Ocena kondycji ekonomicznej przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym w świetle Prawa upadłościowego

Agata Gniadkowska-Szymańska, Monika Bolek*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest przedstawienie zasad oceny kondycji ekonomicznej przedsiębiorstw na rynku kapitałowym.

Metodologia badania – Artykuł ma charakter opracowania teoretycznego, w którym przedstawiono przegląd metod oceny kondycji ekonomicznej przedsiębiorstw.

Wynik – W wyniku przeprowadzonej analizy przedstawiono założenia do ekonomicznej oceny kondycji przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym w kontekście jego wartości i oczekiwań inwestorów.

Oryginalność/wartość – Jako oryginalną wartość można uznać propozycję oceny kondycji ekonomicznej przedsiębiorstw w powiązaniu z ich wartością i oczekiwaniami inwestorów, nie tylko zagrożenia bankructwem modelowanym z wykorzystaniem wskaźników finansowych.

Słowa kluczowe: ocena ekonomiczna spółki, prawo upadłościowe

Wprowadzenie

Zapisana w ustawie Prawo upadłościowe ocena kondycji ekonomicznej przedsiębiorstw na rynku kapitałowym związana jest z celem ich działalności, jakim jest maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy. Przez przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym autorki rozumieją spółki pozyskujące kapitał w drodze emisji instrumentów finansowych, które są przedmiotem obrotu na rynku wtórnym. Na rynku kapitałowym charakterystyczne jest to, że ocena kondycji ekonomicznej przedsiębiorstwa dokonywana jest m.in. w odniesieniu do oczekiwań inwestorów, którzy weryfikują na bieżąco decyzje podejmowane przez zarząd. Maksymalizacja wartości, a co za tym idzie, rentowności związana jest z zarządzaniem płynnością finansową, której minimalny poziom wpływa na maksymalizację rentowności, ale także może doprowadzić przedsiębiorstwo do upadłości będącej wynikiem braku wypłacalności.

Wartość, dzięki której można obiektywnie ocenić kondycję ekonomiczną przedsiębiorstw, odgrywa kluczową rolę na rynku kapitałowym, którego mechanizmy pozwalają na optymalizację przepływów kapitałowych i zaspokajanie oczekiwań inwestorów

* dr Agata Gniadkowska-Szymańska, Uniwersytet Łódzki, Katedra Rynku i Inwestycji Kapitałowych, e-mail: agata.gniadkowska@uni.lodz.pl; dr Monika Bolek, Uniwersytet Łódzki, Katedra Rynku i Inwestycji Kapitałowych, e-mail: monika.bolek@uni.lodz.pl

w kontekście efektywności działania jednostek gospodarczych. Połączenie celów kapitałowych i ograniczeń prawnych prowadzi do optymalizacji kształtowania wartości przedsiębiorstwa. Zgodnie ze znowelizowanym brzmieniem art. 11 Prawa upadłościowego, dłużnik jest niewypłacalny, jeżeli utracił zdolność do wykonywania swoich wymagalnych zobowiązań pieniężnych. Nowa definicja kładzie nacisk na badanie stanu ekonomicznego dłużnika, przełamując nieco praktykę sądów polegającą na badaniu tylko formalnej strony pojęcia niewypłacalności. W tym kontekście należy zwrócić uwagę na modele upadłości, których budowa i aplikacja powinny wspomagać ocenę kondycji spółki, aczkolwiek rzadko odwołują się one do wartości rynkowych.

Celem artykułu jest prezentacja problemu oceny kondycji ekonomicznej przedsiębiorstw działających na rynku kapitałowym w kontekście obowiązującego Prawa upadłościowego oraz oczekiwań inwestorów. W związku z tym w artykule przedstawiono zagadnienia zawarte w znowelizowanym Prawie upadłościowym, modele oceny kondycji ekonomicznej przedsiębiorstwa w kontekście upadłości, zasady kształtowania struktury aktywów i pasywów oraz czynniki determinujące wartość przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym, a co za tym idzie, jego kondycję ekonomiczną.

1. Prawo upadłościowe w Polsce

Dotychczas polskie prawo nieprecyzyjnie definiowało niewypłacalność dłużnika oraz to, kiedy można występować do sądu z wnioskiem o ogłoszenie upadłości takiego podmiotu. Dopiero nowelizacja ustawy Prawo upadłościowe (Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe), która weszła w życie na początku 2016 roku doprecyzowała wiele niejasnych zapisów poprzedniej ustawy. Zgodnie ze znowelizowanym art. 11 Prawa upadłościowego, dłużnik jest niewypłacalny, jeżeli utracił zdolność do wykonywania swoich wymagalnych zobowiązań.

