

**Adam Ambroziak**

IV rok Niestacjonarnych Studiów Doktoranckich WE UEP

**Marta Deryło**

IV rok Niestacjonarnych Studiów Doktoranckich WZR UG

## **Kondycja finansowa przedsiębiorstw jako czynnik wpływający na wycofanie spółek z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2010–2015**

### **Wstęp**

W 2015 r. na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie notowanych było 487 spółek, z czego w latach 2010–2015 z obrotu giełdowego wycofano 64 przedsiębiorstw, co stanowiło w przybliżeniu 37% ogółu spółek debiutujących w tym okresie. Celem niniejszego artykułu jest zbadanie kondycji finansowej przedsiębiorstw wycofanych z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2010–2015. Metodą badawczą wykorzystaną w tej pracy jest analiza finansowa poszczególnych spółek<sup>1</sup>.

### **1. Definicja wyprowadzenia spółki z obrotu giełdowego**

Wyprowadzenie spółki z obrotu giełdowego (ang. *delisting*, *going private*, *public to private*) jest procesem odwrotnym do jej wprowadzenia na giełdę (ang. *Initial Public Offering*, *IPO*).

Artykuł 31 ust. 2 Regulaminu Giełdy<sup>2</sup> wskazuje przesłanki, które mogą być podstawą do wykluczenia instrumentu finansowego z obrotu:

- niespełnianie warunków dopuszczenia do obrotu giełdowego;
- naruszenie porządku prawnego giełdy;
- złożenie stosowanego wniosku przez emitenta;

---

<sup>1</sup> Analizę finansową przygotowano na podstawie wskaźników ROA, ROE, CM, TAT, ROS, EPS, które zostały obliczone na podstawie sprawozdań finansowych spółek wycofanych z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2010–2015.

<sup>2</sup> Strona internetowa Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl) [dostęp: 20.11.2016].

- ogłoszenie upadłości przedsiębiorstwa (lub w przypadku odrzucenia przez sąd takiego wniosku z powodu braku środków w majątku na pokrycie kosztów postępowania);
- interes i bezpieczeństwo uczestników obrotu;
- fuzja, podział lub przekształcenie spółki;
- brak transakcji giełdowych z wykorzystaniem danego instrumentu finansowego w okresie ostatnich trzech miesięcy;
- prowadzenie przez podmiot działalności niezgodnej z obowiązującym prawem;
- otwarcie likwidacji emitenta.

Warto zwrócić uwagę, iż informacje dotyczące wykluczenia spółki z obrotu powinny być przekazywane niezwłocznie do publicznej wiadomości.

## **2. Klasyfikacja przyczyn wyprowadzenia spółek z obrotu giełdowego**

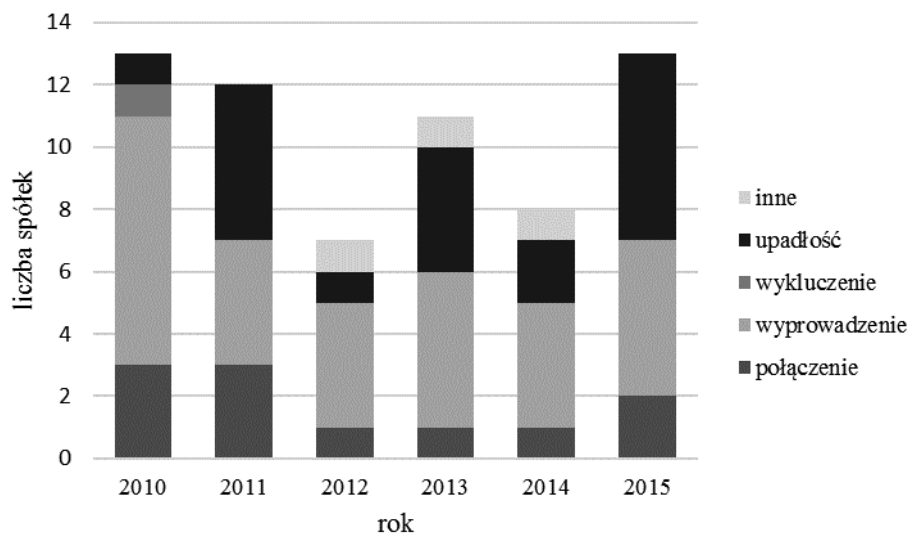
Na podstawie analizy Regulaminu Giełdy i danych prezentowanych w Rocznikach giełdowych za lata 2010–2015 dokonano klasyfikacji przyczyn wyprowadzania spółek z obrotu giełdowego. Przyczyny te podzielono na następujące kategorie:

- połączenie spółki z innym podmiotem;
- wyprowadzenie z rynku;
- wykluczenie z obrotu;
- upadłość;
- inne.

