 12] przedstawiono wyniki analizy literaturowej dotyczącej modeli objaśniających reakcję konkurentów na upadłość lub zagrożenie upadłością. Dobór artykułów został dokonany w oparciu o artykuły indeksowane w bazie danych GoogleScholar oraz multiwyszukiwarce EBSCOHost dostępnej w zasobach Uniwersytetu Łódzkiego.

⁵⁵¹ Tang, T.C. Effects of announcements of reorganization outcome. *Applied Economics*, 2010, 42.9, s. 1113-1124.

Tabela 12 Zmienne objaśniane i objaśniające w badaniach efektów zarażania i konkurencyjności wywołanych zdarzeniami związanymi z zagrożeniem upadłością i upadłością przedsiębiorstw – wyniki studiów literaturowych

Badanie	Kraj	Zdarzenie	Zmienna objaśniana	Zmienna objaśniająca
BADANIA ODNOSZĄCE SIĘ DO UPADŁOŚCI (ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ)				
Badania w oparciu o zmiany w kapitale własnym				
Iqbal Z. (2002)	Stany Zjednoczone Ameryki	Złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości (Rodział 11 Kodeksu Upadłościowego Stanów Zjednoczonych)	ΔROE	HERF, CORR, LEV^B, NO_BANKRUPT, A_ASSET_SIZE, A_LIABILITIES, A_EARNINGS
Badania w oparciu o stopy zwrotu z akcji				
Coelho L. M. S., Peixinho R. M. T., Terjensen S. (2011)	Stany Zjednoczone Ameryki	Upublicznienie opinii zawierającej zastrzeżenia audytora dotyczące kontynuacji działalności spółki (GCO – going concern opinion)	CAR (-1,0) CAR (2,21)	LEV^B, HERF, LEV_HERF, CF, A_ESIZE, A_ROA, SUE
Hunsader, Delcours, Pennywell (2013)	Stany Zjednoczone Ameryki	Złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości (Rodział 11 Kodeksu Upadłościowego Stanów Zjednoczonych)	CAR (-1;1)	CSM, TRAD, CSM*TRAD, A_ESIZE, HIGH_LEVHERF, LOWHERF_HIGHLEV, LOW_LEVHERF, DUMMY_LEV, DUMMY_HERF, E_STOCKPRICE, RECESSION, Z_DUMMY
Helwege, Zhang (2016)	Stany Zjednoczone Ameryki	Złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości (Rodział 11 Kodeksu Upadłościowego Stanów Zjednoczonych) lub kryzys finansowy (ang. <i>distress</i>)	CAR (-2,2)	SAME_STATE, SAME_BUSINESS, SAME_STATE_BUSINESS, CORR, INDVOL, INDRT, HERF, A_ESIZE
Kaspereit, Lopatta (2016)	Niemcy	Złożenie wniosku o upadłość	CAR (-1,1) CAR (-2,2) CAR (-5,5) CAR (-10,10)	LEV^A, HERF, R_ESIZE, CORR, A_ESIZE, SUB, GCGC, DIV, CAR (11,30)
Kolay (2018)	Stany Zjednoczone Ameryki	Złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości (Rodział 11 Kodeksu Upadłościowego Stanów Zjednoczonych)	CAR (-2,2)	A_DISTRESS, IND_DISTRESS, A_ESIZE, LEV^B, A_RANDD, HERF, PREPACK
Badania w oparciu o spready swapów kredytowych CDS				
Jorion Zhang (2006)	Stany Zjednoczone Ameryki	Złożenie wniosku o upadłość (Rozdział 7 i Rozdział 11 Kodeksu Upadłościowego Stanów Zjednoczonych) oraz nieprzewidziany skok ryzyka kredytowego	CSC (-1,1)	CORR, HERF, LEV, A_LIABILITIES

Pogrubiona czcionka świadczy o tym, że dana zmienna była istotna statystycznie w danym badaniu w przynajmniej jednej z postaci estymowanego modelu

Legenda skrótów znajduje się w załączniku (załącznik 2.)

Źródło: opracowanie własne na podstawie przytoczonej w rozdziale literatury.

Modele przedstawione w tabeli były modelami regresji dla danych przekrojowych charakteryzującymi się dosyć niskimi współczynnikami determinacji – często na

poziomie kilku czy kilkunastu procent. Użyte w modelach zmienne nie zawsze okazywały się istotne statystycznie. Często w ramach badania prezentowano szereg modeli, a określona zmienna była istotna jedynie w niektórych z nich.

Jak można zauważyć, najczęściej pojawiającymi się determinantami wpływającymi na reakcję konkurentów firmy doświadczającej zdarzenia związanego z upadłością lub reorganizacją przedsiębiorstwa są:

- koncentracja rynku mierzona wskaźnikiem Herfindahla-Hirschmana – HERF lub DUMMY_HERF (użyta w 7 badaniach, istotność zmiennej została uzyskana w 4 badaniach)
- wskaźnik obrazujący finansowanie długiem (zobowiązaniami długoterminowymi lub zobowiązaniami ogółem) – LEV lub DUMMY_LEV (użyta w 6 badaniach, istotność zmiennej uzyskana w 5 badaniach)
- wielkość spółki doświadczającej zdarzenia odnosząca się do wartości jej aktywów (A_ESIZE, A_ASSET_SIZE) (użyta w 6 badaniach, istotność zmiennej uzyskana w 5 badaniach)
- korelacja stóp zwrotu spółki doświadczającej zdarzenia i jej konkurentów – CORR (użyta w 4 badaniach, istotność zmiennej uzyskana w 4 badaniach)

Analizując oddziaływanie powyższych zmiennych objaśniających należy mieć na uwadze, że opisany został ich wpływ na różne zmienne objaśniane. W zestawieniu zawartym w tabeli [Tab. 12] wyróżnia się jedyne badanie, w którym zmienna objaśniana opisywała zmiany w rentowności kapitału własnego. Dodatkowo, jest to jedyne badanie, w którym została zastosowana analiza zdarzeń w ujęciu długoterminowym. Iqbal⁵⁵² zaproponował szereg postaci modelu regresji objaśniającego 5-letnią zmianę w rentowności kapitału własnego (w podziale na lata, na grupy przedsiębiorstw o określonych cechach i z uwzględnieniem różnego zakresu analizowanych zmiennych objaśniających). Można stwierdzić, że w przeważającej części modeli współczynnik mierzący koncentrację rynku (HERF) wykazywał dodatni i istotny związek ze zmianami w rentowności kapitału własnego. Dodatkowo w kilku modelach dodatni i istotny wpływ wykazywał współczynnik korelacji stóp zwrotu z akcji (CORR). Jeden z modeli (stworzony w oparciu o dane z drugiego roku po bankructwie) wykazał, że w przypadku relatywnie wysokiej wartości aktywów spółki doświadczającej zdarzenia – powyżej

⁵⁵² Iqbal, Z. The effects of bankruptcy filings..., *op. cit.*, s. 85-99.

mediany dla branży (A_ASSET_SIZE) spółki nieogłaszające odnotowywały niższe poziomy zmiennej objaśnianej .

W większości prezentowanych badań [Tab. 12] zmienna objaśniana oparta była o stopy zwrotu z akcji. Na podstawie tej grupy badań⁵⁵³ można stwierdzić, że poziom koncentracji reprezentowany przez zmienną HERF wykazywał zarówno negatywny (Kaspereit i Loppata⁵⁵⁴) jak i pozytywny wpływ na zmienną objaśnianą (Coelho, Peixinho i Terjensen⁵⁵⁵). Podobnie poziom finansowania długiem LEV wykazywał niekiedy znak dodatni (Coelho, Peixinho i Terjensen⁵⁵⁶) a niekiedy ujemny (Kaspereit, Loppata⁵⁵⁷ oraz Kolay⁵⁵⁸). Również zgodnie z jednym z modeli opracowanych przez Hunsader, Delcoure i Pennywell⁵⁵⁹ przedsiębiorstwa o relatywnie wysokim stopniu wykorzystania kapitału obcego (DUMMY_LEV) osiągały niższe skumulowane zwykłe stopy zwrotu. Wielkość spółki ogłaszającej zazwyczaj miała negatywny wpływ na zmienną objaśnianą (Coelho, Peixinho i Terjensen⁵⁶⁰, Hunsader, Delcoure i Pennywell⁵⁶¹, Kolay⁵⁶²). Jedynie w modelach opracowanych przez Kaspereit, Loppata⁵⁶³ zmienna odnosząca się do wielkości spółki ogłaszającej (A_ESIZE) w większości wypadków odnotowała dodatni znak (w jednej z postaci modelu znak był ujemny). Badania Helwege i Zhang⁵⁶⁴ wskazały na negatywne oddziaływanie zmiennej odnoszącej się do korelacji stóp zwrotu (CORR) na zmienną objaśnianą.

W przypadku badań, w których zmienna objaśniana wyliczona została w oparciu o spread'y swapów ryzyka kredytowego, oczekiwane są przeciwne znaki przy współczynnikach zmiennych objaśniających, niż w przypadku powyżej opisanych badań. Wynika to z tego, że gdy w wyniku zdarzenia stopy zwrotu z akcji spadają, ryzyko

⁵⁵³ Analiza odnosi się do tych modeli, w których zmienne okazały się istotnie wpływać na zmienną objaśnianą.

⁵⁵⁴ Kaspereit, T.; Lopatta, K. The Solar Shakeout..., *op. cit.*, s. 139-158.

⁵⁵⁵ Coelho L., Peixinho R., Terjensen, S. The intraindustry effects..., *op. cit.*

⁵⁵⁶ *Ibidem*

⁵⁵⁷ Ujemny znak przy zmiennej odnotowany został przede wszystkim w modelach odnoszących się do efektu zarażania. Por. Kaspereit, T.; Lopatta, K. The Solar Shakeout..., *op. cit.*, s. 139-158.

⁵⁵⁸ negatywne oddziaływanie wzrostu dźwigni finansowej na zmienną objaśnianą w branżach o wysokiej koncentracji. Por: Kolay, M. Gaining through Corporate Bankruptcy..., *op. cit.*, s. 339-356.

⁵⁵⁹ Hunsader, K.; Delcoure, N.; Pennywell, G. Competitive strategy and industry contagion..., *op. cit.*, s. 1032-1055.

⁵⁶⁰ Coelho L., Peixinho R., Terjensen, S. The intraindustry effects..., *op. cit.*

⁵⁶¹ Hunsader, K.; Delcoure, N.; Pennywell, G. Competitive strategy and industry contagion..., *op. cit.*, s. 1032-1055.

⁵⁶² negatywne oddziaływanie wzrostu dźwigni finansowej na zmienną objaśnianą w branżach o wysokiej koncentracji. Por: Kolay, M. Gaining through Corporate Bankruptcy..., *op. cit.*, s. 339-356.

⁵⁶³ Kaspereit, T.; Lopatta, K. The Solar Shakeout..., *op. cit.*, s. 139-158.

⁵⁶⁴ Helwege, J, Zhang, G. Financial firm bankruptcy..., *op. cit.*, s. 1321-1362

kredytowe odzwierciedlone przez spready CDS rośnie. Jorion i Zhang⁵⁶⁵ stworzyli kilka postaci modelu regresji opartego o dane przekrojowe dla kilku badanych zdarzeń. Ich badania wskazują na istotny statystycznie i pozytywny wpływ korelacji stóp zwrotu (CORR) oraz negatywny wpływ koncentracji rynku (HERF) na skumulowaną zmianę spreadu CDS w przypadku złożenia wniosku o upadłość zgodnie z Rozdziałem 11 Kodeksu Upadłościowego Stanów Zjednoczonych. Model dotyczący nieprzewidzianego skoku ryzyka kredytowego opisuje dodatni wpływ współczynnika korelacji stóp zwrotu (CORR) oraz poziomu finansowania długiem (LEV) na zmienną objaśnianą. W przypadku modelu dotyczącego złożenia wniosku o upadłość zgodnie z Rozdziałem 7 Kodeksu Upadłościowego Stanów Zjednoczonych brak jest istotności statystycznej użytych zmiennych objaśniających.

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, czego wyrazem są badania Joriona i Zhanga⁵⁶⁶. Podobnie wnioski z badania Coelho i in.⁵⁶⁷ wskazują, że informacje dotyczące zagrożenia kontynuacji działalności oddziałują pozytywnie na wycenę giełdową konkurentów spółki, której dotyczy zdarzenie. 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

⁵⁶⁵ Jorion, P., Zhang, G. Good and bad credit contagion, *op. cit.*, s. 860-883.

⁵⁶⁶ Jorion, P., Zhang, G. Good and bad credit contagion, *op. cit.*, s. 860-883.

⁵⁶⁷ Coelho L., Peixinho R., Terjensen, S. The intraindustry effects..., *op. cit.*

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, jak i przedsiębiorstwami, może następować zarówno poprzez realne powiązania finansowe, jak i na poprzez informacje. W przypadku przedsiębiorstw zarażanie się przedsiębiorstw kryzysem poprzez powiązania finansowe zachodzić będzie przede wszystkim na skutek niewypłacalności kontrahenta (efekt kontrahenta, ang. *counterparty effect*), 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 wiązany jest z nieefektywnością rynków i tym, że nowa informacja skłania uczestników rynku do rewizji pozostałych informacji.

Na rynku kapitałowym sytuację, gdy ogłoszona informacja oddziałuje nie tylko na stopy zwrotu z akcji spółki bądź spółek ogłaszających, ale także na stopy zwrotu z akcji spółki lub spółek nieogłaszających określa się mianem transferu informacji. W przypadku transferu informacji można wskazać na dwa typów efektów. Efekt zarażania (ang. *contagion effect*) oznacza, że oddziaływanie zdarzenia wpływa w tym samym kierunku na stopy zwrotu z akcji spółki doświadczającej zdarzenia i innych spółek, których zdarzenie bezpośrednio nie dotyczy. Efekt konkurencyjności (ang. *competitive effect*) 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 wywoływać efekt zarażania. Pozytywne efekty dla konkurentów sektorowych powstałe w wyniku wystąpienia upadłości wiązane 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 zasady powinny 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. Tymczasem, badania dotyczące efektów wywołanych złożeniem wniosku o upadłość prowadzone były przede wszystkim na gruncie amerykańskim, niewiele jest natomiast badań odwołujących się do znacznie mniejszych giełd europejskich. 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. Zdarzenie takie ma oddziaływać negatywnie na konkurentów sektorowych (efekt zarażania). W literaturze można jednak znaleźć przykłady, na podstawie których można przypuszczać, że wniosek o ogłoszenie upadłości nakierowaną na likwidację przedsiębiorstwa może powodować dominację pozytywnego efektu dla konkurentów (efekt konkurencyjności).

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 w oparciu o notowania cen akcji polskich spółek giełdowych na Rynku Głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Ze względu na specyfikę systemu ASO, w tym łagodniejsze uregulowania w zakresie wymogów informacyjnych i wyższe ryzyko, rynek NewConnect nie był brany pod uwagę w badaniu.

Analizie poddane zostały zdarzenia polegające na upublicznieniu informacji o złożeniu wniosku o upadłość w okresie pomiędzy sierpniem 2016 roku a grudniem 2020. Tak przyjęty okres analiz podyktowany jest zarówno dostępnością danych, jak i zamierzeniem objęcia okresu obowiązywania relatywnie jednorodnego systemu prawnego. Jak wskazano w rozdziale pierwszym niniejszej dysertacji, z początkiem 2016 roku weszła w życie ustawa Prawo Restrukturyzacyjne⁵⁶⁸, 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.

Badanie objęło zdarzenia polegające na upublicznieniu informacji o złożeniu wniosku o upadłość przez zarząd spółki giełdowej. Przyjęto, że nie są brane pod uwagę wnioski składane przez wierzycieli spółki, których złożenie może być niekiedy 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 Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie informacją „emitent złożył wniosek o ogłoszenie swojej upadłości” oraz ich konkurenci sektorowi. Przyjęto, że konkurenci sektorowi to krajowe

⁵⁶⁸ Prawo restrukturyzacyjne, Ustawa z dnia 15 maja 2015 r., Dz.U. 2015 poz. 978.

podmioty należące do tego samego subsektora według klasyfikacji GPW⁵⁶⁹ - uwzględniono najwięszy możliwy podział, aby uwzględnić 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)⁵⁷⁰.

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 dysertacji 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. Data zdarzenia oznaczona została dzięki raportom bieżącym publikowanym przez spółki poprzez Elektroniczny System Przekazywania Informacji (ESPI), a które pozyskane zostały za pośrednictwem Serwisu Ekonomicznego Polskiej Agencji Prasowej⁵⁷¹. W niektórych przypadkach, gdy raport został opublikowany po zamknięciu notowań, za 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.pl⁵⁷² - uwzględniono ceny zamknięcia.

W rezultacie próba objęła 18 zdarzeń dotyczących 17 spółek składających wnioski o upadłość. Jak można zauważyć, na podstawie analizy treści komunikatów publikowanych przez Spółki [Zał. 3], część z nich sugerowała, że złożenie wniosku o ogłoszenie

⁵⁶⁹ Portal Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Objaśnienia nazw sektorów, <https://www.gpw.pl/objasnienia-nazw-sektorow>, data dostępu: 16.08.2020 r.

⁵⁷⁰ GPW Benchmark, Regulamin Klasyfikacji Sektorowej, Warszawa 2019., <https://gpwbenchmark.pl/dokumentacja-indeksow-gieldowych>, data dostępu: 17.08.2020 r.

⁵⁷¹ Serwis Ekonomiczny Polskiej Agencji Prasowej, biznes.pap.pl, data dostępu: 05.12.2020 r.

⁵⁷² Portal Stooq.pl, www.stooq.pl, data dostępu: 05.12.2020 r.

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, dla 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 nierokująca poprawy**. Poniżej przedstawiono przynależność sektorową spółek, których dotyczyło opisywane zdarzenie [Tab. 13].

Tabela 13 Przynależność sektorowa spółek upubliczniających informacje o złożeniu wniosku o upadłość w okresie VIII 2016-XII 2020

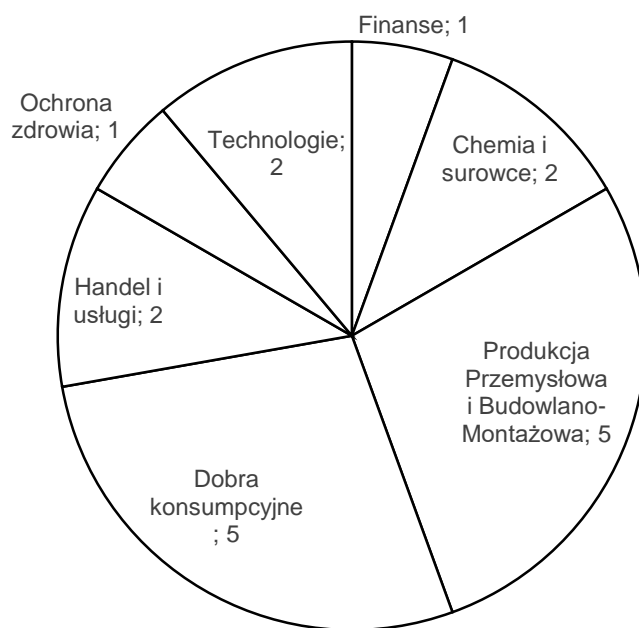
Rok zdarzenia	Spółka składająca wniosek o upadłość	Subsektor	Makrosektor
2016	B.A.C.D. SA	rynek kapitałowy – inne	finanse
2016	Alma Market SA	artykuły codziennego użytku	handel i usługi
2017	Alma Market SA w restrukturyzacji	artykuły codziennego użytku	handel i usługi
2017	Kerdos Group SA w restrukturyzacji	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
2018	Koropracja 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 w tym 15 subsektorów. Liczba zdarzeń w przekroju makrosektorów zaprezentowana została na poniższym wykresie [Wyk. 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 dwa 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 jednego zdarzenia. Liczba zdarzeń rozkładała się w następujący sposób na poszczególne lata analiz [Tab. 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
2016	2	11%
2017	3	17%
2018	5	28%
2019	4	22%
2020	4	22%
Suma	18	100%

Źródło: opracowanie własne.

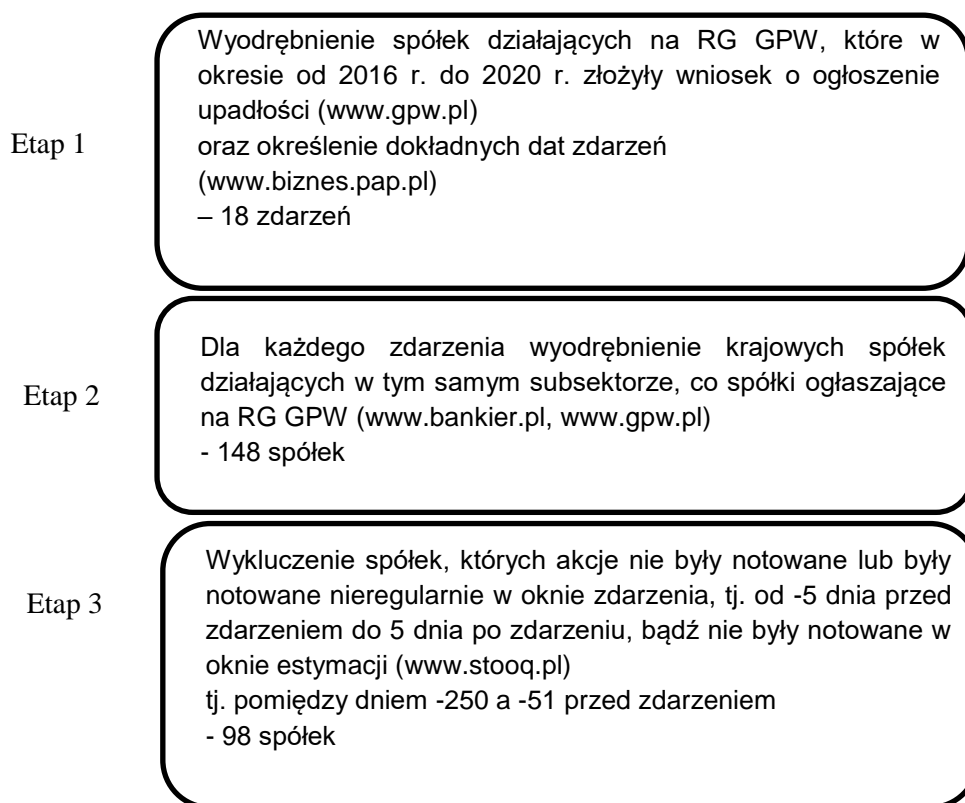
W przeprowadzonym badaniu najmniej zdarzeń przypadło na rok 2016, zaś najwięcej na rok 2018. Pomimo tego, że w roku 2020 nastąpiło zamrożenie gospodarki związane z wystąpieniem pandemii Covid-19, nie przełożyło się to na zwiększenie liczby składanych wniosków o upadłość na Rynku Głównym GPW [Tab. 14]. Można podejrzewać, że miało to związek z zasadą *ultima ratio* i pierwszeństwem procedur restrukturyzacyjnych nad upadłościowymi.

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.pl⁵⁷³ (uwzględnione zostały tylko spółki z Rynku Głównego GPW), co dało 148 spółek konkurencyjnych, czyli nieogłaszających (niekiedy spółki konkurencyjne były uwzględniane kilkakrotnie jako osobne obserwacje, gdy zdarzenie miało miejsce w tym samym sektorze, ale dotyczyło innej spółki i innego roku). Do końcowej analizy użyto jedynie danych dla spółek, które były regularnie notowane w oknie zdarzenia – tj. 98 spółek.

Poniżej przedstawiono schematyczne ujęcie procedury doboru spółek nieogłaszających do badania [Rys. 12].

⁵⁷³ Portal Bankier.pl, <https://www.bankier.pl/>

Rysunek 12 Procedura doboru spółek nieogłaszających do próby badawczej



Źródło: opracowanie własne.

Poniżej przedstawiono kilka charakterystyk opisujących spółki składające wnioski o ogłoszenie upadłości (18 obserwacji) [Tab. 15]. Przedstawiono dane pochodzące z roku poprzedzającego złożenie wniosku. Dane finansowe pochodzące ze sprawozdań finansowych pobrane zostały z systemu EMIS [Emerging Market Information Service], a w przypadku braku danych – bezpośrednio z archiwalnych raportów rocznych tych spółek. W związku z tym, że po wystąpieniu upadłości niekiedy trudno jest dotrzeć do danych o upadłych spółkach, autorka dysertacji starała się pozyskiwać dane na bieżąco, zanim zostały usunięte z serwisu EMIS. Informacja o kapitalizacji natomiast pozyskana została z raportów z lat 2015-2019 publikowanych na stronie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Wszystkie wartości zostały przedstawione z dokładnością do dwóch miejsc po przecinku.

Tabela 15 Statystyki opisowe dla przedsiębiorstw składających (zamierzających składać) wniosek o ogłoszenie upadłości

Dane finansowe	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności (v)
Aktywa ogółem [mln PLN]	195,11	93,43	296,69	1,52
Zobowiązania ogółem [mln PLN]	184,22	117,19	212,76	1,15
Kapitalizacja [mln PLN]	31,92	16,49	38,93	1,22

Źródło: opracowanie własne na podstawie EMIS, 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 r., Indata SA, https://www.bankier.pl/static/att/emitent/2018-11/skan0905_201811240770350137.pdf, data dostępu: 31.12.2020 r., 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](http://www.prcwse.com/raporty_okresowe/2018/Roczny/JednostkoweSprawozdanieFinansowe2017_20180430[1].pdf), data dostępu: 31.12.2020 r., Qumak SA, 2017 Raport Roczny, http://www.qumak.pl/wp-content/uploads/2018/04/SF-Jednostkowe-2017_final_podpisane-1.pdf, data dostępu: 31.12.2020 r., Portal Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Statystyki GPW, <https://www.gpw.pl/statystyki-gpw#5>, data dostępu: 31.12.2020 r.

Spółki składające wniosek o ogłoszenie upadłości charakteryzowały się dużym zróżnicowaniem pod względem wielkości, wyrażonej przez wielkość aktywów ogółem i kapitalizację. Średnia wartość aktywów wynosiła w analizowanej grupie 195,11 mln PLN, zaś mediana była niższa i wynosiła 93,43 mln PLN. Wartość aktywów przeciętnie odchyłała się od średniej o 296,69 mln PLN. Średnia kapitalizacja wynosiła w analizowanej grupie 31,92 mln PLN, zaś mediana była niższa i wynosiła 16,49 mln PLN. Wartość kapitalizacji spółek przeciętnie odchyłała się od średniej o 38,93 mln PLN. Podobnie, spółki były zróżnicowane pod względem wielkości długu. Zadłużenie analizowanych spółek ogółem wyrażone wartościowo wynosiło średnio 184,22 mln PLN, zaś mediana była niższa i wynosiła 117,19 mln PLN. Odchylenie standardowe świadczy o znacznym rozproszeniu wartości wokół średniej (212,76 mln PLN). Współczynnik zmienności (v) dla wszystkich opisywanych kategorii finansowych świadczy o dużym zróżnicowaniu badanych cech.

Poniżej przedstawiono analogiczne charakterystyki opisujące spółki nieogłaszające (98 obserwacji) [Tabela 16].

