

Ryzyko upadłości przedsiębiorstwa a wartość dla akcjonariuszy*

Andrzej Jaki, Wojciech Cwięk**

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest przeprowadzenie analizy oddziaływania ryzyka upadłości przedsiębiorstwa na jego wartość dla akcjonariuszy, poprzez badanie zależności pomiędzy wartościami funkcji dyskryminacyjnych a efektywnością kreowania wartości.

Metodologia badania – Artykuł oparty został na analizie literatury oraz wykorzystaniu narzędzi analizy finansowej w postaci mierników efektywności oraz modeli dyskryminacyjnych w odniesieniu do wybranych spółek sektora energetycznego w Polsce.

Wynik – Analiza potwierdziła istnienie zależności pomiędzy ryzykiem upadłości przedsiębiorstwa a zmianami wartości dla akcjonariuszy i efektywności jej kreowania.

Oryginalność/wartość – Przeprowadzoną analizę należy traktować jako kontynuację wcześniejszych badań dotyczących uwarunkowań kreowania wartości przedsiębiorstwa oraz punkt wyjścia dla dalszej pogłębionej analizy oddziaływania ryzyka, jako nośnika wartości przedsiębiorstwa, na jego wartość.

Słowa kluczowe: nośniki wartości, ryzyko upadłości, efektywność kreowania wartości

Wprowadzenie

Szereg zjawisk charakteryzujących współczesny świat, takich jak: intensyfikacja procesów globalizacji, deregulacja rynków kapitałowych, ewolucja systemu postindustrialnego w kierunku nowej gospodarki (*new economy*), jako gospodarki opartej na wiedzy i wykorzystaniu innowacyjnych technologii, czemu towarzyszył m.in. wzrost mobilności kapitału oraz także galopujący postęp technologiczny, stały się także kluczowymi przesłankami przeobrażeń w obszarze strategii zarządzania przedsiębiorstwem. Za fundamentalny efekt tej ewolucji należy uznać odejście od strategii wzrostu sprzedaży oraz oceny efektywności gospodarowania w przedsiębiorstwie wyłącznie na podstawie mierników księgowych i finansowych, na rzecz strategii zarządzania ukierunkowanej na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy oraz wzrastającego znaczenia mierników rynkowych odzwierciedlających najpełniej efektywność kreowania wartości w przedsiębiorstwie. Konsekwencją tego jest stałe i permanentne dążenie do pomnażania wartości rynkowej przedsiębiorstwa, co już

* Publikacja sfinansowana ze środków przyznanych Wydziałowi Zarządzania Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, w ramach dotacji na utrzymanie potencjału badawczego.

** dr hab. Andrzej Jaki prof. UEK, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Zarządzania, Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, e-mail: jakia@uek.krakow.pl; mgr Wojciech Cwięk, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Studium Doktoranckie Wydziału Zarządzania, e-mail: cwiek.w@gmail.com.

wcześniej uznawano za strategiczny finansowy jego cel. Racjonalną drogą do realizacji tak postawionego celu staje się równoczesne dążenie do zaspokajania oczekiwań różnych interesariuszy przedsiębiorstwa w sposób godziwy i zrównoważony. Z uwagi na fakt, że oczekiwania te są z oczywistych powodów zróżnicowane oraz mają względem siebie częściowo charakter dywergentny, nie jest w pełni możliwe uwzględnianie i równoważenie interesów różnych grup środowiskowych. W związku z tym przyjmuje się założenie o nadrzędności celów właścicieli związanych efektywnością pomnażania zainwestowanego przez nich kapitału, co prowadzi jednocześnie do zaspokojenia roszczeń innych interesariuszy przedsiębiorstwa. Pomnażanie wartości dla właścicieli nie musi wszakże odbywać się kosztem jej uszczuplenia dla pozostałych interesariuszy. Wręcz przeciwnie – sukces finansowy właścicieli tworzy także warunki dla wzrostu wartości dla pozostałych stron. Efektywne przedsiębiorstwa tworzą nowe miejsca pracy i zachęty finansowe dla pracowników, płacą wyższe podatki, są wiarygodnymi i pożądanymi klientami dla banków oraz kontrahentami dla kooperantów. Twierdzenie takie sugeruje zarazem, że przedsiębiorstwa tworzą wartość dla swoich właścicieli tylko wtedy, gdy równocześnie tworzona jest wartość dla innych interesariuszy (Nita 2007, s. 20). Tego rodzaju pogląd jest również współcześnie silnie akcentowany przez koncepcję zarządzania wartością (*value-based management*), czemu sprzyjały także doświadczenia globalnego kryzysu gospodarczego wskazujące na potrzebę redefinicji tej koncepcji wraz z jej szerszym niż dotychczas powiązaniem z koncepcją zrównoważonego rozwoju oraz koncepcją społecznej odpowiedzialności biznesu. Rezultatem tego jest propozycja koncepcji zrównoważonego zarządzania wartością, wykorzystującej ideę kreowania wspólnej wartości gospodarczej i społecznej (*creating shared value*) (Porter, Kramer 2011, s. 62–77; Pindelski 2012, s. 6–10).