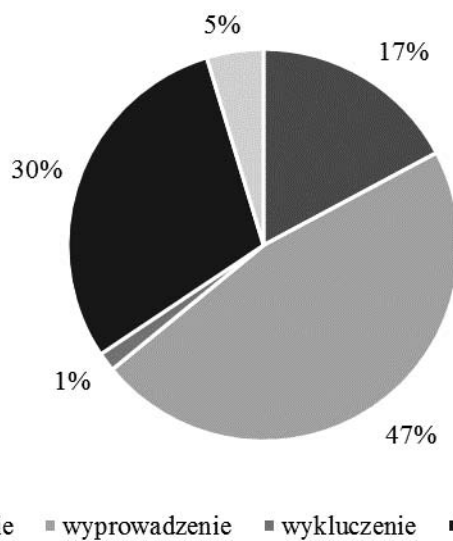
Do grupy przyczyn zawartych w kategorii drugiej zaliczono spółki, które wyprowadzono z rynku giełdowego na skutek przymusowego wykupu akcji, zniesienia dematerializacji akcji lub na wniosek emitenta. Do grupy trzeciej zaliczono podmioty gospodarcze, które zostały wykluczone z obrotu giełdowego z powodu niewywiązywania się obowiązków informacyjnych, braku transakcji giełdowych na danym papierze wartościowym podczas ostatnich trzech miesięcy, jak i braku podmiotu uprawnionego do reprezentacji spółki.

Kategoria „inne” obejmuje przedsiębiorstwa, w których wystąpiła reorganizacja grupy kapitałowej emitenta lub reorganizacja finansowa emitenta, czyli anulowanie akcji.

Na rysunku 1 zaprezentowano przyczyny wyprowadzania spółek z obrotu giełdowego w latach 2010–2015, natomiast na rysunku 2 zbiorcze zestawienie częstotliwości występowania danych przyczyn.



Rysunek 1. Przyczyny wyprowadzania spółek z obrotu giełdowego w latach 2010–2015  
 Źródło: Opracowanie własne na podstawie Roczników giełdowych.



Rysunek 2. Przyczyny wyprowadzania spółek z obrotu giełdowego w latach 2010–2015 – zestawienie zbiorcze

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Roczników giełdowych.

Dominującą przyczyną wyprowadzania spółek z obrotu giełdowego jest zniesienie dematerializacji akcji, co stanowi 47% ogółu przypadków. Upadłość przedsiębiorstwa jest z kolei przyczyną co trzeciego opuszczenia parkietu war-

szawskiego – jest to szczególnie widoczne w latach 2011 i 2015. W pierwszym z wskazanych lat sytuacja ta związana jest z dużą niepewnością występującą na europejskich rynkach finansowych, natomiast w drugim przypadku z czynnikami makroekonomicznymi i politycznymi.

Fuzja notowanej spółki z innym podmiotem wystąpiła w przypadku 17% spółek. Najrzadziej występują przesłanki zaliczane do kategorii „inne”. Reorganizacja grupy kapitałowej emitenta została odnotowana dwukrotnie (w latach 2012 i 2013), zaś jednokrotnie pojawiła się reorganizacja finansowa emitenta, czyli anulowanie akcji (2014).

### 3. Analiza finansowa

Badania nad przyczynami wycofania spółek z giełd obejmowały zróżnicowany zakres. Analizowane były wyprowadzenia z rynku (*squeeze-out*)<sup>3</sup>, zakłócenia rozwoju rynku papierów wartościowych na GPW związane z wycofaniem spółek z obrotu<sup>4</sup>. Jako dwie główne przyczyny wyjścia spółek z giełdy wskazane zostały: upadłość oraz przejęcie emitenta.