Wcześniejszy stan prawny niewypłacalność dłużnika łączył z niewykonywaniem swoich wymagalnych zobowiązań pieniężnych. Taka definicja niewypłacalności mogła pozwalać na to, że każdy wierzyciel posiadający wierzytelność z tytułu niezapłaconej faktury mógł wystąpić z wnioskiem o ogłoszenie upadłości. Dla określenia, czy dłużnik jest niewypłacalny, nieistotne było, czy nie wykonuje wszystkich zobowiązań pieniężnych czy też tylko niektórych z nich. Mało znacząca była również wielkość niewykonywanych przez dłużnika zobowiązań. Niewykonywanie zobowiązań nawet o niewielkiej wartości w istocie prowadzić mogło do ogłoszenia upadłości (Wierzba, 2000). Posiadanie zdolności spółki do wywiązywania się ze swoich zobowiązań nie oznacza wcale utrzymywania takiego stanu środków pieniężnych w kasie lub na rachunkach bankowych, które pokrywałyby w całości zobowiązania (Dudycz, 1999, s. 39–40). Na przykład Mączyńska i Zawadzki (2006) uważają, że posiadać płynność to znaczy tak sterować wpływami i wydatkami, aby wpływy były w stanie zrównoważyć wydatki, a ewentualne zachwiania regularności we wpływach i wydatkach kompensować z rezerwy środków pieniężnych utrzymywanych na ten cel.

Natomiast nowa definicja niewypłacalności kładzie nacisk na badanie stanu ekonomicznego dłużnika (Stepień, Strąk, 2004), przełamując dotychczasową praktykę polegającą na badaniu tylko formalnej strony pojęcia niewypłacalności. Ekonomiczne kryterium upadłości dotyczy różnych warunków utrudniających lub uniemożliwiających terminowe wypełnienie zobowiązań finansowych (zob. Grice, Dugan, 2001; Kahay, 1997; Platt, Platt, 2002). Zakłada się przy tym, że dłużnik utracił zdolność do wykonywania swoich wymagalnych zobowiązań pieniężnych, jeżeli opóźnienie w ich wykonaniu przekracza trzy miesiące. Pozwala to dłużnikowi wykazać, że sam fakt niewykonywania wymagalnych zobowiązań pieniężnych przez okres przekraczający trzy miesiące nie oznacza, że na trwałe utracił on zdolność do ich wypełnienia. Zgodnie z ust. 2, dłużnik będący osobą prawną albo jednostką organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej, której odrębna ustawa przyznaje zdolność prawną, jest niewypłacalny także wtedy, gdy jego zobowiązania pieniężne przekraczają wartość jego majątku, a stan ten utrzymuje się przez okres przekraczający dwadzieścia cztery miesiące.

Wszystkie wprowadzone zmiany w nowej definicji niewypłacalności odpowiadają potrzebom obrotu gospodarczego (Mączyńska, 2004). Dzięki nowelizacji ustawy Prawo upadłościowe sam brak zapłaty nie jest wyraźnym sygnałem niewypłacalności dłużnika i bezwzględną przesłanką ogłoszenia jego upadłości. W takich przypadkach sąd będzie zobowiązany zbadać sytuację ekonomiczną i finansową dłużnika, w tym jego płynność finansową i wysokość zadłużenia.

2. Modele upadłości

Badanie sytuacji ekonomicznej wiąże się z ustaleniami poziomu płynności i modelami upadłości, ale powinno także uwzględniać oczekiwania inwestorów w kontekście maksymalizowania wartości przedsiębiorstwa. Możliwość przewidzenia upadłości przedsiębiorstwa zawsze stanowiła obszar zainteresowania wielu naukowców, dlatego zaczęto podejmować próby skonstruowania takich narzędzi, które wystarczająco precyzyjnie mogą określić, czy przedsiębiorstwo jest zagrożone bankructwem czy nie. Powszechna potrzeba budowy tego typu narzędzi pojawiła się po raz pierwszy w czasach wielkiego kryzysu na przełomie lat dwudziestych i trzydziestych XX wieku. W toku prowadzonych badań i analiz wypracowano wówczas nowe metody, które pozwalały na względnie szybką i skuteczną ocenę kondycji przedsiębiorstwa na podstawie danych ekonomiczno-finansowych (Franc-Dąbrowska, Zbrowska, 2008, s. 251). Należy przy tym podkreślić, że rozwiązania te wykorzystywały głównie informacje ze źródeł wewnętrznych, tj. pochodzące z bilansu oraz rachunku zysków i strat.

