

Waldemar Rogowski, Mariusz Bidelski

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

KATALIZATORY UPADŁOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW

Streszczenie: Ostatni kryzys finansowy ponownie zwrócił uwagę na kwestie upadłości przedsiębiorstw i możliwości ich prognozowania. Spektakularne upadłości takich spółek, jak Odlewnie Polskie, zdają się sugerować, że ograniczenia modeli predykcyjnych istnieją już na poziomie przyczyn upadłości. Niniejszy artykuł bada różnicę pomiędzy upadłością wywołaną względami ekonomicznymi a upadłością powodowaną przez katalizator – nieprzewidywalną przyczynę, manifestującą się nagle i gwałtownie doprowadzającą spółkę do upadłości. Analiza przepływów pieniężnych, dokonana na grupie polskich upadłości z ostatniej dekady, pozwala stwierdzić istnienie katalizatorów i otwiera drogę do dalszych badań nad ich wpływem na zdolności prognostyczne modeli.

Słowa kluczowe: upadłość, przyczyny upadłości, bankructwo.

1. Wstęp

Kryzys ekonomiczny, którego początki sięgają 2007 r., ponownie zwrócił uwagę na kwestię upadłości firm, jej przyczyny i możliwości jej prognozowania. Upadłość firmy tworzy koszty dla właścicieli, pracowników, kontrahentów oraz otoczenia społecznego, w jakim działa podmiot gospodarczy. Zatem w pełni uzasadniona wydaje się próba odpowiedzi na pytanie o możliwość wczesnego identyfikowania poziomu zagrożenia danego podmiotu gospodarczego upadłością. Powszechnie wskazuje się na istotną rolę, jaką w tym procesie odgrywają sformalizowane modele oceny zagrożenia upadłością (MOZU)¹. Dostrzegając wiele zalet, jakimi charakteryzują się modele, należy także wskazać na ograniczenia w ich stosowaniu [Rogowski 2008; Prusak 2010]. Jednym z podstawowych założeń, na których oparte są modele, jest to, że pogorszenie sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa nie ma charakteru nagłego i ma wyraźne odbicie bezpośrednio w sprawozdaniach finansowych, a co za tym idzie, we wskaźnikach finansowych, które wykorzystują dane ze sprawozdań finansowych. Sama upadłość jest więc zwieńczeniem procesu kryzysowego w przedsiębiorstwie, który trwa przez dłuższy czas. Coraz częściej mamy jednak do czynienia z nagłym pogorszeniem sytuacji ekonomiczno-finansowej przed-

¹ Zob. m.in. prace takich autorów, jak: E. Mączyńska, D. Appenzeller, J. Gajdka, D. Zarzecki, B. Prusak, T. Korol, P. Antonowicz.

siębiorstwa, będącym następstwem zaistnienia często jednego określonego zdarzenia, które ma ogromny negatywny skutek ekonomiczny, na tyle duży, że w konsekwencji powoduje upadłość przedsiębiorstwa. Jest to jedno z bardziej istotnych ograniczeń modeli. W referacie będziemy starać się przybliżyć te zdarzenia oraz scharakteryzować ich wpływ na skuteczność i efektywność modeli oceny zagrożenia upadłością.

2. Definicja katalizatora upadłości

Badania prowadzone w krajach rozwiniętych wskazują, że upadłość nie pojawia się w przedsiębiorstwie nagle [Altman 2006]. Znane są jednak przypadki, gdy podmioty gospodarcze, które nie wykazują oznak zagrożenia upadłością, stają się nagle niewypłacalne i są zmuszone do złożenia wniosku o upadłość. W takich sytuacjach możemy mówić o zadziałaniu **katalizatora upadłości**. Przez katalizator upadłości będziemy rozumieli *zdarzenie o charakterze nagłym, którego wystąpienie nie jest wcześniej sygnalizowane, a ma na tyle istotny negatywny wpływ na kondycję ekonomiczno-finansową podmiotu gospodarczego, że staje się bezpośrednią przyczyną jego upadłości*.

Katalizator może mieć charakter zarówno wewnętrzny, jak i zewnętrzny w stosunku do przedsiębiorstwa. W naszej opinii do katalizatorów można zaliczyć m.in.:

