

Upadłość przedsiębiorstw na rynku publicznym i niepublicznym w Polsce

Wstęp

Upadłość przedsiębiorstw jest w gospodarce wolnorynkowej zjawiskiem nieodłącznym. W Polsce w okresie transformacji gospodarczej, czyli w latach 1989–1993, przywrócono mechanizm oczyszczania rynku z podmiotów, które są nierentowne i nie sprostały jego oczekiwaniom. Problem dotyczył nie tylko przedsiębiorstw państwowych, lecz także podmiotów prywatnych. Na podstawie danych historycznych można stwierdzić, że początkowy okres transformacji przyniósł najwięcej upadłości przedsiębiorstw. W latach 1991–1993 średnio na 10 tys. funkcjonujących przedsiębiorstw upadało 465 firm (Korol 2005, s. 10). Upadłość przedsiębiorstw w okresie gospodarki centralnie sterowanej miała zazwyczaj charakter nagły. Warto dodać, że upadłość przedsiębiorstwa poprzedzona jest dłużej lub krócej trwającym kryzysem, bardzo często niezależnym od samego przedsiębiorstwa i zarządzających nim decydentów.

To rynek eliminuje najsłabsze podmioty, wprowadzając na ich miejsce podmioty lepiej sobie radzące, charakteryzujące się niższymi kosztami, większą wydajnością czy wartością dodaną do oferowanych na rynku produktów i usług. Upadłość przedsiębiorstw to nie tylko koszty ekonomiczne, lecz także koszty społeczne, które stanowią istotny aspekt takiego procesu.

Upadłość przedsiębiorstw czy też historycznie mniej sformalizowanych podmiotów jest zjawiskiem obecnym na świecie od kilkuset lat, stąd duże zainteresowanie tym zagadnieniem zarówno praktyków, jak i teoretyków. Szacuje się, że problematyka upadłości przedsiębiorstw jest w ich obszarze zainteresowań od 50 lat (Bieniasz, Gołaś 2014, s. 28). Wynika to przede wszystkim z powszechności i częstotliwości występowania tego zjawiska w gospodarce.

Jednym z prekursorów badań nad upadłością przedsiębiorstw jest Edward Altman. Do tego problemu podszedł w skali makro, jak i mikro. Za cel postawił sobie zdefiniowanie zestawu zmiennych makroekonomicznych bezpośrednio

powiązanych z upadłością przedsiębiorstw. Do zmiennych tych zaliczył: stopę wzrostu gospodarczego, kondycję rynku kredytowego i pieniężnego, aktywność rynku papierów wartościowych, a także charakterystykę i kondycję populacji danego przedsiębiorstwa (Zhang, Bessler, Leatham 2013, s. 180). Ponadto zidentyfikował szereg wskaźników finansowych, na podstawie których można było przewidzieć upadłość przedsiębiorstwa. Badania przeprowadził na 66 spółkach, z których połowa zbankrutowała. Na podstawie sprawozdań finansowych z roku poprzedzającego badanie Altman poddał analizie 20 wskaźników, z których ostatecznie wybrał pięć jako te, które miały największy wpływ na ocenę prawdopodobieństwa bankructwa (Gajdka, Walińska 1998, s. 229). Wiedza taka jest przydatna nie tylko dla przedsiębiorców, lecz także dla wszystkich uczestników rynku kapitałowego i finansowego. W Polsce wielu naukowców i praktyków podjęło tematykę upadłości przedsiębiorstw, wchodząc głębiej w obszar analizy dyskryminacyjnej. Do najbardziej znanych polskich twórców modeli analizy należą: E. Mączyńska (1994), M. Pogodzińska i S. Sojak (1995), D. Hadasik (1998), A. Hołda (2001), J. Gajdka i D. Stos (2003), M. Hamrol (2004), D. Appenzeller i K. Szarzec (2004), B. Prusak (2005) czy modele opracowane w INE PAN pod kierunkiem E. Mączyńskiej.

Rok 2015 przyniósł w Polsce, jak i na świecie znaczące zmiany gospodarcze. Polska, jak i największe gospodarki światowe, zaczynając od Chin, USA, strefy Euro, a także jednego ze wschodnich sąsiadów, czyli Rosji, przechodziły problemy. Prognozy specjalistów dotyczące wzrostu gospodarczego Polski są bardzo zróżnicowane, dlatego w obliczu rosnącego braku zaufania do rynków wschodzących, a także możliwego spowolnienia gospodarek światowych, temat upadłości staje się jak najbardziej aktualny.

Głównym celem artykułu jest przedstawienie zjawiska upadłości spółek publicznych i niepublicznych w Polsce w latach 2004–2014. Sprawdzone, czy spółki giełdowe statystycznie są mniej podatne na upadłość aniżeli spółki niepubliczne. Analiza ta pozwoliła odpowiedzieć na pytanie, które z czynników: restrykcyjność procesu wprowadzenia spółki na giełdę, zasady *corporate governance*, określone obowiązki informacyjne oraz transparentność wyników finansowych – powodują, że spółki publiczne rzadziej upadają.

Ponadto analizie poddano stopy zwrotu z inwestycji w akcje spółek, które złożyły wniosek o upadłość, w okresie jednego, trzech, sześciu i dwunastu miesięcy. Uzyskane wyniki pozwoliły odpowiedzieć, czy warto podejmować ryzykowne decyzje o inwestycji w akcje tychże spółek w celu osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu.

1. Istota i uwarunkowania ekonomiczne oraz prawne upadłości przedsiębiorstw w Polsce

Złożoność problematyki upadłości przedsiębiorstw spowodowała powstanie różnych podejść do tego tematu, a także rozbieżności definicyjnych. W potocznym języku wymiennie do słowa „upadłość” używa się terminów bliskoznacznych: „bankructwo”, „plajta”, „likwidacja”, „niewypłacalność”, aczkolwiek w literaturze przedmiotu występują różnice w znaczeniu tych słów (Rogowski 2015b, s. 96). Zawilość definicyjną i niejednoznaczne objaśnienie upadłości przedsiębiorstwa przez teorię ekonomii potwierdza S. Kowalczyk (2009, s. 108).

Najczęściej upadłość przedsiębiorstw rozpatruje się w dwóch aspektach: ekonomicznym i prawnym, co implikuje bardziej sprecyzowane nazewnictwo.

Upadłość przedsiębiorstwa w sensie ekonomicznym utożsamia się z brakiem zdolności firmy do regulowania długów lub brakiem majątku, który pokryłby wszystkie zobowiązania spółki. Mówiąc o upadłości w sensie ekonomicznym, zamiennie używa się także kilku innych pojęć:

- niewypłacalność – to brak zdolności do regulowania wymagalnych zobowiązań przy wykorzystaniu posiadanych lub dających się szybko upłynnić środków;
- bankructwo – jest to stan trwały, oznaczający formalne zakończenie działalności przedsiębiorstwa bez możliwości odzyskania kapitałów (Nahotko 2004, s. 47). Bankructwem można więc nazwać zakończenie działalności nieefektywnego podmiotu ze znaczącymi długami w stosunku do kapitału i trwałą utratą wypłacalności;
- utrata zdolności płatniczej, czyli trwała niezdolność do spłacenia wszystkich zobowiązań.

W ujęciu prawnym należy przede wszystkim zwrócić uwagę na przepisy prawa upadłościowego, które warunkuje postrzeganie podmiotu za upadłe w momencie jego niewypłacalności. Niewypłacalność jest więc pojęciem poprzedzającym stan upadłości. W aspekcie prawnym można mówić o czterech ujęciach upadłości, tj. o ujęciu procesowym, instytucjonalnym, sanacyjnym i restrykcyjnym:

1. pozbawienia osoby prowadzącej przedsiębiorstwo prawa zarządzania i dysponowania majątkiem na rzecz wyznaczonego przez sąd syndyka masy upadłościowej, którego celem jest przeprowadzenie postępowania zmierzającego do zaspokojenia roszczeń wszystkich wierzycieli upadłego przedsiębiorstwa (przeprowadzenie postępowania upadłościowego);
2. instytucji, która ma przerwać narastanie długów, łagodzić ich skutki i umożliwić wierzycielom równy udział w zaspokajaniu się z majątku dłużnika oraz eliminować z rynku słabe podmioty gospodarcze;
3. rodzaju przymusowego wykonania – upadłość jest szczególnym rodzajem przymusowego wykonania, dopuszczalnego w razie zaprzestania spłacania długów, a także w sytuacji gdy majątek nie wystarcza na ich pokrycie, skierowanego do całego majątku dłużnika;

4. egzekucji – upadłość jest swoistą egzekucją (nazywaną egzekucją uniwersalną) (Rogowski 2015a, s. 42).

Rok 2016 przyniósł istotne zmiany w ustawodawstwie związanym z upadłością przedsiębiorstw. Wprowadzono ustawę z dnia 15 maja 2015 r. – Prawo restrukturyzacyjne (Dz.U. 2015 poz. 978 z późn. zm.) i zmieniono istotę ustawy z dnia 28 lutego 2003 r. – Prawo upadłościowe i naprawcze (Dz.U. 2015 poz. 233 z późn. zm.) (jej obecna nazwa to Prawo upadłościowe). Głównym celem ustawy Prawo restrukturyzacyjne jest zapewnienie firmom w trudnej sytuacji finansowej szansy na kontynuowanie działalności. Zmiana prawa upadłościowego miała na celu uproszczenie procesu upadłości i potencjalnej likwidacji przedsiębiorstwa. Dzięki tej zmianie Prawo upadłościowe regulować będzie w szczególności jedno postępowanie upadłościowe wobec niewypłacalnych dłużników, zamiast dotychczasowych dwóch (upadłość likwidacyjna i z możliwością zawarcia układu).