Jedne z pierwszych prac nad stworzeniem modelu przewidującego upadłość spółki prowadzone były już w roku 1968 przez Altmana (1968, s. 589–609), którego można uznać za prekursora w wykorzystaniu wielowymiarowej analizy dyskryminacyjnej do prognozowania zagrożenia upadłością przedsiębiorstwa. Zapoczątkowane przez niego badania były

następnie kontynuowane przez licznych autorów opracowujących podobne modele dla gospodarek różnych państw oraz stosujących coraz bardziej nowoczesne metody wielowymiarowej analizy danych (zob. Waśniewski, Skoczylas, 1993; Kasiewicz, 1996, 1998; Kumar, Ravi, 2007).

W Polsce także zainteresowano się problemem prognozowania bankructwa, zwłaszcza w czasie, kiedy gospodarka przechodziła proces transformacji. Jednak, jak się okazało dzięki badaniom przeprowadzonym między innymi przez Gaszę (1997), Prusaka (2005) i Stefańskiego (2010, s. 251–264), modele opracowane na podstawie danych przedsiębiorstw z innych krajów nie powinny być wykorzystywane w warunkach polskich. Badacze ci uznali, że zastosowanie modeli zagranicznych do oceny zagrożenia bankructwem w warunkach polskich daje wyniki obciążone wysokim błędem. W związku z tym powstała potrzeba budowy modeli dyskryminacyjnych dla polskich realiów gospodarczych. Wielu polskich naukowców zajęło się tym problemem, co spowodowało powstanie modeli bazujących na różnych wskaźnikach. W tabeli 1 przedstawiono zestawienie wybranych polskich modeli predykcji bankructwa, które autorki niniejszego opracowania uważają za najistotniejsze. Jednak analiza kondycji ekonomicznej przedsiębiorstwa jedynie w kontekście prawdopodobieństwa jego upadku jest niewystarczająca, a jeżeli celem działania przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym jest maksymalizacja jego wartości, to należy raczej odpowiedzieć na pytanie, czy cel ten jest realizowany.

Tabela 1

Przegląd modeli bankructwa

Publikacja	Zestaw reguł klasyfikacyjnych	Badana próba
1	2	3
M. Pogodzińska, S. Sojak (1995)	punktem granicznym jest zero: jeżeli $ZPS > 0$, przedsiębiorstwo ma dobrą kondycję finansową, zaś gdy $ZPS < 0$, przedsiębiorstwo jest zagrożone upadłością; sfera pośrednia $< -0,454, 0,090 >$	próba badawcza liczyła 10 przedsiębiorstw, które były zlokalizowane na Dolnym Śląsku, przy czym 4 z nich były przedsiębiorstwami przemysłowymi, 2 handlowymi, 2 rolniczymi, a 2 budowlanymi
J. Gajdka, D. Stos (1996)	„szara strefa” w tym modelu mieści się w przedziale $< -0,49; 0,49 >$, a wartością graniczną jest zero; dla $Z < 0$ przedsiębiorstwo klasyfikowane jest do grupy zagrożonych upadkiem, dla $Z > 0$ do grupy jednostek o dobrym standingu	model został opracowany na podstawie zbilansowanej próby składającej się z 34 obiektów (17 przedsiębiorstw upadłych, którym przyporządkowano 17 jednostek „zdrowych” o podobnym profilu działalności), na podstawie sprawozdań finansowych z dwóch lat, tj. 1994 i 1995
D. Hadasik (1998)	wartość graniczna, na podstawie której dokonywana jest ocena zagrożenia upadłością, wynosi zero	do zbudowania modelu zostały wykorzystane przedsiębiorstwa znajdujące się w dobrej kondycji ekonomiczno-financej oraz przedsiębiorstwa zagrożone upadłością, które w latach 1991–1997 złożyły wniosek o ogłoszenie upadłości

