

Natasza DURAJ*
Tomasz SOSNOWSKI**

ZABEZPIECZENIE FINANSOWE REZERWAMI BILANSOWYMI DZIAŁALNOŚCI NOWYCH SPÓŁEK GIEŁDOWYCH¹

(Streszczenie)

Zasadniczym celem artykułu jest przedstawienie wyników badań empirycznych nad zabezpieczeniem finansowym rezerwami bilansowymi działalności gospodarczej spółek akcyjnych debiutujących na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Prace badawcze zorientowane były na uzyskanie odpowiedzi na następujące pytanie badawcze: czy w spółkach debiutujących na GPW w Warszawie ma miejsce zwiększenie poziomu zabezpieczenia finansowego działalności gospodarczej rezerwami bilansowymi po wprowadzeniu ich akcji do publicznego obrotu po raz pierwszy w porównaniu do sytuacji sprzed debiutu giełdowego? Uzyskane rezultaty zostały uzupełnione oceną ogólnej sytuacji finansowej badanych przedsiębiorstw w obszarze rentowności, płynności oraz zadłużenia. Analizy empiryczne przeprowadzono na grupie 204 spółek akcyjnych, których akcje zostały wprowadzone po raz pierwszy do publicznego obrotu na rynku głównym GPW w Warszawie w latach 2005–2012.

Słowa kluczowe: rezerwy bilansowe; pierwsze oferty publiczne; zabezpieczenie finansowe

1. Wstęp

Zabezpieczenie finansowe przedsiębiorstwa jest wiodącym problemem kształtowania strategii bezpieczeństwa realizacji jego bieżącej i przyszłej działalności gospodarczej. Strategia ta wymaga od przedsiębiorstw jednoczesnego realizowa-

* Dr hab., Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Instytut Ekonomik Stosowanych i Informatyki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki; e-mail: kaspul@uni.lodz.pl

** Dr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Instytut Ekonomik Stosowanych i Informatyki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki; e-mail: kaspul@uni.lodz.pl

¹ Artykuł opublikowany w ramach projektu „Popularyzacja najnowszej wiedzy ekonomicznej wśród ludzi młodych” realizowanego z Narodowym Bankiem Polskim w ramach programu edukacji ekonomicznej.

nia wielu różnorodnych celów bieżących oraz celów długookresowych w sposób skuteczny i efektywny. Zabezpieczenie finansowe jest rozumiane jako zdolność przedsiębiorstwa do tworzenia i wykorzystania finansowych warunków skutecznego i efektywnego kontynuowania i rozwoju działalności przedsiębiorstwa. Warunki te obejmują kreowanie i utrzymywanie właściwego poziomu i struktury wartości i dynamiki: sprzedaży produktów oraz oferowanych usług, rentowności, płynności i wypłacalności finansowej oraz inwestycji i rezerw bilansowych².

Zaliczając sprzedaż, rentowność, płynność i wypłacalność finansową oraz inwestycje i rezerwy bilansowe do krytycznych zmiennych współdecydujących o funkcjonowaniu i rozwoju przedsiębiorstwa, próbujemy podkreślić potrzebę zastosowania ostrożnego i zarazem ograniczonego podejścia badawczego w prezentacji redukcjonistycznego widzenia problemu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa na rzecz eksponowania wagi i znaczenia podejścia systemowego. W podejściu systemowym odsłaniają się bowiem wzajemne relacje między wymienionymi zmiennymi i każdy ze składników jest zarówno systemem, jak i składnikiem systemu wyróżniającym się ze względu na swoje specyficzne właściwości, które są nieobecne w innych składnikach i systemach.

Systemy są mentalnymi obrazami rzeczywistości lub abstrakcyjnymi całościami. Są one koncepcją, która reprezentuje coś istniejącego z wyselekcjonowanej skonkretyzowanej perspektywy badawczej. Tą wyselekcjonowaną perspektywą analityczno-poznawczą jest w prezentowanym opracowaniu system rezerw bilansowych przedsiębiorstwa, rozpatrywany w kontekście szerszego problemu i tym samym systemu zabezpieczenia finansowego działalności gospodarczej przedsiębiorstw, jakim jest bezpieczeństwo finansowe rozumiane w podanym wyżej znaczeniu.

Zasadniczym celem artykułu jest przedstawienie wyników badań empirycznych nad zabezpieczeniem finansowym rezerwami bilansowymi działalności gospodarczej spółek akcyjnych debiutujących na GPW w Warszawie. Zabezpieczenie finansowe rezerwami bilansowymi działalności spółek rozumiane jest w prezentowanym opracowaniu jako stan i proces związania rezerw bilansowych z rentownością oraz płynnością i wypłacalnością badanych spółek. Tym samym to wąskie ujęcie zabezpieczenia finansowego rezerwami bilansowymi działalności przedsiębiorstw nie aspiruje do wypełnienia istoty bezpieczeństwa

² A.N. Duraj, *Wieloczynnikowa koncepcja modelu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa*, w: J. Duraj, A. Sajnóg (red.), *Ekonomiczne i pozaekonomiczne czynniki zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013, s. 63–79.

finansowego, stanowiąc tylko wybrany celami artykułu zespół czynników kształtujących procesy wspierania tego bezpieczeństwa.