Tabela 16 Statystyki opisowe dla przedsiębiorstw nieogłaszających

Dane finansowe	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności (v)
Aktywa ogółem [mln PLN]	696,80	221,11	1288,80	1,85
Zobowiązania ogółem [mln PLN]	336,64	85,29	769,43	2,29
Kapitalizacja [mln PLN]	1154,94	128,36	3168,10	2,74

Źródło: opracowanie własne na podstawie EMIS, Portal Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Statystyki GPW, <https://www.gpw.pl/statystyki-gpw#5>, data dostępu: 31.12.2020 r., 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 r.

Spółki nieogłaszające, działające w tym samym subsektorze, co spółki składające bądź zamierzające składać wniosek o ogłoszenie upadłości – charakteryzowały się dużym zróżnicowaniem w zakresie analizowanych zmiennych. Były to spółki średnio większe zarówno pod względem kapitalizacji (1154,94 mln PLN), jak i wielkości aktywów (696,80 mln PLN) od spółek ogłaszających. Spółki te były również większe od spółek ogłaszających, biorąc pod uwagę wartość mediany kapitalizacji (128,36 mln PLN) oraz dla wielkości aktywów (221,11 mln PLN). Wartość kapitalizacji spółek przeciętnie odchyłała się od średniej o 3168,10 mln PLN a wartość aktywów o 1288,80 mln PLN. Średnia wartość zobowiązań była wyższa, niż w grupie spółek ogłaszających (336,64 mln PLN), zaś mediana była niższa (85,29). Współczynniki zmienności (v) świadczą o większym zróżnicowaniu w grupie spółek nieogłaszających, niż w grupie spółek ogłaszających.

4.1.2. Opis metod

4.1.2.1. Analiza zdarzeń

W badaniu zastosowano analizę zdarzeń (ang. *event study*), nazywaną również metodą zwykłych (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 dla sprawdzenia, czy rynek efektywnie uwzględnia informacje w cenach akcji. Z kolei przy utrzymaniu założenia o efektywności

ryнку, przynajmniej w odniesieniu do publicznie dostępnych informacji⁵⁷⁴, 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, 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 otoczeniu⁵⁷⁵.

Wielu autorów⁵⁷⁶ wskazuje, że prekursorem w zakresie analizy zdarzenia jest Dolley⁵⁷⁷, który swoje rozważania poświęcił zmianom nominalnych cen akcji w wyniku splitu akcji. Znaczny rozwój w zakresie stosowania analizy zdarzeń nastąpił w latach sześćdziesiątych dwudziestego wieku⁵⁷⁸. Wówczas w swych badaniach zastosowali ją m.in. Ball i Brown⁵⁷⁹, analizując efekt opublikowania wyników finansowych na wartość rynkową spółek (ceny akcji), a także Fama, Fisher, Jensen i Roll⁵⁸⁰, którzy swoje badania poświęcili efektom cenowym splitu akcji po usunięciu zaburzenia związanego z jednoczesnym zwiększeniem dywidendy. Binder⁵⁸¹ wskazuje, że Fama, Fisher, Jensen i Roll rozpoczęli intensywny rozwój tej metodologii 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 powierniczych⁵⁸², która dała podwaliny prawne

⁵⁷⁴ Binder, J. The Event Study Methodology Since 1969. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1998, 11.2, s. 111-137.

⁵⁷⁵ Gurgul, H. Analiza zdarzeń na rynkach akcji..., *op.cit.*, s. 27-28.

⁵⁷⁶ Gurgul, H. Analiza zdarzeń na rynkach akcji..., *op.cit.*, s. 28.; Basdas, U., Oran, A., Event studies in Turkey. *Borsa Istanbul Review*, 2014, 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, 12.2, s. 99-115.

⁵⁷⁷ Dolley, J. C., Characteristics and procedure of common stock split-ups. *Harvard Business Review*, 1933, 11.3, s. 316-326.

⁵⁷⁸ MacKinlay, A. C. Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 1997, 35.1, s. 13-39.

⁵⁷⁹ Ball, R., Brown, P., An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 1968, s. 159-178.

⁵⁸⁰ Szerzej: Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., Roll, R. The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 10 (1), s. 1- 21.

⁵⁸¹ Binder J., The Event Study Methodology..., *op. cit.*, s. 111-137.

⁵⁸² Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz.U. 1991 nr 35 poz. 155)

pod funkcjonowanie głównych instytucji rynku kapitałowego. W tym samym roku odbyła się pierwsza sesja na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie z udziałem 7 domów maklerskich, na której odnotowano akcje zaledwie pięciu spółek⁵⁸³. 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 (1992)⁵⁸⁴. Inni autorzy stosujący analizę zdarzeń na przestrzeni kilkudziesięciu lat w badaniach związanych z ogłoszeniem upadłości to m.in. Cheng i McDonlad (1996)⁵⁸⁵, Ferris, Jayaraman i Makhija (1997)⁵⁸⁶, Haensly, Theis i Swanson (2001)⁵⁸⁷, Brewer i Jackson (2002)⁵⁸⁸, Akhigbe, Martin i Whyte (2005)⁵⁸⁹, Hertznel, Li, Officer i Rodgers (2008)⁵⁹⁰, L. M. Coelho (2013)⁵⁹¹ czy Reyes i Waissbluth (2019)⁵⁹², a w Polsce Prusak i Potrykus (2020, 2021)⁵⁹³ oraz Krzeczewska i Pastusiak (2022)⁵⁹⁴.

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. Dla celów estymacji stosuje się modele, które uwzględniają stopy zwrotu z portfeli rynkowych lub sektorowych. W następnym kroku estymowane stopy zwrotu (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

⁵⁸³ Portal Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, <https://www.gpw.pl/o-spolce>, data dostępu: 13.08.2018.

⁵⁸⁴ Lang, L. H., Stulz, R. Contagion and competitive intra-industry effects..., *op. cit.*, s. 45-60.

⁵⁸⁵ Cheng, L. T., McDonald, J. E. Industry structure and ripple effects of bankruptcy announcements. *Financial Review*, 1996, 31(4), s. 783-807.

⁵⁸⁶ Ferris, S. P., Jayaraman, N., Makhija, A. K., The response of competitors..., *op. cit.*, s. 367-395.

⁵⁸⁷ Haensly, P. J., Theis, J., Swanson, Z., Reassessment of contagion..., *op. cit.*, s. 45-63.

⁵⁸⁸ Brewer, E., Jackson, W. E. Inter-industry contagion and the competitive effects..., *op. cit.*

⁵⁸⁹ Akhigbe, A., Martin, A. D., Whyte, A. M., Contagion effects of the world's largest bankruptcy..., *op. cit.*, s. 48-64.

⁵⁹⁰ Hertznel, M. G., Li Z., Officer, M. S., Rodgers, K. J.. Inter-firm linkages and the wealth effects..., *op. cit.*, s. 374-387.

⁵⁹¹ Coelho, L. M. Bad news does not always travel fast..., *op. cit.*, s. 415-442.

⁵⁹² Reyes, T., Waissbluth, N. Saddled with Attention..., *op. cit.*, s. 787-819.

⁵⁹³ Prusak, B., Potrykus, M. Short-Term Price Reaction to Filing for Bankruptcy..., *op. cit.*, s. 1-14.; Prusak, B., Potrykus, M. Short-term price reaction to involuntary bankruptcies..., *op. cit.*, s. 873-889.

⁵⁹⁴ Krzeczewska, O.; Pastusiak, R. Does bankruptcy filing always mean contagion? Evidence from industry rivals. *International Journal of Finance & Economics*, 2022, 27.1, s. 1357-1366.

stopą zwrotu⁵⁹⁵. Podstawowe etapy badania, jakie można wyróżnić w analizie zdarzenia to⁵⁹⁶:

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. Campbell i MacKinlay⁵⁹⁷:

1. Identyfikacja zdarzenia.
2. Wybór kryteriów selekcji spółek do badania.
3. Wybór miar dla 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.

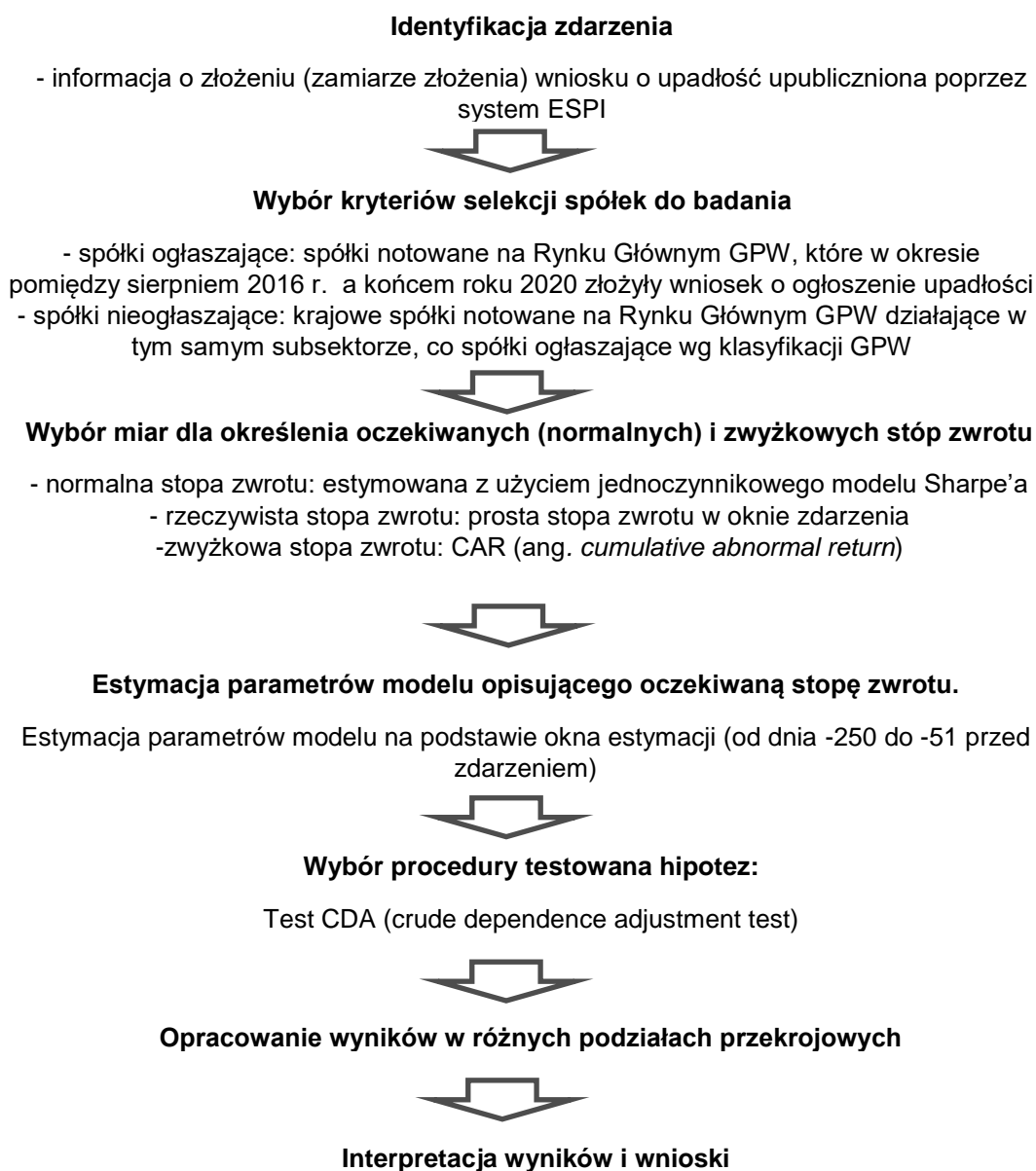
Na poniższym schemacie [Rys. 13] zaprezentowano schemat analizy zdarzenia przeprowadzonej w niniejszym badaniu.

⁵⁹⁵ 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*, 2001, ss. 19.1-19.22

⁵⁹⁶ Gurgul, H. *Analiza zdarzeń na rynkach akcji...*, *op. cit.*, s. 31.

⁵⁹⁷ Campbell, J. Y., Lo A. W, MacKinlay A.C. *The econometrics of financial markets*. Princeton, NJ: princeton University press, 1997, Vol 2, s. 151-152.

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 państwo⁵⁹⁸. Zdarzenie, aby można było badać jego wpływ na reakcje inwestorów, z założenia powinno spełniać następujące warunki⁵⁹⁹:

- jest precyzyjnie określoną informacją lub serią informacji;
- moment podania informacji o zdarzeniu do publicznej wiadomości jest znany;
- nie ma podstaw do przypuszczenia, że informacja o zdarzeniu była przewidywana przez rynek;
- można wyizolować efekt zdarzenia od innych czynników rynkowych, sektorowych czy specyficznych dla danej firmy oddziałujących jednocześnie na analizowane ceny akcji.

Moment, w którym nastąpiło zdarzenie, jest to **moment odniesienia** (w przypadku danych dziennych momentem tym jest dzień, w przypadku danych miesięcznych – miesiąc)⁶⁰⁰. 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 poprzez analizę zachowania pewnych zmiennych. Symptodem i zarazem skutkiem zajścia zdarzenia może być np. wzrost wariacji stóp zwrotu. Identyfikacja dni, w których mogła pojawić się nowa informacja, może pomóc w ustaleniu, poprzez analizę dodatkowych źródeł (jak np. informacji prasowych), dokładnej daty zdarzenia⁶⁰¹.

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 odniesienia⁶⁰². W badanym okresie analizowane są ceny akcji spółek zaangażowanych w zdarzenie⁶⁰³. Okno zdarzenia będzie potrzebne do pomiaru efektów wywołanych zdarzeniem.

Ustalenie długości okna zdarzenia jest newralgicznym punktem badania. Okno zdarzenia może obejmować dwa dni obejmujące dzień zdarzenia oraz dzień następujący

⁵⁹⁸ Gurgul, H. Analiza zdarzeń na rynkach akcji..., *op.cit.*, s. 34.

⁵⁹⁹ 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...*, *op. cit.*, s. 19.1-19.22

⁶⁰⁰ Perepeczo, A. Analiza zdarzenia i jej zastosowania, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2011, nr 33, s. 35-51.

⁶⁰¹ Gurgul, H. Analiza zdarzeń na rynkach akcji..., *op.cit.*, s. 35-37.

⁶⁰² Perepeczo, A., Analiza zdarzenia..., *op. cit.*, s. 35-51.; Gurgul, H. Analiza zdarzeń na rynkach akcji..., *op.cit.*, s. 37.

⁶⁰³ Campbell, J. Y., Lo, A. W, MacKinlay, A.C., *The econometrics of financial markets...*, *op. cit.*, s. 151.

po tym dniu⁶⁰⁴: jest to najkrótszy okres zdarzenia stosowany przez badaczy, 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 w procesie wykorzystywania analizy zdarzenia⁶⁰⁵.

W literaturze dopuszcza się różne podejścia do ustalania szerokości okna zdarzenia⁶⁰⁶. Wydaje się, że najpopularniejsze podejście to ustalenie okna o stałej szerokości. Gdy okna zdarzenia mają stałą szerokość, oznacza to, że ta sama, ustalona przez badacza, szerokość okna stosowana jest do każdego zdarzenia w próbie. Takie podejście zalecane jest przy licznych próbach badawczych, aby ewentualne niedoszacowania i przeszacowania wartości informacyjnej zawartej w ogłoszeniu zostały wzajemnie skompensowane⁶⁰⁷.

W przypadku, gdy istnieje uzasadnione prawdopodobieństwo, że nastąpił wyciek informacji przed dniem zdarzenia, wówczas należy okno zdarzenia rozszerzyć tak, aby obejmowało ono moment wycieku informacji⁶⁰⁸. 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 tak długie, aby wyniki 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 zdarzenia może prowadzić także do nieistotności skumulowanych dodatkowych stóp zwrotu, a więc do nieistotności sumarycznego wyniku analiz⁶⁰⁹. Oler, Harrison i Allen⁶¹⁰ 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

⁶⁰⁴ *Ibidem*, s. 151.

⁶⁰⁵ 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...*, *op. cit.*, s. 19.1-19.22.

⁶⁰⁶ Krivin, Patton, Rose i 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, 35, s. 13-39.

⁶⁰⁷ Gurgul, H. Analiza zdarzeń na rynkach akcji..., *op. cit.*, s. 38.

⁶⁰⁸ 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...*, *op. cit.*, s. 19.1-19.22.

⁶⁰⁹ Gurgul, H. Analiza zdarzeń na rynkach akcji..., *op. cit.*, s. 38-39.

⁶¹⁰ 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, 6(2), s. 151-184.

reakcja rynku na ogłoszenie jest przeciwstawiona 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 całościowego efektu wywołanego zdarzeniem. Podobnie może być w przypadku innych zdarzeń, np. jak zauważają Byrka-Kita i in.⁶¹¹ 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 okna zdarzenia⁶¹². W literaturze wskazuje się, że najczęściej okno zdarzenia obejmuje trzy, pięć lub dziesięć dni⁶¹³. Według badań literaturowych Olera, Harrisona i Allena⁶¹⁴, przeprowadzonych na 62 artykułach z okresu pomiędzy 1994 a 2006 rokiem, 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 [Zał. 3]. Analizowano dzienne notowania akcji. Okno zdarzenia określone zostało na jeden dzień skoncentrowanych na dniu zdarzenia (od dnia -5 przed dniem zdarzenia do dnia 5 po zdarzeniu)⁶¹⁵. Autorka dysertacji zdaje sobie sprawę z możliwości występowania zdarzeń zakłócających, podążając za Kapereit i Lopatta⁶¹⁶, 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 wnioski. Należy również zauważyć, co rzadko jest poruszane w badaniach opartych na analizie zdarzeń, że poza zdarzeniami zakłócającymi dotyczącymi bezpośrednio spółek, dodatkowo mogą występować zakłócenia związane z informacjami makroekonomicznymi, których wpływu nie da się w całości wyeliminować. Mając na

⁶¹¹ 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, 59.2, s. 125-147.

⁶¹² Gurgul, H. Analiza zdarzeń na rynkach akcji..., *op.cit.*, s. 38.

⁶¹³ Benninga, S. *Financial modeling*. MIT press, Londyn, 2014, s.372.

⁶¹⁴ Oler, D.K., Harrison, J.S., Allen M.R. The danger of misinterpreting short-window..., *op. cit.*, s. 151-184.

⁶¹⁵ Podobnie jak w badaniu: Lang, L. H., Stulz, R. Contagion and competitive intra-industry effects..., *op. cit.*, s. 45-60.

⁶¹⁶ Kaspereit, T.; Lopatta, K. The Solar Shakeout..., *op. cit.*, s. 139-158.

uwadze powyższe ograniczenia, dokonana została dodatkowo analiza w krótszym ujęciu czasowym – w różnych przedziałach okna zdarzenia, co może wykluczyć część zakłóceń.

Kalkulacja normalnych i rzeczywistych stóp zwrotu

Kolejnym ważnym zagadnieniem dla analizy 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 jej wyliczania jest stosunkowo nieskomplikowana, gdyż jest to stopa zwrotu, która została faktycznie zrealizowana w oknie zdarzenia. Stopa ta ustalana jest więc *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 prostą⁶¹⁷ stopę zwrotu [Wzór 5]⁶¹⁸.

(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 opóźniona o 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, splitsy, prawa poboru itp., o ile takie zaistniały.

Procedura wyliczania oczekiwanej stopy zwrotu może nastroczać większych trudności. Oczekiwana stopa zwrotu w oknie zdarzenia nazywana jest w literaturze także normalną⁶¹⁹ stopą zwrotu, gdyż jest to stopa zwrotu, która zrealizowałaby się w „normalnych” warunkach, czyli gdyby nie były odczuwalne skutki zdarzenia. W polskiej literaturze naukowej można także spotkać się z określeniami „stopa odniesienia”,

⁶¹⁷ Alternatywnie stosowana jest stopa logarytmiczna. W wielu przypadkach różnice występujące pomiędzy stopami zwrotu mogą być nieznaczące, 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

⁶¹⁸ Tarczyński, W., Witkowska, D., Kompa, K. Współczynnik beta..., *op. cit.*, s. 26

⁶¹⁹ Campbell, J. Y., Lo, A. W., MacKinlay, A.C., The econometrics of financial markets..., *op. cit.*, s. 151.

„teoretyczna stopa zwrotu”, „benchmark”⁶²⁰. W celu wyznaczenia normalnej stopy 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 zdarzenie nie miało wpływu na estymowane parametry modelu⁶²¹. W praktyce okno estymacji zazwyczaj zawiera się pomiędzy dwiema dowolnymi datami poprzedzającymi okno zdarzenia⁶²². W literaturze wskazuje się, że długość okna estymacji to średnio od 100 do 300 dni sesyjnych⁶²³ lub 252 dni sesyjnych (jeden rok kalendarzowy)⁶²⁴. Wybór długości tego okna to jedna z wielu decyzji, którą należy podjąć przeprowadzając analizę zdarzenia. Krivin, Patton, Rose i Tabak⁶²⁵ 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 przez zdarzenie. Z tego powodu najczęściej przyjmuje się, że pomiędzy oknem zdarzenia i oknem estymacji pozostawia się przerwę. Z kolei zdaniem Benninga⁶²⁶ 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.

⁶²⁰ Por. Czapiewski, L.; Jewartowski, T., Modele krótkoterminowych stóp zwrotu w analizie zdarzeń. *Studia Ekonomiczne/Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach*, 2012, 106 *Finanse w niestabilnym otoczeniu-dylematy i wyzwania: rynki finansowe*, s. 273-286.

⁶²¹ Campbell, J. Y., Lo, A. W., MacKinlay, A.C., *The econometrics of financial markets...*, *op. cit.*, s. 152.

⁶²² Szymański, M. Stabilność parametrów modelu rynkowego szacowanego w oparciu o stopy zwrotu WIG, *Metody Ilościowe w Badaniach Ekonomicznych*, 2012, 13 (3), s. 222-231.

⁶²³ Armitage, S. Event study methods and evidence on their performance. *Journal of economic surveys*, 1995, 9.1, s. 25-52.; Basdas, U., Oran, A. Event studies in Turkey, *op. cit.*, s. 167-188.

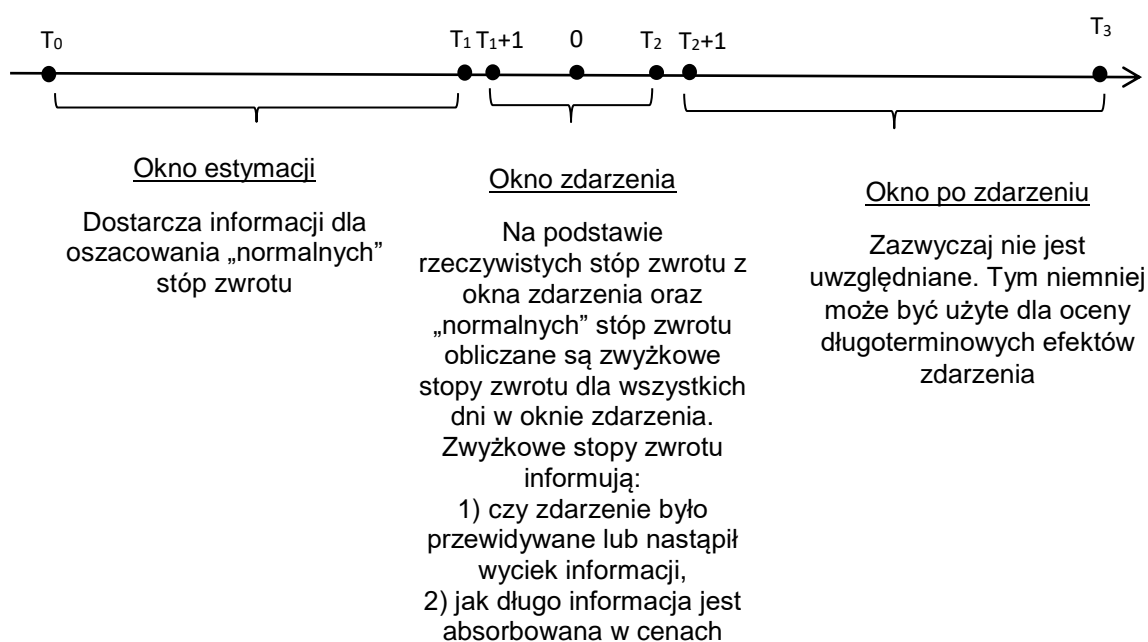
⁶²⁴ Benninga, S. *Financial modeling...*, *op. cit.*, s. 373.

⁶²⁵ Krivin, D., Patton, R., Rose E., Tabak D. Determination of the Appropriate Event Window..., *op. cit.*, s. 13-39.

⁶²⁶ Benninga, S. *Financial modeling...*, *op. cit.*, s.373.

Na rysunku [Rys. 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, w przypadku takich ogłoszeń jak pierwsza publiczna oferta (IPO - ang. *Initial Public Offering*) lub duże przejęcie spółki, dodatkowo wyznacza się okno po zdarzeniu (ang. *post-event window*), które służy do oceny długoterminowych efektów zdarzenia⁶²⁷. Długość okna po zdarzeniu wyznaczają dni od T_2+1 do T_3 .

Rysunek 14 Ramy czasowe w analizie zdarzenia - okno estymacji i okno zdarzenia



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Benninga, S. *Financial modeling...*, *op. cit.*, s.372; Portal Eventstudytools, <https://www.eventstudytools.com/event-study-application-blueprint>, data dostępu: 27.05.2020 r.

Przy określonym oknie estymacji wybór indeksu z którym powiązane zostaną stopy zwrotu z poszczególnych akcji jest już mniej kontrowersyjny. Wybierany jest indeks najlepiej objaśniający zachowanie się akcji. W przypadku, gdy analiza obejmuje wiele spółek najrozsądniejszym wyjściem może okazać się wykorzystanie indeksu rynkowego, niż każdorazowe szukanie odpowiedniego indeksu⁶²⁸.

W analizie zdarzenia najczęściej używane modele służące do wyznaczenia oczekiwanych stóp zwrotu to model wyceny aktywów i pasywów (CAPM, ang. *capital assets pricing model*), model rynkowy (MM, ang. *market model*), model średniej

⁶²⁷ Benninga, S. *Financial modeling...*, *op. cit.*, s.372.

⁶²⁸ Krivin, D., Patton, R., Rose, E., Tabak, D. *Determination of the Appropriate Event Window...*, *op. cit.*, s. 13-39.

historycznej (MAR, ang. *mean adjusted returns model*), model indeksowy (IM, ang. *index adjusted model*). Możliwe jest także zastosowanie bardziej rozbudowanych modeli. W trójczynnikiem 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, HML – mający wyjaśnić anomalie związane z wielkością księgową do rynkowej⁶²⁹. Fama⁶³⁰ wskazuje, że spółki o niższej kapitalizacji i wyższym wskaźniku wartości księgowej do rynkowej charakteryzują się średnio wyższą stopą zwrotu. Fama i French⁶³¹ rozbudowują formułę tego 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. Cahart⁶³² zaproponował wykorzystanie dodatkowego czynnika opartego na efekcie momentum (kontynuacji stóp zwrotu).