Obszerną analizę statystyczną spółek wycofanych z London Stock Exchange zaprezentowali Pour i Lasfer<sup>5</sup>. Badali oni to zjawisko przy wykorzystaniu modeli proporcjonalnego hazardu oraz regresji logistycznej. Wyniki wskazały, że spółki, które cechują się niską rentownością, małymi możliwościami rozwoju i pozyskiwania kapitału są wyprowadzane na wniosek emitenta.

Do przeprowadzenia analizy finansowej wykorzystano dane roczne ze skonsolidowanych sprawozdań finansowych dostępnych na stronie internetowej bankier.pl. Spółki akcyjne są zobligowane do poddania swojego sprawozdania finansowego przez biegłego rewidenta zgodnie z Ustawą o rachunkowości. Powoduje to, że sprawozdanie przedstawia rzetelne i jasno istotne informacje.

Celem działalności gospodarczej jest maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa. Wybrano zatem wskaźniki, które umożliwiają inwestorom dokonanie oceny spółki. Jako kryterium porównawcze wykorzystano następujące wskaźniki finansowe:

- ROA, ROE, ROS, TAT – na ich podstawie możliwe jest dokonanie oceny efektywności i rentowności przedsiębiorstwa,

---

<sup>3</sup> K. Królik-Kołtunik, *Przymusowy wykup akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, sectio H (Oeconomia) 2015, vol. XLIX, no. 4.

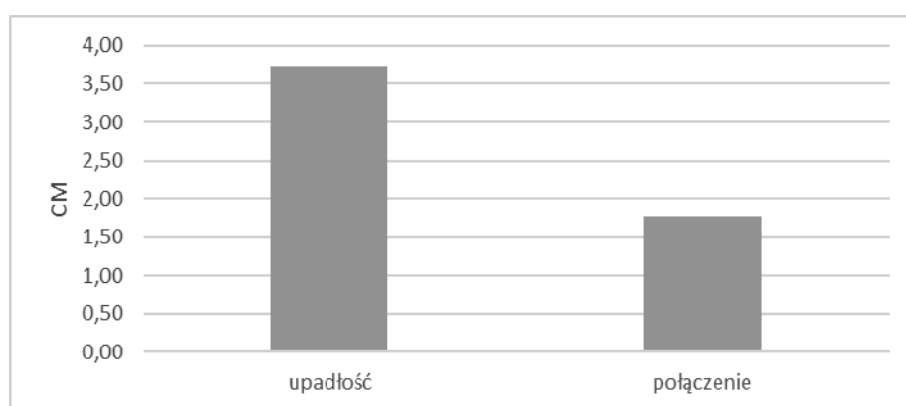
<sup>4</sup> E. Bandera, *Wycofywanie spółek z obrotu na giełdzie papierów wartościowych w Warszawie jako zagrożenie dla rynku papierów wartościowych*, „Zeszyty Naukowe PWSZ w Płocku. Nauki Ekonomiczne” 2011, t. 13.

<sup>5</sup> E.K. Pour, M. Lasfer, *Why do companies delist voluntarily from the stock market?*, „University of Birmingham Discussion Paper” 2013.

- EPS – pozwala na zweryfikowanie opłacalności inwestycji w akcje danej spółki,
- CM – analiza poziomu tego wskaźnika dostarcza informacji o ryzyku wypłacalności danego podmiotu.

Wskaźniki te wybrano również ze względu na dużą dostępność danych potrzebnych do obliczeń.

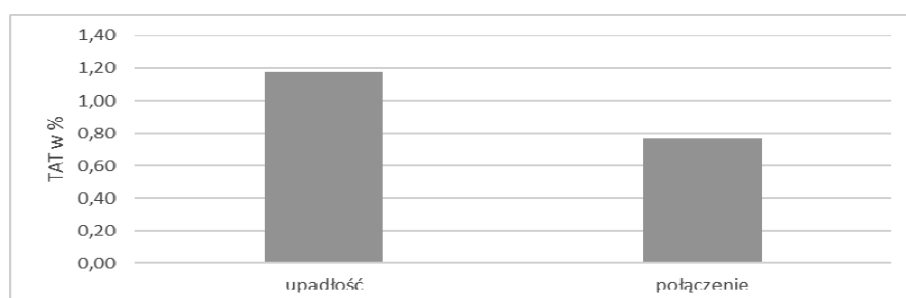
W pracy przedstawiono analizę danych spółek wyprowadzonych z obrotu giełdowego według dwóch przyczyn wyjścia z giełdy: z powodu upadłości oraz w związku z połączeniem się spółek.