Koncepcja zarządzania wartością akcentuje jednocześnie, że wszystkie decyzje finansowe podejmowane w obrębie działalności przedsiębiorstwa, obarczone są pewnym poziomem ryzyka, a równocześnie racjonalnie podjęte ryzyko może stać się jednym z czynników stymulujących efektywność kreowania wartości przedsiębiorstwa. Problem ten dostrzegł już A. Rappaport, który w swoim pionierskim studium uwarunkowań kreowania wartości przedsiębiorstwa wymienił ryzyko jako jeden z finansowych nośników jego wartości (*value drivers*) (Rappaport 1986). Oddziaływanie ryzyka na efektywność kreowania wartości przedsiębiorstwa dostało równocześnie zaakcentowane w toku rozwoju koncepcji zarządzania wartością, gdzie obok rentowności i wzrostu, zostało ono zaliczone do strategicznych determinantów tego procesu, tworzących tzw. triadę prowartościowego zarządzania (Schiarenbeck, Lister 2002, s. 11). Doświadczenia i obserwacje praktyki gospodarczej wykazują równocześnie, że niewłaściwe skorelowanie poziomu podejmowanego ryzyka z wielkością korzyści finansowych wynikających z tego tytułu dla przedsiębiorstwa prowadzić może do destrukcji jego wartości, a w dalszej kolejności przyczynić się do wzrostu zagrożenia jego upadłości.

We wskazanym kontekście sformułowano hipotezę, że pogorszeniu sytuacji w obszarze zarządzania finansami przedsiębiorstwa oraz wzrostowi prawdopodobieństwa jego

upadłości, wyrażonego wahaniami wartości modeli dyskryminacyjnych, towarzyszy obniżenie efektywności kreowania wartości dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa. Stąd celem niniejszego artykułu jest przeprowadzenie analizy oddziaływania ryzyka upadłości przedsiębiorstwa na efektywność kreowania jego wartości¹.

1. Zagrożenie upadłością a efektywność kreowania wartości przedsiębiorstwa

Przeobrażenia na światowych rynkach, w tym postępujący proces integracji gospodarczej, oprócz licznych korzyści stał się również źródłem wielu zagrożeń, w tym tzw. globalizacji ryzyka. W konsekwencji, wraz z dążeniem do pomnażania wartości rynkowej przedsiębiorstwa, ciągle aktualny pozostaje problem przetrwania jako gwarancji bytu przedsiębiorstwa. Nieprzypadkowo bowiem przetrwanie uznawane jest jako immanentny cel każdego przedsiębiorstwa, warunkujący możliwość realizacji innych jego celów – w tym dążenia do maksymalizacji wartości rynkowej. W warunkach turbulentnego i mało przewidywalnego otoczenia przetrwanie przedsiębiorstwa niedostatecznie szybka jego adaptacja do zachodzących zmian może w perspektywie długofalowej zwiększać zagrożenie upadłością czyli rodzić ryzyko niemożności realizacji przez przedsiębiorstwo jego immanentnego celu.

Wielowymiarowość pojęcia upadłości sprawia, że może być ona analizowana na płaszczyźnie prawnej (upadłość sądowa, jako procedura prawna) oraz na płaszczyźnie ekonomicznej (upadłość ekonomiczna czyli inaczej bankructwo) (Prusak 2007, s. 16; Mączyńska 2014, s. 25).

W świetle polskiego systemu prawnego, upadłość rozpatrywana jest poprzez sąd upadłościowy na wniosek wierzyciela lub dłużnika. Zasadniczą różnicą pomiędzy aktem prawnym a dziedziną ekonomii, jest sposób definiowania pojęcia płynności i wypłacalności przedsiębiorstwa. W ustawie *Prawo upadłościowe i naprawcze* (2003) pojęcia te są równoważne, z kolei w ekonomii płynność interpretuje się jako zdolność do pokrycia bieżących zobowiązań, natomiast wypłacalność jest możliwością zabezpieczenia sumy zobowiązań rynkową wartością całego majątku systemu gospodarczego.