Jak widać, wybór możliwości w zakresie szacowania stóp zwrotu jest bardzo szeroki. W literaturze trwają dyskusje dotyczące wyboru odpowiedniego modelu dla estymacji oczekiwanej stopy zwrotu. Wyniki badania Cable'a i Holland'a⁶³³ na trzydziestu brytyjskich spółkach pokazały, że w większości przypadków (dwudziestu jeden) oszacowania modelu rynkowego (MM) były zadowalające. Model CAPM stanowił dostateczne wyjaśnienie stóp zwrotu w dwunastu przypadkach, z czego w trzech przypadkach jego wyniki były wyraźnie bardziej zadowalające od modelu rynkowego, w pięciu wyraźnie gorsze. Oszacowania modelu indeksowego (IM) oraz średniej historycznej (MAR) dały wyraźnie gorsze rezultaty. Z przeprowadzonego badania autorzy wyciągnęli wstępne wnioski o przewadze modelu rynkowego nad pozostałymi modelami, jednakże we wszystkich przypadkach wartość predykcyjna modeli była niska. Brown i Warner⁶³⁴ stwierdzili, że w zasadzie nie ma dowodów, że bardziej skomplikowane metody estymacji stóp zwrotu przeważają w jakikolwiek sposób nad

⁶²⁹ 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, 42.3, s. 61-80.

⁶³⁰ Fama, E. F. Two pillars of asset pricing. *American Economic Review*, 2014, 104.6, s. 1467-85.

⁶³¹ Szerzej: Fama, E. F.; French, K. R. A five-factor asset pricing model. *Journal of financial economics*, 2015, 116.1, s. 1-22.

⁶³² Szerzej: Cahart, M. On persistence in mutual fund performance. *The Journal of finance*, 1997, 52.1, s. 57-82.

⁶³³ Cable, J., Holland, K., Modelling normal returns in event studies: a model-selection approach and pilot study. *The European Journal of Finance*, 1999, 5.4, s. 331-341

⁶³⁴ Brown, S. J.; Warner, J. B., Measuring security price performance. *Journal of financial economics*, 1980, 8.3, s. 205-258.

modelem rynkowym. Ich zdaniem bardziej zaawansowane metody mogą nawet pogorszyć rezultaty. Badacze wskazują, że dla uzyskania najlepszych rezultatów najważniejsze jest właściwe określenie momentu zajścia zdarzenia. Badania Czapiewskiego i Jewartowskiego⁶³⁵ przeprowadzone dla spółek polskich wykazały, że wybór modelu szacowania stopy odniesienia oraz testów stosowanych do testowania hipotez może mieć pewien wpływ na otrzymane wyniki i wnioski płynące z analizy zdarzeń. Tym niemniej, 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 i istotność uzyskanych wyników. Według ich badań model CAPM oraz model indeksowy (IM) wskazują na silniejszą reakcję niż model rynkowy (MM) i model średniej historycznej (MAR). Kolejne badania Czapiewskiego⁶³⁶ pokazały, że model CAPM oraz trójczynnikiowy model Famy-Frencha wykazują anomalie związane z posiadaniem przez spółki określonych cech charakterystycznych (przy wysokim lub niskim poziomie określonych cech następuje zniekształcenie wskazań wykorzystanego w analizie zdarzeń modelu).

Autorka dysertacji, 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 literaturą światową z uwagi na jego częste wykorzystywanie w badaniach dotyczących analizowanego tematu⁶³⁷.

U podstaw tego modelu leży założenie, że stopy zwrotu z akcji kształtują się w zależności od działania ogólnego czynnika charakteryzującego rynek akcji. Efekt

⁶³⁵ Czapiewski, L.; Jewartowski, T. Modele krótkoterminowych stóp zwrotu w analizie zdarzeń. *Studia Ekonomiczne/Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach*, 2012, 106 *Finanse w niestabilnym otoczeniu-dylematy i wyzwania: rynki finansowe*, s. 273-286.

⁶³⁶ Czapiewski, L. Model CAPM i trójczynnikiowy model Famy-Frencha w analizie zdarzeń na polskim rynku kapitałowym. *Zeszyty Naukowe Uniwersytet Szczeciński. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2015, 73, s. 609-620

⁶³⁷ Model ten zastosowano również m.in. w następujących badaniach: Lang, L. H., Stulz, R. Contagion and competitive intra-industry effects..., *op. cit.*, s. 45-60.; Haensly, P. J., Theis, J., Swanson, Z., Reassessment of contagion..., *op. cit.*, s. 45-63; Helwege, J., Zhang, G. Financial firm bankruptcies..., *op. cit.*, s. 1321-1362; Caton, G.L., Donaldson, J.; Goh, J. The Intra-industry Effects of Chapter 11..., *op. cit.*, s. 262 – 268. Hunsader, K.; Delcours, N.; Pennywell, G. Competitive strategy and industry contagion..., *op. cit.*, s. 1032-1055.

działania tegoż czynnika uwidacznia się w zmianach indeksu rynkowego (stopy zwrotu portfela rynkowego) [Wzór 6]⁶³⁸.

(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. Dla celów praktycznych przyjmuje się, że efekt działania tych czynników jest nieistotny w porównaniu z efektem działania wskaźnika rynku i zmienna losowa jest pomijana [Wzór 7]⁶³⁹.

(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 jednostkę⁶⁴⁰ i jest miarą ryzyka systematycznego. Podstawowy wzór na wyliczenie wskaźnika beta przybiera następującą formę [Wzór 8]⁶⁴¹:

(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

⁶³⁸ Jajuga, K. Jajuga, T. Inwestycje: instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa. Wydawnictwo Naukowe PWN, 2007, s. 237.

⁶³⁹ Jajuga, K. Jajuga, T. Inwestycje: instrumenty finansowe..., *op. cit.*, s. 238

⁶⁴⁰ *Ibidem*, s. 238-239

⁶⁴¹ Letkowski, D. Badanie stabilności współczynnika beta akcji indeksu WIG20. *Studia Ekonomiczne*, 2013, 174, s. 75-87.

Jak wskazują Byrka-Kita oraz Rozkrut⁶⁴², 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 wzoru [Wzór 9]⁶⁴³:

(9)

$$\alpha_i = \bar{R}_i - \beta_i \bar{R}_m$$

gdzie:

α_i – wyraz wolny (przesunięcie funkcji regresji); baza stopy zwrotu

\bar{R}_i – średnia wartość zwrotu z i-tej akcji

\bar{R}_m – średnia wartość stopy zwrotu z indeksu rynkowego

β_i – współczynnik ryzyka dla i-tej akcji

Dla kalkulacji oczekiwanych stóp zwrotu konieczne jest także ustalenie tzw. okna estymacyjnego na podstawie oszacowane zostaną parametry modelu rynkowego. **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 upadłość⁶⁴⁴. Średnia długość okna estymacyjnego w literaturze sięga od 100 do 300 dni sesyjnych⁶⁴⁵. **W niniejszym badaniu pozostawiono 50 dniową przerwę pomiędzy końcem okna estymacji a zdarzeniem, podobnie jak w innych badaniach dotyczących analizowanej tematyki⁶⁴⁶.** Poniżej przedstawiono ramy czasowe niniejszego badania [Rys. 15].

⁶⁴² 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, 11, s. 32-35.

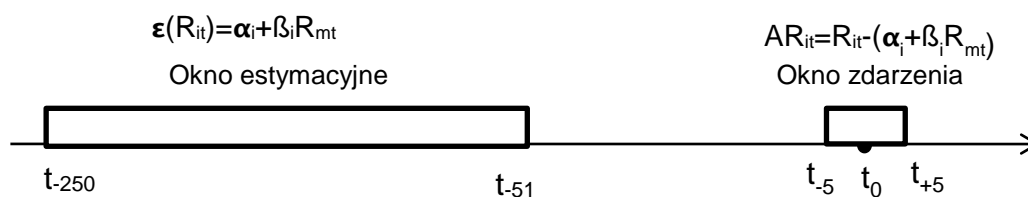
⁶⁴³ Letkowski, D. Badanie stabilności współczynnika beta, *op. cit.*, s. 75-87.

⁶⁴⁴ Takie podejście wykorzystane zostało chociażby w następujących badaniach: Lang, L. H., Stulz, R. Contagion and competitive intra-industry effects..., *op. cit.*, s. 45-60.; Haensly, P. J., Theis, J., Swanson, Z., Reassessment of contagion..., *op. cit.*, s. 45-63; Helwege, J, Zhang, G. Financial firm bankruptcy..., *op. cit.*, s. 1321-1362.; Cheng, L. T., McDonald, J. E., Industry structure and ripple effects..., *op. cit.*, s. 783-807.

⁶⁴⁵ Armitage, S. Event study methods and evidence on their performance..., *op. cit.*, s. 25-52.; Basdas, U., Oran, A. Event studies in Turkey, *op. cit.*, s. 167-188.

⁶⁴⁶ Lang, L. H., Stulz, R. Contagion and competitive intra-industry effects..., *op. cit.*, s. 45-60.; Haensly, P. J., Theis, J., Swanson, Z., Reassessment of contagion..., *op. cit.*, s. 45-63; Helwege, J, Zhang, G. Financial firm bankruptcy..., *op. cit.*, s. 1321-1362.

Rysunek 15 Ramy czasowe badania



t – dzień sesyjny

Źródło: Opracowanie własne

Należy tutaj wspomnieć o pewnych ograniczeniach i trudnościach w szacowaniu oczekiwanej stopy zwrotu, które pojawiają się, gdy wybrana jest już procedura szacowania oczekiwanej stopy zwrotu. W przypadku modelu rynkowego wiele kontrowersji budzi zagadnienie szacowania 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 odzwierciedloną w zmienności indeksów rynkowych⁶⁴⁷. Jak chociażby wskazał Letkowski⁶⁴⁸, analizując wyniki badania empirycznego przeprowadzonego na podstawie dziennych stóp zwrotów z akcji wchodzących 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 wpływom rynku, a współczynniki beta wykazywały większą zbieżność do zmian rynkowych. Byrka-Kita i Rozkrut⁶⁴⁹ 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

⁶⁴⁷ Paździor, A. Zastosowanie modelu CAPM w warunkach kryzysu. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 2012, 261, s. 321-330.

⁶⁴⁸ Letkowski, D. Badanie stabilności współczynnika beta..., *op. cit.*, s. 75-87.

⁶⁴⁹ Byrka-Kita, K.; Rozkrut D. Stabilność indeksu ryzyka beta na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1999-2006. *Przegląd Organizacji*, 2007, 10, s. 41-45.

spółek w porównaniu ze średnią rynkową, zaś bazowanie na okresie 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 jedności⁶⁵⁰. Korekta polega na ważeniu oszacowanego na podstawie historycznych obserwacji „surowego” współczynnika beta tak aby wynik był bliższy jedności⁶⁵¹. Skorygowana beta ma następującą postać [Wzór 10]⁶⁵²:

(10)

$$\text{skorygowana beta} = 0,67 * \text{beta surowa} + 0,33$$

Taką postać korekty bety stosuje m.in. serwis Bloomberg⁶⁵³. Zastosowanie tej techniki powoduje zmniejszenie wysokich oraz zwiększenie niskich oszacowań współczynnika beta obliczonych na podstawie danych historycznych⁶⁵⁴. Należy zwrócić uwagę, że ta korekta przyjmuje znaczne uproszczenie co do przewidywań dotyczących sposobu zachowania się akcji⁶⁵⁵. Jak podkreśla Paździor⁶⁵⁶ 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 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.

⁶⁵⁰ Paździor, A. Zastosowanie modelu CAPM..., *op. cit.*, s. 321-330.

⁶⁵¹ Por. Nowicki, J. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w sytuacji braku rozdziału funkcji zarządczych od właścicielskich. Praca doktorska. Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań, 2010, s. 174.

⁶⁵² Nowicki, J. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa..., *op. cit.*, s. 174; Goedhart, M., Koller, T., Wessels, D. Valuation: Measuring and managing the value of companies. JohnWiley & Sons, New Jersey 2015, s. 285.

⁶⁵³ Western Libraries Portal, <https://guides.lib.uwo.ca/bloomberg/equities>, data dostępu 02.10.2020 r.

⁶⁵⁴ Tarczyński, W., Witkowska, D., Kompa, K. Współczynnik beta..., *op. cit.*, s. 67; Lally, M. An examination of Blume and Vasicek betas. Financial Review, 1998, 33.3, s. 183-198.

⁶⁵⁵ Wyrobek, J. M., Wybrane Dylematy Szacowania Kosztu Kapitału Własnego Za Pomocą Modelu CAPM (Selected Dilemmas of Estimating the Cost of Equity with the CAPM, 2012, SSRN:2032216.

⁶⁵⁶ Paździor, A. Zastosowanie modelu CAPM..., *op. cit.*, s. 321-330.

Problemem przy szacowaniu bety mogą być także nieregularne notowania cen akcji ze względu na zawieszenia notowań. Dimson⁶⁵⁷ 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**⁶⁵⁸ celem rozwiązania tego problemu, zgodnie ze wskazaniem Marsha⁶⁵⁹. 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 Serra i Martelanc⁶⁶⁰ wskazują, że metoda trade-to-trade daje dobre rezultaty w przypadku nieregularnych notowań, gdy brane są pod uwagę dane dzienne. Również Maynes i Rumsey⁶⁶¹ oraz Bartholdy, Olson i Peare,⁶⁶² wskazują, że metoda trade-to-trade 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 odnotowują nieregularne notowania z uwagi na zawieszenia tych notowań przez Zarząd Giełdy. Kilkuletni okres badawczy wiąże się natomiast ze zmienną koniunkturą.

⁶⁵⁷ Dimson, E. Risk measurement when shares are subject to infrequent trading. *Journal of Financial Economics*, 1979, 7.2, s. 197-226.

⁶⁵⁸ Inne metody to chociażby RUC (ang. *repetition of the last quote*) czy metody wykorzystujące parametry niewspółbieżne (nierównoczesne), jak np. korekta Scholes'a i Williams'a czy korekta Dimsona. Por. Serra, R. G., Martelanc, R. Estimation of betas of stocks with low liquidity. *Brazilian Business Review*, 2013, 10.1, s. 49-78; Tarczyński, W., Witkowska, D., Kompa, K. Współczynnik beta..., *op. cit.*, s.53.; Scholes, M.; Williams, J. Estimating betas from nonsynchronous data. *Journal of financial economics*, 1977, 5.3, s. 309-327.; Dimson, E. Risk measurement..., *op.cit.*, s. 197-226.

⁶⁵⁹ Marsh, P. Equity Rights Issues and the Efficiency of the US Stock Market, *The Journal of Finance*, 1979, 34.4, s. 839-862.

⁶⁶⁰ Serra, R. G., Martelanc, R. Estimation of betas of stocks..., *op. cit.*, s. 49-78.

⁶⁶¹ Maynes, E.; Rumsey, J. Conducting event studies with thinly traded stocks. *Journal of Banking & Finance*, 1993, 17.1, s. 145-157.

⁶⁶² Bartholdy, J., Olson, D., Peare, P. Conducting event studies on a small stock exchange. *The European Journal of Finance*, 2007, 13.3, s. 227-252.

Pomiar zwykłych stóp zwrotu

Kalkulacja rzeczywistych i normalnych stóp zwrotu jest etapem poprzedzającym obliczenie dodatkowych stóp zwrotu, które określają efekt zdarzenia na wartość rynkową spółki. Efekt ten określany jest poprzez różnice pomiędzy rzeczywistymi stopami zwrotu a oczekiwanymi stopami zwrotu, które prawdopodobnie wystąpiłyby w oknie zdarzenia, gdyby zdarzenie nie miało miejsca. Różnice te nazywane są zwykłymi (dodatkowymi, nadzwyczajnymi) stopami zwrotu (ang. *abnormal returns*) 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 CAR⁶⁶³, jest on również powszechnie wykorzystywany w badaniach związanych z reakcją inwestorów na złożenie wniosku o upadłość. W związku z powyższym w dalszej części przedstawiony zostanie tylko ten miernik. Wzór na zwykłą stopę zwrotu zamieszczono poniżej [Wzór 11]⁶⁶⁴.

(11)

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

gdzie:

AR_{it} - zwykła stopa zwrotu dla akcji firmy i w czasie t ,

R_{it} - rzeczywista stopa zwrotu dla akcji firmy i w czasie t ,

$E(R_{it})$ - oczekiwana stopa zwrotu dla akcji firmy i w czasie t ,

t - czas, w zależności od przyjętej jednostki okna zdarzenia - najczęściej dzień sesyjny.

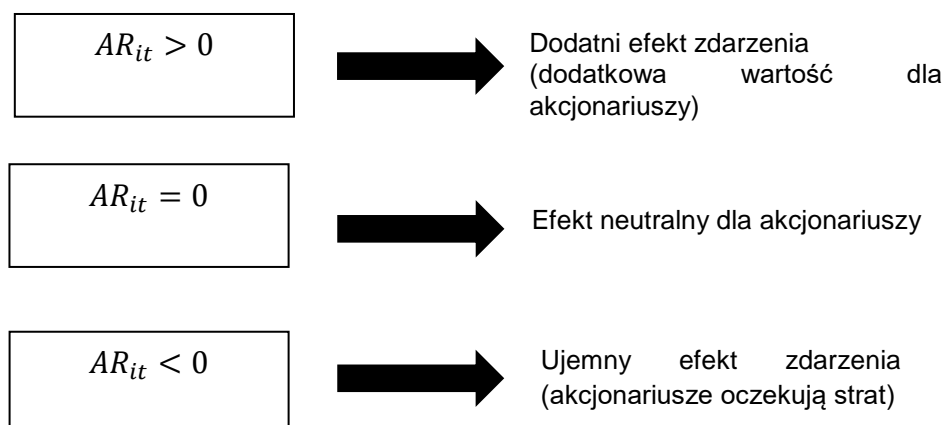
W sytuacji, gdy zwykła stopa zwrotu przyjmuje wartości dodatnie, wówczas efekt zdarzenia dla akcjonariuszy jest dodatni (pozytywny). Oznacza to, że powstała dodatkowa wartość dla akcjonariuszy. Zwykła stopa zwrotu na poziomie zera oznacza, że brak jest efektu oddziaływania zdarzenia na akcjonariuszy (efekt jest neutralny). Ujemna zwykła stopa zwrotu oznacza ujemny efekt zdarzenia – akcjonariusze negatywnie odczytują informacje związane z zaistnieniem zdarzenia i oczekują potencjalnych strat [Rys. 16]⁶⁶⁵.

⁶⁶³ Por. Perepeczo, A. Analiza zdarzenia i jej zastosowania. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 2011, nr 33, s. 35-51.

⁶⁶⁴ Witkowski, P. Wpływ podatku od niektórych instytucji finansowych na wartość rynkową banków komercyjnych w Polsce. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 2017, 3 (87) cz. 2 Opodatkowanie przedsiębiorstw, s. 189-201.

⁶⁶⁵ Perepeczo, A., Analiza zdarzenia..., *op. cit.*, 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...*, *op. cit.*, 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 dla pojedynczej firmy w oknie zdarzenia. Później uśrednia się skumulowane dane dla spółek. W drugim podejściu wychodzi się od analizy średniej ze zwykłych stóp zwrotu osiągniętych dla wszystkich badanych firm w danym okresie t, a później wyniki są sumowane dla okna zdarzenia⁶⁶⁶.

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 zwrotu [Wzór 12]⁶⁶⁷.

(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

⁶⁶⁶ Por. Perepeczo, A., *Analiza zdarzenia...*, *op. cit.*, s. 35-51.

⁶⁶⁷ Ma, J., Pagan, J. A., Chu, Y. Abnormal Returns to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets. *International Journal of business*, 2009, 14.3., s. 235-250.

Skumulowana zwykłowa stopa zwrotu (ang. *cumulative abnormal return* – *CAR*) pozwoli na łączną ocenę zdarzenia dla 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*). Stopa ta jest obliczana jako średnia arytmetyczna skumulowanych zwykłowych stóp zwrotu wszystkich badanych spółek⁶⁶⁸, co można zapisać jako [Wzór 13]⁶⁶⁹:

(13)

$$ACAR_{(T1,T2)} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{i,(T1,T2)}$$

gdzie:

$ACAR_{(T1,T2)}$ – średnia skumulowana zwykłowa stopa zwrotu dla okresu od T1 do T2,

$CAR_{i,(T1,T2)}$ – skumulowana zwykłowa stopa zwrotu dla akcji firmy i okresu 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 dla poszczególnych firm z populacji, lecz na wynikach zagregowanych dla całej populacji⁶⁷⁰.

W drugim podejściu wyliczana jest średnia zwykłowych stóp zwrotu dla wszystkich badanych spółek [Wzór 14]⁶⁷¹.

(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

⁶⁶⁸ Perepeczo, A., Analiza zdarzenia..., *op. cit.*, s. 35-51.

⁶⁶⁹ Ma, J., Pagan, J. A., Chu, Y. Abnormal Returns to Mergers..., *op. cit.*, s. 235-250.

⁶⁷⁰ Perepeczo, A., Analiza zdarzenia..., *op. cit.*, s. 35-51.

⁶⁷¹ *Ibidem*, s. 35-51.

Następnie otrzymane średnie zwyżkowe stopy zwrotu są sumowane dla całego okna zdarzenia [Wzór 15]⁶⁷².

(15)

$$CAAR_{T1,T2} = \sum_{t=T1}^{T2} AAR_t$$

gdzie:

$CAAR_{T1,T2}$ – skumulowana średnia zwyżkowa stopa zwrotu dla okresu od T1 do T2

AAR_t - średnia zwyżkowa stopa zwrotu 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 dla poszczególnych dni w oknie zdarzenia (AAR_t) oraz skumulowane średnie zwyżkowe stopy zwrotu dla różnych przedziałów 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 należy zbadać jaka jest istotność statystyczna otrzymanych rezultatów i czy nie wynikają one z przyczyn losowych. W tym celu weryfikowana jest hipoteza 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]⁶⁷³:

(16)

$$H_0: \mu = 0$$

(17)

$$H_0: \mu \neq 0$$

W powyższym zapisie μ może odpowiadać zwyżkowym stopom zwrotu (AR), skumulowanym zwyżkowym stopom zwrotu (CAR), średnim zwyżkowym stopom zwrotu (AAR), skumulowanym średnim zwyżkowym stopom zwrotu (CAAR) lub

⁶⁷² Willows, G. D., Rockey, J. A. Share price reaction to financial and integrated reports. South African Journal of Accounting Research, 2018, 32.2-3, s. 174-188.

⁶⁷³ Portal Eventstudytools, <https://www.eventstudytools.com/significance-tests>, data dostępu: 15.05.2020 r.

średnim skumulowanym zwyżkowym 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, dla których spełnienie tego założenia nie jest konieczne⁶⁷⁴. 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 H₀, choć jest ona prawdziwa (błąd rodzaju I), lub przyjęciu hipotezy H₀, choć jest ona fałszywa (błąd II rodzaju)⁶⁷⁵. Berry, Ballinger, Henderson⁶⁷⁶ rekomendują testy parametryczne w analizie zdarzeń, gdyż testy nieparametryczne, chociaż częściej wskazują na istotność statystyczną zwyżkowych stóp zwrotu, niejednokrotnie charakteryzują się błędem rodzaju I.

W przypadku rozkładu normalnego, dla weryfikacji hipotezy zerowej, że średnie zwyżkowe stopy zwrotu nie różnią się istotnie od zera można zastosować najprostszy test parametryczny, który w przypadku analizy zdarzeń wygląda następująco [Wzór 18]⁶⁷⁷:

(18)

$$t = \frac{AAR_t}{\hat{\sigma}_{ART}} * \sqrt{N}$$

gdzie:

AAR_t – średnia zwyżkowa stopa zwrotu w dniu *t* dla danych przekrojowych

$\hat{\sigma}_{ART}$ – odchylenie standardowe średnich zwyżkowych 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 wskazywałaby na brak istotności⁶⁷⁸. W związku z powyższym, dodatkowo opierając się na wskazaniach Armitage⁶⁷⁹, **wykorzystano test zaproponowany przez Warnera i Browna⁶⁸⁰ (ang. *Crude Dependence Adjustment test - CDA*), który uwzględnia**

⁶⁷⁴ Puchalski, T., Statystyka. Wykład podstawowych zagadnień z ćwiczeniami, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1969, s. 319.

⁶⁷⁵ Ostasiewicz, S., Rusnak, Z., Siedlecka, U. Statystyka. Elementy teorii i zadania. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2006, s. 284.

⁶⁷⁶ Berry, M. A., Gallinger, G. W., Henderson J.R., Glenn, V. Using daily stock returns in event studies and the choice of parametric versus nonparametric test statistics. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 1990, s. 70-85.

⁶⁷⁷ Gurgul, H. Analiza zdarzeń na rynkach akcji..., *op.cit.*, s. 51

⁶⁷⁸ *Ibidem*, s. 51

⁶⁷⁹ Szerzej: Armitage, S. Event study methods and evidence on their performance..., *op. cit.*, s. 25-52.

⁶⁸⁰ Por. Brown, S. J., Warner, J. B. Measuring security price performance..., *op.cit.*, s. 205-258; Brown, S. J.; Warner, J. B. Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of financial economics*, 1985,

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 Warnera⁶⁸¹, 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 z formułą [Wzór 19]⁶⁸²:

(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 [Wzór 19] obliczone jest w następujący sposób [Wzór 20]⁶⁸³:

(20)

$$\hat{\sigma}_{AAR} = \sqrt{\frac{\sum_{t=t_0}^{t_0+T-1} (AAR_t - \overline{AAR})^2}{T - 1}}$$

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 można zapisać jako [Wzór 21]⁶⁸⁴:

(21)

$$\overline{AAR} = \frac{1}{T} \sum_{t=t_0}^{t_0+T-1} AAR_t$$

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, 25(4), 402-423.

⁶⁸¹ Brown, S. J., Warner, J. B. Measuring security price performance..., *op.cit.*, s. 205-258; Brown, S. J.; Warner, J. B. Using daily stock returns..., *op. cit.*, s. 3-31.

⁶⁸² Brown, S. J.; Warner, J. B. Using daily stock returns..., *op. cit.*, s. 3-31.; Rani, N, Yadav, S.S., Jain, P.K. Mergers and acquisitions. *India Studies in Business and Economics.*, Springer, 2016, s. 22.

⁶⁸³ Por. Brown, S. J., Warner, J. B. Measuring security price performance..., *op.cit.*, s. 205-258; Brown, S. J.; Warner, J. B. Using daily stock returns..., *op. cit.*, s. 3-31.

⁶⁸⁴ Brown, S. J., Warner, J. B. Measuring security price performance..., *op.cit.*, s. 205-258.; Brown, S. J.; Warner, J. B. Using daily stock returns..., *op. cit.*, s. 3-31.

Statystyka testowa dla $CAAR_{T1,T2}$ obliczana jest z kolei zgodnie z formułą [Wzór 22]⁶⁸⁵:

(22)

$$t = \frac{CAAR_{T1,T2}}{\hat{\sigma}_{AAR}\sqrt{(T2 - T1 + 1)}}$$

gdzie:

$\hat{\sigma}_{AAR}$ - odchylenie standardowe średnich zwykłych stóp zwrotu w oknie estymacji

$CAAR_{T1,T2}$ - skumulowana średnia zwykła stopa zwrotu w dniach okna zdarzenia od T1 do T2

T1 - pierwszy dzień okna zdarzenia

T2 - ostatni dzień okna zdarzenia

Przy założeniu normalności rozkładu średnich zwykłych stóp zwrotu oraz prawdziwości hipotezy H_0 powyższe statystyki testowe [Wzór 19, Wzór 22] mają rozkład t-studenta⁶⁸⁶.