- nagle zaistnienie znacznych zobowiązań finansowych w wyniku nieświadomego wykorzystywania instrumentów finansowych, charakteryzujących się wysoką dźwignią finansową (np. opcje bezkosztowe lub kontrakty CIRS),
- nieoczekiwana nagła zmiana polityki kredytowej przez banki, skutkująca nagłym wypowiedzeniem kredytów lub zmniejszeniem wielkości linii kredytowych; większość działających na terytorium Polski banków jest filiami swych międzynarodowych spółek-matek; w momencie zmiany polityki kredytowej przez ich matki, one także zmieniły warunki udzielania nowych kredytów, a także często wypowiadały kredyty klientom zdolnym do ich dalszej obsługi, uniemożliwiając dalsze prowadzenie działalności gospodarczej [Rogowski, Kowalski 2010],
- nagle przerwanie łańcucha dostaw – utrata głównego odbiorcy lub dostawcy, np. w wyniku zmian właścicielskich; modele prognostyczne nie wykorzystują w swych algorytmach informacji jakościowych, takich jak ocena ryzyka nadmiernej koncentracji; nagle wypowiedzenie kontraktów przez istotnego kontrahenta może oznaczać niewypłacalność dla przedsiębiorstwa, zwłaszcza gdy charakteryzuje się ono wysokimi kosztami stałymi,
- nagle niekorzystne zmiany prawne (zmiany przepisów prawnych) lub decyzje regulacyjne (decyzje regulatora rynku np. URE, UKE),
- niekorzystne decyzje organów administracji publicznej – do tej kategorii zaliczają się przede wszystkim niekorzystne interpretacje podatkowe i postępowania urzędów skarbowych oraz urzędów kontroli skarbowej,
- przypadki katastrof losowych.

Przyjmując, że katalizatory upadłości są zdarzeniami całkowicie idiosynkratycznymi, niemożliwe jest ich prognozowanie, a ich wystąpienie w sposób istotny będzie oddziaływać na poziom sprawności i efektywności MOZU. Zatem dalsze badania nad katalizatorami mogą pomóc w określeniu zakresu niedokładności tychże modeli. Przypadki upadłości firm spowodowane wystąpieniem katalizatora nie powinny być uwzględniane (wchodzić w skład grupy firm upadłych) przy ocenie jakości poziomu predykcji MOZU.

3. Specyfika upadłości z udziałem katalizatora – badanie empiryczne

Katalizator oznacza przyczynę nagłą i mającą natychmiastowy negatywny efekt, więc należy oczekiwać, że podmiot gospodarczy poddany jego działaniu aż do momentu jego wystąpienia będzie charakteryzował się sytuacją ekonomiczną zbliżoną do sytuacji podmiotu gospodarczego nie zagrożonego upadłością. W celu udowodnienia tak postawionej tezy przeprowadzone zostało badanie na grupie polskich spółek, które złożyły wniosek o ogłoszenie upadłości w latach 2001- 2010. Autorzy badania skupili się na charakterystyce przepływów pieniężnych – ich zachowaniu na kilka lat przed upadłością przedsiębiorstwa. W grupie spółek, w przypadku których można podejrzewać zadziałanie katalizatora, przepływy pieniężne nie powinny sygnalizować pogarszającej się sytuacji finansowej.

3.1. Opis próby

Próba wykorzystana w badaniu obejmuje dane 93 firmy, spośród których 36 to spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, pozostałe 57 działa w formie spółek akcyjnych. Próba nie obejmuje przedsiębiorstw nie posiadających osobowości prawnej, gdyż nie mają one obowiązku publikowania rocznych sprawozdań finansowych. W grupie spółek akcyjnych znalazło się 15 przedsiębiorstw notowanych na giełdzie papierów wartościowych, dla których dostępne były również dane kwartalne.

Dane finansowe spółek zostały pozyskane z bazy ISI Emerging Markets, natomiast daty złożenia wniosków o upadłość pochodzą z ogłoszeń w „Monitorze Sądowym i Gospodarczym”. Tabela 1 prezentuje podział wniosków upadłościowych według roku ich złożenia. Dostępność danych dla lat starszych jest niższa, a próba jest skoncentrowana na latach 2008-2009, a więc na spółkach, które padły ofiarą globalnego kryzysu finansowego.

Tabela 1. Liczba wniosków o upadłość według roku złożenia w próbie badawczej

Rok złożenia wniosku	2001	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Liczba wniosków	1	3	3	3	3	12	23	41	3

Źródło: opracowanie własne.

Pośród wszystkich spółek w próbie wyselekcjonowano podgrupę firm, w przypadku których przyczyna upadłości spełniała definicję katalizatora. Te przedsiębiorstwa to:

Centrum Leasingu i Finansów CLIF SA – spółka była dochodowa, gdy Kredyt Bank wystąpił z wnioskiem o ogłoszenie upadłości, w odpowiedzi na który CLIF złożył własny wniosek o upadłość Kredyt Banku; upadłość CLIF ogłoszono w grudniu 2001 r., dwa lata później sąd uznał upadłość za bezpodstawną, a CLIF domagał się odszkodowania [*Upadłości CLiF...* 2002],