W literaturze ekonomicznej upadłość jest rozumiana jako bankructwo, które jest związane z trwałą niezdolnością przedsiębiorstwa do regulowania swoich zobowiązań lub sytuacją w której wartość majątku jednostki gospodarczej nie pozwala na pełne zaspokojenie potrzeb wszystkich jego wierzycieli (Hołda 2006, s. 54). Przytoczona definicja skłania do stwierdzenia, że zjawisko bankructwa jest ściśle skorelowane z efektywnością gospodarowania obszarem finansowym przedsiębiorstwa, zaś upadłość w rozumieniu prawnym stanowi (choć nie zawsze) konsekwencję bankructwa przedsiębiorstwa. Znajduje to również odzwierciedlenie w wielowymiarowej analizie dyskryminacyjnej (*discriminant analysis*), która stanowi element systemu wczesnego ostrzegania o sytuacji finansowej

¹ Artykuł stanowi kontynuację badań prowadzonych przez jego autorów w odniesieniu do problematyki uwarunkowań kreowania wartości przedsiębiorstwa. Zob. Jaki, Ćwięk (2015), s. 257–267.

przedsiębiorstwa. Podstawę tej analizy stanowią modele predykcji bankructwa, których najbardziej znanym pierwowzorem jest model E.I. Altmana oszacowany dla gospodarki amerykańskiej, stanowiący koncepcyjną podstawę m.in. dla tworzenia począwszy od lat 90. XX wieku podobnych modeli dla gospodarki polskiej (Pociecha 2014, s. 13–22). Modele te poprzez statystyczne zobrazowanie różnych wielkości finansowych pozwalają na wychwycenie z dużym wyprzedzeniem czasowym sygnałów ostrzegawczych płynących ze sprawozdań finansowych przedsiębiorstw w oparciu o wartość jednego syntetycznego wskaźnika obliczonego na podstawie formuły liniowej funkcji dyskryminacyjnej (Kasiewicz 2011, s. 58).

Upadłość przedsiębiorstwa nie jest zatem zdarzeniem nagłym, lecz długotrwałym procesem, którego źródła można doszukiwać się w tzw. symptomach upadłości – niepokojących sygnałach dla menedżerów, których należy poszukiwać w kluczowych wskaźnikach ekonomicznych, obrazujących efektywność gospodarowania przedsiębiorstwa. W literaturze przedmiotu, przyczyny upadłości klasyfikowane są najczęściej na dwie zasadnicze grupy (Kasiewicz 2011, s. 53):

- endogeniczne (wewnątrzorganizacyjne) – tkwiące w samym przedsiębiorstwie, w sferze finansowej (czynniki ilościowe) lub w sferze organizacyjnej (czynniki jakościowe), pozostające pod wpływem przedsiębiorstwa,
- egzogeniczne (zewnątrzorganizacyjne) – kształtujące sytuację makroekonomiczną kraju, na które przedsiębiorstwo nie ma wpływu.

W *Międzynarodowym Standardzie Rewizji Finansowej nr 570 – Kontynuacja działalności* (2009, s. 106) wytypowano kilka zdarzeń mogących zagrozić kontynuacji działalności przedsiębiorstwa. Do przykładowych zdarzeń o charakterze finansowym można zaliczyć: ujemną wartość przepływów środków pieniężnych wykazanych w sprawozdaniach finansowych, niekorzystne kształtowanie się kluczowych wskaźników finansowych oraz opóźnienie lub wstrzymanie wypłaty dywidend. Praprzyczyny upadłości można doszukiwać się również w trudnościach związanych z kształtowaniem optymalnej struktury kapitałowej przedsiębiorstwa, albowiem jest ona zdeterminowana m.in. kosztem kapitału i jednocześnie wartością, jakiej oczekuje właściciel zainwestowanego w przedsiębiorstwo kapitału. Wymienione finansowe uwarunkowania mogące implikować upadłość przedsiębiorstwa wywierają także istotny wpływ na jego wartość. A zatem zasadnym jest wiązanie zmian poziomu zagrożenia upadłością przedsiębiorstwa ze zmianami efektywności kreowania jego wartości. Należy równocześnie podkreślić, iż wartość dodana wykreowana dla właścicieli przedsiębiorstwa, stanowi kluczowy bufor chroniący przedsiębiorstwo przed zdarzeniami mogącymi skutkować utratą jego pozycji ekonomicznej, a w perspektywie długofalowej nawet upadłością.