Ustawa Prawo restrukturyzacyjne jest elementem projektu Polityka Nowej Szansy¹ przyjętego przez Radę Ministrów w 2014 r. Głównym celem Polityki Nowej Szansy ma być przeciwdziałanie upadłości i ułatwianie ponownego rozpoczęcia działalności poprzez następujące działania kierunkowe:

- zapobieganie sytuacjom kryzysowym przedsiębiorstw (systemy wczesnego ostrzegania);
- ograniczanie ryzyka likwidacji przedsiębiorstw (pozasądowe i sądowe formy naprawy i restrukturyzacji);
- sprawne przeprowadzenie likwidacji przedsiębiorstw (sądowe formy restrukturyzacji i likwidacji);
- wsparcie ponownego podejmowania działalności gospodarczej – tzw. nowy start.

Zgodnie z ustawą Prawo upadłościowe upadłość ogłasza się w stosunku do dłużnika, który stał się niewypłacalny, tzn. utracił zdolność do wykonywania swoich wymagalnych zobowiązań pieniężnych, jeżeli opóźnienie w wykonaniu zobowiązań pieniężnych przekracza trzy miesiące. 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 24 miesiące.

Wniosek o ogłoszenie upadłości jest pierwszym krokiem do wszczęcia postępowania sądowego, które docelowo kończy się postanowieniem o ogłoszeniu upadłości. Jedną z najważniejszych kwestii jest zaspokojenie kosztów postępowania, gdyż w przypadku braku ich zaspokojenia sąd oddala wniosek o ogłoszenie upadłości.

W publicznym postanowieniu o ogłoszeniu upadłości sąd określa sposób prowadzenia postępowania mającego na celu możliwe zaspokojenie wierzycieli oraz wzywa ich do zgłoszenia swoich wierzytelności w określonym czasie. W momencie

¹ Ministerstwo Rozwoju, *O programie*, <http://nowaszansa.gov.pl/pl/o-programie> (data dostępu 17.07.2016).

ogłoszenia upadłości dłużnik, który staje się upadłym, jest obowiązany wskazać i wydać syndykowi cały swój majątek, a także udzielać informacji w toku postępowania. Postępowanie prowadzi wyznaczony sędzia-komisarz.

W trakcie postępowania obejmującego likwidację majątku powołany zostaje syndyk masy upadłości. Sporządza on spis z inwentarza, szacunek masy upadłościowej i plan likwidacyjny. W planie likwidacyjnym syndyk informuje o sposobach sprzedaży składników majątku trwałego. Po sprzedaży majątku opracowuje plan podziału, zawierający sumy przypadające uczestnikom postępowania. Po zaspokojeniu roszczeń wierzycieli sąd postanowieniem kończy postępowanie obejmujące likwidację majątku upadłego.

Ustawa Prawo restrukturyzacyjne wprowadziła od początku 2016 r. nowoczesne rozwiązania prawne, które umożliwiają przeprowadzenie skutecznej restrukturyzacji przedsiębiorstw. Celem postępowania restrukturyzacyjnego jest uniknięcie upadłości likwidacyjnej, co staje się możliwe dzięki restrukturyzacji w drodze zawarcia układu z wierzycielami, a w przypadku postępowania sanacyjnego – również poprzez przeprowadzenie działań sanacyjnych przy zabezpieczeniu słusznych praw wierzycieli (Sobczak 2015).

W ustawie Prawo restrukturyzacyjne wprowadzono kilka możliwości zawarcia układu. Przewiduje się cztery rodzaje postępowań restrukturyzacyjnych, które różnią się stopniem skomplikowania:

- **postępowanie o zatwierdzenie układu po samodzielnym zbieraniu głosów** (w ramach tego postępowania wierzyciele mogą porozumieć się z dłużnikami bez konieczności otwierania postępowania sądowego);
- **klasyczne postępowanie układowe**;
- **przyspieszone postępowanie układowe** (w ramach przyspieszonego postępowania restrukturyzacyjnego pominięty zostaje etap zgłaszania sprzeciwów wierzycieli do listy wierzytelności w określonych warunkach; zakłada się, że przyspieszone postępowanie układowe będzie trwało ok. 2–3 miesiące);
- **postępowanie sanacyjne** (postępowanie to jest nowością w polskim prawie; może być zawarte pomimo wcześniejszych niepowodzeń przy zawieraniu układu pomiędzy wierzycielami a dłużnikiem; ponadto wszczęcie tego rodzaju postępowania będzie umożliwiało odebranie dłużnikowi zarządu nad spółką w celu gruntownej restrukturyzacji przedsiębiorstwa pod nadzorem sądu i zawarcia układu).

Wdrożenie ustawy Prawo restrukturyzacyjne miało na celu przede wszystkim uproszczenie i przyspieszenie procesu restrukturyzacji, a w ostateczności upadłości przedsiębiorstwa. Podstawowe dwie procedury na etapie sądowym będą wyjątkowo krótkie: zatwierdzenie układu w wyniku samodzielnego zbierania głosów przez dłużnika będzie trwało dwa tygodnie, a przyspieszone postępowanie układowe dwa miesiące (Sobczak 2015).

Zgodnie z nową ustawą, w przypadku zbiegu postępowania restrukturyzacyjnego i postępowania upadłościowego pierwszeństwo rozpatrywania zostaje nadane postępowaniu restrukturyzacyjnemu. Sąd restrukturyzacyjny (obecnie jest to sąd gospodarczy) po powzięciu informacji o złożeniu wniosku o ogłoszenie upadłości jest obowiązany

niezwłocznie zawiadomić sąd upadłościowy o złożeniu wniosku restrukturyzacyjnego. Sąd w okresie od otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego do jego zakończenia lub prawomocnego umorzenia nie będzie mógł ogłosić upadłości dłużnika.

Kolejnym rozwiązaniem, które ma wejść w życie na początku 2018 r., jest utworzenie Centralnego Rejestru Upadłości. Dzięki temu wszystkie informacje o postępowaniach upadłościowych i restrukturyzacyjnych będą scentralizowane. System taki ma zapewnić szybki wgląd w toczące się postępowania, sprzedawany majątek, a także umożliwić elektronicznie zgłaszanie wierzytelności czy głosowanie nad układem.

Przyczyny upadłości można podzielić na dwie grupy: mikroekonomiczne (tkwiące w samym przedsiębiorstwie) i makroekonomiczne (czynniki kształtujące gospodarkę i sam rynek, na którym działa przedsiębiorstwo). Upadłość firmy jest najczęściej wynikiem wystąpienia wielu przyczyn jednocześnie. Do najważniejszych przyczyn należą zatory płatnicze, a co za tym idzie – brak płynności w firmie, zła koniunktura gospodarcza i sytuacja fiskalna kraju, złe zarządzanie przedsiębiorstwem, nietrafione inwestycje czy rosnąca konkurencja na rynku przekładająca się na coraz niższe zyski. Chcąc pogłębić problematykę przyczyn upadłości przedsiębiorstw, warto zapoznać się z publikacją profesora W. Rogowskiego *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce*, „Biuletyn Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego” 2015, nr 1(68).

Jak wskazuje praktyka, upadłość przedsiębiorstwa nie jest procesem nagłym. Symptomy upadłości występują dużo wcześniej. To od doświadczenia menedżera lub właściciela zależy, czy będzie potrafił je zidentyfikować, ocenić i podjąć określone działania zaradcze, gdyż każdy kryzys w przedsiębiorstwie kończy się upadłością. Czynniki makroekonomiczne w dużej mierze są niezależne od przedsiębiorstwa, więc można założyć, że są one identyczne dla każdego podmiotu.

2. Skala i struktura upadłości przedsiębiorstw w Europie

Funkcjonowanie wolnego rynku oraz ograniczona pomoc państwa, *de facto* wymuszona przez prawo UE, tworzy podłoże dla eliminacji najsłabszych podmiotów. Upadłość firm jest czymś normalnym w gospodarce rynkowej. Dotyka ona firmy działające we wszystkich branżach, na rynkach rozwiniętych jak i *emerging markets*.

Do 2007 r. liczba upadłości przedsiębiorstw sukcesywnie malała, nie tylko w Europie, lecz także i na świecie, ze względu na bardzo dobrą koniunkturę gospodarczą. Zmiana nastąpiła w 2007 r., kiedy to wybuchł ogólnoswiatowy kryzys na rynkach finansowych. Konsekwencje i problemy gospodarcze związane z tym kryzysem w wielu krajach trwają do dziś, a odzwierciedla to m.in. liczba upadłości przedsiębiorstw. W tabeli 1 zaprezentowano liczbę upadłości w wybranych krajach Europy.