Zakłady Mebli Giętych FAMEG SA – Prokuratura Okręgowa w Piotrkowie Trybunalskim w dniu 30 grudnia 2008 r. skierowała do Sądu Okręgowego w Piotrkowie Trybunalskim akt oskarżenia (sprawa dotyczy 2005 r.) przeciw czworgu byłym członkom zarządu Fameg SA; zarzuciła im niegospodarność i działanie na szkodę firmy (doprowadzenie jej do straty co najmniej 2 mln zł); prokuratura miała zastrzeżenia m.in. do utworzenia spółki z o.o. i warunków przeniesienia do niej części majątku spółki akcyjnej. Chodziło o utworzenie spółki zależnej od Fameg SA – spółki Fameg z o.o., do której przeniesiono składniki majątkowe spółki-matki, a także bieżącą produkcję i zawarte wcześniej umowy produkcyjne, co spowodowało niewypłacalność spółki Fameg SA i uniemożliwiło zaspokojenie roszczeń ponad stu wierzycieli Famegu, wśród których były m.in. kooperujący z firmą przedsiębiorcy i banki [Bąk 2009],

Fabryka Elektrofiltrów ELWO SA – przyczyną upadłości była nieświadoma spekulacja walutowa za pomocą opcji bezkosztowych [AL 2009],

Zakłady Włókien Chemicznych STILON SA – Stilon poniósł znaczne straty w wyniku upadłości większości spółek, wchodzących w skład grupy przemysłowej Nylstar, będącej zarazem właścicielem Stilonu; należności innych spółek wobec Stilonu zostały w 90% umorzone [Cieśla 2009],

Maflow Polska Sp. z o.o. – Spółka Maflow Polska, najważniejsza część globalnego koncernu, upadła z powodu kłopotów włoskiej centrali, która zbyt agresywnie rozbudowywała grupę, korzystając z kredytów bankowych; ostateczny cios przyszedł ze strony załamania na rynku motoryzacyjnym na przełomie lat 2008 i 2009 [*Roman Karkosik...* 2010],

Krośnieńskie Huty Szkła Krosno SA – przyczyną upadłości była nieświadoma spekulacja walutowa za pomocą opcji bezkosztowych [Gorczyca 2009],

Kuźnia Polska SA – przyczyną upadłości była nieświadoma spekulacja walutowa za pomocą opcji bezkosztowych [Staszewska 2009],

Odlewnie Polskie SA – przyczyną upadłości była nieświadoma spekulacja walutowa za pomocą opcji bezkosztowych [Buczek, Fierla 2009],

Plastal Sp. z o.o. – przyczyną upadłości była zmiana polityki kredytowej banku i wypowiedzenie kredytów, połączone ze spadkiem zamówień, wynikającym z globalnego kryzysu finansowego [Puksztó 2009],

Zakłady Naprawcze Taboru Kolejowego w Łapach SA – 50% przychodów Zakładu pochodziło od PKP Cargo; w 2007 r. PKP Cargo było zainteresowane zaangażowaniem

zowaniem kapitałowym w Łapach, jednak zarząd nie wyraził zgody na przejęcie spółki, chcąc utrzymać niezależność; w 2008 r. PKP Cargo ze względu na kryzys finansowy nie zleciło żadnych napraw w ZNTK Łapy, doprowadzając firmę do bankructwa [*Sąd ogłosił...* 2009],

Alumast SA – przyczyną upadłości było wystawienie przez DZ Bank Polska bankowego tytułu egzekucyjnego; Sąd Okręgowy w Gliwicach uznał za słuszne zażalenie złożone wobec postanowienia Sądu Rejonowego w Wodzisławiu Śląskim, które nadało temu tytułowi klauzulę wykonalności, co oznacza, że procedura egzekucyjna uruchomiona przez ten bank nie powinna mieć miejsca; ponadto Spółka złożyła we wrześniu 2009 r. wniosek do prokuratury w sprawie domniemania doprowadzenia do niekorzystnego rozporządzenia mieniem Alumast w wysokości nie mniejszej niż 1 mln zł przez pracowników DZ Bank Polska [Masłowski 2009].

3.2. Hipotezy badawcze

Najlepszym sposobem do zaobserwowania postępującego procesu kryzysowego jest rachunek przepływów pieniężnych. Ten rodzaj sprawozdania finansowego, spośród wszystkich sprawozdań finansowych, jest najmniej podatny na manipulację i nadużycia księgowe. Ponadto pozwala nam ocenić efekty działania firm w trzech podstawowych obszarach: operacyjnym, finansowym oraz inwestycyjnym.

Działalność operacyjna obejmuje podstawową działalność każdego podmiotu gospodarczego. Skuteczność operacyjna wynikać będzie z wysokiej jakości towarów bądź usług, ze stosowania nowoczesnych technologii, skutecznego marketingu, sprawnego zarządzania majątkiem obrotowym, oraz wielu innych czynników, charakteryzujących skuteczną organizację. Efektem tej działalności są operacyjne przepływy pieniężne. W nich również możliwe będzie zaobserwowanie trudności natury ekonomicznej prowadzących do spadku sprzedaży czy też działań wywołujących wzrost kosztów. Na tej właśnie podstawie możemy sformułować pierwszą hipotezę.

Hipoteza 1A: Lata poprzedzające złożenie o wniosku upadłość będą charakteryzować się spadkiem efektywności operacyjnej, mierzonej przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej.