2. Założenia metodyczne przeprowadzonych badań

Analiza zawarta w niniejszym opracowaniu została podzielona na dwie zasadnicze części. W pierwszej części wykorzystano modele dyskryminacyjne, które posłużyły do oceny kondycji finansowej analizowanych przedsiębiorstw oraz predykcji ich upadłości. Z uwagi na charakter badanych spółek (polski sektor energetyczny) posłużono się wybranymi modelami prognozowania bankructwa opracowanymi dla gospodarki polskiej. Ich charakterystykę zawarto w tabeli 1.

Tabela 1

Modele prognozowania bankructwa polskich przedsiębiorstw

Rodzaje modelu	Funkcja dyskryminacyjna modelu	Oznaczenia
Model A. Hołdy	$Z_H = 0,605 + 0,681 \times X_1 - 0,0196 \times X_2 + 0,00969 \times X_3 + 0,000672 \times X_4 + 0,157 \times X_5$	X_1 – aktywa obrotowe/zobowiązania krótkoterminowe X_2 – (zobowiązania ogółem/suma bilansowa) $\times 100$ X_3 – (zysk netto/średnioroczny majątek ogółem) $\times 100$ X_4 – (średnioroczne zobowiązania krótkoterminowe/koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów) $\times 365$ X_5 – przychody z ogółu działalności/średnioroczny majątek ogółem
Model E. Mączyńskiej	$Z_M = 1,5 \times X_1 + 0,08 \times X_2 + 10,0 \times X_3 + 5,0 \times X_4 + 0,3 \times X_5 + 0,1 \times X_6$	X_1 – (zysk brutto + amortyzacja)/zobowiązania X_2 – suma bilansowa/zobowiązania X_3 – wynik finansowy przed opodatkowaniem/suma bilansowa X_4 – wynik finansowy/roczne przychody X_5 – zapasy/roczne przychody X_6 – roczne przychody/suma bilansowa
Model D. Wierzbę	$Z_W = 3,26 \times X_1 + 2,16 \times X_2 + 0,3 \times X_3 + 0,69 \times X_4$	X_1 – (zysk z działalności operacyjnej – amortyzacja)/aktywa ogółem X_2 – (zysk z działalności operacyjnej – amortyzacja)/sprzedaż produktów X_3 – aktywa obrotowe/zobowiązania całkowite X_4 – kapitał obrotowy/aktywa ogółem

Źródło: opracowanie własne na podstawie Hołda (2002), Mączyńska, Zawadzki (2006) oraz Wierzbę (2000).

Druga część analizy obejmuje pomiar efektywności kreowania wartości dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa. W tym celu posłużono się tradycyjnym miernikiem księgowym, stanowiącym jedną z fundamentalnych miar korzyści dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa – zyskiem netto przypadającym na 1 akcję (EPS – *earnings per share*). Dla celów oceny efektywności kreowania wartości wykorzystano indeks tworzenia wartości (VCI – *value creation index*). Jest to miernik rynkowy o charakterze względnym, powstały w efekcie zmian w zakresie paradygmatu pomiaru wartości w przedsiębiorstwie i związanej z tym

ewolucji narzędzi pomiaru efektywności (Szczepankowski 2007, s. 132). Formuła obliczeniowa VCI przybiera postać:

$$VCI = \frac{ROE}{k_E} \times 100\%,$$

gdzie:

ROE – księgową stopą zwrotu z kapitału własnego,

k_E – koszt kapitału własnego.

Dla każdego modelu dyskryminacyjnego oraz indeksu tworzenia wartości istnieje możliwość wyznaczenia bezwzględne kryterium decyzyjnego umożliwiającego dokonanie obiektywnej oceny kondycji ekonomicznej przedsiębiorstwa. Zostało to przedstawione w tabeli 2.

Tabela 2

Bezwzględne kryterium decyzyjne oraz interpretacja dla wykorzystanych narzędzi ekonomicznych

Wyszczególnienie	Bezwzględne kryterium decyzyjne	Interpretacja ekonomiczna	Akronim interpretacji ekonomicznej
Z_H	$Z_H < -0,3$	zagrożenie upadłością	Z
	$-0,3 < Z_H < 0,1$	nieokreślone prawdopodobieństwo upadłości	NP
	$Z_H > 0,1$	dobra sytuacja finansowa	DB
Z_M	$Z_M < 0$	zagrożenie upadłością	Z
	$0 < Z_M < 1$	słaba sytuacja finansowa ale niezagrożona upadłością	SS
	$1 < Z_M < 2$	dobra sytuacja finansowa	DB
Z_W	$Z_M > 2$	bardzo dobra sytuacja finansowa	BD
	$Z_W < 0$	słaba sytuacja finansowa	SS
VCI	$Z_W > 0$	dobra sytuacja finansowa	DB
	$ROE > k_E$ lub $VCI > 100\%$	kreowanie wartości dla akcjonariuszy	KW
	$ROE < k_E$ lub $VCI < 100\%$	utrata wartości dla akcjonariuszy	UW

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Hołda (2002), Mączyńska, Zawadzki (2006), Wierzbą (2000) oraz Szczepankowski (2007).