Tabela 1
Liczba upadłości przedsiębiorstw w wybranych krajach Europy Zachodniej w latach 2005–2015

Kraj	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Austria	7 136	6 854	6 362	6 500	7 050	6 657	6 194	6 266	5 626	5 600	5 422
Belgia	7 878	7 617	7 678	8 476	9 430	9 570	10 224	10 587	11 739	10 736	9 762
Dania	2 497	1 987	2 401	3 709	5 600	6 461	5 468	5 456	4 993	4 049	4 029
Finlandia	2 278	2 285	2 254	2 612	3 310	2 864	2 944	2 956	3 131	2 954	2 574
Francja	41 930	40 360	42 532	49 723	55 800	51 060	49 506	59 556	60 980	60 548	61 379
Niemcy	36 850	34 040	29 150	29 580	34 300	32 060	30 120	28 720	26 120	24 030	23 180
Grecja	612	532	524	359	360	355	445	415	392	330	189
Irlandia	327	304	363	773	1 400	1 525	1 638	1 684	1 365	1 164	1 049
Włochy	17 150	8 827	5 518	6 498	9 098	10 089	10 844	12 311	14 272	16 101	16 015
Luksemburg	682	634	680	590	698	918	961	1 033	1 016	845	873
Holandia	6 780	5 941	7 952	6 847	10 500	7 211	6 176	7 373	8 375	6 645	5 271
Norwegia	3 540	3 032	2 845	3 637	5 100	4 435	4 355	3 814	4 564	4 803	4 462
Portugalia	2 300	2 400	2 123	3 267	4 450	5 144	6 077	7 763	8 131	7 200	7 288
Hiszpania	869	853	880	2 528	4 900	4 845	5 910	7 799	8 934	6 392	4 916
Szwecja	5 865	5 243	5 791	6 298	7 600	7 546	7 229	7 737	7 701	7 158	6 432
Szwajcaria	4 751	4 528	4 314	4 222	5 215	6 255	6 661	6 841	6 495	5 867	6 098
Wielka Brytania	13 462	13 686	12 893	16 268	20 300	17 468	18 467	17 765	16 021	15 240	15 952
Suma	154 907	139 123	134 260	151 887	185 111	174 463	173 219	188 076	189 855	179 662	174 891

Źródło: Creditreform Economic Research Unit, *Corporate insolvencies in Europe 2014/2015*, http://www.creditreform.it/fileadmin/user_upload/CR-International/local_documents/lt/Documents/Corporate_insolvencies_in_Europe_2014-15_EN.pdf (data dostępu 18.02.2016); Creditreform Economic Research Unit, *Corporate insolvencies in Europe 2015/2016*, https://www.creditreform.de/fileadmin/user_upload/crefo/download_de/news_terminer/wirtschaftsforschung/insolvenzen-europa/Analysis_Corporate_insolvencies_in_Europe_2015-16.pdf (data dostępu 18.02.2016).

Na tle skali upadłości w Europie Zachodniej oraz Wschodniej Polska nie wypada najgorzej. Współczynnik ogłaszanych upadłości w naszym kraju jest najniższy ze wszystkich państw Europy Środkowej i Wschodniej. W 2015 r. wyniósł on 0,04%, w latach poprzednich kształtował się na porównywalnym poziomie. W tabeli 2 przedstawiono statystyki upadłości w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

Tabela 2
Współczynnik upadłości przedsiębiorstw w krajach Europy Centralnej i Wschodniej w latach 2012–2014

Kraj	Liczba upadłości			Liczba aktywnych przedsiębiorstw	Współczynnik upadłości
	2013	2014	2015	2015	2015
Bułgaria	834	644	592	400 000	0,15%
Czechy	11 070	12 772	13 877	1 439 747	0,96%
Estonia	bd	523	131	192 000	0,07%
Kreta	3 277	2 764	1 977	263 897	0,75%
Litwa	1 552	1 636	1 960	99 200	1,98%
Łotwa	818	963	830	220 000	0,38%
Polska	883	823	741	1 842 589	0,04%
Rumunia	27 924	20 120	10 170	450 286	2,26%
Serbia	8 498	4 773	5 109	126 262	4,05%
Słowacja	507	522	446	539 089	0,08%
Słowenia	999	1 446	950	203 542	0,47%
Ukraina	1 029	1 081	1 306	1 117 000	0,12%
Węgry	13 489	17 461	9 748	560 853	1,74%

Źródło: G. Siewewicz, *Panorama Insolvencies in Central and Eastern Europe*, The Coface Economic Publications, 2016, July, s. 3.

Dla porównania warto dodać, że w krajach rozwiniętych Europy Zachodniej (np. Niemcy, Francja) współczynnik ten jest na wyższym poziomie i wynosi ok. 0,64%².

Nasuwa się więc pytanie, dlaczego Polskę charakteryzuje dużo niższa wielkość wskaźnika upadłości aniżeli kraje rozwinięte. Wynika to przede wszystkim z różnic w prawodawstwie regulującym kwestie upadłości. W Polsce upadłość jest procesem przede wszystkim kosztownym, względnie skomplikowanym i czasochłonnym. Trwa on niekiedy wiele lat. Pod tym względem wśród krajów Unii Europejskiej Polska znajduje się na 5. miejscu od końca (Żaczekiewicz-Zborska 2013). Zgodnie z raportem *Doing Business 2016*, firma w Polsce, aby uzyskać

² Creditreform Economic Research Unit, *Corporate insolvencies in Europe 2014/2015*, s. 18.

na drodze sądowej swoją należność od nierzetelnego kontrahenta, potrzebuje 685 dni. Tak długi okres odzyskania należności przekłada się bezpośrednio na ryzyko utraty płynności finansowej przedsiębiorstwa. Dzięki takiej efektywności sądów gospodarczych Polska uplasowała się na 55. miejscu na świecie³. Tak długi czas trwania całego procesu, a także znikoma ściągalność długów zniechęca podmioty do prowadzenia postępowania przed sądem. Wierzyciele odzyskują w postępowaniach upadłościowych zaledwie 17,5% przysługujących im w stosunku do dłużnika wierzytelności (Morawska 2011). Na przykład w Niemczech ok. 30% dłużników nie trafia do sądów, ponieważ ich problemy rozwiązywane są w wyniku negocjacji przedsądowych (Wolski).

W Polsce, ale także w wielu innych krajach, upadłość firmy, w sensie mentalnym, jest najgorszym doświadczeniem dla przedsiębiorcy. Upadłość przedsiębiorstwa jest odbierana jako przekreślenie wiarygodności prezesa lub właściciela przedsiębiorstwa. Dla odmiany, w Stanach Zjednoczonych upadłość firmy jest bardziej powszechna, a fakt prowadzenia przedsiębiorstwa, jego ewentualnej upadłości i wyciągnięcia określonych z tego wniosków, to w pewnym sensie zaleta w kontekście doświadczenia zawodowego. Przedstawiony problem znajduje się w obszarze zainteresowań naukowców. Przedsiębiorcy boją się stygmatyzacji, naznaczenia doprowadzeniem do bankructwa. Porażki zazwyczaj przypisuje się określonym jednostkom, a w przedsiębiorstwie są to właściciele lub zarządzający najwyższego szczebla. Problem stygmatyzacji menedżerów został szeroko przedstawiony w publikacji prof. E. Mączyńskiej *Bankructwa przedsiębiorstw. Wymiar teoretyczny, statystyczny i rzeczywisty*, „Biuletyn Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego” 2013, nr 1(60).

Faktem jest, że podmioty, które znalazły się na najwyższej pozycji w tabeli 3, to kraje (zwłaszcza Grecja), które w ostatnich latach miały problemy gospodarcze. Wydaje się więc, że współczynnik ten maleje wraz z coraz niższą wiarygodnością kraju i funkcjonujących tam przedsiębiorstw. Inwestorzy nie zgłaszają do sądów swoich roszczeń, gdyż nie wierzą w ich spłatę, fakt ten może potwierdzać także średni okres spływu należności przedsiębiorstw. W Grecji wynosi on 142 dni, we Włoszech – 105 dni⁴, przy czym średnio w Europie Zachodniej – 54 dni.

³ The World Bank, *Doing Business 2016. Measuring Regulatory Quality and Efficiency. World Bank Group Flagship Report*, <http://www.doingbusiness.org/~media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/English/DB16-Full-Report.pdf>, s. 227 (data dostępu 18.02.2016).

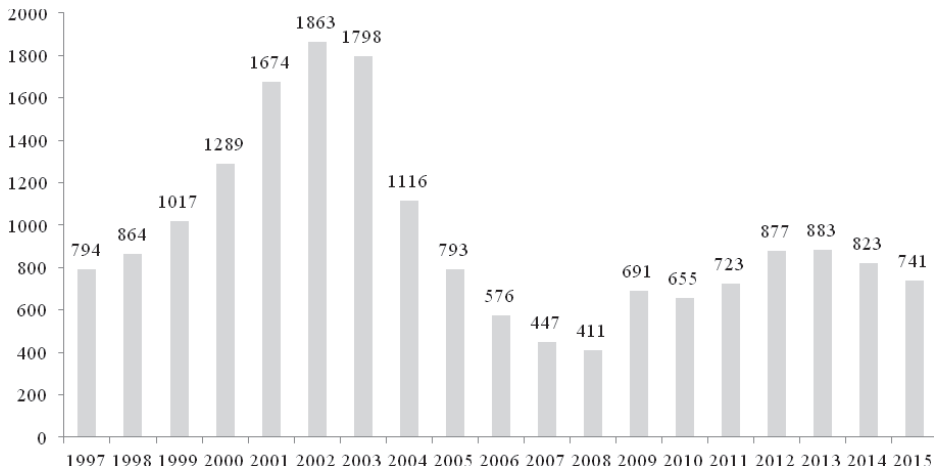
⁴ Creditreform Economic Research Unit, *Corporate insolvencies in Europe 2012/2013*, http://www.creditreform.com/fileadmin/user_upload/CR-International/local_documents/Analysen/Corporate_Insolvencies_12_13.pdf, s 17 (data dostępu 18.02.2016).