Istnieją katalizatory upadłości, które możemy zaklasyfikować do grupy ekonomicznych (np. w przypadku przerwania łańcucha wartości). Jednak najważniejszą cechą katalizatora jest jego nagłe wystąpienie oraz szybkość działania – jego zaistnienie nie pozostawia czasu na reakcję. Dlatego też obserwacja przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej powinna pozwalać na ocenę przyszłej sytuacji finansowej firmy. Na tej podstawie możemy oczekiwać prawdziwości kolejnej hipotezy.

Hipoteza 1B: Populacja firm, do których upadłości przyczynił się katalizator, będzie charakteryzowała się lepszymi przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej, w stosunku do ogólnej populacji firm upadłych. Wynika to z braku w tym przypadku fundamentalnych przyczyn upadłości, powoli erodujących wyniki finansowe.

Do upadłości firmy może doprowadzić nie tylko zła działalność operacyjna. Podobny rezultat może mieć również błędna decyzja finansowa, czyli np. zaciągnięcie zbyt wysokich zobowiązań. Ponadto firma borykająca się z problemami operacyjnymi będzie starała się uzyskać nowe źródła finansowania, głównie w celu podtrzymania bieżącej płynności. To pozwala na sformułowanie hipotezy co do kształtowania się poziomu przepływów pieniężnych z działalności finansowej.

Hipoteza 2A: Spółki zagrożone upadłością będą szukać dodatkowych funduszy zewnętrznych w latach poprzedzających złożenie wniosku o upadłość. Dostęp do nich zostanie odcięty tuż przed jej ogłoszeniem, kiedy jasne stanie się, że firma nie jest w stanie obsługiwać zadłużenia.

Podobnie jak wcześniej, w przypadku spółek, których upadłość wywołał katalizator, spodziewamy się zaobserwować zachowanie charakteryzujące firmę nie przeczuwającą zagrożenia i nie walczącą z kryzysem. Jednak w momencie ujawnienia się katalizatora przepływy pieniężne powinny upodobnić się do tych, jakie występują w innych, zagrożonych przedsiębiorstwach.

Hipoteza 2B: Firmy, w przypadku których przyczyną upadłości jest wystąpienie katalizatora, będą mniej skłonne do zwiększania zadłużenia niż firmy, dla których przyczyną upadłości nie było wystąpienie katalizatora.

Ostatni obszar działalności firmy – działalność inwestycyjna – jest pochodną dwóch pierwszych obszarów. Przedsiębiorstwa o dobrych perspektywach ekonomicznych i dostępie do finansowania będą inwestować i rozwijać się, wykazując przy tym duże, ujemne przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej. Spółki w fazie stagnacji będą charakteryzować się stabilnymi, ujemnymi przepływami pieniężnymi z działalności inwestycyjnej sygnalizującymi dokonywanie inwestycji odtworzeniowych. Natomiast w przypadku firm zagrożonych upadłością należy spodziewać się prób restrukturyzacji oraz ratowania bieżącej płynności przez wyprzedaż majątku, co objawiać się będzie w dodatnich przepływach pieniężnych z działalności inwestycyjnej.

Hipoteza 3A: Spółki zagrożone upadłością w miarę upływu czasu będą w coraz większym stopniu wyprzedawały swe aktywa trwałe, w celu poprawienia swej sytuacji płatniczej.

Znowu, w przypadku katalizatorów, będziemy oczekiwać, że firmy będą zachowywać się normalnie, co w tym przypadku oznacza wydawanie środków pieniężnych na inwestycje, bez względu na to, czy ich przeznaczeniem jest dalszy rozwój, czy odtworzenie posiadanego majątku.

Hipoteza 3B: Spółki, do których upadłości doprowadził katalizator, będą mniej aktywne w sprzedawaniu majątku niż firmy upadłe, w przypadku których nie wystąpił efekt katalizatora. Ze względu na to, że nie występują u nich te same negatywne trendy i nie identyfikują one przyszłych kłopotów finansowych, będą się one zachowywać jak normalne, zdrowe firmy tak długo, jak długo nie pojawi się katalizator upadłości.

Hipotezy oznaczone literą A pozwolą nam określić, czy nasze oczekiwania dotyczące procesu upadłości są słuszne – jest to niezwykle ważne, gdyż nie posługujemy się zestawem danych dla spółek zdrowych w celu porównania. Natomiast hipotezy typu B wskazują na nasze oczekiwanie względem specyfiki upadłości, których bezpośrednią przyczyną było wystąpienie katalizatora.