3. Wahania modeli dyskryminacyjnych a efektywność kreowania wartości dla akcjonariuszy przedsiębiorstw sektora energetycznego w Polsce

Badanie zależności pomiędzy ryzykiem upadłości przedsiębiorstwa a efektywnością kreowania wartości dla akcjonariuszy dokonano na przykładzie wybranych polskich spółek giełdowych sektora energetycznego – Tauron Polska Energia SA, PGE Polska Grupa Energetyczna SA oraz Enea SA. Na potrzeby badań porównano wyniki finansowe spółek dla

trzech rocznych okresów (2012–2014) oraz zbadano zależność pomiędzy zmianą wartości funkcji dyskryminacyjnych modelu a kształtowaniem się wartości mierników efektywności służących ocenie procesu kreowania wartości analizowanych przedsiębiorstw.

Na potrzeby analizy dokonano szacunku kosztu kapitału własnego poszczególnych przedsiębiorstw, posługując się modelem wyceny aktywów kapitałowych (CAPM – *capital asset pricing model*). W rachunku tym jako stopę zwrotu z inwestycji wolnych od ryzyka przyjęto stopy referencyjne NBP obowiązujące w latach 2012–2014², tj. odpowiednio w kolejnych latach: 4,25, 2,5 i 3%, oraz premię za ryzyko rynkowe zaproponowaną przez A. Damodarana dla rynku polskiego: dla 2012 roku 7,5%, dla 2013 roku 7,4%, dla 2014 roku 6,28% (Damodaran 2016). Wartości współczynników względnego ryzyka inwestycyjnego „ β ” oszacowano dla dziennych stóp zwrotu akcji w trzyletnim horyzoncie czasowym i zaprezentowano w tabeli 3.

Tabela 3

Wartości współczynnika „ β ” dla analizowanych przedsiębiorstw sektora energetycznego w Polsce w latach 2012–2014

Wyszczególnienie	2012	2013	2014
Tauron Polska Energia SA	0,968	0,905	0,907
PGE Polska Grupa Energetyczna SA	1,215	1,246	1,261
Enea SA	0,606	0,625	0,654

Źródło: obliczenia własne.

Wartości mierników służących ocenie efektywności kreowania wartości analizowanych przedsiębiorstw oraz wartości funkcji dyskryminacyjnych wykorzystanych modeli prognozowania bankructwa zestawiono i zinterpretowano w tabelach 4–6, co pozwoliło zobrazować graficznie na rysunkach 1–3 zmiany w zakresie efektywności kreowania wartości badanych przedsiębiorstw oraz zmiany ryzyka ich upadłości.

Tabela 4

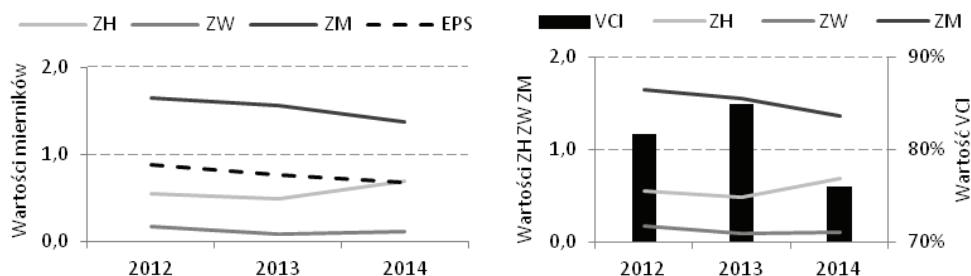
Mierniki efektywności oraz wartości funkcji dyskryminacyjnej dla Tauron PE SA w latach 2012–2014

Wyszczególnienie	J. miary	2012	2013	2014
1	2	3	4	5
EPS	zł	0,88	0,77	0,68
ROE	%	9,4	7,8	6,6
k_E	%	11,51	9,19	8,69
VCI	%	81,67	84,87	75,95
interpretacja		UW	UW	UW

² Zob. <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy.htm> (13.03.2016).