3. Wielkość i struktura upadłości przedsiębiorstw w Polsce

Według szacunków firmy Coface od 1997 r. do końca 2015 r. w Polsce upadło 18035 przedsiębiorstw. W samym 2015 r. upadło 741 przedsiębiorstw. Liczba ta systematycznie spada od 2013 r., aczkolwiek jeszcze dużo brakuje do historycznego minimum, jakie osiągnięto w 2008 r., kiedy to upadło 411 przedsiębiorstw. Największa liczba upadłości przypadła na lata 2002 i 2003, w każdym roku upadało ok. 1800 przedsiębiorstw. Statystyki znacząco polepszyło wejście Polski do Unii Europejskiej.

Z punktu widzenia upadłości 2004 r. zapoczątkował wyraźny trend malejący. Na wykresie 1 przedstawiono liczbę upadłości w Polsce w latach 1997–2015.

Wykres 1
Liczba upadłości przedsiębiorstw w Polsce w latach 1997–2015



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych firmy Coface Poland (Raport Coface nt. upadłości firm w Polsce w 2015 r.).

Niewątpliwie najbardziej narażone na ryzyko upadłości są firmy nowe. Szacuje się, że prawie 80% firm upada w ciągu dwóch pierwszych lat swojej działalności (Flaga 2014). W tabeli 3 wrywkowo przedstawiono liczbę upadłości w podziale na określone branże. Największa zmiana dotknęła branżę produkcyjną, a także „pozostałe branże”. Tendencja ta jest zgodna z polską gospodarką: wraz z jej rozwojem maleje udział produkcji, a rośnie kategoria obejmująca przede wszystkim usługi.

W tabeli 4 przedstawiono strukturę upadłości w podziale na formę prawną upadłych przedsiębiorstw. Najwięcej upadłości odnotowano w przypadku spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, aczkolwiek najliczniejszą grupą w Polsce są jednoosobowe działalności gospodarcze. W statystykach GUS liczbę podmiotów

gospodarki narodowej szacuje się na ok. 4,16 mln, przy czym liczba spółek handlowych wynosi ok. 434 tys., a osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą to ok. 3 mln⁵.

Tabela 3
Struktura upadłości przedsiębiorstw w Polsce w podziale na branże

Branża	Liczba upadłości 2005 r.	Udział %	Liczba upadłości 2008 r.	Udział %	Liczba upadłości 2014 r.	Udział %	Liczba upadłości 2015 r.	Udział %
Produkcja (w tym przetwórstwo przemysłowe)	197	25%	180	44%	237	29%	228	31%
Handel	243	31%	92	22%	202	25%	170	23%
Transport	17	2%	15	4%	37	4%	41	6%
Budownictwo	129	16%	59	14%	168	20%	160	22%
Pozostałe branże	207	26%	65	16%	179	22%	142	19%
Ogółem	793	100%	411	100%	823	100%	741	100%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych firmy Coface Poland (Raporty Coface nt. upadłości firm w Polsce w latach 2005–2015).

Tabela 4
Struktura upadłości przedsiębiorstw w Polsce w podziale na formę prawną

Rodzaj formy prawnej	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Spółka z o.o.	476	359	290	260	444	454	475	502	524	455	427
Przedsiębiorca	111	89	84	84	135	96	133	210	204	208	183
Spółka akcyjna	87	51	34	28	70	42	52	81	76	66	54
Spółka jawna	57	36	19	13	21	31	29	45	37	41	37
Spółka komandytowa	bd	bd	bd	bd	bd	bd	12	16	20	24	19
Spółdzielnia	39	26	11	14	2	20	18	20	15	19	10
Pozostałe formy	23	15	9	12	19	12	4	3	7	10	11
Ogółem	793	576	447	411	691	655	723	877	883	823	741

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych firmy Coface Poland (Raporty Coface nt. upadłości firm w Polsce w latach 2005–2015).

⁵ Centralny Ośrodek Informacji Gospodarczej, *Spis polskich firm*, http://www.coig.com.pl/spis-polskich-firm_katalog_polskich_firm.php (data dostępu 18.02.2016).

Przedstawione dane pochodzą z materiałów publikowanych przez wywiadownię gospodarczą Coface Poland, która od kilku lat analizuje rynek upadłości przedsiębiorstw nie tylko w Polsce, lecz także w Europie. Niestety Główny Urząd Statystyczny nie publikuje tego typu danych, a niemożliwa jest samodzielna analiza tego typu danych z sądów, które są rozporoszone po całej Polsce. Przedstawione dane dotyczące upadłości przedsiębiorstw nie są dokładne i można założyć, że rzeczywista liczba wniosków i samych upadłości jest zdecydowanie większa. Wynika to przede wszystkim z błędów formalnych i cofania wniosków przez sądy, a także braku opłat czy wystarczających środków do przeprowadzenia procesu upadłościowego. Wysoki współczynnik oddalenia wniosków o ogłoszenie upadłości uwidacznia słabość instytucji upadłości w prawie polskim. Rocznie zgłaszanych jest ok. 4500 spraw o ogłoszenie upadłości (4000 likwidacyjnej i 500 układowej, z czego ok. 1150 jest oddalonych w związku z ubóstwem masy). Przy czym na ponad 800 upadłości rocznie jedynie 29 wniosków obejmuje postępowanie naprawcze (Zwoliński 2016). Ponadto bardzo dużo przedsiębiorstw, zwłaszcza tych mniejszych, jednoosobowych, likwiduje działalność bez przeprowadzenia postępowania upadłościowego, co także zaburza statystyki.

Według szacunków firmy KUKI 2016 r. przyniesie polepszenie w gospodarce, co powinno przełożyć się na jeszcze mniejszą liczbę upadłości przedsiębiorstw, według ich szacunków odnotujemy 703 upadłości⁶. Obecnie polska gospodarka nie notuje negatywnych symptomów spowolnienia, aczkolwiek szereg rodzajów ryzyka może zagrozić wysokiej dynamice wzrostu. Do najważniejszych rodzajów ryzyka należą przede wszystkim: spowalniająca gospodarka chińska, recesja na rynku rosyjskim spowodowana sankcjami gospodarczymi i niską ceną ropy naftowej, niepewność dotycząca gospodarki w Stanach Zjednoczonych, a także w Unii Europejskiej, oraz jej częściowy rozpad spowodowany odłączeniem się od niej Wielkiej Brytanii. W kolejnych latach, na podstawie historycznych doświadczeń, napływ środków unijnych w ramach perspektywy unijnej 2014–2020 powinien pozytywnie przełożyć się na wzrost gospodarczy, a także malejącą liczbę upadłości przedsiębiorstw.

Na koniec warto także wspomnieć o upadłości konsumenckiej. W Polsce instrument ten jest mało popularny, gdyż został wprowadzony bardzo późno, *de facto* dopiero w 2009 r. W 2015 r. wprowadzono nowelizację upadłości konsumenckiej, istotnie liberalizującą przesłanki ogłoszenia upadłości, dzięki czemu proces ten jest dużo bardziej przejrzysty i prostszy do przeprowadzenia. Według szacunkowych danych w 2015 r. sądy orzekły ok. 1800 upadłości konsumenckich. W ciągu poprzednich pięciu lat takich upadłości było zaledwie 60⁷. Widać więc

⁶ KUKI, *Upadłości firm w Polsce: Prognoza na rok 2016*, <http://www.kuki.com.pl/serwis-ekonomiczny/upadlosci-firm/upadlosci-firm-w-polsce-prognoza-na-rok-2016,1.html> (data dostępu 18.02.2016).

⁷ J. Golonko, *Coraz więcej osób ogłasza upadłość konsumencką, także frankowicze*, 2015, <http://www.polskieradio.pl/42/276/Artykul/1561001,Coraz-wiecej-osob-oglasza-upadlosc-konsumencka-takze-frankowicze> (data dostępu 18.02.2016).

jak istotna stała się zmiana przepisów w tej kwestii. Relacja liczby upadłości konsumenckiej do liczby mieszkańców wynosi 0,005%. Porównując analogiczne dane z rynku amerykańskiego w 2012 r., odnotowano 1,18 mln upadłości konsumenckich, co daje współczynnik na poziomie 0,37%.

4. Wielkość i struktura upadłości spółek na GPW w Warszawie

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie istnieje od 16 kwietnia 1991 r. Umożliwia ona pozyskanie kapitału na rozwój zarówno polskich, jak i zagranicznych firmom. Od 2007 r. do połowy 2015 r. wartość przeprowadzonych ofert na GPW wyniosła ok. 135 mld zł. Maksymalne wielkości najważniejszych indeksów giełdowych odnotowano w połowie 2007 r. – tuż przed wybuchem kryzysu finansowego na świecie. Najważniejszy indeks giełdowy WIG20 wynosił wówczas 3940 punktów, a kapitalizacja GPW przekroczyła bilion złotych. Obecnie GPW w Warszawie – ze względu na malejące dopływy kapitału z polskich instytucji finansowych i mniejsze zainteresowanie inwestorów rynkami wschodzącymi – notuje niskie dzienne obroty, a wartości indeksów dalekie są od historycznych maksimów. Na koniec grudnia 2015 r. indeks WIG20 wynosił 1860 punktów, kapitalizacja spółek krajowych zaś na Rynku Głównym – 516,8 mld zł, a łączna kapitalizacja spółek krajowych i zagranicznych – 1082,9 mld zł⁸.