Rysunek 3. Średnia wartość wskaźnika – mnożnik kapitału własnego (CM)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie rocznych sprawozdań finansowych.

Każda wartość wskaźnika CM powyżej 1 pokazuje, że przedsiębiorstwo wykorzystuje zobowiązania i rezerwy na zobowiązania w finansowaniu swojej działalności (rys. 3).

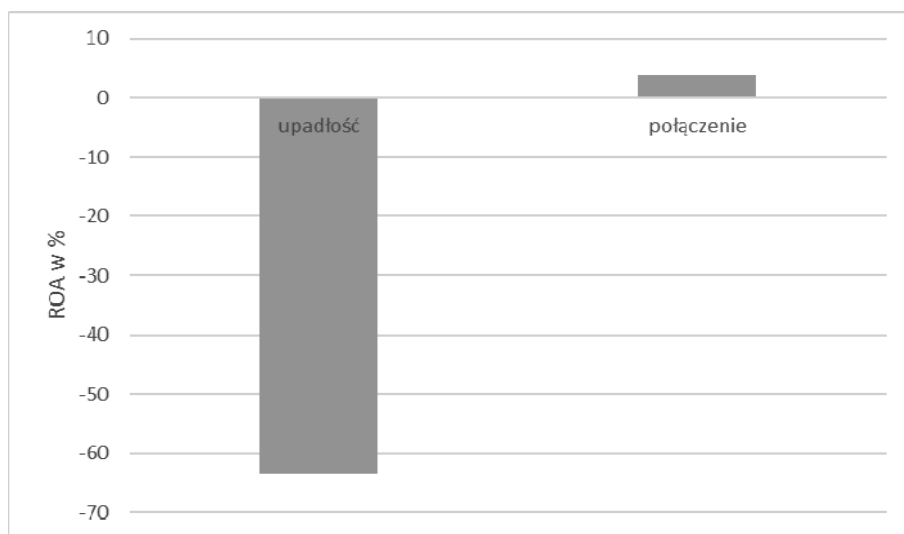


Rysunek 4. Średnia wartość wskaźnika – wskaźnik rotacji aktywów (TAT)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie rocznych sprawozdań finansowych.

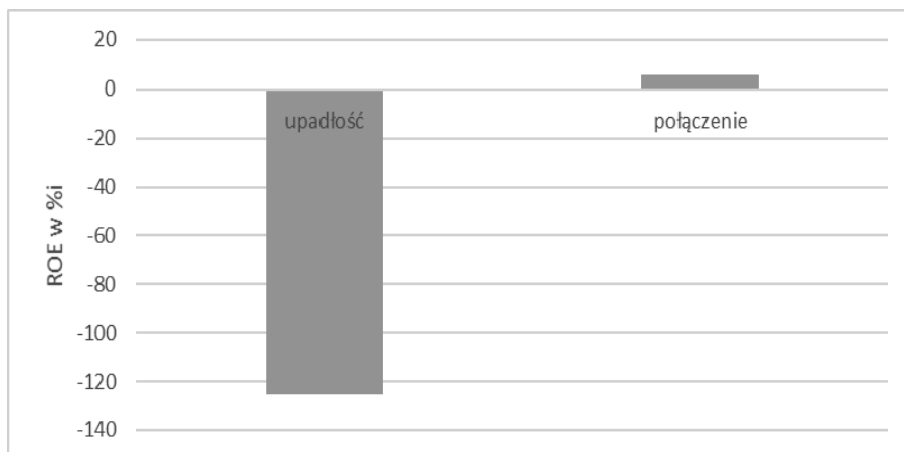
Niższa marża zysku u przedsiębiorstw występuje w spółkach z grupy upadłość, wyższa w spółkach, które zostały wycofane z GPW z powodu połączenia (rys. 4).

Wykresy (rys. 5–7) prezentują trzy wskaźniki rentowności: wskaźnik rentowności aktywów (ROA), wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE) i wskaźnik rentowności sprzedaży (ROS).