1	2	3	4	5
Z_H interpretacja	–	0,548 DB	0,483 DB	0,690 DB
Z_M interpretacja	–	1,643 DB	1,557 DB	1,367 DB
Z_W interpretacja	–	0,169 DB	0,084 DB	0,109 DB

Źródło: obliczenia własne na podstawie skonsolidowanych raportów rocznych Tauron PE SA oraz <http://www.biznesradar.pl> (13.03.2016).



Rysunek 1. Kształtowanie się mierników efektywności oraz wartości funkcji dyskryminacyjnej dla Tauron PE SA w latach 2012–2014

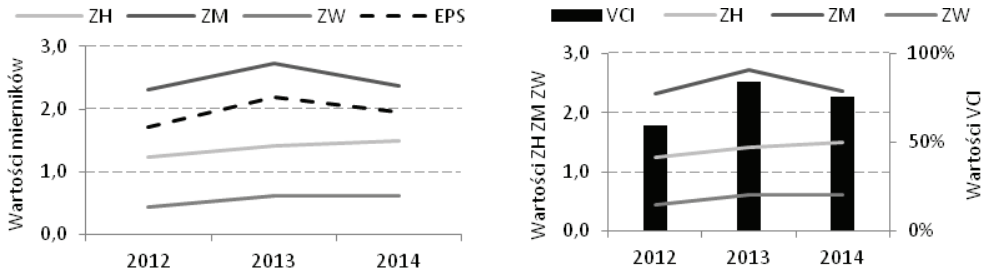
Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 4.

Tabela 5

Mierniki efektywności oraz wartości funkcji dyskryminacyjnej dla PGE SA w latach 2012–2014

Wyszczególnienie	J. miary	2012	2013	2014
EPS	zł	1,72	2,2	1,95
ROE	%	7,9	9,8	8,3
k_E	%	13,36	11,72	10,92
VCI	%	59,16	83,85	75,66
interpretacja		UW	UW	UW
Z_H interpretacja	–	1,242 DB	1,415 DB	1,490 DB
Z_M interpretacja	–	2,314 BD	2,726 BD	2,368 BD
Z_W interpretacja	–	0,440 DB	0,614 DB	0,621 DB

Źródło: obliczenia własne na podstawie skonsolidowanych raportów rocznych PGE SA oraz <http://www.biznesradar.pl> (13.03.2016).



Rysunek 2. Kształtowanie się mierników efektywności oraz wartości funkcji dyskryminacyjnej dla PGE SA w latach 2012–2014

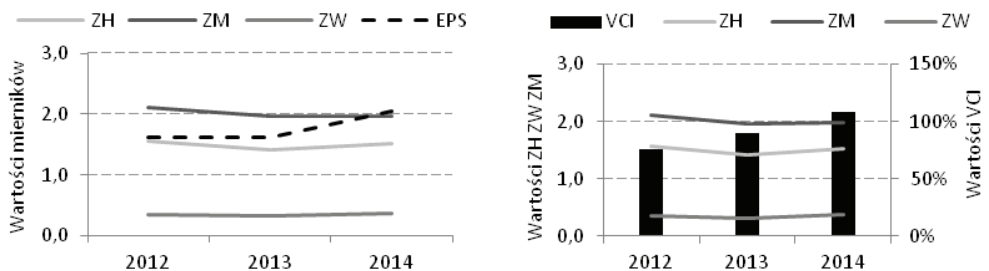
Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 5.

Tabela 6

Mierniki efektywności oraz wartości funkcji dyskryminacyjnej dla Enea SA w latach 2012–2014

Wyszczególnienie	J. miary	2012	2013	2014
EPS	zł	1,62	1,62	2,06
ROE	%	6,6	6,4	7,7
k_E	%	8,8	7,12	7,11
VCI	%	75,53	89,55	108,63
interpretacja		UW	UW	KW
Z _H	–	1,558	1,407	1,521
interpretacja		DB	DB	DB
Z _M	–	2,114	1,958	1,974
interpretacja		BD	DB	DB
Z _W	–	0,347	0,317	0,373
interpretacja		DB	DB	DB

Źródło: obliczenia własne na podstawie skonsolidowanych raportów rocznych Enea SA oraz <http://www.biznesradar.pl> (13.03.2016).



Rysunek 3. Kształtowanie się mierników efektywności oraz wartości funkcji dyskryminacyjnej dla Enea SA w latach 2012–2014

Źródło: opracowanie własne na podstawie tabeli 6.