4.1.2.2. Metody ekonometryczne

Jak zostało opisane w podrozdziale 3.6, w literaturze przedmiotu przeprowadzane są badania wpływu cech poszczególnych sektorów na stymulowanie efektów konkurencyjności i zarażania. W tym kontekście analizowane są także cechy spółek doświadczających zdarzenia. W związku z powyższym, autorka dysertacji przeprowadziła modelowanie ekonometryczne w celu określenia, jakie czynniki oddziałują na zwykłe stopy zwrotu konkurentów spółek składających wniosek o ogłoszenie upadłości.

Dobór zmiennych do modelu został oparty na dokonany w podrozdziale 3.6 przeglądzie literatury [Tabela 12]. Podobnie jak w innych tego typu badaniach przytaczanych w literaturze, zbudowano model regresji obrazujący kształtowanie się zwykłych stóp zwrotu z akcji oparty o dane przekrojowe. Ze względu na zmienną strukturę subsektorów oraz różne charakterystyki poszczególnych upadłości skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu dla każdego zdarzenia zostały potraktowane jako osobna obserwacja.

Jako zmienną objaśnianą przyjęto skumulowaną średnią zwykłą stopę zwrotu konkurentów w poszczególnych sektorach ($CAAR_{(0,1)}$), pod uwagę wzięto rezultaty dla

⁶⁸⁵ Brown, S. J., Warner, J. B. Measuring security price performance..., op.cit., s. 205-258.; Rani, N, Yadav, S.S., Jain, P.K. Mergers and acquisitions..., op. cit., s. 22.

⁶⁸⁶ Brown, S. J.; Warner, J. B. Using daily stock returns..., op. cit., s. 3-31.; Serra, A. P. Event study tests: a brief survey. Gestão. Org-Revista Eletrónica de Gestão Organizacional, 2004, 2.3, s. 248-255.

dni od 0 do 1, gdyż okres ten powinien być najmniej zakłócony przez inne zdarzenia. W celu doboru zmiennych objaśniających analizowano zmienne najczęściej opisywane w literaturze, tj.:

- sektorowy udział kapitałów obcych w finansowaniu majątku (wskaźnik zobowiązania ogółem do aktywów ogółem (IND_LEV),
- udział zobowiązań długoterminowych w finansowaniu majątku (IND_LEV_LONGT),
- poziom koncentracji sektora mierzony za pomocą indeksu Herfindahla-Hirschmana (HERF).

Uwzględniono także zmienne kontrolne dotyczące charakterystyki spółki ogłaszającej (wielkość bilansowa majątku – A_ASSET, zobowiązań spółki ogłaszającej – A_LIABILITIES, wielkość kapitalizacji – A_CAP) i dotyczące spółek nieogłaszających (wielkość kapitalizacji – IND_CAP, wielkość bilansowa majątku – IND_ASSET).

Dodatkowo, wprowadzono zmienną zerojedynkową opisującą powód złożenia wniosku o upadłość (A_POOR_PROG) oraz zmienną zerojedynkową opisującą zajście zdarzenia w czasie trwania pandemii COVID-19 (COVID).

Dane finansowe pobrano z bazy EMIS za rok poprzedzający upadłość, a w przypadku braku danych dla spółek upadających – bezpośrednio z raportów finansowych badanych spółek. Nie wzięto pod uwagę zmiennych odnoszących się do podobieństwa spółek ogłaszających i nieogłaszających, ze względu na braki w danych (dane dotyczące spółek, które upadły usuwane są z portali finansowych). Podstawowe statystyki opisowe dla badanych zmiennych i macierz korelacji rho-Spearmana przedstawione zostały w załącznikach [Zał. 4 i Zał. 5]. Współczynniki korelacji zostały przedstawione w zaokrągleniu do drugiego miejsca po przecinku. Analiza współczynników korelacji pokazała przede wszystkim, że zmienna POOR_PROG jest relatywnie mocno skorelowana ze zmienną objaśnianą CAAR_(0,1).

Przeanalizowano szereg oszacowań modelu. Najlepsze oszacowanie otrzymano dla postaci liniowej modelu. Ostatecznie w modelu uwzględniono 2 zmienne. Postać analityczną modelu można zapisać w następujący sposób [Wzór 23]:

(23)

$$CAAR(0,1) = \alpha_0 + \alpha_1 IND_LEV + \alpha_2 A_POOR_PROG + \varepsilon$$

Parametry modelu estymowane były za pomocą metody najmniejszych kwadratów (MNK, ang. *OLS – ordinary least squares*). Wyniki estymacji modelu oraz jego weryfikacja zostały przedstawione w dalszej części pracy (rozdział 4.2.2).

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 poniższej tabeli [Tab. 17] 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 we wszystkich tabelach podano istotność statystyczną wyznaczoną w oparciu o test istotności CDA bazujący 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 [Tab. 17], średnia zwykła stopa zwrotu dla spółek składających wnioski 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 istotnie 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 spekulantów⁶⁸⁷.

⁶⁸⁷ Tematykę gry na akcjach przedsiębiorstw składających wnioski o ogłoszenie upadłości por. Coelho, L., Taffler, R., John, K., Bankrupt firms: who's buying?, Working Paper, 2010, SSRN 1572733, 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. Z kolei Borowski podkreśla, że spekulanci przejawiają preferencje do nabywania akcji groszowych, którym często towarzyszy ryzyko bankructwa. Szerzej: Borowski K., Problem akcji groszowych (*penny stocks*) na Gieldzie Papierów wartościowych w Warszawie oraz sposoby jego rozwiązania [w:] Dec, P. (red.), Niepewność funkcjonowania przedsiębiorstw: bankructwa, restrukturyzacja, likwidacja, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2014, s. 29-39.

Tabela 17 Średnie zwyżkowe 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

Objaśnienie:

*** istotność statystyczna na poziomie 0,01

** istotność statystyczna na poziomie 0,05

Źródło: opracowanie własne.

Przeanalizowano także skumulowane średnie zwyżkowe stopy zwrotu dla spółek ogłaszających w różnych przedziałach czasowych okna zdarzenia [Tab. 18]. Wyniki przeprowadzonych analiz wskazują, że skumulowane średnie zwyżkowe 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.

Tabela 18 Skumulowanie średnie zwyżkowe stopy zwrotu 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} (%)	Liczba zdarzeń dla których notowano dodatnie CAR _{T1,T2}	Udział ilości zdarzeń dla których notowano dodatnie CAR _{T1,T2} ^B	Liczba zdarzeń dla których notowano ujemne CAR _{T1,T2}	Udział ilości zdarzeń dla których notowano ujemne CAR _{T1,T2}
-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.

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 -1 do 0; 0 do 1 oraz -5 do 5 (90% zdarzeń).

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 dysertacji, w części spółek składano wnioski o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych, gdyż ich zarządzający 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 zwykłe stopy zwrotu dla dwóch grup spółek (zgodnie z podziałem zaproponowanym w podrozdziale 4.2 i w Zał. 3, składających wnioski ze względów ostrożnościowych i dla tych, dla których przyjęto, że powodem złożenia wniosku była sytuacja finansowa nierokująca poprawy [Tab. 19].

Na podstawie otrzymanych wyników zaprezentowanych w tabeli [Tab. 19] można stwierdzić, że spółki zakwalifikowane jako składające wnioski 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 istotnie statystycznie. Spółki z obu analizowanych grup przed zdarzeniem, w dniu -2 odnotowały dodatnie średnie zwykłe stopy zwrotu istotnie statystycznie na poziomie 0,01. W dniu -1 średnie zwykłe stopy zwrotu były dodatnie w obu grupach, jednak reakcja była istotna jedynie dla grupy przedsiębiorstw składających wnioski 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 dla spółek wnioskujących o upadłość ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy.

Tabela 19 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

Przeanalizowano także skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu dla obu grup przedsiębiorstw w różnych przedziałach czasowych okna zdarzenia [Tab. 20]. W przypadku spółek informujących o złożeniu lub o zamiarze złożenia wniosku o upadłość ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy skumulowane średnie zwykłe 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 zwykłe 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 zwykłe stopy zwrotu we

wszystkich przedziałach czasowych obejmujących dzień zdarzenia ($t=0$), tj. dla $CAAR_{(-1,0)}$, $CAAR_{(-1,1)}$, $CAAR_{(0,1)}$, $CAAR_{(-2,2)}$, $CAAR_{(-5,5)}$.

Tabela 20 Skumulowanie średnie zwykłowe 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 nie rokującą 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}	Liczby zdarzeń dla których notowano dodatnie CAR _{T1,T2}	Liczba zdarzeń dla których notowano ujemne CAR _{T1,T2}	Udział liczbby zdarzeń dla których notowano ujemne CAR _{T1,T2}	CAAR _{T1,T2} (%)	Liczba zdarzeń dla których notowano dodatnie CAR _{T1,T2}	Liczby zdarzeń dla których notowano dodatnie CAR _{T1,T2}	Liczba zdarzeń dla których notowano ujemne CAR _{T1,T2}	Udział liczbby zdarzeń dla których notowano ujemne CAR _{T1,T2}
-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.

Dodatkowo, można zauważyć, że większość zdarzeń powodowała występowanie ujemnych skumulowanych zwykłych stóp zwrotu dla spółek ogłaszających w obu analizowanych grupach w dniach -1 do 0; -1 do 1; 0 do 1; -5 do 5; -2 do 2. W przypadku spółek składających wnioski ze względów ostrożnościowych w dniach od 2 do 5 tyle

samo spółek notowało dodatnie, co ujemne skumulowane zwykłe stopy zwrotu, inaczej niż w przypadku spółek składających wnioski ze względu na sytuację nie rokującą poprawy, do których w tych dniach wciąż była przewaga ujemnych skumulowanych zwykłych stóp zwrotu.

Na podstawie uzyskanych wyników można wnioskować, że w obu grupach analizowanych przedsiębiorstw reakcja inwestorów była najsilniejsza i negatywna w dniu zdarzenia [Tab. 19]. Wartości skumulowanych średnich zwykłych stóp zwrotu były ujemne w całym oknie zdarzenia rozpatrywanym łącznie (w dniach -5 do 5) oraz w zawężonych przedziałach – w dniach -2 do 2; -1 do 1; -1 do 0; 0 do 1 (istotność statystyczna na poziomie $\alpha=0,01$) [Tab. 20]. Reakcja w stosunku do cen akcji spółek nierokujących poprawy sytuacji finansowej była wyraźnie silniejsza niż w przypadku spółek składających wnioski ze względów ostrożnościowych ($AAR_0=-49,97\%$ oraz $AAR_0=-16,55\%$) [Tab. 19]. 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) [Tab. 20], a więc można uznać, że informacja była dłużej uwzględniana w cenach akcji.

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 [Tab. 21]. 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 rynkach⁶⁸⁸, w przypadku wniosków o ogłoszenie upadłości zanotowanych po styczniu 2020 roku⁶⁸⁹ nałożono korektę Bayesa dla oszacowania współczynnika beta

⁶⁸⁸ Por. Engelhardt, N., Krause, M., Neukirchen, D., Posch, P. N. Trust and stock market volatility during the COVID-19 crisis. *Finance Research Letters*, 2021, 38C.; 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, 9.1, 5.

⁶⁸⁹ 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.

do modelu rynkowego⁶⁹⁰. Dotyczy to czterech zdarzeń zanotowanych w marcu i kwietniu 2020 roku, a więc w okresie dużej zmienności indeksu WIG⁶⁹¹.

Tabela 21 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
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 dla estymacji współczynnika beta w modelu rynkowym dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu Covid-19.

B – wartości uwzględniają korektę Bayesa dla 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 [Tab. 21] można stwierdzić, że istotne statystycznie średnie zwykłe stopy zwrotu dla konkurentów wystąpiły w trzecim dniu przed oraz trzecim i czwartym 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

⁶⁹⁰ Nałożenie korekty Bayesa na współczynnik beta zakłada, że ceny akcji spółek w długim horyzoncie czasowym będą się stabilizowały. Jak podkreśla Paździor, należy więc ostrożnie podchodzić do wnioskowania na podstawie skorygowanego współczynnika beta dla spółek pochodzących z branż najsilniej dotkniętych przez kryzys, gdyż część z nich nie przetrwa. Szerzej: Paździor, A. Zastosowanie modelu CAPM..., *op. cit.*, 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.

⁶⁹¹ Por. Buszko, M., Buszko, M., Orzeszko, W., Stawarz, M, COVID-19 pandemic and stability of stock market—A sectoral approach. PLOS ONE, 2021, 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, 115 C.

zwrotu miały dodatni znak, jednak ich wartości ze statystycznego punktu widzenia nie były istotnie.

Dodatkowo, przeanalizowano skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu dla spółek konkurencyjnych w stosunku do spółek ogłaszających w różnych przedziałach czasowych okna zdarzenia [Tab. 22]. Na podstawie uzyskanych rezultatów można stwierdzić, że skumulowane wartości dla dni 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 (-1 do 0, 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 – dla dni od -5 do 5, czy w węższym ujęciu dla dni od -2 do 2 oraz od -1 do 1 – choć wartości skumulowanych średnich zwykłych stóp zwrotu były dodatnie, wyniki nie były istotne statystycznie.

Tabela 22 Skumulowanie średnie zwykłe 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 liczby zdarzeń dla których notowano dodatnie $CAAR_{T1,T2}^B$	Liczba zdarzeń dla których notowano ujemne $CAAR_{T1,T2}^B$	Udział liczby zdarzeń dla których notowano ujemne $CAAR_{T1,T2}^B$
-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 dla estymacji współczynnika beta w modelu rynkowym dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu Covid-19.

B – wartości uwzględniające korektę Bayesa dla 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 analizowane w badaniu częściej wywoływały powstawanie dodatnich skumulowanych średnich zwykłych stóp zwrotu

u konkurentów sektorowych w dniach okalających zdarzenie (dni -1 do 0; -1 do 1; 0 do 1) oraz w dniach następujących po zdarzeniu (dni 2 do 5). Z kolei w całym oknie zdarzenia (dni -5 do 5) i w zawężonym oknie (-2 do 2) wartości skumulowanych średnich zwykłych stóp zwrotu były częściej ujemne [Tab. 22].

Na podstawie wyników otrzymanych dla całego okna 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 zwykła 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 zwykła stopa zwrotu jest równa zero. Otrzymane rezultaty wskazują jednak na występowanie pozytywnego efektu dla konkurentów w dniach od 2 do 5⁶⁹²- efekt zdawał się być odłożony w czasie [Tab. 22].

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 nie rokującą poprawy [Tab. 23]. 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.

⁶⁹² Oddziaływanie zdarzenia wpływa w przeciwnym kierunku na stopy zwrotu z akcji spółek ogłaszających [Tab. 17.] i nieogłaszających [Tab. 21], co sugeruje występowanie efektu konkurencyjności.

Tabela 23 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 nie rokującą poprawy

t	AAR _t ^A (%)	AAR _t ^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 dla estymacji współczynnika beta w modelu rynkowym dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu Covid-19.

B – wartości uwzględniają korektę Bayesa dla 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.

Analizę skumulowanych średnich zwykłych stóp zwrotu przedstawia tabela poniżej [Tab. 24]. Na podstawie przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że konkurenci spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o ogłoszenie upadłości ze względu na sytuację finansową nie rokującą poprawy przed zajściem zdarzenia odnotowali ujemne skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu w dniach od -5 do -2. W dniach następujących po zdarzeniu (dni 0 do 1 oraz 2 do 5), a także w dniach od -1 do 1 skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu przyjęły wartości dodatnie i były istotne statystycznie. Dodatkowo, skumulowana średnia zwykła stopa zwrotu wyliczona z użyciem współczynnika beta nieuwzględniającego korekty Bayesa była dodatnia przy istotności statystycznej na poziomie $\alpha=0,05$ w dniach -1 do 0. W całym oknie zdarzenia -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 dodatnie stopy zwrotu są równe zero.

Tabela 24 Skumulowanie średnie zwykłowe 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 nie rokującą poprawy

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	Liczba zdarzeń dla których notowano ujemne CAAR _{T1,T2} ^B	Udział liczby zdarzeń dla których notowano ujemne CAAR _{T1,T2} ^B
-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 dla estymacji współczynnika beta w modelu rynkowym dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu Covid-19.

B – wartości uwzględniają korektę Bayesa dla 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.

Można zauważyć, że pozytywny efekt na rynkową wycenę akcji widoczny był w przedziale czasowym obejmującym zdarzenie (w dniach od 0 do 1) [Tab. 24], inaczej niż w przypadku wszystkich konkurentów analizowanych łącznie, gdzie wartości istotne statystycznie uzyskane były dopiero dla dni 2 do 5 [Tab. 22].

Dodatkowo przeanalizowano liczbę przypadków, dla których notowano ujemne i dodatnie skumulowane średnie zwykłowe stopy zwrotu. Analiza ta potwierdza, że w okresie okalającym zdarzenie (-1 do 0; -1 do 1; 0 do 1) częściej osiągnęte są dodatnie zwykłowe stopy zwrotu w oknie zdarzenia [Tab 24].

Na podstawie wyników otrzymanych dla całego okna 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, oraz po zdarzeniu w dniach od 2 do 5 - jako że zdarzenie oddziaływało w odwrotnym kierunku na stopy zwrotu spółek

ogłaszających [Tab. 20] i nieogłaszających [Tab. 24], można wnioskować o dominacji efektu konkurencyjności.

Przeanalizowano także średnie zwykłowe stopy zwrotu dla konkurentów spółek składających wnioski o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych [Tab. 25]. Na podstawie analizy przeprowadzonej dla konkurentów spółek wnioskujących (zamierzających wnioskować) o upadłość ze względów ostrożnościowych można stwierdzić, że w dniu -2 notowana była istotna statystycznie dodatnia średnia zwykłowa stopa zwrotu. W dniu zdarzenia średnia wartość zwykłowych stóp zwrotu była ujemna, jednak nieistotna statystycznie. W dniach następujących po zdarzeniu średnie zwykłowe stopy zwrotu były ujemne oraz istotne statystycznie dla dni 1 i 4 oraz dodatnie i istotne statystycznie dla dni 2 i 3 [Tab. 25].

Tabela 25 Średnie zwykłowe 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% ***
4	-2,51% ***	-2,61% ***
5	-0,15%	-0,10%
Liczba spółek	36	36

A – wartości bez uwzględnienia korekty Bayesa dla estymacji współczynnika beta w modelu rynkowym dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu Covid-19.

B – wartości uwzględniają korektę Bayesa dla 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.

Poniżej przedstawiono analizę w różnych przedziałach okna zdarzenia [Tab. 26]. 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 zwyżkowa stopa zwrotu była ujemna. W całym oknie zdarzenia rozpatrywanym łącznie wartość skumulowanej średniej zwyżkowej stopy zwrotu nie różniła się istotnie statystycznie od zera.

Dodatkowa analiza liczby przypadków, dla których notowano ujemne i dodatnie skumulowane średnie zwyżkowe stopy zwrotu pokazała, że większość zdarzeń powodowała występowanie ujemnych stóp zwrotu u konkurentów (z wyjątkiem dni od -1 do 1 oraz 2 do 5).

Tabela 26 Skumulowanie 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	Liczba zdarzeń dla których notowano ujemne CAAR _{T1,T2} ^B	Udział liczby zdarzeń dla których notowano ujemne CAAR _{T1,T2} ^B
-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 dla estymacji współczynnika beta w modelu rynkowym dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu Covid-19.

B – wartości uwzględniają korektę Bayesa dla 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 wyników otrzymanych dla całego okna zdarzenia rozpatrywanym łącznie (od dnia -5 do dnia 5) nie można jednoznacznie stwierdzić występowania efektów związanych z upublicznieniem informacji o złożeniu (zamiarze 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 zwyżkowych 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 [Tab. 20] i nieogłaszających [Tab. 26] w dniach od 0 do 1 i w tym podokresie wyniki były istotne statystycznie, co świadczy o występowaniu efektu zarażania.

Dodatkowo, dla oceny, czy rezultaty te nie są zniekształcone przez występowanie okresu COVID-19, przeanalizowano dane dla konkurentów w okresie poprzedzającym tę pandemię (do stycznia 2020 r.) [Tab. 27]. Oznacza to, że przeprowadzono dodatkową analizę dla 14 zdarzeń i 71 spółek konkurencyjnych. W przypadku analizy pomijającej okres COVID-19 potwierdzony został negatywny efekt zdarzenia dla konkurentów spółek składających wnioski o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych. Ujemne skumulowane zwykłe stopy zwrotu dotyczyły okresów -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 zwykłe stopy dla konkurentów (80%), a w całym oknie zdarzenia (-5,5) i zawężonym oknie zdarzenia (-2,2) wszystkie zdarzenia powodowały powstawanie ujemnych średnich zwykłych stóp zwrotu.

Tabela 27 Skumulowanie średnie zwyżkowe stopy zwrotu w wybranych przedziałach czasowych okna zdarzenia – od dnia T1 do T2 – 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 nie rokującą poprawy					
T1, T2	CAAR _{T1,T2} (%)	Liczba zdarzeń dla których notowano dodatnie CAAR _{T1,T2}	Udział liczby zdarzeń dla których notowano dodatnie CAAR _{T1,T2}	Liczba zdarzeń dla których notowano ujemne CAAR _{T1,T2}	Udział liczby zdarzeń dla których notowano ujemne CAAR _{T1,T2}	CAAR _{T1,T2} (%)	Liczba zdarzeń dla których notowano dodatnie CAAR _{T1,T2}	Udział liczby zdarzeń dla których notowano dodatnie CAAR _{T1,T2}	Liczba zdarzeń dla których notowano ujemne CAAR _{T1,T2}	Udział liczby zdarzeń dla których notowano ujemne CAAR _{T1,T2}	
-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				

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 dla oddziaływania pozytywnego efektu na konkurentów ze względu na brak istotności statystycznej otrzymanych rezultatów. Tym niemniej, 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 wnioski ze względu na sytuację nie rokującą poprawy efekt ten wydaje się być 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 (T1,T2), wyniki analiz, przy zastosowaniu współczynnika beta z uwzględnieniem korekty Bayesa dla wyliczenia oczekiwanych stóp zwrotu dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu Covid-19 zaprezentowane są w tabeli poniżej [Tab. 28]. Jak można zauważyć, jedynie dla 5 spośród 15 analizowanych subsektorów odnotowało 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. Analogiczne wnioski postawiono na podstawie oszacowań bez wykorzystania korekty Bayesa [Załącz. 6].

Tabela 28 Skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu dla dni okna zdarzenia od dnia T1 do T2 dla konkurentów spółek składających wnioski o ogłoszenie upadłości w podziale sektorowym (z uwzględnieniem korekty Bayesa dla wyliczenia oczekiwanych stóp zwrotu dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu Covid-19)

Wyszczególnienie	CAAR (T1,T2) (%)							Liczba zdarzeń	Średnia konkurentów przy padająca na zdarzenie
	(-5,-2)	(-1,0)	(-1,1)	(0,1)	(2,5)	(-5,5)	(-2,2)		
Okres T1, T2									
Subsektor									
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
521 odzież i obuwie	-2,85 ***	0,40	-1,01	-2,09 ***	3,69 ***	-0,17	-1,34	3	11,33
2018 rok	-0,65	-0,77	-4,72 ***	-4,71 ***	1,66	-3,71	-2,98	1	13
2019 rok	-3,27	-0,79	0,26	-0,54	-4,75 **	-7,55 **	-0,18	1	9
2020 rok	-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	-3,96	-1,38	-6,72 *	-6,40 **	0,76	-9,91	-5,46	1	1
2017	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.

Celem określenia, jakie czynniki oddziałują na zwykłe stopy zwrotu pojawiające się u konkurentów spółek składających wnioski o ogłoszenie upadłości, tak jak zostało

to opisane w podrozdziale 4.1.2.2., skonstruowano model ekonometryczny. Postać modelu po oszacowaniu parametrów prezentuje się następująco [Wzór 24]:

(24)

$$CAAR(0,1) = -1,3479 - 0,0144 \text{ IND_LEV} + 3,8630 \text{ A_POOR_PROG} + \varepsilon$$

Tabela [Tab. 29] prezentuje natomiast podstawowe charakterystyki modelu.

Tabela 29 Wyniki estymacji KMNK (OLS), zmienna zależna (Y) : CAAR(01)

Zmienna objaśniająca	Współczynnik	Błąd standardowy	t-Studenta	Istotność
Const	-1,3479	0,9532	-1,414	
IND_LEV	-0,0144	0,0035	-4,143	***
A_POOR_PROG	3,8630	1,1706	3,300	***
Średnia arytmetyczna średniej zależnej				0,0180
Odchylenie standardowe zmiennej zależnej				3,4884
Suma kwadratów reszt				79,6435
Błąd standardowy reszt				2,3043
Współczynnik determinacji R-kwadrat				0,6150
Skorygowany R-kwadrat				0,5637
F(5, 12)				11,9815
Wartość p dla testu F				0,0008

*** poziom istotności $\alpha = 0,01$

** poziom istotności $\alpha = 0,05$

* poziom istotności $\alpha = 0,1$

liczba obserwacji $n = 18$

IND_LEV – mediana stopy ogólnego zadłużenia dla subsektora (bez uwzględnienia spółki ogłaszającej) [%]

A_POOR_PROG – zmienna zerojedynkowa opisująca motyw złożenia wniosku o upadłość (1 dla konkurentów spółki ogłaszającej zakwalifikowanej do grupy spółek nierokujących poprawy sytuacji finansowej; 0 dla konkurentów spółki zakwalifikowanej do grupy spółek składających wniosek z powodów ostrożnościowych).

Wszystkie wartości podano z zaokrągleniem do czwartego miejsca po przecinku.

Źródło: opracowanie własne.

Przeprowadzono weryfikację hipotezy o liniowości modelu za pomocą testu nieliniowości (kwadraty zmiennych) i otrzymano statystykę $LM = 0,1592$ z wartością $p = P(\text{Chi-kwadrat}(1) > 0,1592) = 0,6899$, co oznacza że na poziomie istotności $\alpha = 0,05$ nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy, że oszacowany model jest liniowy. Ponadto przeprowadzono test nieliniowości (logarytmy). Otrzymano statystykę $LM = 0,2110$ z wartością $p = P(\text{Chi-kwadrat}(1) > 0,2110) = 0,6460$, co oznacza, że na poziomie istotności $\alpha = 0,05$ nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy, że oszacowany model jest liniowy. Można przyjąć, że występuje liniowa zależność zmiennej objaśnianej od zmiennych objaśniających, a model może być oceniony pozytywnie.

Dla oceny normalności rozkładu reszt został zastosowany test Doornika-Hansena (1994). Uzyskano Chi-kwadrat(2) = 3,1710 z wartością $p = 0,2048$. Oznacza to, że na poziomie istotności $\alpha = 0,05$ nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej, że dystrybuanta empiryczna ma rozkład zerowy.

Heteroskedastyczność rozpatrywana jest w modelach wykorzystujących estymację MNK, szczególnie w przypadku danych przekrojowych. Zweryfikowano hipotezę zerową, że heteroskedastyczność reszt nie występuje. Zastosowano test White'a i otrzymano statystykę LM = 4,1069 z wartością $p = P(\text{Chi-kwadrat}(4) > 4,1069) = 0,3917$, co oznacza, że na poziomie istotności 0,05 nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej. Można uznać, że heteroskedastyczność reszt nie występuje, co należy ocenić pozytywnie.