3.3. Prezentacja wyników

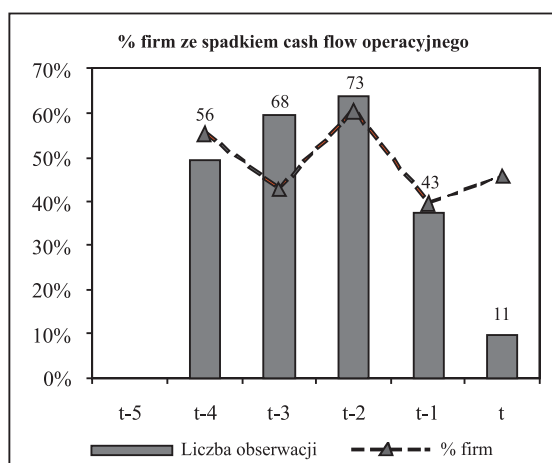
Dla każdej analizowanej firmy wyznaczony został rok złożenia wniosku o upadłość, oznaczany literą t . Następnie przepływy pieniężne dla każdej spółki pogrupowane zostały według okresów, w których wystąpiły, zaczynając od $t - 5$ aż do t . Na ich podstawie później wyliczone zostały następujące wskaźniki:

- stosunek liczby firm z dodatnimi (ujemnymi) przepływami pieniężnymi danej kategorii do ogólnej wielkości próby – tzw. odsetek bezwzględny,
- stosunek liczby firm ze wzrostem (spadkiem) wielkości przepływu pieniężnego danej kategorii do ogólnej wielkości próby – tzw. odsetek względny,

Przeprowadzona analiza opiera się na ocenie wartości powyższych wskaźników, przedstawionych w formie graficznej.

3.3.1. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej

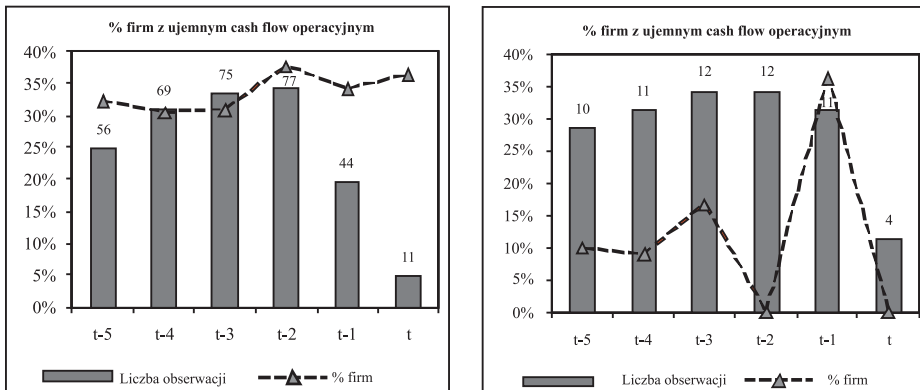
Rysunek 1 przedstawia odsetek firm notujących spadek przepływów pieniężnych dla grupy kontrolnej. Nie potwierdza on hipotezy 1A – wartość odsetka względnego utrzymuje się w przedziale 40-60%, nie wykazując żadnego trendu.



Rys. 1. Odsetek firm z ujemnymi przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej

Źródło: opracowanie własne.

Oznacza to, że przepływy pieniężne z działalności operacyjnej nie są dobrym predyktorem upadłości. Omówienie możliwych przyczyn takiego stanu rzeczy zostanie dokonane w części dotyczącej hipotez alternatywnych.



Rys. 2. Odsetek firm z ujemnymi przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej. Na panelu lewym – populacja ogólna, na panelu prawym – katalizator

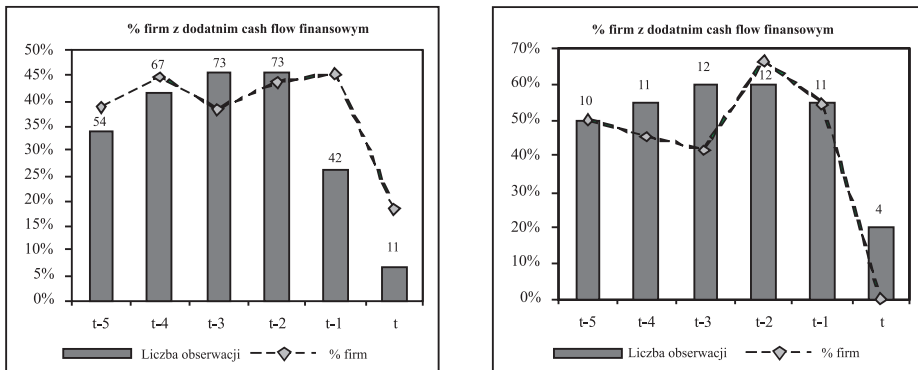
Źródło: opracowanie własne.

Dane operacyjne dostarczają natomiast potwierdzenia hipotezy 1B. Firmy, w których zadziałał katalizator, mają ogólnie niższy odsetek wystąpień ujemnych przepływów operacyjnych, z wyjątkiem roku przed złożeniem wniosku o upadłość (por. rys. 2). Można podejrzewać, że jest to wywołane zadziałaniem katalizatora, który bezpośrednio oddziałuje na poziom wyniku finansowego firmy i doprowadza do jej upadłości.