Uzyskane wyniki stały się podstawą dla sformułowania następujących wniosków odnoszących się do zależności pomiędzy poziomem ryzyka upadłości a efektywnością kreowania wartości analizowanych przedsiębiorstw sektora energetycznego:

1. W zakresie efektywności kreowania wartości Tauron PE SA w analizowanej perspektywie czasowej odnotował utratę wartości dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa. Potwierdza to obniżenie wartości miernika EPS o 11% w 2014 roku, w stosunku do roku poprzedniego. Sygnałem ostrzegawczym dla uczestników rynku kapitałowego, informującym o redukcji korzyści dla akcjonariuszy, jest również spadek wartości miernika VCI o 10% w 2014 roku w stosunku do roku 2013 oraz to, że w całym analizowanym okresie miernik ten przyjmował wartość poniżej 100%, co uprawnia do negatywnej bezwzględnej oceny efektywności kreowania wartości. Wartości funkcji dyskryminacyjnych Z_H , Z_M i Z_W mieściły się w bezpiecznym przedziale, co oznaczało dobrą sytuację finansową przedsiębiorstwa oraz brak zagrożenia ryzykiem bankructwa. Obserwując wahania wartości mierników ekonomicznych, prognozujących zagrożenie upadłością, można stwierdzić, iż destrukcja wartości dla akcjonariuszy spółki, pociągnęła za sobą obniżenie poziomu ryzyka upadłości przedsiębiorstwa. Jedynie model zaproponowany przez E. Mączyńską wykazał odwrotny trend zależności zjawisk ekonomicznych, tzn. obniżeniu efektywności kreowaniu wartości dla akcjonariuszy towarzyszyło zwiększenie zagrożenia upadłości przedsiębiorstwa.
2. W PGE SA, analogicznie jak w poprzednim analizowanym przedsiębiorstwie, nastąpiła utrata wartości dla akcjonariuszy ($VCI < 100\%$ w całym analizowanym okresie). Wartości mierników EPS i VCI uległy obniżeniu w 2014 roku w stosunku do roku poprzedniego, kolejno o 11 i 10%. Wartości funkcji dyskryminacyjnych Z_H , Z_M i Z_W w całym badanym okresie również wskazywały bardzo dobrą pozycję finansową spółki. Modele dyskryminacyjne zaproponowane przez A. Hołdę i D. Wierzbę, potwierdziły wcześniejsze wnioski dotyczące zależności zjawisk ekonomicznych. W 2014 roku wskaźniki Z-score wykazały wzrost, w stosunku do 2013 roku, który należy bezwzględnie interpretować, jako poprawę sytuacji finansowej przedsiębiorstwa i tym samym obniżenie ryzyka jego upadłości.
3. Ciekawe wyniki analizy dostarcza ostatnia z badanych spółek Enea SA. W odróżnieniu od poprzednio analizowanych przedsiębiorstw, spółka Enea wykazała wzrost efektywności kreowania wartości dla akcjonariuszy w badanym okresie – w tym pozytywną ocenę bezwzględną tej efektywności w 2014 roku. Towarzyszył temu wzrost wartości miernika EPS o 27% w stosunku do roku poprzedniego. Wartości funkcji dyskryminacyjnych, analogicznie jak w poprzednich przypadkach, mieściły się w bezpiecznym przedziale i charakteryzowały się niewielką zmiennością, co wskazuje na stabilną sytuację w zakresie poziomu ryzyka upadłości.

Uwagi końcowe

Pomimo zauważalnej rozbieżności pomiędzy wnioskami płynącymi z analizy przeprowadzonej w odniesieniu do badanych spółek, autorzy niniejszego opracowania skłaniają się ku stwierdzeniu, iż wzrost wartości dla akcjonariuszy przedsiębiorstwa oraz efektywności jej kreowania może łączyć się ze zwiększeniem ryzyka jego upadłości. Przyczyn takiego stanu można poszukiwać w narastającej presji ze strony akcjonariuszy oraz potencjalnych inwestorów na wynik finansowy przedsiębiorstw, ze szczególnym naciskiem na maksymalizację stopy zwrotu z zainwestowanego w spółkę kapitału. W wyniku tak sformułowanych oczekiwań, zauważalnej przemianie ulegają czynniki kierujące zachowaniem menedżerów. Pokłosiem tego zjawiska staje się nadmierna koncentracja na krótkoterminowych priorytetach przedsiębiorstwa, w celu szybkiego wzrostu jego rentowności, kosztem podejmowania nieakceptowanego ryzykownych decyzji inwestycyjnych. Uzyskane wyniki mogą również skłaniać do stwierdzenia, że mierniki wartości kreowanej mogą stanowić trzecią grupę narzędzi – po klasycznych wskaźnikach finansowych (księgowych) oraz modelach dyskryminacyjnych – wykorzystywanych do predykcji bankructwa przedsiębiorstwa.