Współczynnik determinacji R-kwadrat = 0,6150 oznacza, że model wyjaśnia zmienność skumulowanych średnich ponadprzeciętnych stóp zwrotu dla sektorów w przybliżeniu w 62%. Również skorygowany R-kwadrat jest na zadowalającym poziomie (skorygowany R-kwadrat = 0,5637), co należy ocenić pozytywnie.

Oceniono także istotność statystyczną całego modelu regresji. Dla uogólnionego testu Walda, który może być interpretowany jako test istotności współczynnika R-kwadrat, uzyskano statystykę testową F o rozkładzie F-Snedecora na poziomie 11,9815 z wartością $p = 0,0008$. Uzyskane wartości świadczą o tym, że na poziomie istotności 0,05 są podstawy do odrzucenia hipotezy zerowej ($H_0: \text{R-kwadrat} = 0$) i można przyjąć hipotezę alternatywną, że wartość współczynnika R-kwadrat jest istotna statystycznie ($H_1: \text{R-kwadrat} > 0$).

Wszystkie zmienne wykorzystane w modelu mają istotny wpływ na zmienną objaśnianą tj. skumulowaną średnią zwykłą stopę zwrotu uzyskaną dla konkurentów sektorowych spółek składających, bądź zamierzających złożyć wnioski o ogłoszenie upadłości. Zgodnie z oszacowaniami modelu, wzrost wartości zmiennej IND_LEV obrazującej medianę wskaźnika stopy ogólnego zadłużenia konkurentów w danym sektorze powoduje spadek zmiennej objaśnianej. Oznacza to, że w im wyższym stopniu konkurenci spółki ogłaszającej finansują się długiem, tym mniejsze są średnio skumulowane zwykłe stopy zwrotu dla dni od 0 do 1 analizowanego okna zdarzenia. Uzyskany rezultat zgodny z rozważaniami teoretycznymi Langa i Stulza⁶⁹³, że wyższy poziom finansowania długiem oznacza ograniczenie zdolności spółek do wykorzystania

⁶⁹³ Lang, L. H., Stulz, R. Contagion and competitive intra-industry effects..., *op. cit.*, s. 45-60.

zmian w otoczeniu konkurencyjnym, co może wyhamowywać efekt konkurencyjności. Możliwe jest także, że wzmacnia on efekt zarażania w przypadku, gdy upadłość świadczy o problemach całego subsektora (to prawdopodobnie nie jest jednak wystarczające dla wyjaśnienia rezultatów otrzymanych w niniejszym badaniu, gdyż większość subsektorów nie odnotowywała wyraźnie złej sytuacji w odniesieniu *benchmarku*, jakim był makrosektor, co zostało przeanalizowane w podrozdziale 2.6. niniejszej dysertacji).

Współczynnik przy zmiennej zero-jedynkowej *A_POOR_PROG* oznacza, że gdy spółka składa wniosek o upadłość ze względu na sytuację nierokującą poprawy (zgodnie z założeniami podanymi we wcześniejszej części pracy) wówczas, przy innych założeniach stałych, poziom *CAAR₀₁* dla konkurentów średnio jest wyższy, niż w przypadku gdy spółka składa wniosek motywując go względami ostrożnościowymi. Można wnioskować, że gdy sytuacja finansowa spółki ogłaszającej nie rokuje poprawy, wówczas stymulowany jest efekt konkurencyjności u jej rywali. Jest to zgodne z badaniami Joriona i Zhanga⁶⁹⁴, którzy wskazali że w przypadku wniosku o upadłość złożonego zgodnie z Rozdziałem 11 Kodeksu Upadłościowego Stanów Zjednoczonych (dotyczącym reorganizacji) stymulowany jest efekt zarażania, zaś złożenie wniosku o upadłość zgodnie z Rozdziałem 7 tegoż kodeksu (dotyczącym likwidacji spółki) stymuluje efekt konkurencyjności.

Pamiętać jednak należy, że ze względu na stosunkowo niewielką liczbę spółek na rynku krajowym, w odniesieniu do badań przeprowadzonych chociażby na rynku amerykańskim, należałoby wnioskować ostrożnie.

4.2.3. Dyskusja wyników badania empirycznego

Badanie przeprowadzone na podstawie krajowych spółek działających na Rynku Podstawowym Giełdy Papierów Wartościowych 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, doświadczają średnio silnej i negatywnej reakcji w wyniku wystąpienia zdarzenia. W niniejszym badaniu *CAAR_(-1,1)* uzyskany dla

⁶⁹⁴ Jorion, P., Zhang, G. Good and bad credit contagion, *op. cit.*, s. 860-883.

spółek ogłaszających to -25,57% [Tab. 18], co jest wartością zbliżoną do wyników uzyskanych przez Coelho⁶⁹⁵ (wynik w przedziale od -25% do 26%), Kaspereit i Lopatta⁶⁹⁶ (-22,79%) oraz Haensly, Theis i Swanson⁶⁹⁷ (-23,12%), a także z polskimi badaniami Prusaka i Potrykusa⁶⁹⁸ (-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 nie rokującą poprawy.

W przypadku konkurentów spółek ogłaszających (krajowych spółek notowanych na Rynku Głównym GPW i zaklasyfikowanych do tego samego subsektora wg GPW) w dniu zajścia zdarzenia nie zaobserwowano istotnej reakcji. Pozytywne oddziaływanie zdarzenia było widoczne z opóźnieniem – w podokresie okna zdarzenia od 2 do 5 [Tab. 22]. 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 upadłość (Lang i Stulz⁶⁹⁹, Ferris, Jayaraman i Makhija⁷⁰⁰, Hertznel, Officer i Rodgers⁷⁰¹, Caton, Donaldson i Goh⁷⁰²). Pamiętać jednak należy, że w warunkach amerykańskiego systemu prawnego złożenie wniosku o upadłość może nastąpić w zgodzie z Rozdziałem 11 Kodeksu Upadłościowego Stanów Zjednoczonych (nastawionym na reorganizację przedsiębiorstwa) lub Rozdziałem 7 tegoż kodeksu (nastawionym na likwidację przedsiębiorstwa). Z uwagi na niewielką liczbę wniosków składanych w zgodzie z Rozdziałem 7, wszystkie wymienione powyżej badania poświęcone były upadłościom nastawionym na reorganizację. Zdaniem niektórych autorów (Caton, Donaldson i Goh⁷⁰³;

⁶⁹⁵ 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.

⁶⁹⁶ Kaspereit, T.; Lopatta, K. The Solar Shakeout..., *op. cit.*, s. 139-158.

⁶⁹⁷ Haensly, P. J., Theis, J., Swanson, Z., Reassessment of contagion..., *op. cit.*, s. 45-63.

⁶⁹⁸ Prusak, B., Potrykus, M. Short-Term Price Reaction to Filing for Bankruptcy..., *op. cit.*, s. 1-14.

⁶⁹⁹ Lang, L. H., Stulz, R. Contagion and competitive intra-industry effects..., *op. cit.*, s. 45-60.

⁷⁰⁰ Ferris, S. P., Jayaraman, N., Makhija, A. K., The response of competitors..., *op. cit.*, s. 367-395.

⁷⁰¹ Patrz: Hertznel, M. G., Li Z., Officer, M. S., Rodgers, K. J.. Inter-firm linkages and the wealth effects..., *op. cit.*, s. 374-387.

⁷⁰² Caton, G.L., Donaldson, J.; Goh, J. The Intra-industry Effects of Chapter 11..., *op. cit.*, s. 262 – 268.

⁷⁰³ Caton, G. L., Donaldson, J., Goh, J. The Effect of Rivals..., *op. cit.*, s. 304 – 311.

Hertz, Li, Officer i Rogers⁷⁰⁴) rozdział 11 daje ochronę przed wierzycielami dłużnikom, którzy mają dużą szansę na powrót do działalności. Wydaje się więc, że wydzźwięk 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 europejskim (Hurulean, De Jonghe⁷⁰⁵), z wynikami badania przeprowadzonego w oparciu o upadłości zgodne z Rozdziałem 7 Kodeksu Upadłościowego Stanów Zjednoczonych (Jorion i Zhang⁷⁰⁶), a także z wynikami badania związanego z zagrożeniem kontynuacji działalności spółki (Coelho, Peixinho i Terjensen⁷⁰⁷) – gdzie dominował efekt konkurencyjności w badanych próbach.

Analizując wydzźwięk informacji o złożeniu wniosku o upadłość w Polsce, należy zwrócić uwagę, że 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. Tym niemniej, 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 ważny jest motyw złożenia wniosku dla uzyskanej reakcji. W przypadku analizy dokonanej na podstawie zwrotów z akcji **konkurentów spółek składających wniosek o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych**

⁷⁰⁴ Hertz, M. G., Li Z., Officer, M. S., Rodgers, K. J.. Inter-firm linkages and the wealth effects..., *op.cit.*, s. 374-387.

⁷⁰⁵ Hurulean, Ch., De Jonghe, O. Intra--Industry Contagion or Competitive effect in Europe: Evidence from the Credit Default Swap Market, 2017, University of Tilburg, Working Paper, <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=132034>, data dostępu: 27.01.2020 r.

⁷⁰⁶ Jorion, P., Zhang, G. Good and bad credit contagion, *op. cit.*, s. 860-883.

⁷⁰⁷ Coelho L., Peixinho R., Terjensen, S. The intraindustry effects..., *op. cit.*

zaobserwowano negatywny efekt dla wyceny rynkowej ich akcji w podokresie okna zdarzenia od 0 do 1 [Tab. 26]. W związku z tym, że zdarzenie w tym samym kierunku oddziaływało na stopy zwrotu spółek ogłaszających [Tab. 20] 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 [Tab 26]. Analiza kształtowania się stóp zwrotu dla akcji **spółek konkurencyjnych względem spółek składających wnioski o ogłoszenie upadłości ze względu na sytuację finansową nie rokującą poprawy**, wykazała występowanie pozytywnych efektów związanych ze zdarzeniem w przedziałach okna zdarzenia od -1 do 1; 0 do 1; 2 do 5 [Tab. 24]. Biorąc pod uwagę, że zdarzenie w przeciwnym kierunku oddziaływało na spółki ogłaszające [Tab. 20] 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 Zhang⁷⁰⁸, którzy wskazali na odmienną reakcję w stosunku do konkurentów w przypadku upadłości nastawionych na reorganizację i likwidację.

Dodatkowa analiza, przeprowadzona dla potwierdzenia otrzymanych rezultatów w okresie pomijającym okres 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 dla 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 wnioski 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 [Tab. 27].

⁷⁰⁸ Jorion, P., Zhang, G. Good and bad credit contagion, *op. cit.*, s. 860-883.

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) [Tab. 28.]. Dodatkowo oceniono, jak cechy subsektorów, a także samych spółek ogłaszających, oddziałują na otrzymane rezultaty. Modelowanie ekonometryczne wykazało, że w podokresie od 0 do 1 skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu dla konkurentów zmniejszają się, gdy wzrasta poziom finansowania długiem. Przedstawione wyniki mogą wskazywać, że wzrost poziomu finansowania długiem osłabia efekt konkurencyjności z uwagi na niemożność wykorzystania zmian w otoczeniu konkurencyjnym, jak wskazywali Lang i Stulz⁷⁰⁹. Dodatkowo, potwierdzono, że konkurenci spółek składających wniosek o ogłoszenie upadłości z powodu sytuacji finansowej nierokującej poprawy osiągają wyższe skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu niż konkurenci spółek składających wniosek o ogłoszenie upadłości ze względów ostrożnościowych.

⁷⁰⁹ Lang, L. H., Stulz, R. Contagion and competitive intra-industry effects..., *op. cit.*, s. 45-60.

ZAKOŃCZENIE

Zjawisko upadłości przedsiębiorstw jest istotne z punktu widzenia funkcjonowania gospodarek wolnorynkowych i działających w nich przedsiębiorstw z uwagi 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 czasu w sektorach, w których wystąpiło złożenie wniosku o upadłość na przykładzie polskiego rynku giełdowego.

W pracy szczegółowej analizie poddano okres od 2016 do 2020 roku, czyli od momentu wprowadzenia ustawy Prawo Restrukturyzacyjne, która to ustawa zmieniła znacząco polski system prawny w zakresie upadłości. Podejście takie pozwoliło na objęcie analizami stosunkowo jednorodnego okresu pod względem uwarunkowań prawnych.

Mając na uwadze cel niniejszej rozprawy, w rozdziale pierwszym przedstawiono zarówno prawne, jak i ekonomiczne aspekty związane z upadłością przedsiębiorstw. Wskazano, że istnieją problemy definicyjne związane 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 natomiast z formalnym orzeczeniem sądu. Upadłość 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 Prawa Restrukturyzacyjnego w 2016 r., co miało pozwolić na uniknięcie stygmatyzacji przedsiębiorstw, które mają 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 upadłością: na przestrzeni ostatnich lat⁷¹⁰ 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 ścierają się poglądy, 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 niniejszym rozdziale zidentyfikowano sektorowe warunki funkcjonowania przedsiębiorstw w okresie pomiędzy 2016 a 2020 rokiem. W okresie tym 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 koniunktury 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 Rynku Głównego 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 osiągniętej 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 obuwia 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

⁷¹⁰ Od 2016 r., kiedy weszła w życie ustawa Prawo Restrukturyzacyjne

wniosku o upadłość mogły być związane z problemami dotyczącymi 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. Na gruncie 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 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 typy efektów. Efekt zarażania (ang. *contagion effect*) oznacza, że zdarzenie oddziałuje w tym samym kierunku na stopy zwrotu z akcji spółki ogłaszającej i nieogłaszających oraz efekt konkurencyjności (ang. *competitive effect*) oznaczający, 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 założeniu wniosku o upadłość w latach 2016-2020 przez 17 spółek działających na Rynku Głównym GPW wyłoniono 98 spółek konkurencyjnych, które działały w tych samych subsektorach wg 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 bardziej krótkotrwała 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 czy dla całej próby. Na koniec przeprowadzono modelowanie ekonometryczne. Zmienne do modelu dobrano na podstawie przeglądu literatury dokonanego w rozdziale trzecim. 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 dnia 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. Z uwagi 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 oknach zdarzenia uzyskano istotność statystyczną.

Dodatkowo, przeprowadzone modelowanie ekonometryczne przeprowadzone w oparciu o skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu w dniach od 0 do 1 – tj. CAAR(01) wykazało, że:

7. Wzrost stopnia finansowania długiem w sektorze prowadził do spadku zwykłych stóp zwrotu osiąganych przez spółki nieogłaszające.
8. Konkurenci sektorowi spółek składających wniosek o ogłoszenie upadłości ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy notowali wyższe zwykłe stopy zwrotu niż konkurenci sektorowi spółek składających wniosek o upadłość ze względów ostrożnościowych.

Uzyskane 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, doświadczaly negatywnego oddziaływania na rynkową wycenę ich akcji (wniosek 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 cząstkową H2.2, upublicznienie informacji o złożeniu wniosku o upadłość ze względu na sytuację finansową nierokującą poprawy powoduje dominację efektu **konkurencyjności** (wniosek 4). Co więcej, modelowanie ekonometryczne potwierdziło, że motyw złożenia wniosku o upadłość różnicuje reakcję inwestorów (wniosek 8). **Ostatecznie hipoteza główna H2 została potwierdzona (wniosek 3, 4, 5).** Tym niemniej 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 zwykłe stopy zwrotu w wybranych przedziałach okna zdarzenia (wniosek 6).

Hipoteza 3 zakładała natomiast, że na poziom średnich zwykłych stóp zwrotu konkurentów sektorowych w wyniku złożenia wniosku o upadłość istotnie wpływają cechy sektora. Weryfikacji tej hipotezy dopatrywać się można w zaprezentowanym w pracy modelu ekonometrycznym. Zgodnie z wynikami analiz, cechą sektora, jaka determinowała wartość skumulowanych średnich zwykłych stóp zwrotu w przedziale czasowym okna zdarzenia od 0 do 1 był poziom finansowania długiem (wniosek 7).

Autorka dysertacji 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. Tym niemniej, 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 rynku⁷¹¹, 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 okres ten został

⁷¹¹ Na GPW notowane były 434 spółki krajowe w 2016 r. oraz 384 spółki w roku 2020, (Portal Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, <https://www.gpw.pl/statystyki-gpw#5>) zaś liczba rocznych obserwacji dla spółek przekroczyła 100 (z uwzględnieniem danych dla spółek ogłaszających i nieogłaszających).

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 [Tab. 27].

Zawsze kontrowersyjne są także wybory, których należy dokonać przeprowadzając analizę zdarzeń, takie jak wybór miernika zwykłej stopy zwrotu, modelu szacowania oczekiwanej stopy zwrotu, zakreszenie okna estymacji i okna zdarzenia czy dobór testów statystycznych. Autorka dysertacji starała się kierować przeglądem literatury, dokonując powyższych wyborów, jednak zdaje sobie sprawę, że 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 uwagi na relatywnie małą ilość 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 mogą stanowić wskazanie, że określone zdarzenia, 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 analiz można uznać, że analiza efektu zarażania i konkurencyjności wymaga uwzględnienia uwarunkowań regulacyjno-instytucjonalnych gospodarek. Pomimo tego, że rynek amerykański zdaje się być uważany za pewien wyznacznik, oddziaływanie upadłości przedsiębiorstw na innych rynkach, w zależności od obowiązującego systemu prawnego, może być inne. Dodatkowo, z pozoru takie samo zdarzenie, może wywoływać odmienną reakcję inwestorów na określonym rynku, w zależności od kontekstu sytuacyjnego jego zajścia, czy też motywów, które za nim stoją.

Przedstawione w dysertacji badanie dotyczyło oddziaływania informacji o upadłości na kształtowanie się stóp zwrotu z akcji w wybranych sektorach na Głównym Rynku GPW. W ramach dalszych badań zasadne byłoby przeprowadzenie analogicznych badań na rynku NewConnect. Ważnych wskazań prawdopodobnie mogłaby dostarczyć również analiza oddziaływania informacji o restrukturyzacji na stopy zwrotu z akcji.

Obecna sytuacja makroekonomiczna w Polsce czy w Europie stanowi coraz bardziej złożone tło badań, co jest związane w dużej mierze ze zjawiskami wywołanymi konfliktem w Ukrainie (sytuacją geopolityczną i społeczno-gospodarczą po 24.02.2022 r.). Ewentualne wystąpienie stagflacji prowadzić może do wzrostu liczby upadłości

przedsiębiorstw, w tym również spółek akcyjnych. W związku z powyższym, przyszłe badania mogłyby uwzględnić poszerzoną próbę, np. z krajów Europy Środkowej i Wschodniej.

LITERATURA

1. Adamska, A. Bankructwa, upadłości i restrukturyzacja przedsiębiorstw. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, 2012, 22.1, s. 51-57
2. Adamska, A. Ryzyko i odpowiedzialność. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2014, 67 Narzędzia zarządzania finansami, s. 177-184.
3. 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.
4. Aharony, J, Swary, I. Contagion effects of bank failures: Evidence from capital markets. *Journal of Business*, 1983, s. 305-322.
5. Akhigbe, A., Madura, J., Martin, A. D. Intra-industry effects of negative stock price surprises. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2015, 45.3, s. 541-559.
6. 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, 45.1,s. 48-64.
7. Altman, E. I. A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. the *Journal of Finance*, 1984, 39.4, s. 1067-1089.
8. Altman, E., Hotchkiss, E. *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt*. 3rd Edition, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2006.
9. Ang T. C. C., Are Firms with Negative Book Equity in Financial Distress?. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies (RPBFMP)*, 18(03), 2015, s. 1-41.
10. Antkowiak, J. Nowe prawo restrukturyzacyjne i upadłościowe – rewolucja w przepisach i szansa na nowy start dla zadłużonych przedsiębiorstw. *Magazyn Controlling* 44/2016, s. 71-75.
11. Antonowicz P., *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw. Teoria – praktyka gospodarcza – studia regionalne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk, 2015.
12. Armitage, S. Event study methods and evidence on their performance. *Journal of economic surveys*, 1995, 9.1, s. 25-52.;
13. 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, 9.1, 5.
14. 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, 38 (6), s. 778-792.
15. Bailey, D. Boyle, S. E. The Optimal Measure of Concentration. *Journal of the American Statistical Association*, 1971, s. 702-706.
16. Ball, R., Brown, P., An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 1968, s. 159-178.
17. Barber, B. M., Odean, T., Zhu, N. Do noise traders move markets?. EFA 2006 Zurich meetings paper. 2006.
18. Barburski, J. Kapitały własne jako podstawa bezpieczeństwa działalności gospodarczej na przykładzie przedsiębiorstw WIG20. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia*, Nr 67 Narzędzia zarządzania finansami, 2014, s. 117-136
19. Barburski, J. Struktura kapitałowa przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie. *Analiza sektorowa. Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 2017, 484, s. 21-39.

20. Barney, J. B. Looking inside for competitive advantage. *Academy of Management Executive*, 1995, 9.4., s. 49-61.
21. Bartholdy, J., Olson, D., Peare, P. Conducting event studies on a small stock exchange. *The European Journal of Finance*, 2007, 13.3, s. 227-252.
22. Basdas, U., Oran, A. Event studies in Turkey. *Borsa Istanbul Review*, 2014, 14.3, s. 167-188.
23. Batóg, J. Analiza związków między koncentracją, intensywnością kapitałową i rentownością przedsiębiorstw–podejście sektorowe,“. *Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania*, 2008, 2., S. 19-27
24. Baumol, W. J., Panzar, J. C., Willig, R. D. *Contestable Markets and the Theory of Industry Structure*. New York 1982; Harcourt Brace Jovanovich, Inc.
25. Benmelech, E., Bergman, N. K. Bankruptcy and the collateral channel. *The Journal of Finance*, 2011, 66.2, s. 337-378.
26. Benninga, S. *Financial modeling*. MIT press, Londyn 2014.
27. Berger, A. N. The profit-structure relationship in banking--tests of market-power and efficient-structure hypotheses. *Journal of money, Credit and Banking*, 1995, 27.2, s. 404-431.
28. Berry, M. A., Gallinger, G. W., Henderson J.R., Glenn, V. Using daily stock returns in event studies and the choice of parametric versus nonparametric test statistics. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 1990, s. 70-85.
29. Bieniasz, A.; Czerwinska-Kayzer, D. Długość cyklu konwersji gotówki-następstwo różnej konstrukcji mierników. *Journal of Agribusiness and Rural Development*, 2008, 01 [07], s. 17-27.
30. Binder J., *The Event Study Methodology Since 1969*. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1998, 11.2, s. 111-137.
31. Boatright, J. R., *Finance ethics: Critical issues in theory, practice*, 2010, s. 437-455.
32. Bobowski, Z. Wybrane metody statystyki opisowej i wnioskowania statystycznego. *Prace dydaktyczne nr 5, Seria: Nauki społeczne, Wałbrzyska Wyższa Szkoła Zarządzania i Przedsiębiorczości, Wydawnictwo WWSZiP*, 2004, s. 29-35; 38-42.
33. Boguszewski P. [red.] *Instrument szybkiego reagowania na zagrożenia upadłością w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych. Koncepcja i implementacja*, 2014 , s. 19, 25., https://www.parp.gov.pl/images/PARP_publications/pdf/21920.pdf, data dostępu: 04.01.2016 r.
34. Bolek, M., Wolski, R. Profitability or liquidity: Influencing the market value. The case of Poland. *International Journal of Economics and Finance*, 2012, 4.9, s. 182-190.
35. Bolton, P.; Scharfstein, D. S. A theory of predation based on agency problems in financial contracting. *The American economic review*, 1990, s. 93-106.
36. Boone, A. L., Ivanov, V. I. Bankruptcy spillover effects on strategic alliance partners. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103.3, s. 551-569.
37. Boratyńska, K. Koszty bankructwa przedsiębiorstwa na świecie i w Polsce–przegląd dotychczasowych badań. *Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 2009, 78, s. 175-186.
38. Boratyńska, K., *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce*. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Ekonomiczne Problemy Usług, Nr 39* *Finanse 2009-teoria i praktyka*. *Finanse przedsiębiorstw*, 2009, s. 450-457.
39. Borowski, K. The influence of moon phases on rates of return of the Warsaw Stock Exchange indices. *Studia Prawno-Ekonomiczne*, 2016, XCVIII, s. 151-166.
40. Borenstein, S., Rose, N. L. Bankruptcy and pricing behavior in US airline markets. *The American Economic Review*, 1995, 85.2, s. 397-402.
41. Brewer, E., Jackson, W. E. Inter-industry contagion and the competitive effects of financial distress announcements: evidence from commercial banks and life insurance companies (No. WP-02-23). *Federal Reserve Bank of Chicago*, 2002.

42. Brodowska-Szewczuk, J. Konkurencyjność przedsiębiorstw i źródła przewagi konkurencyjnej. *Zeszyty Naukowe Akademii Podlaskiej. Administracja i Zarządzanie*, 2009, 7.80, s. 87-100.
43. Brown, S. J., Warner, J. B. Measuring security price performance. *Journal of financial economics*, 1980, 8.3, s. 205-258;
44. Brown, S. J., Warner, J. B. Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of financial economics*, 1985, 14.1, s. 3-31.
45. Brzeszczyński, J., Gajdka, J., Schabek, T. Koniunktura giełdowa a zmiany w realnej sferze gospodarki w Polsce. *Przegląd Organizacji*, 2009, 7, s. 3-9.
46. Brzeziński, A., Ryśnik, J. Konkurenci jako istotny czynnik rozwoju przedsiębiorstwa na przykładzie klastrów. *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Humanitas Zarządzanie*, 2012, 13.1, s. 37-47.
47. Bulow, J. I.; Geanakoplos, J. D.; Klemperer, P. D. Multimarket oligopoly: Strategic substitutes and complements. *Journal of Political economy*, 1985, 93.3, s. 488-511.
48. Burzała, M. Zmiana wartości oczekiwanej i wariancji stóp zwrotu z indeksów giełdowych w czasie kryzysu. Zażalenie czy wzajemne zależności rynków kapitałowych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2015, 75, s. 83-96.
49. Buszko, M., Buszko, M., Orzeszko, W., Stawarz, M. COVID-19 pandemic and stability of stock market—A sectoral approach. *PLOS ONE*, 2021, 16.5, s. 1-26.
50. 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, 59.2, s. 125-147.
51. Byrka-Kita, K.; Rozkrut D. Stabilność indeksu ryzyka beta na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1999-2006. *Przegląd Organizacji*, 2007, 10, s. 41-45.
52. 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, 11, s. 32-35.
53. Cable, J., Holland K., Modelling normal returns in event studies: a model-selection approach and pilot study. *The European Journal of Finance*, 1999, 5.4, s. 331-341.
54. Campbell, J. Y., Lo A. W, MacKinlay A.C. *The econometrics of financial markets*. Princeton, NJ: princeton University press, 1997, Vol 2, s. 151-152.
55. Cahart, M. On persistence in mutual fund performance. *The Journal of finance*, 1997, 52.1, s. 57-82
56. 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, 9.4, s. 262-268.
57. Caton, G. L., Donaldson, J, Goh, J. The Effect of Rivals When Firms Emerge from Bankruptcy. *Corporate Ownership and Control*, 2008, 6.2, s. 304 – 311.
58. Chamska, K., Ściński, G. Obowiązki informacyjne na głównym parkiecie GPW oraz na rynku NewConnect—analiza porównawcza. *Finanse i Prawo Finansowe*, 2017, 2.14, s. 9-22.
59. Cheng, L. T., McDonald, J. E. Industry structure and ripple effects of bankruptcy announcements. *Financial Review*, 1996, 31(4), s. 783-807.
60. Chi L.C., Tang T. C. The response of industry rivals to announcements of reorganization filing. *Economic Modelling*, 2008, 25.1, s. 13-23.
61. Chi, L.C. Contagion and competitive effects of plan confirmation of reorganization filings: Evidence from the Taiwan Stock Market. *Economic Modelling*, 2009, 26.2, s. 364-369.
62. Chłodnicka, H. Identyfikacja i systematyka kosztów upadłości. *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu*, 2004, 1039 Modele rachunku kosztów i rachunkowości zarządczej, s. 133-142.