1	2	3
D. Wierzbą (2000)	im większa od zera wartość funkcji, tym lepsza kondycja finansowa przedsiębiorstwa; spółki, dla których obliczone wartości funkcji są ujemne, są zagrożone upadłością	model stworzono z wykorzystaniem danych pochodzących z 24 przedsiębiorstw zagrożonych upadkiem oraz z 24 o dobrej kondycji finansowej; grupę zagrożonych upadkiem stanowiły jednostki, względem których upadłość została ogłoszona wyrokiem Sądu Gospodarczego lub wobec których w latach 1995–1998 trwało postępowanie układowe
Model poznański M. Hamola, B. Czajka, M. Piechocki (2004)	w tym modelu przedsiębiorstwa zagrożone upadłością w perspektywie jednego roku osiągają ujemną wartość wskaźnika W, przedsiębiorstwa niezagrożone zaś dodatnią	model został opracowany na podstawie analizy sprawozdań finansowych próby 100 spółek prawa handlowego z lat 1999–2002 (z czego połowę stanowiły firmy zdrowe); jako upadłe przyjęto spółki, dla których przeprowadzono postępowanie upadłościowe lub układowe; dobierając spółki zdrowe kierowano się porównywalną wielkością aktywów
D. Appenzel-ler, K. Szarzec (2004)	$Z > 0$ – brak zagrożenia upadłością	w procesie budowy modelu za upadłe lub zagrożone upadłością przyjęto spółki publiczne, wobec których w latach 2000–2002 zgłoszono w sądzie przynajmniej jeden wniosek o upadłość lub o otwarcie postępowania układowego, niezależnie od tego, jakie skutki prawne miały te wnioski; próba złożona była z 34 spółek zagrożonych upadłością; spółki zdrowe dobrano w taki sposób, by każda z nich odpowiadała jednej ze spółek upadłych
B. Prusak (2005)	dla tego modelu punkt graniczny został ustalony na poziomie $-0,13$. Oszacowana wartość funkcji $ZP1 \leq -0,13$ wskazuje na przedsiębiorstwo zagrożone upadłością w perspektywie roku; jeżeli wartości funkcji $-0,13 \leq ZP1 < 0,65$, wówczas poziom zagrożenia upadłością jest nieokreślony (szara strefa)	autor tego modelu oszacował dwie funkcje dyskryminacyjne, z których jedna pozwala na predykcję bankructwa z rocznym wyprzedzeniem, a druga prognozuje je na dwa lata przed pojawieniem się niepokojącej sytuacji; próba ucząca uwzględniała 40 przedsiębiorstw znajdujących się w dobrej kondycji finansowej oraz 40 zagrożonych bankructwem; jednostki dobrano parami według branży; próba testowa obejmowała 39 obiektów upadłych oraz 39 niezagrożonych bankructwem; oba modele biorą pod uwagę istnienie szarej strefy, w której klasyfikacja jest obciążona błędem
Modele powstałe w Instytucie Badań Ekonomicznych PAN E. Mączyńska, M. Zawadzki (2006),	do selekcji wskaźników wykorzystano mierniki umownej odległości zbiorów, trafność klasyfikacji na podstawie jednozmiennikowej funkcji dyskryminacyjnej oraz współczynnik λ -Wilksa.	badania do stworzenia tych modeli przeprowadzono na zbilansowanej próbie 80 spółek notowanych na GPW w Warszawie, wykorzystując sprawozdania finansowe z lat 1997–2001; w zbiorze tym znalazło się 40 spółek nie zagrożonych (grupa A) oraz 40 spółek zagrożonych upadłością (grupa B)

1	2	3
A. Hołda (2011)	jeżeli wartość funkcji ZH była mniejsza bądź równa $-0,3$, to istnieje wysoka szansa bankructwa przedsiębiorstwa w perspektywie jednego roku; w przypadku gdy wartość funkcji dyskryminacyjnej będzie wyższa bądź równa $0,1$, przedsiębiorstwo jest niezagrożone bankructwem; w przypadku gdy wartość obliczonej funkcji ZH dla przedsiębiorstwa jest większa od $-0,3$ a mniejsza niż $0,1$, to model nie rozstrzyga jednoznacznie o szansach bankructwa przedsiębiorstwa, lecz wskazuje na potrzebę przeprowadzenia pogłębionej analizy badanego podmiotu	model został opracowany na podstawie analizy 40 przedsiębiorstw upadłych oraz 40 przedsiębiorstw charakteryzujących się dobrą sytuacją finansową; dane pochodziły z lat 1993–1996

Źródło: opracowanie własne.

3. Reguły bilansowe

Ocena sytuacji ekonomicznej oraz finansowej przedsiębiorstwa często wiąże się z dokładnym zbadaniem jego sprawozdań finansowych. Analitycy badający sprawozdania finansowe zaczynają najczęściej od analizy poziomej i pionowej bilansu spółki. Wykorzystywanie tak zwanych reguł pozwala na ocenę sposobu finansowania działalności przedsiębiorstwa, ale w spółkach działających na rynku kapitałowym nie pozwala stwierdzić, czy ich kondycja jest dobra, a wartość dla akcjonariuszy maksymalizowana.

Złota reguła bilansowa mówi, że trwałe składniki majątku (aktywa trwałe) finansowane są kapitałem własnym (Sierpińska, Jachna, 2004, s. 91). Zgodnie z tą zasadą, kapitał własny powinien wystarczać na sfinansowanie aktywów trwałych, co oznacza, że wskaźnik ten powinien przyjmować wartość co najmniej równą 100% (Zaleska, 2002). Wartość tego wskaźnika poniżej tego poziomu świadczy o finansowaniu części majątku przedsiębiorstwa przez kapitały obce, co, choć nie stanowi bezpośrednio o niekorzystnej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, powinno jednak być ocenione z uwzględnieniem innych informacji, jako czynnik zwiększający ryzyko wystąpienia takiego zagrożenia.