Przeprowadzoną analizę należy potraktować zarazem jako podstawę dalszych, wielokierunkowych badań ekonomicznych. Bez przekrojowej diagnostyki ekonomicznej, nie można jednoznacznie skonstatować, czy i w jakim stopniu poziom ryzyka upadłości przedsiębiorstwa, wyrażony wartościami funkcji dyskryminacyjnych, łączy się z efektywnością kreowania wartości dla akcjonariuszy tych spółek oraz jaki jest w ich przypadku udział czynników zewnętrznych – w tym czynników wynikających z regulacyjnego oddziaływania państwa, które jednocześnie częściowo zakłócają oddziaływanie mechanizmu rynkowego na efektywność przedsiębiorstw sektora energetycznego w Polsce.

Literatura

- Damodaran A., *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Pobrano z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html (13.03.2016).
- Hołda A. (2002). Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej do prognozy upadłości spółek rynku kapitałowego. *Nasz Rynek Kapitałowy*, 11(143).
- Hołda A. (2006). *Zasada kontynuacji działalności i prognozowanie upadłości w polskich realiach gospodarczych*. Kraków: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie.
- Jaki A., Cwiąg W. (2015). Kapitał obrotowy netto a wartość przedsiębiorstwa. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 855. *Finanse, Rynki Finansowe i Ubezpieczenia*, 74 (1).
- Kasiewicz S. (red.) (2011). *Zarządzanie zintegrowanym ryzykiem przedsiębiorstwa w Polsce. Kierunki i narzędzia*. Warszawa: Wolters Kluwer.
- Kitowski J. (2013). Metody dyskryminacyjne jako instrument oceny ryzyka upadłości przedsiębiorstwa. *Journal of Management and Finance*, 4 (3).
- Mączyńska E. (red.) (2014). *Bankructwa przedsiębiorstw. Wybrane aspekty ekonomiczne i prawne*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Mączyńska E., Zawadzki M. (2006). Dyskryminacyjne modele predykcji bankructwa przedsiębiorstw. *Ekonomista*, 2.
- Międzynarodowe Standardy Rewizji Finansowej i Kontroli Jakości* (2009). Warszawa: IFAC.

- Nita B. (2007). *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*. Warszawa: PWE.
- Pindelski M. (2012). Etyka, CSR i CSV w orientacjach strategicznych. *Przegląd Organizacji*, 2.
- Pociecha J. (red.) (2014). *Statystyczne metody prognozowania bankructwa w zmieniającej się koniunkturze gospodarczej*. Kraków: UEK – Fundacja UEK.
- Porter M.E., Kramer M.R. (2011). The Big Idea: Creating Shared Value. *Harvard Business Review*, 1.
- Prusak B. (red.) (2007). *Ekonomiczne i prawne aspekty upadłości przedsiębiorstw*. Warszawa: Difin.
- Rappaport A. (1986). *Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance*. New York: The Free Press.
- Schierenbeck H., Lister M. (2002). *Value Controlling. Grundlagen Wertorientierter Unternehmensführung*. München–Wien: R. Oldenbourg Verlag.
- Szczepankowski P. (2007). *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. prawo upadłościowe i naprawcze. Dz.U. nr 60, poz. 535.
- Wierzbą D. (2000). Wczesne wykrywanie przedsiębiorstw zagrożonych upadłością na podstawie wskaźników finansowych – teoria i badania empiryczne. *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomiczno-Informacyjnej w Warszawie*, 9.

RISK OF BANKRUPTCY AND SHAREHOLDER VALUE

Abstract: *Purpose* – The purpose of this article is to analyze the impact of the risk of bankruptcy on the shareholder value, by examining the relationships between values of the discriminant function and value creation efficiency.

Design/methodology/approach – Article is based on an analysis of the literature and the use of financial analysis tools in the form of efficiency measures and discriminant models in relation to the selected companies in the energy sector in Poland.

Findings – The analysis confirmed the existence of a relationship between the risk of bankruptcy and changes of the shareholder value and efficiency of its creation.

Originality/value – The study should be regarded as a continuation of earlier research on determinants of the enterprise value creation and a starting point for further in-depth analysis of the impact of risk, as one of enterprise value drivers, on its value.

Keywords: value drivers, risk of bankruptcy, efficiency of value creation

Cytowanie

- Jaki A., Ćwiąg W. (2016). Ryzyko upadłości przedsiębiorstwa a wartość dla akcjonariuszy. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/2), 383–394. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/2-33.