63. Chotkowski, J. Rynek jako podstawowa instytucja gospodarki-pojęcie, struktury, efektywność. Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego. *Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 2013, 101, 53-65.
64. Coelho L., Peixinho R., Terjensen, S. The intraindustry effects of going concern audit reports. *CEFAGE-UE Working Papers 2011_23*, University of Evora, CEFAGE-UE (Portugal), 2011, <https://core.ac.uk/download/pdf/6653664.pdf>, data dostępu: 30.09.2021 r.
65. 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.
66. Coelho, L. Business-Bankruptcy After the BAPCPA: Evidence From the Stock Market. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2021, 36.2, s. 304-328
67. Coelho, L. M. Bad news does not always travel fast: evidence from Chapter 11 bankruptcy filings. *Accounting & Finance*, 2015, 55.2, s. 415-442.
68. Coelho, L., Taffler, R., John, K., Bankrupt firms: who's buying?, Working Paper, 2010, SSRN 1572733
69. Columbus, F. (red.), *Politics and Economics of Latin America*, Nova Science Publishers Inc., Huntington, NY 2001, s. 24.
70. 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, 17.1, s. 121-154.
71. Cygler, J. Kooperencja przedsiębiorstw a cykl życia sektora. *Studia i prace Kolegium Zarządzania SGH*, 2008, 90, s. 60-71.
72. Cygler, J. Korzyści kooperencji-oczekiwania i efekty. *Organizacja i Kierowanie*, 2013, 5, s. 60-76.
73. Czapiewski, L. Model CAPM i trójczynnikiowy model Famy-Frencha w analizie zdarzeń na polskim rynku kapitałowym. *Zeszyty Naukowe Uniwersytet Szczeciński. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2015, 73, s. 609-620
74. Czapiewski, L.; Jewartowski, T. Modele krótkoterminowych stóp zwrotu w analizie zdarzeń. *Studia Ekonomiczne/Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach*, 2012, 106 *Finanse w niestabilnym otoczeniu-dylematy i wyzwania: rynki finansowe*, s. 273-286.
75. 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, 42.3, s. 61-80.
76. Czekał, J (red.), *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2008.
77. Dąbek, P. Podstawowe zasady niemieckiego postępowania insolwencyjnego na tle polskiego prawa upadłościowego i układowego. *Zeszyty Naukowe/Akademia Ekonomiczna w Krakowie*, 2004, 657, s. 5-16.
78. Dec, P. (red.), *Niepewność funkcjonowania przedsiębiorstw: bankructwa, restrukturyzacja, likwidacja*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2014.
79. De Wit, B. *Porter on business strategy. Perspectives on Strategy*. Springer, Boston, MA, 1997., s. 7-18.
80. Dimson, E. Risk measurement when shares are subject to infrequent trading. *Journal of Financial Economics*, 1979, 7.2, s. 197-226.
81. Dobson, J. Is shareholder wealth maximization immoral? *Financial Analysts Journal*, 1999, 55.5, s. 69-75.
82. Dolley, J. C., Characteristics and procedure of common stock split-ups. *Harvard Business Review*, 1933, 11.3, s. 316-326.
83. Dominiak, P. *Sektor MSP we współczesnej gospodarce*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005
84. Dorozik, L. (red), *Restrukturyzacja ekonomiczna przedsiębiorstw w świetle polskiego prawa upadłościowego i naprawczego*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.

85. Dow, J.; Gorton, G. Noise traders. National Bureau of Economic Research, Working Paper 12256, 2006.
86. Drazer, A. Political contagion in currency crises. *Currency crises*. University of Chicago Press, 2000. s. 47-67.
87. Dudek, H.; Krawiec, M.; Landmesser, J. M.. *Podstawy analizy statystycznej w badaniach rynku*. Wydawnictwo SGGW, 2011
88. Dudycz, T. *Analiza finansowa*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1999, s. 51.
89. 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.
90. Eckert, Ch. Risk and risk management of spillover effects: Evidence from the literature. *Risk Management and Insurance Review*, 2020, 23.1, s. 75-104.
91. 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.
92. 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, 25, s. 2-5.
93. Engelhardt, N., Krause, M., Neukirchen, D., Posch, P. N. Trust and stock market volatility during the COVID-19 crisis. *Finance Research Letters*, 2021, 38C.;
94. Evans, D. S. The relationship between firm growth, size, and age: Estimates for 100 manufacturing industries, *The journal of industrial economics*, 1987, s. 567-581.
95. Fama, E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 1970, 25.2, s. 383-417.
96. Fama, E. F. Two pillars of asset pricing. *American Economic Review*, 2014, 104.6, s. 1467-85.
97. Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., Roll, R. The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review*, 10 (1), s. 1- 21.
98. Fama, E. F.; French, K. R. A five-factor asset pricing model. *Journal of financial economics*, 2015, 116.1, s. 1-22.
99. 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, 3.4, s. 367-395.
100. 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, 16.2, s. 442-468.
101. Fierla (red.) *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw*, SGH, Warszawa 2009.
102. Firlej, K. Wykorzystanie analizy scenariuszowej otoczenia w określeniu konkurencyjności sektora przedsiębiorstw przemysłu rolno-spożywczego. *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu*, 2006, 1118, t. 1 Agrobiznes 2006: konkurencja w agrobiznesie-jej uwarunkowania i następstwa. T. 1, s. 228-236.
103. 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, 2015.
104. Flaga-Gieruszyńska, K. *Prawo upadłościowe i naprawcze*. C.H. Beck, Warszawa 2004.
105. Foster, G. Intra-industry information transfers associated with earnings releases. *Journal of accounting and economics*, 1981, 3.3, s. 201-232.
106. Freeman, J., Carroll, G. R., Hannan, M. T. The liability of newness: Age dependence in organizational death rates. *American sociological review*, 1983, s. 692-710.
107. Fritsch, M.; Schmude, J. (red.). *Entrepreneurship in the Region*. Springer Science & Business Media, 2007, s. 63.
108. Fujiwara, Y. Chain of firms' bankruptcy: a macroscopic study of link effect in a production network. *Advances in Complex Systems*, 2008, 11.05, s. 703-717.

109. Gajdka, J., Walińska, E. Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka. T2. Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce., 2000
110. Ginevičius, R.; Čirba, S. Additive measurement of market concentration. *Journal of Business Economics and Management*, 2009, 10.3: 191-198.
111. Goedhart, M., Koller, T., Wessels, D. *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. JohnWiley & Sons, New Jersey 2015, s. 285.
112. Goins, S., Gruca, T., S. Understanding competitive and contagion effects of layoff announcements. *Corporate Reputation Review*, 2008, 11.1, s. 12-34.
113. Gołaś, Z., Witczyk, A. Pojęcie i metody oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa. *Journal of Agribusiness and Rural Development*, 2010, 01 [15], s.81-95.
114. Goldstein. *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications*, Policy Analyses in International Economics 55, Institute for International Economics, 1998, s. 7-22, https://piie.com/publications/chapters_preview/22/2iie261x.pdf, data dostępu: 23.02.2021 r.
115. Gołębiowski, G., Tłaczała, A. *Analiza ekonomiczno-finansowa w ujęciu praktycznym*. Difin, Warszawa 2005.
116. Gołębiowski G. Rola kapitału obrotowego i jego wpływ na zarządzanie finansami przedsiębiorstw, www.golebiowski.stansat.pl/publikacje_g/rola%20KON.pdf, data dostępu: 07.07.2017 r.
117. Gorynia M., Łązniewska E., (red.) *Kompedium wiedzy o konkurencyjności*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009, s. 48-67.
118. Gorynia, M. Delimitacja systemów gospodarczych w naukach ekonomicznych. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 1993, nr 2, s. s. 65-72.
119. Gorynia, M. Teoria i polityka regulacji mezosystemów gospodarczych a transformacja postsocjalistycznej gospodarki polskiej. *Zeszyty Naukowe. Seria 2, Prace Habilitacyjne nr 141*, 1995 Poznań.
120. Gorynia, M., Kowalski T. Nauki ekonomiczne i ich klasyfikacja a wyzwania współczesnej gospodarki. *Ekonomista*, 2013, 4, s. 457-474.
121. Gostkowska-Drzewicka M., Majerowska, E. Przynależność sektorowa a wyniki spółek notowanych na GPW w Warszawie. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 2018, 531, s. 139-148.
122. Grant R. M., *Contemporary Strategy Analysis. Seventh Edition*. John Wiley & Sons, Ltd., 2010.
123. Grant, R. M. The resource-based theory of competitive advantage: implications for strategy formulation. *California Management Review*, 1991, 33.3, s. 114-135.
124. Greiner, L. E., *Evolution and revolution as organizations grow*. Readings in strategic management. Macmillan Education UK, 1989, s. 373-387.
125. Griffin, R.W., *Podstawy zarządzania organizacjami*, Wydawnictwo naukowe PWN, Warszawa 2004.
126. Grodzka, D. Zatory płatnicze jako bariera rozwoju przedsiębiorstw (MSP), *Studia BAS 9 Varia: z prac Biura Analiz Sejmowych*, 2007, s. 81-100.
127. Grzegorzewska, E. Zjawisko upadłości przedsiębiorstw w Polsce na tle innych krajów europejskich. *Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 2008, s. 51.
128. 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, 19.2, s. 135-152.
129. Gurgul H. *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*. Wydanie II uaktualnione i rozszerzone. Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2012.
130. Gurgul, S., Podczaszy, J. Niewypłacalność przedsiębiorstwa w ujęciu prawnym i ekonomicznym. *Przedsiębiorczość i Zarządzanie*, 2016, 17.8, cz. 1 Ryzyko i stabilność finansowa w procesach zarządzania, s. 185-196.
131. Hadasik, D.: *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, *Zeszyty Naukowe seria II, prace habilitacyjne, zeszyt 153*, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 1998, s. 157.

132. Hadasik, D.; Kowalski, T. Transformacja makroekonomiczna a upadłość przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990-1995. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 59, 1997, z. 1, s. 53-74.
133. 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, s. 45-63.
134. Hannan, M. T., Freeman, J. The Population Ecology of Organizations'. *American Journal of Sociology*, 1977, 82.5, s. 929-964.
135. Haowen, L. Aggressive Capital Structure and the Myth of Negative Book Equity Firms. Eastern Finance Conference. SWFA 2015 Annual Conference, Southwestern Finance Association, 2015.
136. 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, 115 C.
137. Hashi, I. The Economics of Bankruptcy, Reorganization, and Liquidation: Lessons for East European Transition Economies. *Russian & East European Finance and Trade*, 1997, 33.4, s. 6-34.
138. Helwege, J, Zhang, G. Financial firm bankruptcy and contagion. *Review of Finance*, 2016, 20.4, s. 1321-1362.
139. Hertz 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, 87(2), s. 374-387.
140. Hołda, A. Prognozowanie bankructwa jednostki w warunkach polskich z wykorzystaniem funkcji dyskryminacyjnej ZH, *Rachunkowość*, 2001, nr 5, s. 306-310.
141. 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.
142. Hrycaj, A. Prawo i postępowanie restrukturyzacyjne. Wolters Kluwer, Warszawa 2019.
143. Hunsader, K.; Delcours, N.; Pennywell, G. Competitive strategy and industry contagion following traditional Chapter 11 bankruptcy announcements. *Managerial Finance*, 2013, s. 1032-1055.
144. Hurulean, Ch., De Jonghe, O. Intra--Industry Contagion or Competitive effect in Europe: Evidence from the Credit Default Swap Market, 2017, University of Tilburg, Working Paper, <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=132034>, data dostępu: 27.01.2020 r.
145. Iqbal, Z. The effects of bankruptcy filings on the competitors' earnings. *International Review of Economics & Finance*, 2002, 11.1, s. 85-99.
146. Jackowicz K., Kowalewski O. Koncentracja działalności sektora bankowego w Polsce w latach 1994-2000. *Materiały i studia*, NBP, 2002, 143.
147. Jajuga, K. Jajuga, T. Inwestycje: instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa. Wydawnictwo Naukowe PWN, 2007.
148. Jan, C.L., Ou, J.A., Negative-Book-Value Firms and Their Valuation. *Accounting Horizons*, 26 (1), 2011, s. 91-110.
149. Janik, E. Rejestry upadłości w wybranych państwach europejskich. *Zeszyty Naukowe KUL*, 2018, 61.4, s. 181-194.
150. Jankowska, B. Branża jako mezosystem gospodarczy. *Ruch Prawniczy i Ekonomiczny* 2002, nr 2, s. 234-243.
151. Jankowska, B. Konkurencja wewnątrzbranżowa jako determinanta konkurencyjności przedsiębiorstwa. *Gospodarka Narodowa*, 2002, 4, s. 66-82.
152. Jankowska, B. Międzynarodowa konkurencyjność polskiej branży budowlanej, rozprawa doktorska pod kierunkiem Gorynia M., Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Wydział Zarządzania, Katedra Handlu Międzynarodowego, Poznań 2003.
153. Jaworski, J. Pomiar i analiza przyczynowa płynności finansowej w polskim mikroprzedsiębiorstwie. *Przegląd Organizacji*, 2009, 7-8, s. 49-52.

154. Jeszka, A. Sektor usług logistycznych w teorii i praktyce – wydanie 2. Difin, Warszawa 2013.
155. Jones, T. M.; Felps, W. Shareholder wealth maximization and social welfare: A utilitarian critique. *Business Ethics Quarterly*, 2013, 23.2, s. 207-238.
156. Jorion P. Zhang G. Credit contagion from counterparty risk. *The Journal of Finance*, 2009, 64.5, s. 2053-2087.
157. Jorion, P., Zhang, G. Good and bad credit contagion: Evidence from credit default swaps. *Journal of Financial Economics*, 2007, 84.3, s. 860-883.
158. Jura B, Upadłość przedsiębiorstw na rynku publicznym i niepublicznym w Polsce. *Finanse*, 2016, 9.1., 291-316.
159. Kaczorowski, M. Cykl konwersji gotówki a upadłość przedsiębiorstw. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania*, 2012, 30, s. 169-180.
160. Kahneman, D. Tversky, A. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 1979, 47.2, s. 263-292.
161. Kaldor, N. Professor Chamberlin on monopolistic and imperfect competition. *The Quarterly Journal of Economics*, 1938, 52.3, s. 513-529.
162. Kamiński, J. Metody szacowania siły rynkowej w sektorze energetycznym. *Polityka Energetyczna*, 2009, 12, s. 229-241.
163. Karaś, P., Kravchuk, I. Znaczenie inwestorów instytucjonalnych w finansjalizacji strefy euro. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H–Oeconomia*, 2016, 49.4, s. 185.
164. Karkowska, R.; Kravchuk, I. Struktura inwestorów na GPW w Warszawie w kontekście zmian makroekonomicznych i rynkowych. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 2016, 449, s. 246-256.
165. Kaspereit, T. Lopatta, K. The Solar Shakeout–Capital Market Reactions to Bankruptcy Announcements in the German Solar Industry. *Zeitschrift für Energiewirtschaft*, 2016, 40.3, s. 139-158.
166. 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, 42, s. 531-545.
167. Kijek, A. Analiza zmienności indeksów branżowych GPW w Warszawie przy zastosowaniu modelu GARCH BEKK. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 2014, 365, s. 80-89.
168. Klepka, R. Specyfika kryzysu finansowego w przedsiębiorstwie. *Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 32/2013, s. 139-152.
169. Kolay, M. Gaining through Corporate Bankruptcy: Evidence from Competitors. *International Journal of Business*, 2018, 23.4, s. 339-356.
170. Kołatka, M. Testing the adaptive market hypothesis on the WIG Stock Index: 1994-2019. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 2020, 64.1, s. 131-142.
171. Konat-Staniek, M.; Piątek, E. Niewypłacalność a płynność finansowa w kontekście nowego prawa restrukturyzacyjnego. *Studia Ekonomiczne*, 2016, 299, s. 159-175.
172. Konchitchki, Y.; O'Leary, D. E., Event study methodologies in information systems research. *International Journal of Accounting Information Systems*, 2011, 12.2, s. 99-115.
173. Kopycińska D. (red.).Teoretyczne aspekty gospodarowania. Wydawnictwo Katedra Mikroekonomii US, Szczecin 2005.
174. Kotler, P. Marketing. Dom Wydawniczy REBIS, Poznań 2005.
175. Kotylak, S. Przemysł kreatywny jako element gospodarki elektronicznej. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Ekonomiczne Problemy Usług*, 2013, 105, s. 715-728.
176. Koźmiński, A.K., Latusek-Jurczak, D., *Rozwój Teorii Organizacji*. Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 113.

177. Kozub-Skalska, S. Analiza wskaźnikowa jako narzędzie badania sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu*, 2018, 82, s. 45-56.
178. Krawczyk, G. Metody pomiaru koncentracji rynków transportu miejskiego. *Transport Miejski i Regionalny*, 2014, 5, s. 25-29.
179. 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, 35, s. 13-39.
180. Kruczałak-Jankowska, J. Sprzedaż przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części w ramach przygotowanej likwidacji (tzw. pre-pack). *Gdańskie Studia Prawnicze*, 2018, 39, s. 295-304.
181. Krupski [red.] Zarządzanie strategiczne – ujęcie zasobowe. *Wałbrzyska Wyższa Szkoła Zarządzania i Przedsiębiorczości*, Wałbrzych 2006.
182. Kryzia, D. Poziom konkurencji na światowym rynku gazu ziemnego. *Polityka Energetyczna*, 2016, 19, s. 47-62.
183. Krzeczewski, B.; Krzeczewska, O.; Pastusiak, R. Problemy metodologiczne w ocenie wskaźnika bieżącej płynności finansowej na przykładzie spółek giełdowych. *Zarządzanie i Finanse*, 1, s. 63-80.
184. Krzeczewska, O.; Pastusiak, R. Does bankruptcy filing always mean contagion? Evidence from industry rivals. *International Journal of Finance & Economics*, 2022, 27.1, s. 1357-1366.
185. Kuczyńska-Chałada, M., Furman, J. Wspomaganie strategii przedsiębiorstwa produkcyjnego-studium przypadku. *Przedsiębiorczość i Zarządzanie*, 2016, 17.7, cz. 3 Nowe trendy w zarządzaniu-wybrane uwarunkowania innowacyjności i konkurencyjności, s. 97-112.
186. Kurek, B., Górowski, I. Kary nakładane przez Komisję Nadzoru Finansowego za naruszenie obowiązków informacyjnych w zakresie sprawozdawczości finansowej. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 2019, 102 (158), s. 111-129.
187. Kwiatkowska, E. M. Miary koncentracji–teoria a praktyka ich wykorzystania przez organy regulacyjne na rynkach telekomunikacyjnych. *Metody Ilościowe w Badaniach Ekonomicznych*, 2014, 3.15, s. 189-198.
188. Lally, M. An examination of Blume and Vasicek betas. *Financial Review*, 1998, 33.3, s. 183-198.
189. Lang, L. H., Stulz, R. Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 1992, 32(1), s. 45-60
190. Langer, M. Liberalizacja przepisów dotyczących upadłości konsumenckiej. *Folia Iuridica Universitatis Wratislaviensis*, 2020, 9.1, s. 207-218.
191. 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 r.
192. 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, 16.4, cz. 1, s. 133-149.
193. Letkowski, D. Badanie stabilności współczynnika beta akcji indeksu WIG20. *Studia Ekonomiczne*, 2013, 174, s. 75-87.
194. 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, 53.4, s. 1441-1477.
195. Lewandowicz, M.; Borowski, K. Analiza zjawiska nadreakcji rynku na GPW w Warszawie w okresie 1992–2014. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH*, 2015, 145: 75-95.
196. Lo, A. W. The adaptive markets hypothesis. *The Journal of Portfolio Management*, 2004, 30.5, s. 15-29.

197. Łukiewska, K. Metodologiczne aspekty pomiaru międzynarodowej konkurencyjności branży na przykładzie przemysłu spożywczego. Wydawnictwo Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego w Olsztynie, Olsztyn 2019.
198. Ma, J., Pagan, J. A., Chu, Y. Abnormal Returns to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets. *International Journal of business*, 2009, 14.3., s. 235-250.
199. MacKinlay, A. C. Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 1997, 35.1, s. 13-39.
200. Mączyńska, E. (red). Bankructwa przedsiębiorstw. Wybrane aspekty instytucjonalne. Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008.
201. Mączyńska, E. (red) Procesy upadłościowe i naprawcze w Polsce na tle doświadczeń Unii Europejskiej, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013
202. Mączyńska, E. Zagrożenie i szansa upadłości przedsiębiorstwa. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, 2007, 3 (4), s. 27–33.
203. Mączyńska, E., Upadłości przedsiębiorstw-dysfunkcje, ich przyczyny. *Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie*, 2009, 2, s. 195-209.
204. Mączyńska, E., Zawadzki, M. Dyskryminacyjne modele predykcji bankructwa przedsiębiorstw. *Ekonomista*, nr. 2, 2006, s. 205-235.;
205. Majecka B., Jarocka M., Zachowania rynkowe przedsiębiorstw w teorii i praktyce gospodarczej, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne Oddział w Gdańsku, Gdańsk 2015.
206. Malkiel, B. G. The efficient market hypothesis and its critics. *Journal of economic perspectives*, 2003, 17(1), s. 59-82.
207. Marsh, P. Equity Rights Issues and the Efficiency of the US Stock Market, *The Journal of Finance*, 1979, 34.4, s. 839-862
208. Masiukiewicz, P.; Morawska, S. Koncepcja poprawy efektywności upadłości. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, 2012, 23.2, s. 44-55.
209. Maślanka, T. Mazur-Maślanka, I. Wybrane wskaźniki finansowe w okresie przed upadłością w przedsiębiorstwach budowlanych. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, 2017, 42.1, s. 73-83.
210. Maśnicka, M. Postępowanie restrukturyzacyjne a odpowiedzialność karna członków zarządu spółek i likwidatorów za niezłożenie wniosku o ogłoszenie upadłości w terminie. *Palestra. Pismo Adwokatury Polskiej*, 1-2/2018, s. 116-120.
211. Maynes, E., Rumsey, J. Conducting event studies with thinly traded stocks. *Journal of Banking & Finance*, 1993, 17.1., s. 145-157.
212. McWilliams, A.; Smart, D. L. Efficiency v. structure-conduct-performance: Implications for strategy research and practice. *Journal of Management*, 1993, 19.1, s. 63-78.
213. Migaj, J. Oddłużenie jako podstawowy cel postępowania upadłościowego prowadzonego w stosunku do osób fizycznych nieprowadzących działalności gospodarczej. 2017. Repozytorium Uniwersytetu Wrocławskiego, http://www.repozytorium.uni.wroc.pl/Content/89466/02_15_J_Migaj_Oddluzenie_jako_podstawowy_cel_postepowania_upadlosciowego.pdf, data dostępu 19.07.2021 r.
214. Mioduchowska-Jaroszewicz, E.; Szczepkowska, M. Pozytywne i negatywne skutki upadłości. *Studia i Prace WNEiZ US*, 2016, 43, s. 65-74.
215. Morawska S. (red), *Ekonomia i prawo upadłości przedsiębiorstw – zarządzanie przedsiębiorstwem w kryzysie*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2012, s. 100-111.
216. Moser, T. What is international financial contagion?. *International Finance*, 2003, 6.2, s. 157-178.
217. Mosiejko, L.; Bernardelli, M.; Sierant, A. Płynność finansowa spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA w latach 2002–2017 w ujęciu sektorowym–część. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów/Szkoła Główna Handlowa*, 2019, 173, s. 9-27.
218. Nahotko S. Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach zagrożenia upadłością – podejście finansowe. *AJG Spółka z o.o. – Zakład Pracy Chronionej, Oficyna Wydawnicza, Bydgoszcz* 2003.

219. Nehrebecka, N., Dzik A. M. Konstrukcja miernika szans na bankructwo firmy. Narodowy Bank Polski. Departament Edukacji i Wydawnictw, 2012, s. 3-24.
220. Niebieszczańska, W. Rola restrukturyzacji naprawczej w postępowaniu upadłościowym przedsiębiorstwa. *Studia Ekonomiczne*, 2014, 198, s. 155-169.
221. Nobanee, H.; Al Hajjar, M. An optimal cash conversion cycle. *International Research Journal of Finance and Economics*. March (120), 2014, s. 13-22.
222. Nowak, E. Rachunkowość jako źródło informacji o sytuacji finansowej przedsiębiorstw w ocenie zagrożenia upadłością. *Barometr Regionalny*, 2008, 2 (12), s. 65-72.
223. Nowicki, J. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w sytuacji braku rozdziału funkcji zarządczych od właścicielskich. Praca doktorska. Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań, 2010.
224. Oertel, S.; Walgenbach, P. How the Organizational Ecology Approach Can Enrich Business Research on Small and Medium-Sized Enterprises—Three Areas for Future Research. 2009., s. 250-269.
225. 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, 6(2), s. 151-184.
226. Opler, T. C., Titman, S. Financial distress and corporate performance. *The Journal of finance*, 1994, 49.3, s. 1015-1040.
227. Ostasiewicz, S., Rusnak, Z., Siedlecka, U. *Statystyka. Elementy teorii i zadania*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2006.
228. Ostaszewski, J. Kapitał obrotowy netto w przedsiębiorstwie i metody jego pomiaru. Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2015, s. 185-195 <https://ssl-kolegia.sgh.waw.pl/pl/KZiF/struktura/IF/konferencje/Documents/J.%20Ostaszewski.pdf>, data dostępu 26.07.2021 r.
229. Otwinowski, W. Kryzys i sytuacja kryzysowa. *Przegląd Naukowo-Metodyczny. Edukacja dla Bezpieczeństwa*, 2010, 2, s. 83-89.
230. Pachucki, M., Plutecki, A., Jak prawidłowo wypełniać obowiązki informacyjne. *Poradnik dla emitentów*. Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2018.
231. Pasquariello, P. Imperfect competition, information heterogeneity, and financial contagion. *The Review of Financial Studies*, 2007, 20.2, s. 391-426.
232. Pawlonka, T. Płynność finansowa a wielkość kapitału obrotowego w wybranych przedsiębiorstwach branży mięsnej. *Ekonomika i organizacja gospodarki żywnościowej*, 2011, s. 115-128.
233. Paździor, A. Mankamenty zysku księgowego jako miernika oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa. *Przegląd Organizacji*, 2008, 4, s. 36-39.
234. Paździor, A. Zastosowanie modelu CAPM w warunkach kryzysu. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 2012, 261, s. 321-330.
235. Perepeczo, A. Analiza zdarzenia i jej zastosowania, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2011, nr 33, s. 35-51
236. Pericoli, M., Sbracia, M. A primer on financial contagion. *Journal of economic surveys*, 2003, 17.4, s. 571-608.
237. Peters, E. *Fractal market analysis: applying chaos theory to investment and economics*. John Wiley & Sons, New York, 1994.
238. Peters, E. Fractal structure in the capital markets. *Financial Analysts Journal*, 1989, 45.4, s. 32-37.
239. Pietrzak, M. Problem geograficznego zakresu rynków/sektorów w dobie globalizacji i regionalizacji. *Zagadnienia Ekonomiki Rolnej*, 2014, 1 (338), s. 3-21.
240. Pocięcha, J., Problemy prognozowania bankructwa firmy metodą analizy dyskryminacyjnej. *Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica* nr 205/2007, s. 63-79.
241. Pocięcha, J.; Pawełek, B. Prognozowanie bankructwa a koniunktura gospodarcza. *Zeszyty Naukowe/Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie*, 2011, 873, s. 5-27.