Złota reguła finansowania opisana jest przez tzw. wskaźnik struktury kapitału, który określa poziom zadłużenia przedsiębiorstwa (Gabrusewicz, 2002, s. 97). Zgodnie z tą zasadą przedsiębiorstwo nie powinno się zadłużać w stopniu większym niż 50%. Oznacza to, że udział kapitału własnego w pasywach ogółem powinien kształtować się na poziomie minimum 50% (lub kapitał własny powinien finansować min. 50% aktywów jednostki). Do obliczenia poziomu tej reguły stosuje się tzw. wskaźnik pokrycia kapitałów obcych przez kapitały własne. Taka struktura zapewnia utrzymanie długoterminowej płynności, ale nie maksymalizuje wartości w kontekście optymalnej struktury kapitału pozwalającej maksymalizować wartość przedsiębiorstwa. Sprzyja jej zarówno ograniczenie obciążenia

spółki kosztami od zaangażowanych obcych kapitałów, jak i osiąganie większej stabilności w zakresie rentowności.

Srebrna reguła bilansowa mówi z kolei, że trwałe składniki majątku pokrywane są kapitałem stałym (kapitał własny + kapitał obcy długoterminowy) (Walczak, 2007, s. 316–317). Reguła ta jest zachowana, jeżeli wskaźnik pokrycia majątku trwałego kapitałem stałym jest na poziomie 100% (majątek trwały = kapitał stały) lub jest większy od jedności (majątek trwały $\leq$ kapitał stały). Jest to sytuacja korzystna z punktu widzenia swobody i niezależności finansowej przedsiębiorstwa. Do obliczenia tej reguły stosuje się tzw. wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałem stałym. Przy prawidłowo prowadzonej polityce finansowej przedsiębiorstwa kapitał stały powinien przekraczać wartość majątku trwałego, zapewniając także finansowanie środków obrotowych. W przeciwnym wypadku przedsiębiorstwo może stanąć w obliczu niewypłacalności (Sierpińska, Jachna, 2002). Należy dodać, że zachowanie srebrnej zasady bilansowej jest możliwe przy spełnieniu dodatkowo dwóch założeń (Szczepaniak, 1992, s. 151–155).

- 2/3 aktywów stałych powinno być finansowane kapitałem własnym,
- kapitał stały powinien finansować 1/3 aktywów bieżących.

Obecnie analitycy rynku coraz większą wagę przykładają do przeprowadzenia analizy finansowej przedsiębiorstwa. Jak twierdzi Hodun (2011, s. 83–96), taka analiza jest wykorzystywana nie tylko przez inwestorów, ale także przez same przedsiębiorstwa, ponieważ często dostarczane w ten sposób informacje o wzajemnych powiązaniach między zjawiskami ekonomicznymi są wykorzystywane do przygotowania decyzji mających usprawnić funkcjonowanie całego przedsiębiorstwa.

Należy jednak podkreślić, że na rynku kapitałowym kluczową rolę w ocenie sposobu działania spółki, a także przy podejmowaniu decyzji przez menedżerów odnośnie do aktywów, jak i pasywów odgrywają oczekiwania inwestorów i realizacja celu działania przedsiębiorstwa, jakim jest maksymalizacja wartości dla właścicieli. Jeżeli celem strategicznego działania przedsiębiorstwa jest wzrost wartości dla akcjonariuszy, to realizacja tego celu, jak twierdzi Duliniec (2001, s. 156), odbywa się poprzez decyzje w nim podejmowane, do których należą m.in. decyzje finansowe związane z kształtowaniem się struktury zainwestowanego kapitału, wpływające na ryzyko prowadzonej działalności i determinujące średni ważony koszt kapitału. Ekonomiczne podejście do badania sytuacji spółki na rynku kapitałowym powinno być związane z oceną jej efektywności w kontekście oczekiwań inwestorów.

4. Ocena kondycji ekonomicznej przedsiębiorstwa w świetle jego wartości

Celem działalności przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym jest maksymalizacja wartości dla właścicieli, przy czym należy pamiętać, że zarówno definiowanie celów, jak i sama kategoria wartości nie są jednorodnymi kategoriami, tak jak pokazują to Zarzecki i Grudziński

(2011, s. 661–676). Dwa najpopularniejsze sposoby wyznaczania wartości związane są z metodą zdyskontowanych dywidend oraz mnożnikami rynkowymi.