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie prowadzi obecnie obrót na następujących rynkach:

- Rynek Główny (obróć akcjami, innymi instrumentami finansowymi o charakterze udziałowym oraz innymi instrumentami rynku kasowego, a także instrumentami pochodnymi);
- NewConnect (obróć akcjami i innymi instrumentami finansowymi o charakterze udziałowym małych i średnich spółek);
- Catalyst (obróć obligacjami korporacyjnymi, komunalnymi, spółdzielczymi, skarbowymi, listami zastawnymi – obróć realizowany przez GPW i BondSpot);
- Treasury BondSpot Poland (hurtowy obróć obligacjami skarbowymi prowadzony przez BondSpot)⁹.

Na giełdzie notowane są jedynie papiery wartościowe, które zostały dopuszczone do obrotu na rynku publicznym. Proces dopuszczenia akcji do obrotu jest względnie długi i skomplikowany. W celu umożliwienia notowania akcji przedsiębiorstwa muszą spełniać szereg kryteriów wyznaczonych przez GPW w Warszawie, zawartych m.in. w Regulaminie Giełdy¹⁰. Zarząd Giełdy, rozpoznając wniosek o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu giełdowego, bierze pod uwagę

⁸ Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, https://www.gpw.pl/wydarzenia/?ph_tresc_glowna_start=show&ph_tresc_glowna_cmn_id=57199 (data dostępu 18.02.2016).

⁹ Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, www.gpw.pl (data dostępu 18.02.2016).

¹⁰ Regulamin GPW w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 z późn. zm.

m.in.: obecną i prognozowaną sytuację finansową emitenta, rentowność, płynność i zdolność do obsługi zadłużenia, a także inne czynniki mające wpływ na wyniki finansowe emitenta¹¹. Z powyższego kryterium jasno wynika, że dopuszczone do obrotu mogą być spółki tylko o dobrej sytuacji finansowej. Zgodnie z tymi kryteriami można postawić hipotezę, że spółki dopuszczone do obrotu cechuje mniejsze prawdopodobieństwo upadłości aniżeli spółki poza rynkiem publicznym. Jednym z warunków dopuszczenia do obrotu jest także kryterium wielkości kapitalizacji. Iloczyn liczby akcji i prognozowanej ceny akcji powinien wynosić na Rynku Głównym co najmniej 15 mln euro¹².

W 2007 r. w celu stworzenia korzystniejszych warunków rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw utworzono na GPW w Warszawie rynek alternatywny NewConnect. Rynek ten miał być przeznaczony dla firm z krótkim stażem działalności, z kapitalizacją ok. 20 mln zł, o dużej dynamice wzrostu i poszukujących relatywnie mniejszego kapitału aniżeli spółki na Rynku Głównym. Spółki te mają uproszczone procedury dopuszczania do obrotu, a także nie muszą spełniać tak surowych wymogów informacyjnych, jak w przypadku spółek na Rynku Głównym. Inwestorzy otrzymali możliwość inwestowania w małe i perspektywiczne spółki, które mogą zaoferować dużo wyższe stopy zwrotu, aczkolwiek obarczone wyższym ryzykiem inwestycyjnym.

W tabeli 5 przedstawiono dane dotyczące debiutów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w podziale na Rynek Główny i rynek NewConnect. Umieszczono także dane dotyczące całkowitej liczby spółek na rynku – w perspektywie 8 lat zwiększyła się ona prawie trzykrotnie. Pokazuje to dużą popularność rynku NewConnect i potrzebę istnienia takiego rynku dla małych i średnich przedsiębiorstw.

Rynek Główny i NewConnect obejmuje nie tylko spółki, które przynoszą zyski inwestorom, lecz także spółki z problemami finansowymi, które nierzadko upadają. W tabeli 6 przedstawiono dane dotyczące złożonych w sądzie wniosków o upadłość. Dane te są oparte na raportach bieżących spółek notowanych na GPW. W związku z tym, że bardzo dużo wniosków o upadłość jest składanych przez wierzycieli i mają one nierzadko charakter czysto spekulacyjny, uwzględniono wyłącznie wnioski, które zostały złożone przez zarządy spółek. Wnioski takie można uznać za najbardziej obiektywne.

W analizie przedstawionej poniżej wykluczono lata 2007 i 2008 ze względu na trudności w pozyskaniu danych. W przypadku wielu spółek, zwłaszcza tych już nienotowanych na giełdzie, nie można znaleźć historycznych komunikatów bieżących lub innych informacji niezbędnych do przeprowadzenia rzetelnej analizy. Ponadto Rynek NewConnect powstał w drugiej połowie 2007 r., stąd niezasadne byłoby porównywanie go do znacznie starszego Rynku Głównego.

¹¹ Tamże.

¹² Tamże, § 3 pkt 2 ust. 3.

Tabela 5
Liczba debiutów na rynku NewConnect i Rynku Głównym w latach 2007–2015

Wyszczególnienie	Liczba debiutów			Liczba notowanych spółek		
	Rynek Główny	NewConnect	Suma	Rynek Główny	NewConnect	Suma
2007	81	24	105	351	24	375
2008	33	61	94	374	84	458
2009	13	26	39	379	107	486
2010	34	86	120	400	185	585
2011	38	172	210	426	351	777
2012	19	89	108	438	429	867
2013	23	42	65	450	445	895
2014	28	22	50	471	431	902
2015	16	17	33	487	418	905

Źródło: opracowanie własne na podstawie statystyk udostępnianych przez GPW.

Tabela 6
Liczba złożonych wniosków o upadłość przez spółki notowane na Rynku Głównym i NewConnect w latach 2009–2015

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Suma
Rynek NewConnect	1	0	1	12	11	6	11	42
Rynek Główny	9	6	3	12	8	5	4	47
Suma	10	6	4	24	19	11	15	89

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek będących przedmiotem analizy.

Całkowita liczba wniosków o upadłość przedsiębiorstw z lat 2009–2015, których akcje są notowane na NewConnect, jest zbliżona do liczby wniosków złożonych przez spółki z Rynku Głównego. Jednak rynek NewConnect istnieje dopiero kilka lat i korzystają z niego mniejsze przedsiębiorstwa, bardzo często na wczesnym etapie rozwoju, co oznacza potencjalnie większe ryzyko upadłości. Zwiększona liczba składanych wniosków o upadłość przypadła na lata 2012–2013 – to w tym okresie gospodarkę dotknęła druga fala kryzysu finansowego zapoczątkowanego w 2007 r.

Złożenie wniosku o upadłość nie jest jednoznaczne z upadłością przedsiębiorstwa. Dlatego też w celu dokładnego ustalenia liczby i rodzaju spółek, które upadły, należy przeanalizować dogłębnie ich sytuację po złożeniu wniosku lub wykluczeniu z notowań. Zgodnie z *Raportem o rynku NewConnect 2015* w latach 2007–2014 na rynku NewConnect upadło 17 przedsiębiorstw. Liczba ta stanowi tylko 19% wykluczeń z notowań na tym rynku. Pozostałe podmioty musiały opuścić rynek notowań ze względów bezpieczeństwa inwestorów, przejścia na Rynek Główny lub z innych powodów.

Z przeprowadzonej analizy komunikatów bieżących spółek notowanych na Rynku Głównym i NewConnect w latach 2009–2015 wynika, że z 89 podmiotów, które złożyły wniosek o upadłość, wykluczonych zostało 58 podmiotów, a 31 jest ciągle notowanych. W przypadku tej drugiej grupy spółek część z tych podmiotów jest w trakcie likwidacji układowej, część poradziła sobie z problemami finansowymi, a pozostała część podmiotów po tymczasowym zawieszeniu wróciła na rynek publiczny poprzez przejęcie odwrotne¹³ lub prowadzi odmienną działalność, często już przez innego właściciela (tzw. wejście tylnymi drzwiami, czyli bez konieczności uzyskiwania stosownych zgód od Komisji Nadzoru Finansowego). Podsumowanie analizy za lata 2009–2015 zostało przedstawione w tabeli 7.

Tabela 7
Liczba wniosków o upadłość składanych przez spółki notowane na GPW
w latach 2009–2015

Wyszczególnienie	Rynek Główny	Rynek NewConnect	Suma
Liczba złożonych wniosków o upadłość	47	42	89
Liczba spółek wykluczonych z obrotu	24	34	58
Liczba spółek, które nie zostały wykluczone z obrotu	23	8	31

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek będących przedmiotem analizy.

W dalszej części pracy wykorzystano dane dotyczące wniosków o upadłość za lata 2009–2014. Z analizy celowo wykluczono 2015 r. ze względu na to, że część wniosków o upadłość złożonych do sądu w drugiej połowie 2015 r. była jeszcze nierozstrzygnięta w trakcie opracowywania tego artykułu. W latach 2009–2014 złożono 74 wnioski o upadłość, a z obrotu zostało wykluczonych 51 podmiotów. Podsumowanie analizy za lata 2009–2014 zostało przedstawione w tabeli 8.

Tabela 8
Liczba wniosków o upadłość składanych przez spółki notowane na GPW
w latach 2009–2014

Wyszczególnienie	Rynek Główny	Rynek NewConnect	Suma
Liczba złożonych wniosków o upadłość	43	31	74
Liczba spółek wykluczonych z obrotu	24	27	51
Liczba spółek, które nie zostały wykluczone z obrotu	19	4	23

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek będących przedmiotem analizy.