242. Pomykala, J. S., Bankruptcy's Origins in Debtor-Perpetrated Crime, 1999, s. 1-12, <https://ssrn.com/abstract=222377>, data dostępu: 13.04.2017 r.
243. Porter, M. E. How competitive forces shape strategy. Readings in strategic management. Palgrave, London, 1989. s. 133-143.
244. Prędkiewicz K. Uwarunkowania i metody zarządzania wypłacalnością małych i średnich przedsiębiorstw. Praca doktorska, Akademia Ekonomiczna im. Oskara Langego, Wydział Nauk Ekonomicznych, Wrocław 2007.
245. Prusak, B. Ekonomiczna analiza upadłości przedsiębiorstw – ujęcie międzynarodowe. CeDeWu, Warszawa 2011.
246. Prusak, B., Potrykus, M. Intraday price reaction to filing bankruptcy and restructuring proceedings—the evidence from Poland. In: The Digital Disruption of Financial Services. Routledge, 2021. s. 141-164.
247. Prusak, B., Potrykus, M. Short-Term Price Reaction to Filing for Bankruptcy and Restructuring Proceedings—The Case of Poland. Risks, 2021, 9.3: 56, s. 1-14.
248. Prusak, B., Potrykus, M. Short-term price reaction to involuntary bankruptcies filed in bad faith: empirical evidence from Poland. 2020, s. 873-889.
249. Puchalski, T., Statystyka. Wykład podstawowych zagadnień z ćwiczeniami, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1969.
250. Rani, N, Yadav, S.S., Jain, P.K. Mergers and acquisitions. India Studies in Business and Economics., Springer, 2016.
251. 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, 25(4), 402-423.
252. Rekowski M., Mikroekonomia, Akademia, Poznań 2011.
253. Reyes, T., Waissbluth, N. Saddled with Attention: Overreaction to Bankruptcy Filings. International Review of Finance, 2019, 19.4, s. 787-819.
254. 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, 32.4, s. 9-22.
255. Robinson, J. What is perfect competition?. The Quarterly Journal of Economics, 1934, 49.1, s. 104-120.
256. Rogowski, W. Konkurencja na rynku usług bankowych – miary koncentracji. Bank i Kredyt, 2001, s. 43-50.
257. Rogowski, W. Rozważania nad pojęciem upadłość przedsiębiorstwa, czyli upadłość niejedno ma imię. Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Szkoła Główna Handlowa 142, 2015, s. 87-116.
258. Rojek, T. Koncepcja łańcucha wartości w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia, 2014, 66, s. 813-822.
259. Roman, M. Porównanie polskiego i irlandzkiego sektora mleczarskiego z wykorzystaniem modelu SCP. Roczniki Naukowe Stowarzyszenia Ekonomistów Rolnictwa i Agrobiznesu, 2015, 17.3., 326-331.
260. Romanowska M. Odporność przedsiębiorstwa na kryzys. Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH, Warszawa, 2012, 118, s. 7-15.
261. Ropęga, J. Ścieżki niepowodzeń gospodarczych: redukcja zagrożenia niepowodzeniem jako element strategii małej firmy. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, 2013.
262. Rosa G., Konkurencja na rynku usług transportowych, C.H. Beck, Warszawa 2013, s. 21.
263. Rosiek, J., Zyguła, A. Upadłości przedsiębiorstw w Polsce-tendencje i perspektywy. Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie, 2009, 2 (13) t. 2, s. 211-223.
264. Ross, S. A., Westerfield, W. R., Jaffe, J. Corporate Finance. Ninth Edition., McGraw-Hill Irwin, 2010, s. 480-481. <http://course.sdu.edu.cn/G2S/eWebEditor/uploadfile/20121125110341494.pdf>, data dostępu: 02.09.2021 r.

265. Schipper, K. Information transfers, *Accounting Horizons*, 1990, 4.4, s. 97-107.
266. Scholes, M.; Williams, J. Estimating betas from nonsynchronous data. *Journal of financial economics*, 1977, 5.3, s. 309-327.
267. Schumpeter J. A., Kapitalizm, socjalizm, demokracja, s. 2, <http://coin.wne.uw.edu.pl/lhardt/SchumpeterKSD.pdf>, data dostępu 24.07.2020 r.
268. Serra, A. P. Event study tests: a brief survey. *Gestão. Org-Revista Eletrônica de Gestão Organizacional*, 2004, 2.3, s. 248-255.
269. Serra, R. G., Martelanc, R. Estimation of betas of stocks with low liquidity. *Brazilian Business Review*, 2013, 10.1, s. 49-78.
270. Siemińska, E. *Finansowa kondycja firmy, metody pomiaru i oceny*, Poltex, Warszawa 2003.
271. Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
272. Skowrońska, A. Sektor logistyczny jako przykład pojęcia implikowanego intensyfikacją rozwoju rynku. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu* 2011, Nr 235, s. 109-122.
273. Slaper, T. F.; Hall, T. J. The triple bottom line: What is it and how does it work. *Indiana business review*, 2011, 86.1 s. 4-8.
274. Ślepaczuk, R. Anomalie rynku kapitałowego w świetle hipotezy efektywności rynku. *Finansowy kwartalnik internetowy*, 2006, 1, s. 1-10.
275. Ślepaczuk, R. Efektywność rynku instrumentów pochodnych notowanych na GPW w Warszawie. *Ekonomia*, 2004, 12, s. 163-188.
276. Smirlock, M. Evidence on the (non) relationship between concentration and profitability in banking. *Journal of money, credit and Banking*, 1985, 17.1, s. 69-83
277. Smith, D. C.; Strömberg, P. Maximizing the value of distressed assets: Bankruptcy law and the efficient reorganization of firms. Working Paper, 2004., s.1-52 <https://www.hhs.se/contentassets/662e98040ed14d6c93b1119e5a9796a4/worldbank0304.pdf>, data dostępu: 15.01.2020 r.
278. Smith, G. The changing and relative efficiency of European emerging stock markets. *The European Journal of Finance*, 2012, 18.8, s. 689-708.
279. Śniezek, E. *Sprawozdawczość przepływów pieniężnych*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, 2008.
280. Stabryła, A.(red.). *Zarządzanie w kryzysie*. Mfiles.pl, Kraków 2010.
281. Stachowiak, K. Problemy metodologiczne badania sektora kreatywnego. *Rozwój regionalny i polityka regionalna*, 2015, 30: 9–46.
282. Stępień, K. Kluczowe mierniki wyników działalności przedsiębiorstw. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2012, 51, s. 381-390.
283. Stępień, K. Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw. *Difin*, Warszawa 2008, s. 8-9.
284. Stevenson, S. Contagion effects and intra industry information flows: the example of Olympia & York. *Journal of Property Research*, 2000, 17.2, s. 133-145.
285. Stringa, M., Monks, A. Inter-Industry Contagion between UK Life-Insurers and UK Banks: An Event Study. Working Paper no 325, Bank of England, 2007.
286. Strzelczyk, A. Obowiązki informacyjne spółek giełdowych – analiza komunikatów. *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu*, 2013, 2 (34), s. 409-421.
287. 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, 40.3, s. 459-486
288. Światowiec-Szczepańska, J. Renta ekonomiczna a przewaga konkurencyjna przedsiębiorstwa. *Ekonomista*, 2, 2012, s. 203-226.
289. Świerczyński J., *Elementy Dyrektywy Drugiej Szansy w polskim porządku prawnym – Uproszczone 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: 06.04.2022.
290. Szymański, M. Stabilność parametrów modelu rynkowego szacowanego w oparciu o stopy zwrotu WIG, *Metody Ilościowe w Badaniach Ekonomicznych*, 2012, 13 (3), s. 222-231.
 291. Tang, T.C. Effects of announcements of reorganization outcome. *Applied Economics*, 2010, 42.9, s. 1113-1124.
 292. 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, 14.6., s. 1-14.
 293. 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, 14.21, s. 1-25.
 294. Tarczyński, W., Witkowska, D., Kompa, K. Współczynnik beta. *Teoria i Praktyka. Pielaszek Research*, Warszawa 2013, s. 26
 295. Thaler, R. Toward a positive theory of consumer choice. *Journal of economic behavior & organization*, 1980, 1.1, s. 39-60.
 296. Thornhill, S.; Amit R. Learning about failure: Bankruptcy, firm age, and the resource-based view. *Organization science*, 14.5, 2003, s. 497-509.
 297. Tokarski, A. Charakterystyka podstawowych rodzajów upadłości firm w edukacji przedsiębiorczości. *Przedsiębiorczość-Edukacja*, nr 8, 2012, s. 169-182.
 298. Tokarski, A. Kierunki ewolucji systemu upadłościowego w Polsce. *Przedsiębiorczość-Edukacja*, 2015, 11, s. 244-260.
 299. Tokarski, A. Upadłość jako naturalny regulator konkurencji i przedsiębiorczości w gospodarce rynkowej na przykładzie gospodarki polskiej. *Przedsiębiorczość-Edukacja*, Nr 6, s. 101-112.
 300. Tokarski, A., Matuszak, M. Upadłość jako instytucja gospodarki rynkowej. *Przedsiębiorczość-Edukacja*, 2016, 12, s. 199-216.
 301. Tokarski, A., Tokarski, M. Przebieg procesu upadłościowego przedsiębiorstw polskich w xxi w. *Przedsiębiorczość-Edukacja*, 2019, 15.2, s. 248–263.
 302. Tversky, A., Kahneman, D. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *science*, 1974, 185.4157, s. 1124-1131.
 303. Urbaniak, W. Współczynniki koncentracji w analizie ekonomicznej. *Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica*, 2004, s. 288-295
 304. Vaga, T. The coherent market hypothesis. *Financial Analysts Journal*, 1990, 46.6, s. 36-49.
 305. Walecka, A. Konkurencyjność przedsiębiorstw w dobie kryzysu gospodarczego. *Studia Ekonomiczne Regionu Łódzkiego*, 2012 wyd. spec., s.37-51.
 306. Wanat, L., Klus, S. Sytuacja konkurencyjna branży i mezoekonomiczne aspekty polityki sektorowej państwa na przykładzie rynku drzewnego w Polsce. *Rynek-Społeczeństwo-Kultura*, 2015, 1 (13), s. 41-55.
 307. Warner, J. B. Bankruptcy costs: Some evidence. *The journal of Finance*, 1977, 32.2, s. 337-347.
 308. Wąsowski, W. Istota i warunki utrzymania płynności finansowej. *Przegląd Corporate Governance*, 2011, s. 1-25.
 309. Wawak, S. *Metody i techniki diagnozowania w doskonaleniu organizacji*, Mfiles.pl, Kraków 2013, s. 31-37.
 310. Wędzki D., *Analiza sprawności działania, Analiza-Prognoza Finansowa. Niezbędnik analityka*, 2020, <https://analizy-prognozy.pl/wp-content/uploads/Analiza-sprawno%C5%9Bci-dzia%C5%82ania-%E2%80%93ANALIZA-PRYGNOZA-FINANSOWA.pdf>, data dostępu 06.08.2021 r.
 311. Wędzki, D. *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa – przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003.

312. Wędzki, D. Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
313. Weil R.L., Wagner J.M., Frank P.B. (red.), *Litigation services handbook: The role of the financial expert*, 2001.
314. Wernerfelt, B. A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 1984, 5.2, s. 171-180.
315. Willows, G. D., Rockey, J. A. Share price reaction to financial and integrated reports. *South African Journal of Accounting Research*, 2018, 32.2-3, s. 174-188.
316. Witkowski, P. Wpływ podatku od niektórych instytucji finansowych na wartość rynkową banków komercyjnych w Polsce. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2017, 3 (87) cz. 2 Opodatkowanie przedsiębiorstw, s. 189-201.
317. Wróblewski, R. Wybrane problemy zarządzania przedsiębiorstwem w sytuacjach kryzysowych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego w Siedlcach, Seria: Administracja i Zarządzanie*, 2010, nr 14 (87), s. 49-66.
318. Wycisłak, S. Contagion effect and organization. *European Scientific Journal*, 2014, 10.1., s. 17-26
319. Wycisłak S. Efekt zarażania a działalność organizacji. Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2013
320. Wypych, M. Płynność finansowa i zatory płatnicze w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw na tle zmian unormowań prawnych. *Przedsiębiorczość i Zarządzanie*, 2015, t. 16, z. 12, cz. 2, s. 187-203.
321. Wyrobek, J. M., Wybrane Dylematy Szacowania Kosztu Kapitału Własnego Za Pomocą Modelu CAPM (Selected Dilemmas of Estimating the Cost of Equity with the CAPM, 2012, SSRN:2032216.
322. Yarovaya, L., Brzeszczynski, J., Goodell, J. W., Lucey, B. M., Lau, C. K. Rethinking Financial Contagion: Information Transmission Mechanism during the COVID-19 pandemic. SSRN 3602973, 2020.
323. 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, 53.4, s. 776-785.
324. Zabłocka-Kluczka A. Granice organizacji a odporność organizacji na kryzys. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 2013, 299, s. 148-159.
325. Zarzecki D. (red.) *Czas na pieniądź. Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2003, s. 155-157.
326. Zedler, F. *Zarys prawa upadłościowego*. Wolters Kluwer, Warszawa 2016.
327. Ziółkowska, E., Mioduchowska-Jaroszewicz, E., Bednarz, T. Analiza poziomu zadłużenia przedsiębiorstw na przykładzie „dobrych” i „złych” firm w latach 2010–2012. *Wybrane problemy i wyzwania gospodarcze*, s. 203 -214.

AKTY PRAWNE

1. 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
2. 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
3. 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) (Tekst mający znaczenie dla EOG).
 4. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority), Wytyczne dotyczące rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku. Opóźnienie ujawnienia informacji poufnych. ESMA/2016/1478.
 5. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Regulamin Giełdy (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 1 lipca 2021) w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r., z późn. zm.
 6. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego w Systemie UTP (tekst ujednolicony wg stanu prawnego na dzień 16 lutego 2021 r.) uchwalone Uchwałą Nr 1038/2012 Zarządu Giełdy z dnia 17 października 2012 r. z późn. zm.
 7. GPW Benchmark, Regulamin Klasyfikacji Sektorowej, Warszawa 2019., <https://gpwbenchmark.pl/dokumentacja-indeksow-gieldowych>, data dostępu: 17.08.2020 r.
 8. Insolvency Act 1986 (c. 45), Ustawa o niewypłacalności 1986, Wielka Brytania, <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/45/contents>, data dostępu: 12.07.2021 r.
 9. Komisja Europejska, C(2020)7937, Pomoc państwa SA.58255 (2020/N) – Polska – Przedłużenie polskiego programu pomocy na ratowanie i restrukturyzację MŚP (przedłużenie SA.43594)
 10. 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, Nr ref: CESR/06-562b, 2007.
 11. Ministerstwo Sprawiedliwości, Projekt: Krajowy Rejestr Zadłużonych (KRZ), <https://www.gov.pl/web/sprawiedliwosc/projekt-krajowy-rejestr-zadluzonych-krz>, data dostępu 14.07.2020)
 12. 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 r.
 13. Prawo restrukturyzacyjne, Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. Dz.U. 2015 poz. 978.
 14. Prawo upadłościowe i naprawcze, Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r., Dz. U. 2003 Nr 60 poz. 535. – tekst ogłoszony.
 15. Prawo upadłościowe, Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r., Dz. U. 2003 Nr 60 poz. 535.
 16. Projekt ustawy – Prawo restrukturyzacyjne, Nr projektu UA41, <https://bip.kprm.gov.pl/kpr/form/r1204,Projekt-ustawy-Prawo-restrukturyzacyjne.print>, data dostępu 25. 04. 2017 r.
 17. Rozporządzenie Ministra Finansów z dn. 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.
 18. Rozporządzenie Ministra Zdrowia z dnia 13 marca 2020 r. w sprawie ogłoszenia na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej stanu zagrożenia epidemicznego, Warszawa 2020, <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU20200000433/O/D20200433.pdf>, data dostępu 21.09.2021 r.
 19. Rozporządzenie Ministra Zdrowia z dnia 20 marca 2020 w sprawie ogłoszenia na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej stanu epidemii, Warszawa 2020,

- <https://www.gov.pl/attachment/374dc5d1-3d32-4c02-b262-1285d80577f6> , data dostępu 21.09.2021 r.
20. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/848 z dnia 20 maja 2015 r. w sprawie postępowania upadłościowego (wersja przekształcona), Dz.Urz. UE L Nr 141, s. 19
 21. 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. („Rozporządzenie UE 596/2014” lub „Rozporządzenie MAR”).
 22. Rozporządzenie Rady (WE) nr 1346/2000 z dnia 29 maja 2000 r. w sprawie postępowania upadłościowego, Dz.U. L 160 z 30.6.2000, str. 1
 23. 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
 24. Rządowy projekt ustawy – Prawo restrukturyzacyjne z projektami aktów wykonawczych. Druk numer 2824, 2014, <https://orka.sejm.gov.pl/Druki7ka.nsf/0/2978B4B7B0ADFEFDC1257D78003BAB71/%24File/2824.pdf>, data dostępu 19.07.2021 r.
 25. United States Bankruptcy Code, 2020 Edition, Kodeks Upadłościowy Stanów Zjednoczonych, <https://www.usbankruptcycode.org/> , data dostępu 25.08.2021.
 26. 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.
 27. 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)
 28. Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz.U. 1991 nr 35 poz. 155)
 29. 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.
 30. Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz.U. 2006 nr 157 poz. 1119.
 31. 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.
 32. Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 1994 nr 121 poz. 591, art. 3. ust 1. pkt 29.
 33. Ustawa z dnia 5 grudnia 2008 r. o zmianie ustawy – Prawo upadłościowe i naprawcze oraz ustawy o kosztach sądowych w sprawach cywilnych, Dz. U. z 2008 r. Nr 234, poz. 1572
 34. Ustawa z dnia 6 grudnia 2018 r. o Krajowym Rejestrze Zadłużonych, Dz.U. 2019 poz. 55.
 35. 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 r.
 36. 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

1. Alma Market SA w restrukturyzacji, Raport bieżący 34/2017
2. Alma Market SA, Raport bieżący 29/2016
3. B.A.C.D. SA, Raport bieżący 17/2016
4. 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 r.,
5. Bank Światowy (World Bank). Economy Profile Poland, Doing Business 2020, Comparing Business Regulation in 190 Economies, 2020, www.doingbusiness.org, data dostępu 21.07.2021 r.
6. Bank Światowy (World Bank). Global Economic Prospects, Washington 2022, <https://openknowledge.worldbank.org/>, data dostępu: 5.12.2022 r.
7. Białowolski 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: 07.04.2022 r.
8. Braster SA, Raport bieżący 54/2020
9. Chemoservis-Dwory SA, Raport bieżący 31/2018
10. Coface, Raport roczny Coface: Niewypłacalności firm w Polsce w 2020r., Warszawa 2021, http://img.go.coface.com/Web/COFACE/%7B635f800d-875e-49d9-96b9-c9eff82dff87%7D_Niewypalalnosci_w_Polsce_w_2020_ROCZNY_Raport_Coface_ok.pdf, data dostępu: 17.03.2021 r.
11. Coface, Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2019r., Warszawa 2020, http://www.coface.pl/content/download/178826/2950280/file/Upadlosci_Coface_Raport_ROCZNY_2019_ok.pdf, data dostępu: 17.03.2021 r.
12. Coface, Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2018r., Warszawa 2019, http://www.coface.pl/content/download/169952/2794451/file/Inf_Pras_Coface_Upadlosci_Raport_ROCZNY_2018.pdf, data dostępu 17.03.2021 r.
13. Coface, Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2017r., Warszawa 2018, http://www.coface.pl/content/download/159806/2629685/file/Inf_Pras_Coface_Upadlosci_Raport_ROCZNY_2017.pdf, data dostępu 17.03.2021 r.
14. Coface, Raport roczny Coface: Upadłości i restrukturyzacje firm w Polsce w 2016r., 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 r.
15. Drop SA, Raport bieżący 8/2019 i 10/2019
16. Elektrobudowa SA, Raport bieżący 19/2020
17. FTSE Russel, Poland: The journey to developed market status, 2018, May 9, <https://www.ftserussell.com/>, data dostępu: 01.10.2021 r.
18. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Rocznik Giełdowy 2021, dane statystyczne za rok 2020, https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=10, data dostępu 26.08.2021 r.
19. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Statystyki GPW, <https://www.gpw.pl/statystyki-gpw#5>, data dostępu: 31.12.2020 r.
20. 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 r.
21. 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 r.
22. Henryk Kania SA w restrukturyzacji, Raport bieżący 89/2019 i 90/2019

23. Indata SA, https://www.bankier.pl/static/att/emitent/2018-11/skan0905_201811240770350137.pdf, data dostępu: 31.12.2020 r.,
24. Indata SA, Raport bieżący 23/2018 i 26/2018
25. Interma Trade SA, Raport bieżący 22/2020 i 23/2020
26. Kerdos Group SA w restrukturyzacji, Raport bieżący 22/2017i 23/2017
27. Koropracja Dom SA, Raport bieżący 26/2018
28. Kowalewska, A. Polityka drugiej szansy. Opinie przedsiębiorców i ekspertów. Instytut Badawczy ProPublicom i TNS Pentor, Badanie realizowane na zlecenie PARP, Warszawa 2011, <http://www.seipa.edu.pl/s/p/artykuly/90/907/Druga%20szansa%20Badanie%20PARP%202012.pdf>, data dostępu 15.07.2017 r.
29. 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: 07.04.2022
30. Partnerbud SA, Raport bieżący 15/2020
31. 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](http://prcwse.com/raporty_okresowe/2018/Roczny/JednostkoweSprawozdanieFinansowe2017_20180430[1].pdf), data dostępu: 31.12.2020 r.
32. Próchnik SA, Raport bieżący 23/2018 i 24/2018
33. Qumak SA, 2017 Raport Roczny, http://www.qumak.pl/wp-content/uploads/2018/04/SF-Jednostkowe-2017_final_podpisane-1.pdf, data dostępu: 31.12.2020 r.
34. Qumak SA, Raport bieżący 74/2018 i 77/2018
35. SCO-PAK SA w restrukturyzacji, Raport bieżący 7/2019 i 4/2019
36. TXM SA, Raport bieżący 21/2019
37. Vistal SA, Raport bieżący 65/2017

ŹRÓDŁA INTERNETOWE I PRASOWE

1. 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 r.
2. 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 r.
3. Giełda Papierów Wartościowych. 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 r.
4. Komisja Europejska - Komunikat prasowy. W dniu dzisiejszym wchodzi w życie nowe przepisy dotyczące transgranicznych postępowań upadłościowych. Bruksela 2017. Pobrano z: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-1743_pl.pdf, data dostępu 28.08.2017 r.
5. Libiszewski K., Rybacka M. Nowe przesłanki wszczęcia postępowania upadłościowego, <https://codozasady.pl/p/nowe-przeslanki-wszczecia-postepowania-upadlosciowego>, data dostępu 30.09.2021 r.
6. Mączyńska, E. Syndrom hieny upadłościowej. Gazeta Bankowa, 2010, Pobrano z: <http://www.gdansk.pte.pl/pliki/2/10/syndrom%20hieny%20upadlosciowej.pdf>, data dostępu 14.07.2021 r.

7. Orłowski, W. M. Czy świat idzie w stronę stagflacji, Rzeczpospolita <https://www.rp.pl/opinie-ekonomiczne/art37308511-witold-m-orlowski-czy-swiat-idzie-w-strone-stagflacji>, data dostępu: 5.12.2022 r.
8. Portal European Justice, Niedwypłacalność/upadłość. Niemcy. <https://e-justice.europa.eu/447/PL/insolvencybankruptcy?GERMANY&member=1>, data dostępu: 13.04.2022
9. Portal Stockbroker, <https://stockbroker.pl/wskaznik-rotacji-naleznosci/>, data dostępu 07.07.2021 r.
10. Portal Stockbroker, <https://stockbroker.pl/wskaznik-cyklu-zobowiazan-ile-dni-spolki-splacaja-zobowiazania/>, data dostępu 07.07.2021 r.
11. Portal Stockbroker, <https://stockbroker.pl/wskaznik-rentownosci-aktywow-roa/>, data dostępu 07.07.2021 r.
12. Portal Stockbroker, <https://stockbroker.pl/wskaznik-rotacji-zapasow-jak-sprawnie-spolki-zarzadzaja-zapasami/>, data dostępu 07.07.2021 r.
13. Portal Stockbroker, <https://stockbroker.pl/wskaznik-zadluzenia-ogolnego-debt-ratio/>, data dostępu 06.07.2021r.
14. Portal Stockbroker, <https://stockbroker.pl/wskaznik-biezacej-plynnosci-current-ratio/>, data dostępu 07.07.2021
15. Portal Stockbroker, <https://stockbroker.pl/wskaznik-plynnosci-szybkiej-quick-ratio-komu-ciaza-zapasy/>, data dostępu: 07.07.2021 r.
16. Sierakowski B. Ustawa z 15 maja 2015 r. – prawo restrukturyzacyjne (cz. 1). Dziennik Gazeta Prawna, Firma i prawo, nr 184 (4077), 2015, s. c1-c8.
17. 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 r.
18. 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 r.
19. 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 r.
20. Wardyńscy i Wspólnicy, Prawo restrukturyzacyjne i zmiany w prawie upadłościowym. Warszawa, 2015 http://www.codozasady.pl/wp-content/uploads/2015/12/Wardyński-i-Wspólnicy_prawo-restrukturyzacyjne-i-zmiany-w-prawie-upadłościowym1.pdf, data dostępu: 10.07.2017 r.
21. Zimmerman, P. Ustawa z 15 maja 2015 r. – Prawo restrukturyzacyjne (cz. 6). Dziennik Gazeta Prawna, Firma i Prawo, nr 36 (4183), 2016, s. c1-c8.