3.3.2. Przepływy pieniężne z działalności finansowej

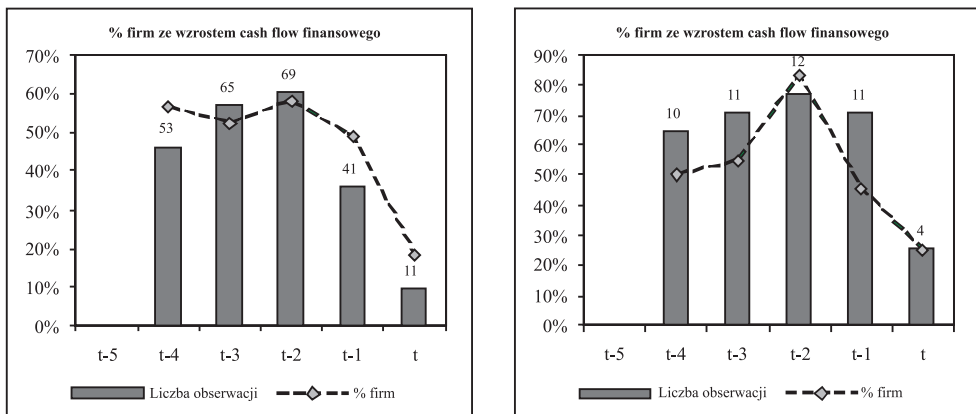
Wszystkie zestawy wskaźników zdają się sugerować, że firmy zagrożone upadłością rzeczywiście poszukują dodatkowego finansowania tak długo, jak długo rynek kapitału gotów jest im go dostarczać, co potwierdza hipotezę 2A. Odsetek firm z dodatnimi przepływami finansowymi wzrasta zwiększa się nieco w latach poprzedzających bankructwo, by potem gwałtownie spaść w roku jej ogłoszenia (por. rys. 3).

W przypadku hipotezy 2B przeprowadzona analiza nie daje jednoznacznego rozstrzygnięcia – co prawda odsetek firm z dodatnimi przepływami pieniężnymi z działalności finansowej maleje pomiędzy piątym a czwartym rokiem oraz trzecim a pierwszym przed upadłością, to można jednak zaobserwować gwałtowny ich wzrost pomiędzy rokiem czwartym a trzecim – prawdopodobnie jest to statystyczny ewenement spowodowany występowaniem ekstremalnych wartości w małej próbie. Do tego należy zauważyć ogólnie wyższą wartość wskaźnika niż w przypadku grupy kontrolnej. Gwałtowny spadek tego wskaźnika do 0% w roku złożenia wniosku sugeruje całkowitą utratę zdolności płatniczej w oczach wierzycieli.



Rys. 3. Odsetek firm z dodatnimi przepływami pieniężnymi z działalności finansowej. Na panelu lewym – populacja ogólna, na panelu prawym – katalizator

Źródło: opracowanie własne.



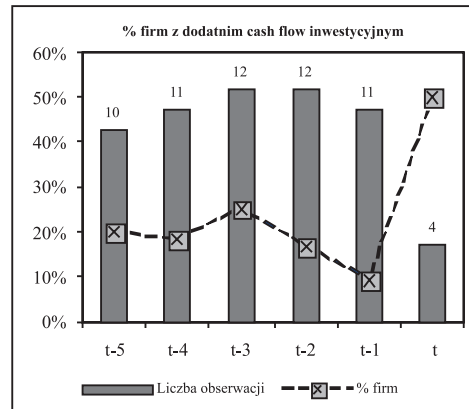
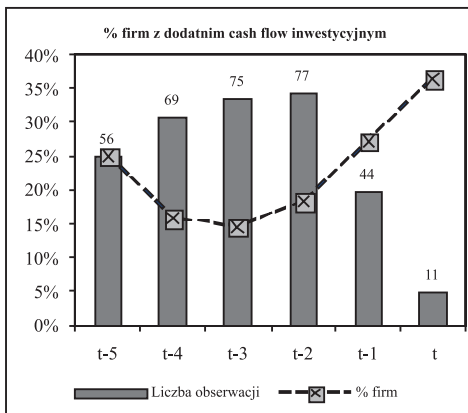
Rys. 4. Odsetek firm odnotowujących wzrost poziomu przepływów pieniężnych z działalności finansowej. Na panelu lewym – populacja ogólna, na panelu prawym – katalizator

Źródło: opracowanie własne.

Odpowiedzi nie dostarczają również wartości względne (rys. 4), malujące podobny obraz spółek z katalizatorami jak wartości bezwzględne – poziom wskaźnika jest podobny dla obydwu grup spółek, chociaż w firmach, które upadły z powodu zadziałania katalizatora, jest dużo bardziej nieregularny, co ponownie wskazuje na niską jakość danych wynikającą z badania niewielkiej próby.