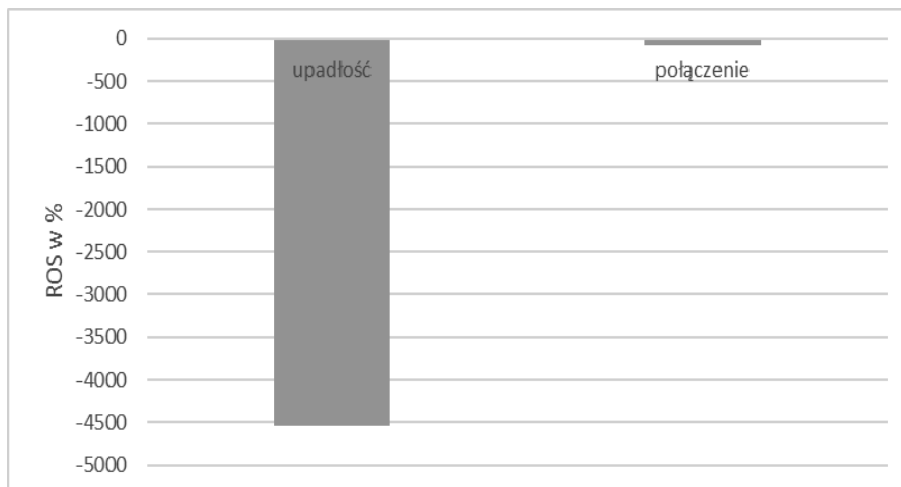
Rysunek 5. Średnia wartość wskaźnika – wskaźnik rentowności aktywów (ROA)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie rocznych sprawozdań finansowych.



Rysunek 6. Średnia wartość wskaźnika – stopa zwrotu z kapitału własnego (ROE)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie rocznych sprawozdań finansowych.

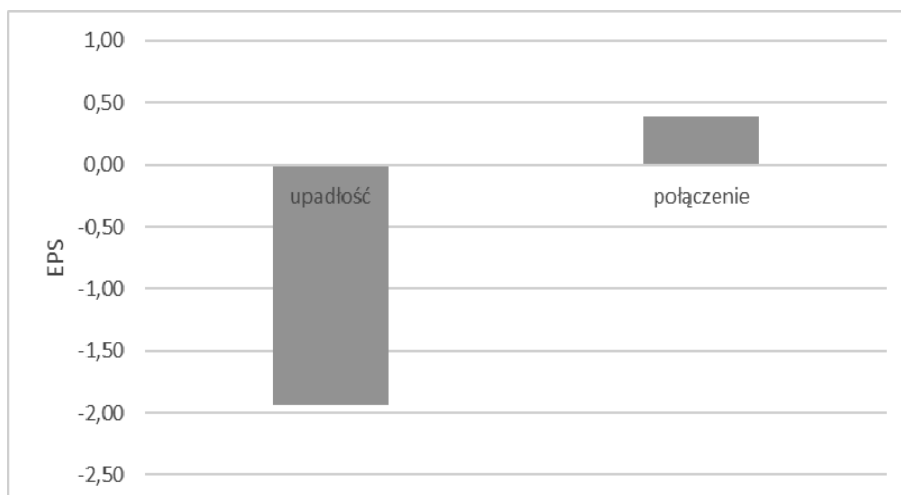


Rysunek 7. Średnia wartość wskaźnika – wskaźnik rentowności sprzedaży (ROS)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie rocznych sprawozdań finansowych.

Niska rentowność prowadzonej działalności nie pozwala z optymizmem patrzeć w przyszłość i może być następstwem m. in. dużej konkurencji, brakiem podpisanych umów i zleceń od kontrahentów (rys. 5–7). Jeśli łącząca jednostka powiększa stopę zysku z kapitału własnego, wówczas łączenie przedsiębiorstw można uznać za efektywne (rys. 6).

Przedsiębiorstwa w grupie upadłość wyróżniały się stratą na akcje. W grupie połączenie na niewielkim poziomie był zysk – 0,39 (rys. 8).



Rysunek 8. Średnia wartość wskaźnika – zysk/strata na akcje (EPS)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie rocznych sprawozdań finansowych.

## Podsumowanie

Kondycja finansowa przedsiębiorstw w badanym okresie przedstawiała się bardzo różnorodnie. Wśród nich blisko połowa (47%) zalicza się do grup upadłość i wykluczenie. Interpretacja wskaźników finansowych za rok poprzedzający wyprowadzenie z GPW dosyć zdecydowanie sygnalizuje upadłość spółki, co będzie stanowić konsekwencję wyprowadzenia z GPW.