¹³ Połączenie odwrotne jest jednym ze szczególnych przypadków łączenia się spółek i polega na przejęciu spółki dominującej przez jej spółkę zależną.

Kontynuacja analizy miała także na celu sprawdzenie, ile spółek, które złożyły wnioski o upadłość, rzeczywiście ją ogłosiło. Analiza taka jest dość skomplikowana ze względu na brak dostępu do szczegółowych materiałów sądowych, aczkolwiek z 51 wykluczonych z obrotu podmiotów w trakcie upadłości likwidacyjnej było 35 spółek, z czego 15 przedsiębiorstw było notowanych na Rynku Głównym, a 20 na rynku NewConnect. Pozostałe podmioty prowadzą działalność jako spółki w upadłości układowej. Część prowadzi inny rodzaj działalności lub ten sam, tyle że poza rynkiem regulowanym lub są to podmioty zagraniczne, więc określenie ich obecnej sytuacji prawnej jest skomplikowane.

Z perspektywy inwestora najważniejszą kwestią jest moment zakupu akcji i cena ich nabycia, a w późniejszym okresie ich sprzedaż po jak najwyższej cenie. Zazwyczaj złożenie wniosku o upadłość powoduje spadek kursu akcji. Jest on mniej lub bardziej dynamiczny, w zależności od tego, czy spółka miała i publikowała pogarszające się wyniki finansowe. W przypadku ogłoszenia upadłości układowej akcje spółki notowanej na giełdzie nie zmieniają swojego charakteru. Mogą one być dalej notowane, a technicznym aspektem jest dopisek przy nazwie spółki „w upadłości układowej”.

W przypadku upadłości likwidacyjnej, zgodnie z ustawą o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2013 poz. 1382 z późn. zm.), w ciągu 6 miesięcy od uprawomocnienia się postanowienia o ogłoszeniu upadłości spółki obejmującej likwidację jej majątku lub postanowienia o oddaleniu wniosku o ogłoszenie takiej upadłości ze względu na to, że majątek spółki nie wystarcza na zaspokojenie kosztów postępowania, następuje zniesienie dematerializacji akcji. Oznacza to więc, że spółka jest wycofana z obrotu i traci status spółki publicznej. Każdy akcjonariusz w przypadku upadłości likwidacyjnej powinien się liczyć z ryzykiem, że po zakończeniu postępowania upadłościowego spółka nie będzie posiadać majątku, który mógłby zostać podzielony pomiędzy akcjonariuszy. Najistotniejszą kwestią jest to, że inwestor, właściciel akcji spółki akcyjnej nie odpowiada za długi spółki. W przypadku jej likwidacji, w skrajnym przypadku traci pieniądze przeznaczone na zakup akcji.

5. Porównanie wielkości upadłości przedsiębiorstw na rynku publicznym i niepublicznym

Kontynuacją dotychczasowych rozważań jest analiza liczby upadłości polskich przedsiębiorstw na rynku publicznym i niepublicznym w latach 2009–2014. W analizie pominięto 2015 r. ze względu na brak dokładnej liczby prawomocnych wyroków dotyczących upadłości. Spółki notowane na giełdzie przechodzą restrykcyjny proces dopuszczenia do obrotu giełdowego. Ponadto spółki te muszą regularnie informować o swoich wynikach finansowych, a także stosować zasady

corporate governance i określone obowiązki informacyjne. Inwestycja w spółki giełdowe może więc wydawać się bezpieczną inwestycją w porównaniu do spółek spoza rynku niepublicznego.

Celem tej części pracy i badania jest weryfikacja hipotezy, że spółki notowane na giełdzie są mniej podatne na upadłość aniżeli spółki niepubliczne. W związku z tym porównano m.in. dane z raportu firmy Coface, dotyczącego upadłości przedsiębiorstw w ostatnich latach, a także sytuacji spółek publicznych, które w przeszłości składały wniosek o upadłość, zostały wykluczone z obrotu i w stosunku do których prowadzone jest obecnie postępowanie likwidacyjne.

W tabeli 9 wyliczono współczynnik upadłości przedsiębiorstw w Polsce, który wyniósł 0,39%. Jako licznik współczynnika przyjęto średnią z liczby upadłości przedsiębiorstw w latach 2009–2014. Z szacunków wyłączono pozycje dotyczące upadłości osób fizycznych: „Przedsiębiorca” i „Spółka jawna”. Jako mianownik wykorzystano średnią liczbę aktywnych przedsiębiorstw publikowaną przez Główny Urząd Statystyczny na koniec każdego roku w latach 2009–2014. W szacunku wykorzystano tylko podmioty prawne (wyłączono osoby fizyczne prowadzące przedsiębiorstwa).

Tabela 9

Podsumowanie analizy upadłości przedsiębiorstw na rynku niepublicznym

Średnia arytmetyczna liczby upadłości przedsiębiorstw w Polsce w latach 2009–2014 (z wyłączeniem „Przedsiębiorca” i „Spółka jawna”)	577
Średnia arytmetyczna liczby aktywnych przedsiębiorstw z lat 2009–2014 (z wyłączeniem osób fizycznych)	147 236
Współczynnik upadłości	0,39%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych firmy Coface Poland i GUS (*Raporty Coface nt. upadłości firm w Polsce w latach 2009–2014*), a także *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w latach 2009–2014*).

W tabeli 10 wyliczono współczynnik dla przedsiębiorstw, które złożyły wniosek o upadłość w latach 2009–2014 i które zostały wykluczone z obrotu giełdowego. Dla obydwu rynków Głównego i NewConnect współczynnik ten wyniósł 1,13%.

W tabeli 11 przedstawiono wskaźnik upadłości dla przedsiębiorstw, które po złożeniu wniosku o upadłość w latach 2009–2014 i wykluczeniu z obrotu ma obecnie status prawny upadłości likwidacyjnej. W badanym okresie współczynnik upadłości dla Rynku Głównego i NewConnect wyniósł 0,78%.

Na podstawie przedstawionych danych można stwierdzić, że statystycznie częściej to spółki notowane składają wnioski o upadłość i ogłaszają upadłość. Nieprawdziwa jest więc hipoteza że spółki giełdowe, które przechodzą restrykcyjny proces wejścia na giełdę, są bardziej odporne na upadłość.

Charakterystyczne przy tym są różnice między współczynnikiem upadłości, który wyliczono jednocześnie dla spółek notowanych na Rynku Głównym i rynku

NewConnect. Współczynnik dla rynku NewConnect na poziomie 1,03% i prawie dwukrotnie wyższy aniżeli na Rynku Głównym potwierdza, że inwestycje w spółki notowane na tym rynku charakteryzują się dużo wyższym ryzykiem inwestycyjnym.

Tabela 10
Wskaźnik upadłości przedsiębiorstw, które złożyły wniosek o upadłość i zostały wykluczone z obrotu

Wyszczególnienie	Rynek Główny	Rynek NewConnect	GPW
Średnioroczna liczba spółek notowanych na GPW w latach 2009–2014	427	325	752
Liczba spółek, które złożyły wnioski o upadłość w latach 2009–2014 i zostały wykluczone z obrotu	24	27	51
Średnioroczna liczba notowanych spółek, które złożyły wnioski o upadłość	4	5	9
Współczynnik dla spółek, które złożyły wniosek o upadłość i zostały wykluczone z obrotu	0,94%	1,39%	1,13%

Źródło: opracowanie własne na podstawie statystyk udostępnianych przez GPW i raportów bieżących spółek będących przedmiotem analizy.

Tabela 11
Wskaźnik upadłości przedsiębiorstw, które po złożeniu wniosku o upadłość i wykluczeniu z obrotu mają obecnie status w upadłości likwidacyjnej

Wyszczególnienie	Rynek Główny	Rynek NewConnect	GPW
Średnioroczna liczba spółek notowanych na GPW w latach 2009–2014	427	325	752
Liczba spółek, które po wykluczeniu z obrotu miały status spółki w likwidacji	15	20	35
Średnioroczna liczba spółek, które po wykluczeniu z obrotu miały status spółki w likwidacji	3	3	6
Współczynnik upadłości spółek, które po wykluczeniu z obrotu miały status spółki w likwidacji	0,59%	1,03%	0,78%

Źródło: opracowanie własne na podstawie statystyk udostępnianych przez GPW i raportów bieżących spółek będących przedmiotem analizy.

6. Analiza efektywności inwestycji w spółki składające wniosek o upadłość

Każdy racjonalny inwestor stara się podejmować decyzje o nabyciu papierów wartościowych w celu osiągnięcia możliwie wysokiej stopy zwrotu przy relatywnie niskim ryzyku. Każdy, kto inwestuje, jest narażony na ryzyko inwestycji w spółkę, która może upaść, a w konsekwencji stracić całą zainwestowaną kwotę. Optymalizacji takiego ryzyka sprzyja dywersyfikacja portfela. Jednak wielu inwestorów w celu osiągnięcia ponadprzeciętnej stopy zwrotu stosuje różne, często bardzo ryzykowne strategie.

W tej części przedstawione zostaną wyniki analiz dotyczących efektywności inwestycji w spółki, które złożyły wniosek o upadłość, a także obliczona możliwa do osiągnięcia stopa zwrotu. Postawiono hipotezę, że nie warto podejmować ryzyka, inwestując w akcje spółek, które złożyły wniosek o upadłość.