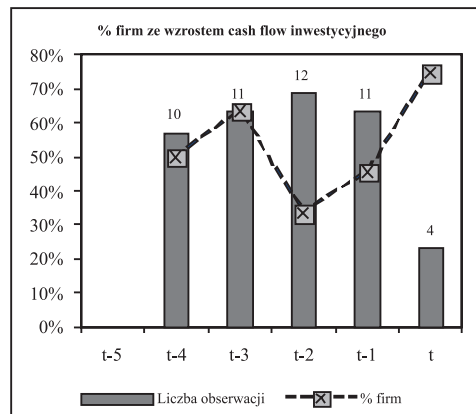
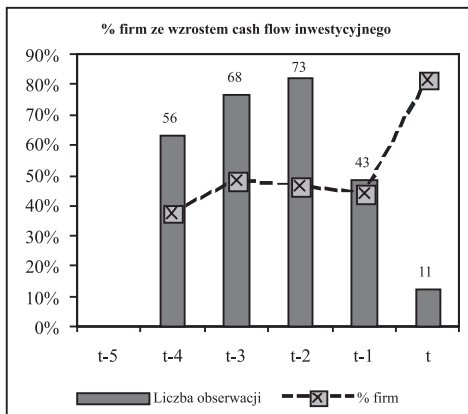
3.3.3. Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej

Zarówno dane względne, jak i dane bezwzględne wskazują na prawdziwość hipotez 3A oraz 3B. W przypadku ogólnej populacji firm obserwujemy wyraźny trend wzrostowy w ilości firm sprzedających aktywa.



Rys. 5. Odsetek firm z dodatnimi przepływami pieniężnymi z działalności inwestycyjnej. Na panelu lewym – populacja ogólna, na panelu prawym – katalizator

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 6. Odsetek firm odnotowujących wzrost poziomu przepływów pieniężnych z działalności inwestycyjnej. Na panelu lewym – populacja ogólna, na panelu prawym – katalizator

Źródło: opracowanie własne.

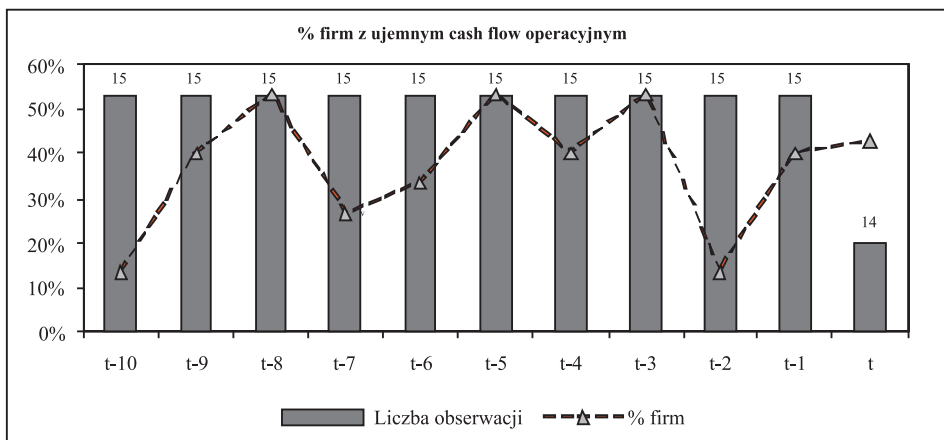
Wyniki grupy firm, które do upadłości doprowadził katalizator, nie charakteryzują się żadnym wyraźnym trendem (por. rys. 5). Ponadto odsetek firm dokonujących dezynwestycji jest w ich przypadku o wiele niższy. Gwałtowna wyprzedaż majątku następuje jedynie w roku złożenia wniosku o upadłość.

3.4. Hipotezy alternatywne i ograniczenia

Z grupy hipotez A, przewidujących zachowania przepływów pieniężnych firm, w których upadłość nie była związana z faktem wystąpienia katalizatora, pozytywnie zweryfikować udało się zaledwie jedną, dotyczącą działalności inwestycyjnej. W pozostałych przypadkach nie udało się stwierdzić trendów wskazujących na stopniowo pogarszającą się sytuację firmy. Istnieje kilka możliwych wytłumaczeń takiego stanu rzeczy.

Po pierwsze, w grupie kontrolnej wciąż mogą znajdować się firmy, w przypadku których wystąpiły katalizatory, gdyż w większości przypadków przyczyna upadłości pozostaje nieznana. Jak wiemy, w przypadku wystąpienia katalizatora wnioskowanie o upadłość występuje nagle i nie jest poprzedzone długotrwałym procesem pogarszania się wyników finansowych firmy.

Po drugie – wychwycenie trendów może być niemożliwe na danych finansowych rocznych z powodu zbyt dużej agregacji. By skontrolować tę możliwość, wyselekcjonowana została próba 15 spółek giełdowych, które publikowały dane kwartalne. Jednak zmiana ta nie wpłynęła w sposób istotny na uzyskane wyniki analizy. Odsetek firm z ujemnymi przepływami operacyjnymi oscyluje w granicach 30-50%.



Rys. 7. Odsetek firm z ujemnymi przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej

Źródło: opracowanie własne.