Wskaźnik cena do zysku oblicza się za pomocą ceny rynkowej akcji oraz zysków przypadających na jedną akcję. Dzięki analizie tej relacji możliwe jest stwierdzenie, ile razy więcej inwestorzy są w stanie zapłacić za jedną akcję w stosunku do generowanych przez nią zysków.

$$P/E = \frac{P}{EPS} \quad \text{dla } EPS \neq 0 \quad (1)$$

gdzie: P – cena rynkowa akcji, EPS – zysk netto na 1 akcję.

Z kolei z formuły Gordona można wyznaczyć wartość akcji:

$$P_0 = \frac{D_1}{k_E - g} \quad (2)$$

gdzie: P_0 – wartość akcji, D_1 – kwota dywidendy przypadająca na akcję, g – oczekiwana stopa wzrostu zysków, k_E – koszt kapitału, przy czym D_1 jest równe:

$$D_1 = E_1(1 - b) \quad (3)$$

gdzie b – współczynnik retencji zysków.

A zatem po integracji wzorów 2 i 3 i ich przekształceniu:

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{1 - b}{k_E - g} \quad (4)$$

Wskaźnik P/E jest zatem ujemną funkcją reinwestycji zysków i oczekiwanej stopy zwrotu oraz dodatnią funkcją stopy wzrostu zysków. Formułę wartości akcji dla spółki rozwijającej się w sposób jednolity przedstawiono we wzorze 5 (za Damodoran, 2008).

$$P_0 = \frac{E_0(1-b)(1+g) \left(1 - \frac{(1+g)^n}{(1+k_E)^n} \right)}{k_E - g} \quad (5)$$

Stopa wzrostu ma związek z rentownością i poziomem reinwestycji i w związku z tym dla $g = ROE \times b$, dzieląc obie strony przez E_0 otrzymujemy rozwiniętą formułę mnożnika P/E . Sposób obliczania wartości akcji dla spółki rozwijającej się w sposób zrównoważony z uwzględnieniem rentowności przedstawiono we wzorze 6.

$$P_0 = \frac{E_0(1-b)(1+ROE \times b) \left(1 - \frac{(1+ROE \times b)^n}{(1+k_E)^n} \right)}{k_E - ROE \times b} \quad (6)$$

Na podstawie powyższego wzoru można stwierdzić, że cena akcji powinna rosnąć wraz ze wzrostem rentowności i poziomem retencji zysków oraz spadkiem kosztu kapitału. Jeżeli istnieje związek płynności i rentowności, to na wartość przedsiębiorstwa wpływa płynność finansowa i związany z nią kapitał pracujący netto determinujący ryzyko przekładające się na koszt kapitału. Ocena ekonomicznej kondycji przedsiębiorstwa związana z maksymalizacją wartości dla akcjonariuszy jest determinowana pośrednio przez płynność finansową ograniczoną przez zapisy Prawa upadłościowego.

Najnowsze badania w obszarze kształtowania wartości przedsiębiorstwa są związane z analizą problemu przeinwestowania, czyli – według Zeidana i Shapira (2017, s. 203–219) – zjawiskiem ekonomicznym, które może być związane z utrzymywaniem zbyt wysokiej płynności finansowej. Angulo-Sanchez stwierdził z kolei, że odpowiednie zarządzanie procesem finansowym wpływa na kształtowanie się takiego poziomu płynności, dzięki któremu możliwe jest wywiązywanie się ze zobowiązań wobec dostawców i podwykonawców, pracowników oraz wierzycieli. To powoduje generowanie wartości dodanej w procesie zrównoważonego wzrostu, w wyniku czego przedsiębiorstwo może uzyskać równowagę między rentownością i ryzykiem (Angulo-Sanchez, 2016, s. 53–56). Należy zatem prowadzić zbilansowaną politykę wzrostu przedsiębiorstwa, zapewniającą wzrost wartości dla właścicieli poprzez optymalizację zależności rentowności kapitału oraz ryzyka, za pomocą odpowiedniej polityki płynności finansowej, która jest narzędziem wpływającym na ekonomiczną efektywność działania przedsiębiorstwa.

Johnson i Soenen (2003, s. 364–369) zbadali, które czynniki wpływają na efektywne działanie przedsiębiorstw na rynku kapitałowym, przy czym sukces finansowy został przez nich zmierzony za pomocą trzech różnych metod, tj. współczynnika Sharpe'a, alfa Jensena i EVA. Wyniki tych badań pokazują, że płynność finansowa jest istotną kategorią w obszarze kreowania wartości i powinna być wyznaczana tak, aby wartość przedsiębiorstwa była maksymalna. Należy jednak pamiętać, że istnieją ograniczenia wynikające z prawa, które należy uwzględnić w polityce płynności finansowej, aby nie była ona zbyt agresywna. Johnson i Soenen zaproponowali ponadto logitowy model do oceny kondycji ekonomicznej spółek publicznych.