W analizie wykorzystano spółki notowane na rynku głównym i rynku New-Connect, które samodzielnie złożyły wniosek o upadłość w latach 2009–2014. Wykluczono spółki, których wnioski o upadłość były składane przez kontrahentów. Wnioski te bardzo często miały charakter spekulacyjny i często dotyczyły spółek o bardzo dobrej kondycji finansowej.

W badaniu na podstawie danych historycznych obliczono możliwą do osiągnięcia stopę zwrotu inwestycji w jedno-, trzy-, sześć- i 12-miesięcznym horyzoncie czasowym. Za kurs odniesienia przyjęto kurs na zakończenie notowań, na dzień po ogłoszeniu informacji o złożonym wniosku o upadłość lub w pierwszym możliwym dniu, kiedy miała miejsce transakcja giełdowa. Wyniki badania 74 spółek notowanych na GPW przedstawiono w tabeli 12. Średnia stopa zwrotu niezależnie od analizowanego okresu jest zawsze ujemna i oscyluje pomiędzy 10 a 15%. Liczba dodatnich stóp zwrotu jest nieznaczna, po 12 miesiącach tylko co szósta posiada dodatnią wartość. Wraz z upływem czasu rośnie ryzyko inwestycyjne, które przejawia się w ujemnej stopie zwrotu, a także w wycofaniu z obrotu lub zawieszeniu. Odnotowano 62 takie przypadki.

W tabeli 13 przedstawiono przedziały stóp zwrotu i uzyskane wyniki z analizy danych. W przypadku inwestycji w akcje spółek, które złożyły wniosek o upadłość, wraz z upływem czasu maleje szansa osiągnięcia dodatniej stopy zwrotu. Po 12 miesiącach od zakupu określonych akcji 29 inwestycji wygenerowało ujemną stopę zwrotu. Odnotowano wielokrotnie więcej ujemnych stóp zwrotu ze skrajnych przedziałów, aniżeli w przypadku dodatnich stóp zwrotu.

Wnioski z analizy są jednoznaczne i potwierdzają postawioną hipotezę. **Inwestycja w akcje spółek, które złożyły wniosek o upadłość jest nieopłacalna.** Na 74 przypadki spółek, które złożyły wniosek o upadłość, po 12 miesiącach od zakupu danych akcji tylko w przypadku 12 inwestycji stopa zwrotu była dodatnia. W 33 przypadkach notowania zostały zawieszono lub spółka została wykluczona

z obrotu giełdowego. W przypadku 29 spółek stopa zwrotu była ujemna, aczkolwiek można założyć, że większość z tego typu spółek w dłuższej perspektywie była wykluczona z obrotu giełdowego. Średnia arytmetyczna stopa zwrotu ze wszystkich inwestycji, dla których można było określić cenę, a więc były notowane, wyniosła -15% . Najlepsza inwestycja mogła przynieść inwestorowi 300% zysku, aczkolwiek w żaden sposób nie rekompensuje ona strat z pozostałych inwestycji.

Tabela 12

Wyniki badania dotyczące inwestycji w spółki, które złożyły wniosek o upadłość na GPW w latach 2009–2014

Wyszczególnienie	Wartości 1 miesiąc później od zakupu akcji	Wartości 3 miesiące później od zakupu akcji	Wartości 6 miesięcy później od zakupu akcji	Wartości 12 miesięcy później od zakupu akcji
Średnia arytmetyczna stopy zwrotu	-10%	-14%	-11%	-15%
Mediana stopy zwrotu	-19%	-33%	-42%	-46%
Maksymalna stopa zwrotu	167%	200%	756%	300%
Minimalna stopa zwrotu	-68%	-92%	-98%	-98%
Liczba stóp zwrotu większych od 0	19	17	15	12
Liczba stóp zwrotu mniejszych od 0	43	46	40	29
Liczba stóp zwrotu równych 0	6	3	2	0
Liczba spółek wycofanych z obrotu lub zawieszonych	6	8	17	33

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 13

Rozkład stóp zwrotu inwestycji w spółki, które złożyły wniosek o upadłość

Wyszczególnienie	1 miesiąc później od zakupu akcji	3 miesiące później od zakupu akcji	6 miesięcy później od zakupu akcji	12 miesięcy później od zakupu akcji
Liczba stóp zwrotu mniejszych od -50%	8	24	23	17
Liczba stóp zwrotu w przedziale od -50% do -25%	17	12	10	8
Liczba stóp zwrotu w przedziale od -25% do -10%	14	7	6	1
Liczba stóp zwrotu w przedziale od -10% do 0%	10	6	3	3

Tabela 13

Wyszczególnienie	1 miesiąc później od zakupu akcji	3 miesiące później od zakupu akcji	6 miesięcy później od zakupu akcji	12 miesięcy później od zakupu akcji
Liczba stóp zwrotu w przedziale od 0% do 10%	7	3	2	0
Liczba stóp zwrotu w przedziale od 10% do 25%	4	0	1	1
Liczba stóp zwrotu w przedziale od 25% do 50%	6	4	4	4
Liczba stóp zwrotu w przedziale od 50% do 100%	0	5	4	4
Liczba stóp zwrotu większych od 100%	2	5	4	3

Źródło: opracowanie własne.

7. Wnioski i podsumowanie

Z przeprowadzonej analizy upadłości spółek publicznych i niepublicznych w Polsce w latach 2009–2014 wynikają następujące wnioski:

1. Spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie upadają statystycznie częściej aniżeli spółki niepubliczne.
2. Restrykcyjny proces wejścia na giełdę, a także określone obowiązki informacyjne i *corporate governance* nie wpływają na bezpieczeństwo inwestycji w te spółki, a co za tym idzie – nie ograniczają one ryzyka ich upadłości.
3. Nieopłacalna jest inwestycja w akcje spółek, które złożyły wniosek o upadłość. Po roku średnia stopa zwrotu w akcje spółek, które były jeszcze notowane, wyniosła –15%, ponadto 33 spółki z 74 przeanalizowanych nie były już notowane. Oznacza to, że inwestor stracił zainwestowany kapitał lub miał duży problem z upłynnieniem posiadanych akcji.
4. Analizując współczynnik upadłości na Rynku Głównego i rynku NewConnect, możemy stwierdzić, że ten drugi jest zdecydowanie bardziej ryzykowny i podatny na upadłość przedsiębiorstw.

Obecnie inwestorzy szukają coraz bardziej wyrafinowanych i ryzykownych inwestycji w celu osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Powyższa analiza potwierdza tylko popularny slogan, że nie warto podejmować nadmiernego ryzyka inwestycyjnego.

Fakt, że spółki publiczne upadają częściej aniżeli na rynku niepublicznym, utwierdza tylko opinię, że inwestycje giełdowe nie są dla każdego i bardzo szybko można stracić cały zainwestowany kapitał. Rynek NewConnect stworzony w 2007 r., umożliwił pozyskanie kapitału przez małe i średnie przedsiębiorstwa, ale stworzył także nowe możliwości inwestycyjne. Po kilku latach potwierdzają

się ogólne założenia, że jest to rynek obarczony dużo większym ryzykiem aniżeli Rynek Główny.

Ponadto, poszukując swojego celu inwestycyjnego, należy dokładnie przeanalizować każdą spółkę, gdyż jak historyczne zdarzenia na GPW pokazały, wiele podmiotów nie wydało środków zgodnie z założeniami emisji i nigdy nie zrealizowało swoich prognoz finansowych.

Bibliografia

- Appenzeller, D., Szarzec, K., *Prognozowanie zagrożenia upadłością polskich spółek publicznych*, „Rynek Terminowy” 2004, nr 1.
- Bieniasz, A., Gołaś, Z., *Mikroekonomiczne uwarunkowania upadłości przedsiębiorstw w Polsce*, „Journal of Agribusiness and Rural Development” 2014, nr 4(34).
- Centralny Ośrodek Informacji Gospodarczej, *Spis polskich firm*, http://www.coig.com.pl/spis-polskich-firm_katalog_polskich_firm.php (data dostępu 18.02.2016).
- Creditreform Economic Research Unit, *Corporate insolvencies in Europe 2012/2013*, http://www.creditreform.com/fileadmin/user_upload/CR-International/local_documents/Analysen/Corporate_Insolvencies_12_13.pdf (data dostępu 18.02.2016).
- Creditreform Economic Research Unit, *Corporate insolvencies in Europe 2014/2015*, http://www.creditreform.lt/fileadmin/user_upload/CR-International/local_documents/lt/Documents/Corporate_insolvencies_in_Europe_2014-15_EN.pdf (data dostępu 18.02.2016).
- Creditreform Economic Research Unit, *Corporate insolvencies in Europe 2015/2016*, https://www.creditreform.de/fileadmin/user_upload/crefo/download_de/news_termin-wirtschaftsforschung/insolvenzen-europa/Analysis_Corporate_insolvencies_in_Europe_2015-16.pdf (data dostępu 18.02.2016).
- Flaga, A., *80 proc. firm upada w ciągu dwóch pierwszych lat*, 2014, http://www.gazeta-msp.pl/?id=pokaz_artykul&indeks_artykulu=3367&dz_id=73 (data dostępu 18.02.2016).
- Gajdka, J., Stos, D., *Ocena kondycji finansowej polskich spółek publicznych w okresie 1998–2001*, w: *Zarządzanie finansami: mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstwa*, t. 1, red. D. Zarzecki, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003.
- Gajdka, J., Walińska, E., *Zarządzanie finansowe – teoria i praktyka*, t. 1, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998.
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, www.gpw.pl (data dostępu 18.02.2016).
- Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, https://www.gpw.pl/wydarzenia/?ph_tresc_glowna_start=show&ph_tresc_glowna_cmn_id=57199 (data dostępu 18.02.2016).
- Główny Urząd Statystyczny, *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2010 r.*, http://stat.gov.pl/cps/rde/xbr/gus/pgwf_dzialalnosc_przedsiębiorstw_niefinansowych_w_2010.pdf (data dostępu 18.02.2016).
- Główny Urząd Statystyczny, *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2011 r.*, http://stat.gov.pl/cps/rde/xbr/gus/PGW_Dzialalnosc_przedsiębiorstw_niefinansowych_w_2011_not_inf.pdf (data dostępu 18.02.2016).