Wycofywane spółki na ogół charakteryzują się niską rentownością. Niekorzystna jest także wartość ich wskaźnika CM. Z uczestnictwem w obrocie giełdowym wiąże się również zmiana w strukturze kapitału. Upadłość spółek nie jest dla inwestorów zaskoczeniem. Spółki wycofane z giełdy z powodu połączenia z innym podmiotem często są w dobrej kondycji finansowej.

## Bibliografia

- Bandera E., *Wycofywanie spółek z obrotu na giełdzie papierów wartościowych w Warszawie jako zagrożenie dla rynku papierów wartościowych*, „Zeszyty Naukowe PWSZ w Płocku. Nauki Ekonomiczne” 2011, t. 13.
- Bednarski L. (red.), *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2003.
- Królik-Kołtunik K., *Przymusowy wykup akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, sectio H (Oeconomia) 2015, vol. XLIX, no. 4.
- Nowak E., *Analiza sprawozdań finansowych*, PWE, Warszawa 2014.
- Pour E. K, Lasfer M., *Why do companies delist voluntarily from the stock market?*, „University of Birmingham Discussion Paper” 2013.
- Rocznik Giełdowy 2011. Dane statystyczne za rok 2010, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2011.
- Rocznik Giełdowy 2012. Dane statystyczne za rok 2011, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2012.
- Rocznik Giełdowy 2013. Dane statystyczne za rok 2012, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2013.
- Rocznik Giełdowy 2014. Dane statystyczne za rok 2013, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2014.
- Rocznik Giełdowy 2015. Dane statystyczne za rok 2014, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2015.
- Rocznik Giełdowy 2016. Dane statystyczne za rok 2015, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2016.
- Strona internetowa Bankier.pl – Polski Portal Finansowy, [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl) [dostęp: 5.11.2016].
- Strona internetowa Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl) [dostęp: 20.11.2016].



Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 2002 r. Nr 76, poz. 694 ze zm.).

Wędzki D., *Analiza finansowa sprawozdania finansowego*, t. 2, *Wskaźniki finansowe*, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Kraków 2009.

### **Streszczenie**

Artykuł przedstawia kondycję finansową przedsiębiorstw wykluczonych z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Opisuje przyczyny wyprowadzenia spółek z obrotu giełdowego z uwzględnieniem podstawowych wskaźników finansowych. Artykuł składa się z pięciu części. We wprowadzeniu oraz części pierwszej zaprezentowano skalę zjawiska, w części drugiej zdefiniowano wyprowadzenie spółki z obrotu giełdowego, zaś w trzeciej części przedstawiono klasyfikację przyczyn wyjścia z giełdy. Przyczyny te to połączenie spółki z innym podmiotem, wyprowadzenie z rynku, wykluczenie z rynku, upadłość oraz inne. W części czwartej zawarto natomiast wykresy prezentujące średnie wartości wskaźników finansowych dla dwóch kategorii: upadłości oraz połączenia spółki. Zilustrowano następujące wskaźniki finansowe: mnożnik kapitału własnego, wskaźnik rotacji aktywów, wskaźnik rentowności aktywów, stopa zwrotu z kapitału własnego, wskaźnik rentowności sprzedaży, zysk na akcje.

**Słowa kluczowe:** kondycja finansowa, wycofanie, GPW, giełda

### **ENTERPRISES' FINANCIAL CONDITION AS A FACTOR INFLUENCING THE WITHDRAWAL OF COMPANIES FROM STOCK EXCHANGE IN WARSAW IN THE YEARS 2010–2015**

#### **Summary**

Our research concerned the financial condition of the companies delisted from The Warsaw Stock Exchange. It describes the reasons for delisting with regard to the basic financial indicators. The article consists of five parts. In the introduction and the first part we present the scale of the phenomenon, in the second part delisting companies from the exchange was defined, while the third part presents the classification of the causes of delisting. The reasons for this are merger with another entity, delisting, foreclosure, bankruptcy and others. The fourth part contains charts showing the average values of the financial indicators for the two categories: bankruptcy and merger. The following financial ratios were illustrated: capital multiplier, total asset turnover, return on assets, return on equity, return on sales, earnings per share.