Uwagi końcowe

Znowelizowane Prawo upadłościowe nakazuje oceniać kondycję ekonomiczną przedsiębiorstwa w celu weryfikacji zagrożenia upadłością. Ocena ekonomicznej kondycji przedsiębiorstw opiera się na zasadach związanych z analizą dokumentów finansowych, porównaniem z innymi jednostkami działającymi w sektorze, analizą modeli upadłościowych oraz oceną działań zarządu pod kątem maksymalizowania wartości.

Ocena ekonomicznej kondycji finansowej przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym odnosi się bezpośrednio do modeli zagrożenia upadłością, ale także pozwala analizować sytuację spółki w kontekście kształtowania wartości dla właścicieli w powiązaniu z czynnikami

związanymi z bankructwem, tj. płynnością finansową, kapitałem pracującym netto, ryzykiem oraz rentownością. Płynność finansowa jest kategorią niejednorodną, która może być reprezentowana przez wskaźniki statyczne i dynamiczne, przez co wyznaczanie jej optymalnego poziomu w relacji do rentowności nie jest działaniem prostym. Również Prawo upadłościowe wprowadza dodatkowe ograniczenia, które powodują, że menedżer finansowy staje przed dylematem związanym z realizowaniem odpowiedniej polityki płynności w kontekście wypłacalności oraz maksymalizowania wartości dla właścicieli.

Oczekiwania inwestorów związane są z ryzykiem i stopą zwrotu, a w ocenie ryzyka inwestorzy mogą uwzględniać zarówno płynność finansową, strukturę kapitału, jak i możliwość bankructwa przedsiębiorstwa. Jeżeli rentowność jest funkcją płynności finansowej, która wpływa na wartość przedsiębiorstwa, to powinna być ona kształtowana na takim poziomie, przy którym ROE jest maksymalne, koszt kapitału minimalny, przy założeniu ograniczeń płynności wynikających z Prawa upadłościowego. Jednak jeżeli przedsiębiorstwo prowadzi agresywną politykę płynności przy minimalnym, a nawet ujemnym poziomie kapitału pracującego netto, maksymalizując przy tym rentowność i spełniając oczekiwania inwestorów, mimo że działa na granicy prawa, jego sytuacja ekonomiczna może być dobra.

Reasumując należy stwierdzić, że agresywna polityka płynności związana z niską płynnością związana jest z maksymalizacją rentowności, a co za tym idzie, wartości, o ile wzrost rentowności jest na tyle wysoki, aby zrekompensować wzrost kosztu kapitału wynikający ze wzrostu ryzyka bankructwa i przekłada się na wzrost wartości. Dobra sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstwa występuje wówczas, gdy w wyniku właściwej polityki rośnie jego wartość, a zła, gdy wartość ta maleje, co – jak wykazano – związane jest z płynnością finansową, która podlega ograniczeniom Prawa upadłościowego. Należy również dodać, że w modelach związanych z oceną ekonomicznej kondycji przedsiębiorstw, w tym w modelach bankructwa powinny być brane pod uwagę miary wartości, ponieważ inwestorzy nie są skłonni inwestować w przedsiębiorstwa, których wartość nie rośnie i w związku z tym mogą wycofać się z inwestycji lub nie być zainteresowani finansowaniem kolejnych faz wzrostu przedsiębiorstw na rynku kapitałowym.

Literatura

- Altman, E.I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance*, 4 (23).
- Angulo-Sanchez, L. (2016). Effective Management of the Working Capital in Companies. *Revista Universidad Y Sociedad*, 4 (8), 53–56.
- Bednarski, L., Waśniewski, T. (1996). *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*. Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.
- Bieniasz, A., Gołaś, Z. (2007). *Płynność finansowa gospodarstw rolnych w aspekcie przepływów pieniężnych i strategii zarządzania kapitałem obrotowym*. Poznań: Wydawnictwo Akademii Rolniczej w Poznaniu.
- Damodaran, A. (2008). The origins of growth: past growth, predicted growth and fundamental growth. *SSRN Electronic Journal*.