- Główny Urząd Statystyczny, *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2012 r.*, <http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiębiorstwa-niefinansowe/dzialalnosc-przedsiębiorstw-niefinansowych-w-2012-r-2,9.html> (data dostępu 18.02.2016).
- Główny Urząd Statystyczny, *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2013 r.*, <http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiębiorstwa-niefinansowe/dzialalnosc-przedsiębiorstw-niefinansowych-w-2013-r-2,10.html> (data dostępu 18.02.2016).
- Główny Urząd Statystyczny, *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2014 r.*, <http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiębiorstwa-niefinansowe/dzialalnosc-przedsiębiorstw-niefinansowych-w-2014-r-2,11.html> (data dostępu 18.02.2016).
- Główny Urząd Statystyczny, *Grupy przedsiębiorstw w Polsce w 2014 r.*, <http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiębiorstwa-niefinansowe/grupy-przedsiębiorstw-w-polsce-w-2014-r-14,7.html> (data dostępu 18.02.2016).
- Główny Urząd Statystyczny, *Małe i średnie przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce w 2009–2013*, <http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiębiorstwa-niefinansowe/male-i-srednie-przedsiębiorstwa-niefinansowe-w-polsce-w-latach-2009-2013,22,1.html> (data dostępu 18.02.2016).
- Golonko, J., *Coraz więcej osób ogłasza upadłość konsumencką, także frankowicze*, 2015, <http://www.polskieradio.pl/42/276/Artykul/1561001,Coraz-wiecej-osob-oglasza-upadlosc-konsumentencka-takze-frankowicze> (data dostępu 18.02.2016).
- Grzegorzewska, E., *Zjawisko upadłości przedsiębiorstw w Polsce na tle innych krajów europejskich*, „Zeszyty Naukowe SGGW. Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej” 2008, nr 68.
- Hadasik, D., *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, „Zeszyty Naukowe, Seria 2: Prace Habilitacyjne”, nr 158, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 1998.
- Hamrol, M., Czajka, B., Piechocki, M., *Analiza dyskryminacyjna. Przegląd najważniejszych modeli*, „Przegląd Organizacji” 2004, nr 4.
- Hamrol, M., Czajka, B., Piechocki, M., *Upadłość przedsiębiorstwa – model analizy dyskryminacyjnej*, „Przegląd Organizacji” 2004, nr 6.
- Hołda, A., *Prognozowanie jednostki w warunkach gospodarki polskiej z wykorzystaniem funkcji dyskryminacyjnej*, „Rachunkowość” 2001, nr 5.
- Korol, T., *Modele prognozowania upadłości przedsiębiorstw – analiza porównawcza wyników sztucznych sieci neuronowych z tradycyjną analizą dyskryminacyjną*, „Bank i Kredyt” 2005, nr 6.
- Kowalczyk, S., *Przyczyny upadłości firm agrobiznesu*, w: *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
- KUKE, *Upadłości firm w Polsce: Prognoza na rok 2016*, <http://www.kuke.com.pl/serwis-ekonomiczny/upadlosci-firm/upadlosci-firm-w-polsce-prognoza-na-rok-2016,1.html> (data dostępu 18.02.2016).
- Mączyńska, E., *Bankructwa przedsiębiorstw. Wymiar teoretyczny, statystyczny i rzeczowy*, „Biuletyn Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego” 2013, nr 1(60).

- Mączyńska, E., Zawadzki, M., *Dyskryminacyjne modele predykcji upadłości przedsiębiorstw*, „*Ekonomista*” 2006, nr 2.
- Ministerstwo Rozwoju, *O programie*, <http://nowaszansa.gov.pl/pl/o-programie> (data dostępu 17.07.2016).
- Mioduchowska-Jaroszewicz, E., *Model Altmana jako jedna z metod oceny wypłacalności przedsiębiorstw*, „*Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw*” 2002, nr 40.
- Morawska, S., *Skuteczność i efektywność postępowań upadłościowych w Polsce w świetle praktyki sądowej*, SGH, 2011, slajd 43, www.pte.pl/pliki/2/1/skutecznosc%20i%20efektywnosc.pptx.pptx (data dostępu 18.02.2016).
- Nahotko, S., *Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach zagrożenia upadłością: podejście finansowe*, „AJG”: Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego, Bydgoszcz 2004.
- Pogodzińska, M., Sojak, S., *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w przewidywaniu bankructwa przedsiębiorstw*, „*Acta Universitatis Nicolai Copernici: Oeconomia*” 1995, nr 25 (299).
- Prusak, B., *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2005.
- Raporty firmy Coface Poland dotyczące upadłości firm w Polsce w latach 2005–2015. Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
- Rogowski, W., *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce*, „*Biuletyn Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego*” 2015a, nr 1(68).
- Rogowski, W., *Rozważania nad pojęciem upadłość przedsiębiorstwa, czyli upadłość niejedno ma imię*, *Zeszyty Naukowe „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”* 2015b, nr 142.
- Sielewicz, G., *Panorama Insolvencies in Central and Eastern Europe*, The Coface Economic Publications, 2016, July.
- Sobczak, K., *MS: nowa ustawa ułatwi restrukturyzację firm, zamiast likwidacji*, 2015, <http://www.lex.pl/czytaj/-/artykul/ms-nowa-ustawa-ulatwi-restrukturyzacje-firm-zamiast-likwidacji?refererPlid=68467180> (data dostępu 18.02.2016).
- The World Bank, *Doing Business 2016. Measuring Regulatory Quality and Efficiency. World Bank Group Flagship Report*, <http://www.doingbusiness.org/~media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/English/DB16-Full-Report.pdf> (data dostępu 18.02.2016).
- Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. – Prawo restrukturyzacyjne, Dz.U. 2015 poz. 978 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. – Prawo upadłościowe, Dz.U. 2015 poz. 233 z późn. zm.
- 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. 2013 poz. 1382 z późn. zm.
- Wolski, P., *Upadłość kontrahenta, – co dalej? Praktyczne vademecum dla przedsiębiorców część IV (ostatnia)*, <http://legeartis-mkl.pl/news/152/93/Upadlosc-kontrahenta-co-dalej-Praktyczne-vademecum-dla-przedsiębiorcow-czesc-IV-ostatnia> (data dostępu 18.02.2016).

- Zhang, J., Bessler, D.A., Leatham, D.J., *Aggregate business failures and macroeconomic conditions: a var look at the U.S. between 1980 and 2004*, „Journal of Applied Economics” 2013, nr 1.
- Zwoliński, A., *Rząd chce chronić firmy przed plajtą. Nowe prawo ma pomóc ocalić tysiące miejsc pracy*, 2016, http://www.biztok.pl/gospodarka/rzad-chce-chronic-firmy-przed-plajta-nowe-prawo-ma-pomoc-ocalic-tysiace-miejsc-pracy_a20366 (data dostępu 18.02.2016).
- Żaczekiewicz-Zborska, K., *Komisja UE: doskonale wyniki Polski w sprawach cywilnych*, 2013, <http://www.obserwatorkonstytucyjny.pl/swiat/komisja-ue-doskonale-wyniki-polski-w-sprawach-cywilnych> (data dostępu 18.02.2016).

Słowa kluczowe: upadłość przedsiębiorstwa, bankructwo, NewConnect, Giełda Papierów Wartościowych

Insolvency of private enterprises and companies listed on stock exchange in Poland

Summary

Insolvency of businesses is a process that appears in every economy having a free market that eliminates ineffective entities. The aim of this article is to present the number of insolvencies in Poland and in Europe within the last few years, taking into account the companies listed on the Warsaw Stock Exchange.

The paper presents a hypothesis that the companies listed on the stock exchange, due to the strict character of the process of introducing them on the market and due to certain disclosure duties, declare insolvency less frequently than non-public companies. In order to verify the hypothesis, the first thing was to focus on the economic and legal aspects of the insolvency, taking into account the Polish legislation, including the changes that took place in insolvency law that came into force in January 2016. It also presents the characteristics of the insolvency in Poland and in Europe, as well as the statistics concerning the insolvency of public companies listed on the Main Market of the Warsaw Stock Exchange and NewConnect. Then, the market of insolvency in public and non-public companies was analysed. It was shown that statistically speaking, publicly listed companies declare bankruptcy more frequently than non-public companies.

Basing upon the analysis of the bankruptcy applications filed by public companies, it was proven that it is not worth investing in the shares of such companies, since basing on the historical date, there was no possibility of generating above-average return rates, and in most cases the investor had to face loss or complete loss of the invested capital.

Keywords: company insolvency, bankruptcy, NewConnect, Warsaw Stock Exchange