Na zakończenie należy zauważyć, że niska dostępność danych sprawia, że rozkład liczby obserwacji jest niejednorodny, z koncentracją w latach od $t-4$ do $t-2$, z wyraźnie malejącą ich liczbą pod koniec okna obserwacji (rokiem złożenia wniosku o upadłość). Problem ten dotyczy wszystkich spółek, chociaż jest większy w grupie kontrolnej. Niestety, określenie wpływu, jaki ma to na wyniki badań jest niemożliwe.

4. Zakończenie

W opisanych badaniach starano się potwierdzić intuicyjne oczekiwania względem poziomu przepływów pieniężnych firm przed ogłoszeniem upadłości, dokonując zarazem rozróżnienia na upadłość wywołaną wystąpieniem katalizatora a upadłością, która nie była związana z katalizatorem. Wstępne wyniki pozwalają potwierdzić tezę o istnieniu tej pierwszej grupy przyczyn. Badanie wskazuje również na kwestie nie rozstrzygnięte, na których powinny skupić się dalsze badania. Przede wszystkim jakość badań podniosłoby poznanie przyczyn upadłości każdej ze spółek w próbie. Ciekawych wyników mogłoby również dostarczyć przeprowadzenie podobnych badań na firmach w innych krajach. Podobnie uzasadnione wydaje się przebadanie większej liczby firm, oraz objęcie badaniem dłuższych szeregów czasowych, co pozwoliłoby na analizę zagadnienia w całym cyklu koniunkturalnym. Ponadto stwierdzenie istnienia katalizatorów upadłości otwiera drogę do rozważań nad ich wpływem na możliwości prognozowania upadłości.

Literatura

- AL, *Elwo: najpierw opcje, teraz upadłość*, Forsal.pl, 3.03.2009.
- Altman E., *Corporate Financial Distress: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt*, John Wiley and Sons, New York 2006.
- Bąk W., *Przedstawiciele władz upadłego Famegu staną przed sądem*, Naszemiasto.pl, 20.01.2009.
- Buczek S., Fierla A., *Nagła upadłość układowa z powodu niewłaściwie wykorzystanych walutowych instrumentów pochodnych – studium przypadku Odlewnie Polskie S.A.*, Konferencja „Ekonomia i prawo upadłości przedsiębiorstw – polska praktyka względem międzynarodowych standardów”, Warszawa 2009.
- Cieśla S., *Stilon musiał upaść*, „Gazeta Lubuska” 2009, 9 lutego.
- Gorczyca A., *Krosno upadło przez opcje*, „Gazeta Wyborcza” 2009, 27 marca.
- Masłowski M., *Wywiad z prezesem Alumast S.A.*, Biuletyn New Connect, http://www.bankier.pl/forum/temat_wywiad-z-prezesem-alumast,7802830.html.
- Prusak B., *Zalety i ograniczenia modeli prognozowania zagrożenia przedsiębiorstw upadłością*, referat wygłoszony podczas „Konferencji bankructwa i upadłości. Doświadczenia i wnioski z pierwszej dekady XXI wieku”, 25-26 listopada 2010 r., KNOP SGH.
- Pukszto A.M., *Niewypłacalność i upadłość okiem inwestora*, „Gazeta Giełdy Parkiet” 2009, 9 grudnia.
- Rogowski W., *Dylematy wykorzystania w warunkach polskich modeli oceny zagrożenia upadłością*, [w:] E. Mączyńska (red.), *Bankructwa przedsiębiorstw. Wybrane aspekty instytucjonalne*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, 2008.
- Rogowski W., Kowalski P., *Wpływ zaostrzenia polityki kredytowej przez banki w Polsce na wzrost poziomu zagrożenia spółek giełdowych upadłością*, [w:] E. Mączyńska (red.), *Cykle życia i bankructwa przedsiębiorstw*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.
- Roman Karkosik ma nowy pomysł na biznes, „Gazeta Wyborcza Toruń” 2010, 5 czerwca.
- Sąd ogłosił upadłość ZNTK Łapy SA, „Gazeta Wyborcza” 2009, 28 lipca.
- Staszewska K., *Dwustuletnia kuźnia upadnie przez opcje?*, „Rzeczpospolita” 2009, 6 lutego.
- Upadłości CLiF i Kasprzaka mogły mieć takie same źródła, „Puls Biznesu” 2002, 12 listopada.

CATALYSTS OF CORPORATE BANKRUPTCY

Summary: The latest financial crisis has once again sparked interest in the topic of corporate bankruptcy and bankruptcy forecasting. High-profile recent corporate collapses, like the one of Odlewnie Polskie, suggest that the predictive power of bankruptcy models is strongly limited by the cause of bankruptcy. This article investigates the difference between pure economic bankruptcy and one caused by catalysts – unforeseeable causes of distress, happening suddenly, violently pushing companies into distress. Cash flow analysis performed on a group of Polish bankruptcies from the past decade seems to confirm the existence of catalysts and opens up new research opportunities concerning their influence on the model forecasting abilities.