INNE ŹRÓDŁA

22. Emerging Markets Information Service, <https://www.emis.com/about>
23. Encyclopædia Britannica, <https://www.britannica.com/topic/>
24. Encyklopedia PWN, Wydawnictwo PWN, <https://encyklopedia.pwn.pl/>
25. Główny Urząd Statystyczny, <https://stat.gov.pl/>
26. OECD, <https://www.oecd.org/>
27. Portal Bankier.pl, <https://www.bankier.pl/>
28. Portal Eventstudytools, <https://www.eventstudytools.com/>.
29. Portal Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, <https://www.gpw.pl/>
30. Portal Komisji Nadzoru Finansowego, <https://www.knf.gov.pl/>
31. Portal Money.pl, <https://www.money.pl/>
32. Portal Stooq.pl, www.stooq.pl
33. Rządowe Centrum Legislacji, <https://legislacja.rcl.gov.pl/>
34. Serwis Ekonomiczny Polskiej Agencji Prasowej, biznes.pap.pl

35. Słownik angielsko-polski PWN, Wydawnictwo PWN, <https://translatica.pl/>
36. Słownik Języka Polskiego, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, <https://sjp.pwn.pl/>
37. Słownik PONS, <https://pl.pons.com/>
38. Western Libraries Portal, <https://guides.lib.uwo.ca/bloomberg/equities>, data dostępu 02.10.2020 r.
39. Wielki Słownik Języka polskiego, Instytut Języka Polskiego PAN, praca naukowa finansowana w ramach Narodowego Programu Rozwoju Humanistyki w latach 2015-2018, <https://wsjp.pl/>.

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 zobowi- ązań	rotacja należnoś- ci	zadłużeń 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 przemysłów a 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 przemysłów a i budowlano-montażowa	1,29	0,99	3,24%	7,57%	6,21	3,44	4,20	18,57%
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	2,09%	7,59%	81,35	4,39	6,12	8,25%
	400 produkcja przemysłów a 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 obuwanie	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%
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 – quick 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

Wszystkie wskaźniki pobrane zostały bezpośrednio z bazy EMIS i wyliczone zostały według metodyki stosowanej w tej bazie.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z bazy EMIS.

Załącznik 2 Zmienne objaśniane i objaśniające w badaniach efektów zarażania i konkurencyjności wywołanych zdarzeniami związanymi z zagrożeniem upadłością i upadłością przedsiębiorstw – objaśnienia skrótów.

Zmienna objaśniana:

Δ ROE – 5-letnia zmiana w rentowności kapitału własnego;

CAR (-1,0) - skumulowana zwykła stopa zwrotu w dniach -1 do 0;

CAR (2,21) - skumulowana zwykła stopa zwrotu w dniach -1 do 0;

CAR (-1,1) – skumulowana zwykła stopa zwrotu w dniach -1 do 1;

CAR (-2,2) – skumulowana zwykła stopa zwrotu w dniach -2 do +2;

CAR (-5,5) - skumulowana zwykła stopa zwrotu w dniach -5 do +5;

CAR (-10,10) - skumulowana zwykła stopa zwrotu w dniach -10 do +10;

CSC (-1,1) – skumulowana zmiana spreadu CDS w dniach -1 do 1;

CARC – skumulowana zwykła relatywna zmiana spreadu CDS w dniach -5 do 5.

Zmienne objaśniające:

A_ASSET_SIZE – zmienna zero-jedynkowa opisująca relatywną wielkość aktywów firmy ogłaszającej (1 – wartość przewyższająca medianę dla branży, 0 – pozostałe);

A_DISTRESS – wskaźnik odnoszący się do poziomu kryzysu ekonomicznego spółki;
 A_EARNINGS – zmienna zero-jedynkowa opisująca zyski firmy ogłaszającej (1 – straty przynajmniej w jednym z dwóch analizowanych lat, 0 – zyski w dwóch analizowanych latach);
 A_ELIABILITIES – logarytm naturalny z wartości zobowiązań firmy doświadczającej zdarzenia;
 A_ESIZE – logarytm naturalny z wartości aktywów spółki doświadczającej zdarzenia;
 A_LIABILITIES – zmienna zero-jedynkowa opisująca wartość zobowiązań firmy ogłaszającej (1 – wartość przewyższająca 120 milionów dolarów, 0 – pozostałe);
 A_RANDD – relacja kosztów na badania i rozwój do wartości aktywów spółki ogłaszającej;
 A_ROA – stopa zwrotu z aktywów ogółem spółek doświadczających zdarzenia;
 CAR (11, 30) – skumulowana zwykła stopa zwrotu w dniach 11 do 30 po zdarzeniu;
 CF – stopień podobieństwa przepływów pieniężnych spółek ogłaszających i konkurentów branżowych;
 CORR – korelacja stóp zwrotu pomiędzy firmami doświadczającymi zdarzenia a jej konkurentami branżowymi w okresie poprzedzającym zdarzenie;
 CSM – zmienna zero-jedynkowa odnosząca się do wartości miernika CSM (1 – wartość miernika CSM>0,05; 0 – pozostałe);
 DIV – zmienna zero-jedynkowa odnosząca się do wypłat dywidendy przez spółkę konkurencyjną (1 – spółka wypłacała dywidendę w roku podatkowym poprzedzającym zdarzenie, 0 – spółka nie wypłacała dywidendy);
 DUMMY_HERF – zmienna zero-jedynkowa odnosząca się do poziomu koncentracji sektora (1 – wartość współczynnika HHI powyżej mediany; 0 - pozostałe);
 DUMMY_LEV – zmienna zero-jedynkowa opisująca poziom ogólnego zadłużenia (1 – wartość wskaźnika ogólnego zadłużenia powyżej mediany; 0 - pozostałe);
 E_STOCKPRICE - logarytm naturalny ze średniej ceny akcji firm konkurencyjnych w branży;
 GCGC – zmienna zero-jedynkowa opisująca przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego (1 – spółka konkurencyjna wydała oświadczenie o przestrzeganiu zasad ładu korporacyjnego, 0 – spółka nie złożyła oświadczenia);
 HERF – suma kwadratów udziałów w rynku wszystkich spółek w branży (współczynnik HHI);
 HIGH_LEVHERF – zmienna zerojedynkowa opisująca jednocześnie wysoki poziom ogólnego zadłużenia i wysoki poziom koncentracji sektora (1 – wartość wskaźnika ogólnego zadłużenia i koncentracji powyżej mediany; 0 - pozostałe);
 IND_DISTRESS – zmienna zero-jedynkowa odnosząca się do poziomu stopy zwrotu z akcji konkurentów (1- stopa zwrotu poniżej 30% na 12 m-cy przed złożeniem wniosku; 0 – pozostałe);
 INDRT – średni rating obligacji portfela branżowego;
 INDVOL – zmienność stóp zwrotu z portfeli branżowych w okresie poprzedzającym zdarzenie;
 LEV_HERF – iloczyn wartości wskaźnika zobowiązania ogółem do aktywów ogółem i współczynnika HHI;
 LEV^A – zobowiązania długoterminowe do aktywów ogółem;
 LEV^B – zobowiązania ogółem do aktywów ogółem;
 LOW_LEVHERF – zmienna zero-jedynkowa opisująca jednocześnie niski poziom ogólnego zadłużenia i niski poziom koncentracji sektora (1 – wartość wskaźnika ogólnego zadłużenia i koncentracji poniżej mediany; 0 - pozostałe);
 LOWHERF_HIGHLEV - zmienna zero-jedynkowa opisująca jednocześnie niski poziom koncentracji i wysoki poziom zadłużenia ogółem (1 – wartość współczynnika HHI poniżej mediany a wartość wskaźnika ogólnego zadłużenia powyżej mediany; 0 -pozostałe);
 NO_BANKRUPT – zmienna zero-jedynkowa opisująca ilość upadłości w branży (zmienna zero-jedynkowa, 1 – wiele upadłości, 0 – pojedyncza upadłość);
 PREPACK – zmienna zero-jedynkowa opisująca rodzaj upadłości (1 – upadłość przeprowadzona w formie pre-pack; 0 – pozostałe);
 R_ESIZE – logarytm naturalny z wartości aktywów spółki konkurencyjnej;
 RECESSION – zmienna zero-jedynkowa odnosząca się do warunków makroekonomicznych (1 – zdarzenie w okresie dekoniunktury gospodarczej; 0 – pozostałe);
 ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem;

SAME STATE_BUSINESS – zmienna zero-jedynkowa odnosząca się do rodzaju działalności i siedziby spółki (1 – spółki prowadzące tę samą działalność i posiadające siedzibę w tym samym stanie co spółka ogłaszająca; 0 – pozostałe);

SAME_BUSINESS – zmienna zero-jedynkowa odnosząca się do rodzaju działalności (1 – spółki prowadzące tę samą działalność co spółka ogłaszająca; 0 – pozostałe);

SAME_STATE – zmienna zero-jedynkowa odnosząca się do siedziby spółki (1 – spółki z siedzibą w tym samym stanie co spółka ogłaszająca; 0 – pozostałe);

SUB - zmienna zero-jedynkowa odnosząca się do miejsca w łańcuchu dostaw (1 – spółka konkurencyjna działa na tym samym etapie łańcucha dostaw, co spółka ogłaszająca, 0 – spółka konkurencyjna nie działa na tym samym etapie łańcucha dostaw, co spółka ogłaszająca)

SUE – zmienna zero-jedynkowa odnosząca się do oczekiwanego zysku (1- zdarzeniu towarzyszą wyniki kwartalne odbiegające *in plus* od przewidywanych, 0 – pozostałe)

TRAD - zmienna zero-jedynkowa określająca czy upadłość była tradycyjna (1 – tradycyjna; 0 – pre-pack lub wcześniej negocjowana)

Z_DUMMY – zmienna zero-jedynkowa odnosząca się do wartości modelu Z-score Altmana (1 – wartość wskaźnika Z-score Altmana powyżej 1,81; 0 - pozostałe).

Załącznik 3 Zdarzenia polegające na upublicznieniu informacji o złożeniu wniosku o upadłość przez spółki z Rynku Głównego 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 oddziałujące w dniu zdarzenia i odnoszące 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	<u>Względy ostrożnościowe.</u> 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 restrukturyzacji	13-02-2017; 17:10	32/2017	14-02-2017; 13:36	34/2017	14-02-2017	Nieprawomocne postanowienie o umorzeniu postępowania sanacyjnego.
2017	Kerdos Group SA w restrukturyzacji	28-04-2017; 15:14	22/2017	02-05-2017; 16:40	23/2017	28-04-2017	Podjęcie „decyzji w sprawie zamiaru złożenia (...) zażalenia na postanowienie Sądu (...) w sprawie umorzenia postępowania sanacyjnego Spółki.”
2017	Vistal SA	-	-	05-10-2017; 08:23	65/2017	05-10-2017	<u>Względy ostrożnościowe.</u> „Złożenie wniosku związane jest z dynamicznie zmieniającą się sytuacją (...) i ma na celu zabezpieczenie interesu Spółki, jej akcjonariuszy oraz ogółu wierzycieli. (...) Jednocześnie (...) procedowany jest wniosek o otwarcie postępowania sanacyjnego”
2018	Indata SA	14-03-2018; 23:04	23/2018	16-03-2018; 20:10	26/2018	15-03-2018	„(...) problemy z regulowaniem bieżących zobowiązań, wynikające przede wszystkim z pogorszenia płynności finansowej w całej

							Grupie Kapitałowej.” Rozważane ogłoszenie upadłości Spółki z możliwością zawarcia układu lub przeprowadzenie restrukturyzacji ⁷¹² .
2018	Chemoservis-Dwory SA	-	-	17-05-2018; 13:24	31/2018	17-05-2018	Trudna sytuacja finansowa.
2018	Koropracja Dom SA	-	-	18-05-2018; 23:45	26/2018	21-05-2018	Utrata zdolności do regulowania zobowiązań pieniężnych
2018	Próchnik SA	04-05-2018; 17:40	23/2018	18-05-2018; 17:20	24/2018	07-05-2018	<u>Względny</u> <u>ostrożnościowe.</u> „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 74/2018; 17:32	74/2018	31-10-2018; 14:50	77/2018	26-10-2018	<u>Względny</u> <u>ostrożnościowe;</u> „decyzja o przygotowaniu wniosku o ogłoszenie upadłości Qumak S.A. podjęta zostaje z daleko posuniętej ostrożności” - opóźnienie rozpoznania sprawy o otwarcie

⁷¹² Ostatecznie, zgodnie z RB 26/2018 złożono jedynie wniosek o ogłoszenie upadłości.

							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 ⁷¹³	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	<u>Względy ostrożnościowe.</u> 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 ⁷¹⁴			19-06-2019; 14:42	7/2019	19-06-2019	-
2019	Henryk Kania SA w restrukturyzacji ⁷¹⁵			05-12-2019; 20:02	90/2019	06-12-2019	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	01-04-2020	<u>Względy ostrożnościowe.</u> „Intencją Emitenta jest restrukturyzacja Spółki, a Spółka wyraźnie wskazuje, że jej priorytetem jest

⁷¹³ Wniosek o ogłoszenie upadłości obejmującej likwidację majątku Spółki.

⁷¹⁴ Zgodnie z komunikatem 4/2019 Spółka złożyła zażalenie na postanowienie o umorzeniu postępowania sanacyjnego.

⁷¹⁵ Zgodnie z komunikatem 89/2019 Spółki, Sąd wydał postanowienie o umorzeniu przyspieszonego postępowania układowego Spółki

							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.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.gpw.pl, biznes.pap.pl. Cytowane fragmenty pochodzą z wyszczególnionych w tabeli komunikatów.

Załącznik 4 Statystyki opisowe dla analizowanych zmiennych

Wyszczególnienie	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe
A_ASSET	195,11	93,43	296,7
A_CAP	31,92	16,49	38,93
A_LIABILITIES	184,03	117,19	212,8
HERF	0,46	0,41	0,29
IND_CAP	711,9	199,61	1630
IND_LEV	84,12	40,98	163,6
IND_LEV_LONG	9,98	9,70	4,71
IND_ASSET	687,72	248,18	1228
CAAR(0,1)	-0,02	0,91	3,49

A_ASSET_SIZE – wartość aktywów spółki ogłaszającej [mln PLN]

A_CAP – wartość kapitalizacji spółki ogłaszającej [mln PLN]

A_LIABILITIES – wartość zobowiązań ogółem spółki ogłaszającej [mln PLN]

HERF – współczynnik Herfindahla-Hirschmana dla subsektora

IND_CAP – mediana wartości kapitalizacji dla subsektora (bez uwzględnienia spółki ogłaszającej) [mln PLN]

IND_LEV – mediana stopy ogólnego zadłużenia dla subsektora (bez uwzględnienia spółki ogłaszającej) [%]

IND_LEV_LONGT – mediana stopy zadłużenia długoterminowego dla subsektora (bez uwzględnienia spółki ogłaszającej) [%]

IND_ASSET – mediana wartości aktywów spółek dla subsektora (bez uwzględnienia spółki ogłaszającej)

CAAR(0,1) - skumulowana średnia zwykła stopa zwrotu dla sektora w dniach od 0 do 1 (bez uwzględnienia spółki ogłaszającej) [%]

Wartości podane w zaokrągleniu do dwóch miejsc po przecinku.

Źródło: opracowanie własne.

Załącznik 5 Macierz korelacji analizowanych zmiennych (korelacja rho-Spearmana)

A_ASS ET	A_LI ABIL ITIE S	COV ID	HER F	IND_ CAP	IND_ LEV	IND_LEV _LONGT	IND _AS SET	A_PO OR_P ROG	CAA R(0, 1)	
1	0,92	0,03	-0,15	0,48	0,09	-0,50	0,43	-0,36	0,07	A_ASSE T
	1	0,13	-0,09	0,47	0,20	-0,35	0,46	-0,16	0,23	A_LIABI LITIES
		1	-0,05	-0,39	0,23	0,57	-0,05	0,09	0,23	COVID
			1	0,04	0,42	0,26	0,23	0,11	-0,20	HERF
				1	-0,18	-0,30	0,79	-0,18	0,26	IND_CAP
					1	0,30	0,05	0,07	-0,09	IND_LEV
						1	0,01	0,32	0,37	IND_LEV _LONGT
							1	-0,05	0,44	IND_ASS ET
								1	0,52	A_POOR _PROG
									1	CAAR (0,1)

A_ASSET – wartość aktywów spółki ogłaszającej [mln PLN]

A_LIABILITIES – wartość zobowiązań ogółem spółki ogłaszającej [mln PLN]

COVID – zmienna zero-jedynkowa opisująca złożenie wniosku o upadłość w czasie pandemii COVID-19 (1 – upadłość w okresie pandemii; 0 – pozostałe)

HERF – współczynnik Herfindahla-Hirschmana dla subsektora

IND_CAP – mediana wartości kapitalizacji dla subsektora (bez uwzględnienia spółki ogłaszającej) [mln PLN]

IND_LEV – mediana stopy ogólnego zadłużenia dla subsektora (bez uwzględnienia spółki ogłaszającej) [%]

IND_LEV_LONGT – mediana stopy zadłużenia długoterminowego dla subsektora (bez uwzględnienia spółki ogłaszającej) [%]

IND_ASSET – mediana wartości aktywów spółek dla subsektora (bez uwzględnienia spółki ogłaszającej)

A_POOR_PROG – zmienna zero-jedynkowa opisująca motyw złożenia wniosku o upadłość (1 dla konkurentów spółki ogłaszającej zakwalifikowanej do grupy spółek nierokujących poprawy sytuacji finansowej; 0 dla konkurentów spółki zakwalifikowanej do grupy spółek składających wnioski z powodów ostrożnościowych)

CAR(0,1) - skumulowana średnia zwykła stopa zwrotu dla sektora w dniach od 0 do 1 (bez uwzględnienia spółki ogłaszającej) [%]

Źródło: opracowanie własne.

Załącznik 6 Skumulowane średnie zwyżkowe stopy zwrotu dla dni okna zdarzenia od dnia T1 do T2 dla konkurentów spółek składających wnioski o ogłoszenie upadłości w podziale sektorowym – z wykorzystaniem surowej bety dla estymacji oczekiwanych stóp zwrotu.

Wyszczególnienie	CAAR (T1,T2) (%)							Liczba zdarzeń	Średnia liczba konkurentów przypadająca na zdarzenie
	(-5,-2)	(-1,0)	(-1,1)	(0,1)	(2,5)	(-5,5)	(-2,2)		
Okres T1, T2									
Subsektor									
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	1,96	4,96 ***	8,70 ***	6,77 ***	-1,85	8,82 **	8,07 ***	1	4
412 budownictwo przemysłowe	-7,54 ***	1,34	2,26	2,94	-2,95	-8,23 *	-0,64	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
521 odzież i obuwie	-2,97 ***	0,51	-0,85	-1,88 **	3,84 ***	-0,02	-1,41	3	11,33
2018 rok	-0,65	-0,77	-4,72 ***	-4,71 ***	1,66	-3,71	-2,98	1	13
2019 rok	-3,27	-0,79	0,26	-0,54	-4,75 **	-7,55 **	-0,18	1	9
2020 rok	-5,26 ***	2,86 **	2,51	-0,2	12,65 ***	9,90 ***	-0,63	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	-3,96	-1,38	-6,72 *	-6,40 **	0,76	-9,91	-5,46	1	1
2017	2,29	3,70	3,32	2,29	1,13	6,73	4,37	1	2
720 sprzęt i materiały medyczne	8,50 ***	5,66 **	4,85 *	-1,08	16,17 ***	29,53 ***	28,26 ***	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

Źródło: opracowanie własne.

SPIS RYSUNKÓW

Rysunek 1 Logika interwencji w ramach Polityki Nowej Szansy	23
Rysunek 2. Uproszczony schemat postępowania upadłościowego	28
Rysunek 3 Główne etapy ścieżki niepowodzenia gospodarczego	44
Rysunek 4 Cykl konwersji gotówki	51
Rysunek 5 Przykładowa struktura bilansowa przedsiębiorstwa, w którym wystąpiła niewypłacalność bilansowa, przy jednoczesnym występowaniu dodatniego kapitału pracującego	55
Rysunek 6 Otoczenie przedsiębiorstwa	65
Rysunek 7 Cykl życia sektora	71
Rysunek 8 Pięć sił Portera	80
Rysunek 9 Reakcja cen akcji na zdarzenie w przypadku rynku efektywnego i nieefektywnego	115
Rysunek 10 Schemat zarażania się przedsiębiorstw za pośrednictwem kredytu kupieckiego..	130
Rysunek 11 Transfer informacji w przypadku ogłoszenia informacji o złożeniu wniosku o ogłoszenie upadłości	139
Rysunek 12 Procedura doboru spółek nieogłaszających do próby badawczej	163
Rysunek 13 Schemat przeprowadzonej w badaniu analizy zdarzenia	169
Rysunek 14 Ramy czasowe w analizie zdarzenia - okno estymacji i okno zdarzenia	175
Rysunek 15 Ramy czasowe badania	180
Rysunek 16 Efekt zdarzenia mierzony zwykłą stopą zwrotu akcji spółki i w okresie t	184

SPIS TABEL

Tabela 1. Różne podejścia do pojęcia upadłości i bankructwa prezentowane w literaturze przedmiotu	13
Tabela 2. Charakterystyka obszarów znaczeniowych pojęć „bankructwo” i „upadłość”	16
Tabela 3. Zmiana przesłanek stwierdzenia niewypłacalności wg Ustawy z dn. 28 lutego 2003 r.	24
Tabela 4 Pierwotnie wprowadzone rodzaje postępowań przewidziane przez Ustawę Prawo restrukturyzacyjne	33
Tabela 5 Przykładowe podejście do rozróżnienia pojęcia sektor i branża w literaturze przedmiotu	68
Tabela 6 Najczęściej stosowane miary koncentracji w badaniach rynku	74
Tabela 7 Porównanie struktur konkurencyjnych rynku	76
Tabela 8 Ogólna liczba upadłości i restrukturyzacji w latach 2016-2020 w poszczególnych sektorach	93
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 Rynku Głównym GPW	99
Tabela 11 Sposoby oddziaływania upadłości na spółki w sektorze prezentowane w literaturze przedmiotu	132
Tabela 12 Zmienne objaśniane i objaśniające w badaniach efektów zarażania i konkurencyjności wywołanych zdarzeniami związanymi z zagrożeniem upadłością i upadłością przedsiębiorstw – wyniki studiów literaturowych.....	152

Tabela 13 Przynależność sektorowa spółek upubliczniających informacje o złożeniu wniosku o upadłość w okresie VIII 2016-XII 2020.....	160
Tabela 14 Rozkład analizowanych zdarzeń w poszczególnych latach analizy	162
Tabela 15 Statystyki opisowe dla przedsiębiorstw składających (zamierzających składać) wnioski o ogłoszenie upadłości	164
Tabela 16 Statystyki opisowe dla przedsiębiorstw nieogłaszających	165
Tabela 17 Średnie zwykłe stopy zwrotu spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość w poszczególnych dniach okna zdarzenia	192
Tabela 18 Skumulowanie średnie zwykłe stopy zwrotu spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość w wybranych przedziałach czasowych okna zdarzenia - od dnia T1 do T2.....	192
Tabela 19 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 ...	194
Tabela 20 Skumulowanie 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 nie rokującą poprawy i ze względów ostrożnościowych	195
Tabela 21 Średnie zwykłe stopy zwrotu konkurentów spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o ogłoszenie upadłości w poszczególnych dniach okna zdarzenia.....	197
Tabela 22 Skumulowanie średnie zwykłe stopy zwrotu konkurentów spółek upubliczniających informację o złożeniu (zamiarze złożenia) wniosku o upadłość w wybranych przedziałach czasowych okna zdarzenia – od dnia T1 do T2.....	198
Tabela 23 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 nie rokującą poprawy	200
Tabela 24 Skumulowanie średnie zwykłe 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 nie rokującą poprawy	201
Tabela 25 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.....	202
Tabela 26 Skumulowanie średnie zwykłe 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	203
Tabela 27 Skumulowanie średnie zwykłe stopy zwrotu w wybranych przedziałach czasowych okna zdarzenia – od dnia T1 do T2 – w zależności od motywu złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości. Analiza w okresie poprzedzającym pandemię COVID-19	205
Tabela 28 Skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu dla dni okna zdarzenia od dnia T1 do T2 dla konkurentów spółek składających wnioski o ogłoszenie upadłości w podziale sektorowym (z uwzględnieniem korekty Bayesa dla wyliczenia oczekiwanych stóp zwrotu dla zdarzeń zaistniałych w czasie kryzysu Covid-19.....	206
Tabela 29 Wyniki estymacji KMNK (OLS), zmienna zależna (Y) : CAAR(01).....	208

SPIS WYKRESÓW

Wykres 1 Liczba postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych w latach 2008-2020	37
Wykres 2 Wartości punktowe wskaźnika resolving insolvency dla Polski w latach 2004-2020	38
Wykres 3 Pięć faz wzrostu organizacji	40
Wykres 4. Typowy cykl życia przedsiębiorstwa.....	43
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.....	100
Wykres 8 Efektywność działania w subsektorze kosmetyki i chemia gospodarcza na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2017 - wskaźniki rotacji zapasów, zobowiązań i należności.....	101
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.....	102
Wykres 10 Zadłużenie w subsektorze kosmetyki i chemia gospodarcza na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2017 - wskaźnik ogólnego zadłużenia.....	102
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.....	103
Wykres 12 Efektywność działania w subsektorze odzież i obuwie na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2020 - wskaźniki rotacji zapasów, zobowiązań i należności.....	104
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	105
Wykres 14 Zadłużenie w subsektorze odzież i obuwie na tle makrosektora dobra konsumpcyjne w roku 2020 – wskaźnik ogólnego zadłużenia.....	105
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.....	106
Wykres 16 Efektywność działania w subsektorze artykuły codziennego użytku na tle makrosektora handel i usługi w roku 2017 - wskaźniki rotacji zapasów, zobowiązań i należności	107
Wykres 17 Rentowność w subsektorze w subsektorze artykuły codziennego użytku na tle makrosektora handel i usługi w roku 2017- wskaźnik rentowności aktywów ROA i rentowności kapitałów własnych ROE.....	108
Wykres 18 Zadłużenie w w subsektorze artykuły codziennego użytku na tle makrosektora handel i usługi w roku 2017– wskaźnik ogólnego zadłużenia.....	108
Wykres 19 Udział inwestorów w obrotach na Głównym Rynku na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie	119
Wykres 20 Liczba zdarzeń w przekroju makrosektorów	161

SPIS ZAŁĄCZNIKÓW

Załącznik 1 Wyniki analizy wskaźnikowej przeprowadzonej dla subsektorów, w latach, w których wystąpiła upadłość.	244
Załącznik 2 Zmienne objaśniane i objaśniające w badaniach efektów zarażania i konkurencyjności wywołanych zdarzeniami związanymi z zagrożeniem upadłością i upadłością przedsiębiorstw – objaśnienia skrótów.....	245
Załącznik 3 Zdarzenia polegające na upublicznieniu informacji o złożeniu wniosku o upadłość przez spółki z Rynku Głównego GPW w okresie VIII 2016 - XII 2020.....	247
Załącznik 4 Statystyki opisowe dla analizowanych zmiennych.....	251
Załącznik 5 Macierz korelacji analizowanych zmiennych (korelacja rho-Spearmana)	252
Załącznik 6 Skumulowane średnie zwykłe stopy zwrotu dla dni okna zdarzenia od dnia T1 do T2 dla konkurentów spółek składających wnioski o ogłoszenie upadłości w podziale sektorowym – z wykorzystaniem surowej bety dla estymacji oczekiwanych stóp zwrotu.....	253