- Dudycz, T. (1999). *Analiza finansowa*. Wrocław: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu.
- Duliniec, A. (2001). *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Franc-Dąbrowska, J., Zbrowska, M. (2008). Prognozowanie finansowe dla spółki X – spółka logistyczna. *Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 64, 251–270.
- Gabrusewicz, W. (2002). *Podstawy analizy finansowej*. Warszawa: PWE.
- Gasza, R. (1997). Związek między wynikami analizy typu Altman a kształtowanie się kursów akcji wybranych spółek giełdowych w Polsce. Rezultaty badań najstarszych spółek giełdowych w latach 1991–1995. *Bank i Kredyt*, 3.
- Grice, J., Dugan, M. (2001). The Limitations of Bankruptcy Prediction Models: Some Cautions for the Researcher. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2 (17), 151–166.
- Hodun, M. (2011). Struktura majątku i kapitału w ocenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw przemysłowych. *Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie. Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, 88, 83–96.
- Johnson, R., Soenen, L. (2003). Indicators of successful companies. *European Management Journal*, 3 (21), 364–369.
- Kahya, E. (1997). Prediction of Business Failure: A Funds Flow Approach. *Managerial Finance*, 3 (23), 64–71.
- Kasiewicz, S. (1996). *Systemy wczesnego ostrzegania w bankowym funduszu gwarancyjnym (BGF). Restrukturyzacja w procesie przekształceń i rozwoju przedsiębiorstw*. Kraków: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie.
- Kumar, P.R., Ravi, V. (2007). Bankruptcy prediction in banks and firms via statistical and intelligent techniques – A review. *European Journal of Operational Research*, 1 (180), 1–28.
- Mączyńska, E. (2004). Globalizacja ryzyka a systemy wczesnego ostrzegania przed upadłością przedsiębiorstw. *Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu*, 49, 107–118.
- Mączyńska, E., Zawadzki, M. (2006). Dyskryminacyjne modele predykcji bankructwa przedsiębiorstw. *Ekonomista*, 2, 205–235.
- Olzacka, B., Pałczyńska-Gościński, R. (2007). Jak oceniać firmę. Metodyka badań, przykłady liczbowe. Gdańsk: ODiDK.
- Platt, H., Platt, M. (2002). Predicting Corporate Financial Distress: Reflections on Choice-Based Sample Bias. *Journal of Economics and Finance*, 2, 184–199.
- Prusak, B. (2005). *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*. Warszawa: Difin.
- Sierpińska, M., Jachna, T. (2002). *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Stefański, A. (2010). Analiza dyskryminacyjna na przykładzie wybranych modeli polskich i zagranicznych. Rozwój lokalny i regionalny. Innowacyjność i rozwój przedsiębiorstw. *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu*, 27, 251–264.
- Stepień, P., Strąk, T. (2004). Wielowymiarowe modele logitowe oceny zagrożenia bankructwem polskich przedsiębiorstw. W: D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Finansowanie przedsiębiorstw w Unii Europejskiej*. T. 1. Szczecin: Uniwersytet Szczeciński.
- Szczepaniak, J. (1992). *Ocena przedsiębiorstw na podstawie sprawozdań finansowych*. Łódź: Ekono.
- Walczak, M. (red.) (2007). *Analiza finansowa w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem*. Warszawa: Difin.
- Waśniewski, T., Skoczylas, W. (1993). Analiza symptomów zagrożenia przedsiębiorstwa. *Rachunkowość*, 12.
- Wierzbą, D. (2000). Wczesne wykrywanie przedsiębiorstw zagrożonych upadłością na podstawie analizy wskaźników finansowych – teoria i badania empiryczne. *Zeszyty Naukowe Szkoły Ekonomiczno-Informatycznej w Warszawie*, 9.
- Zaleska, M. (2002). *Ocena ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Zarzecki, D., Grudziński, M. (2011). Wartość godziwa jako standard wartości w wycenach sporządzonych w sytuacji przymusowego wykupu akcji. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 37, 661–676.
- Zeidan, R., Shapir, O.M. (2017). Cash conversion cycle and value-enhancing operations: Theory and evidence for a free lunch. *Journal of Corporate Finance*, 45, 203–219.

**ASSESSMENT OF THE ECONOMIC CONDITION AND FINANCIAL LIQUIDITY
OF THE COMPANY ON THE CAPITAL MARKET IN THE LIGHT
OF THE BANKRUPTCY LAW**

Abstract: *Purpose* – The purpose of the article is to present the principles of assessment of the economic condition and financial liquidity of enterprises on the capital market in the light of the Bankruptcy Law.

Design/methodology/approach – The article is a theoretical approach in which an attempt was made to present the principles of determining the optimal level of financial liquidity of enterprises on the capital market in the context of investors' expectations and limitations resulting from the Bankruptcy Law.

Findings – As a result of the analysis it was stated that it is possible to determine the optimal financial liquidity so that the company could maximize value for owners and at the same time meet the requirements imposed by the legislator.

Originality/value – The proposal of integration of capital and legal approaches in determining the optimal level of financial liquidity related to the economic condition in enterprises can be considered as an original value in the presented paper.

Keywords: financial liquidity, profitability, economic assessment of the company, bankruptcy law

Cytowanie

Gniadkowska-Szymańska, A., Bolek, M. (2018). Ocena kondycji ekonomicznej przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym w świetle Prawa upadłościowego. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (91), 11–22.
DOI: 10.18276/frfu.2018.91-01.