Związywanie rezerw bilansowych z rentownością oraz płynnością i wypłacalnością spółek jest uzasadnione poszukiwaniem zależności między tworzeniem i wykorzystywaniem rezerw bilansowych, zarządzaniem zyskiem oraz kondycją finansową przedsiębiorstwa. Zakreślone zatem spektrum badań obejmuje przeto trzy zasadnicze wyznaczniki bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa, pozostawiając problemy relacji sprzedaży i inwestycji z bezpieczeństwem finansowym tej jednostki w przedstawianym opracowaniu niejako poza zakresem bezpośredniego zainteresowania nimi. Każda jednakże z tych zmiennych jest powiązaną w różnym stopniu ze zrealizowaną sprzedażą, zaangażowanym kapitałem i aktywami w działalność przedsiębiorstwa.

Tego rodzaju zawężenie i zredukowanie badań nad zabezpieczeniem finansowym działalności gospodarczej przedsiębiorstwa rezerwami bilansowymi zmierza do odpowiedzi na następujące pytanie badawcze: czy w spółkach debiutujących na GPW w Warszawie ma miejsce zwiększenie poziomu zabezpieczenia finansowego działalności gospodarczej rezerwami bilansowymi po wprowadzeniu ich akcji do publicznego obrotu po raz pierwszy w porównaniu do sytuacji sprzed debiutu giełdowego?

Poszukiwanie odpowiedzi na tak sformułowane pytanie badawcze, precyzujące treść i zakres zasadniczych dociekań naukowych, nabiera istotnego znaczenia w kontekście wyników badań empirycznych wskazujących na pogarszanie się kondycji finansowej przedsiębiorstw po debiucie na rynku giełdowym. Prekursorami badań w tym obszarze są Bharat Jani oraz Omesh Kini, którzy po przeanalizowaniu wyników finansowych 682 amerykańskich nowych spółek giełdowych z lat 1976–1988 zauważyli znaczące pogorszenie osiąganych przez te podmioty rezultatów działalności operacyjnej na przestrzeni od 3 do 5 lat w stosunku do roku przed debiutem na publicznym rynku papierów wartościowych³. Badania empiryczne prowadzone na wielu rynkach i w różnych okresach również wskazują na pogarszanie się kondycji finansowej spółek w okresie po ich debiucie giełdowym⁴.

³ **B. Jain, O. Kini**, *The post-issue operating performance of IPO firms*, *Journal of Finance* 1994/49, s. 1699–1726.

⁴ Zob. także badania dotyczące rynku debiutów giełdowych: a) Włoch: **M. Pagano, F. Panetta, L. Zingales**, *Why do companies go public? An empirical analysis*, *Journal of Finance* 1998/53, s. 27–64; b) Wielkiej Brytanii: **J. Coakley, L. Hadass, A. Wood**, *Post-IPO Operating Performance, Venture Capital and the Bubble Years*, *Journal of Business Finance & Accounting* 2007/34, s. 1423–1446; c) Japonii: **J. Cai, C.J. Wei**, *The investment and operating performance*

W literaturze przedmiotu wskazuje się, iż przyczyn pogarszających się wyników nowych spółek giełdowych można upatrywać we wzroście kosztów agencji, spowodowanym następującymi w ramach pierwszej oferty publicznej przekształceniami struktury właścicielskiej⁵. Nadto, spośród możliwych przyczyn zaistniałych sytuacji wskazać należy celowe podwyższanie wartości aktywów oraz raportowanie lepszych rezultatów działalności w okresie poprzedzającym debiut giełdowy dla uzyskania korzystniejszej wyceny oferowanych akcji⁶. Co więcej, podejmowanie decyzji o wprowadzeniu akcji spółki do publicznego obrotu w okresach, gdy przedsiębiorstwo osiągnęło wyjątkowo dobre wyniki finansowe – które okazały się trudne, a wręcz niemożliwe do utrzymania w przyszłości⁷ – także stanowić może ważną przyczynę pogorszenia kondycji finansowej spółek po debiucie giełdowym.

Ta krótka sygnalizacja problemu badawczego z perspektywy uzasadnienia celu artykułu wydaje się rodzić pytanie nie tylko o kondycję finansową spółek giełdowych w okresie po ich debiucie na GPW w Warszawie, lecz także o ich dbałość o zapewnienie finansowych warunków kontynuacji swojej działalności. Ta druga kwestia wiąże się wprost z dążeniem autorów niniejszego opracowania do rozszerzenia problemów badawczych poza same kwestie efektywności działania spółek kapitałowych w okresie po debiucie giełdowym.

Zasadnicze badania empiryczne nad zabezpieczeniem finansowym działalności spółek publicznych rezerwami bilansowymi po ich debiucie giełdowym zostały

of Japanese initial public offerings, Pacific-Basin Finance Journal 1997/5, s. 389–417; d) Turcji: **A. Kurtaran, B. Er**, *The post-issue operating performance of IPOs in an emerging market: evidence from Istanbul Stock Exchange*, Investment Management and Financial Innovations 2008/5, s. 50–62; e) Malezji: **A. Ahmad**, *Ownership Structure and the Operating Performance of Malaysia Companies*, International Review of Business Research Papers 2011/7, s. 1–14; **N.A. Ahmad-Zaluki**, *Post-IPO Operating Performance and Earnings Management*, International Business Research 2008/1, s. 39–48; f) Chin: **C. Wang**, *Ownership and operating performance of Chinese IPOs*, Journal of Banking & Finance 2005/29, s. 1835–1856; g) RPA: **C.J. Auret, J.H.C. Britten**, *Post-issue operating performance of firms listing on the JSE*, Investment Analysts Journal 2008/68, s. 21–30.

⁵ Zob. **K. Kutsuna, H. Okamura, M. Cowling**, *Ownership structure pre- and post-IPOS and the operating performance of JASDAQ companies*, Pacific-Basin Finance Journal 2002/10, s. 163–181.

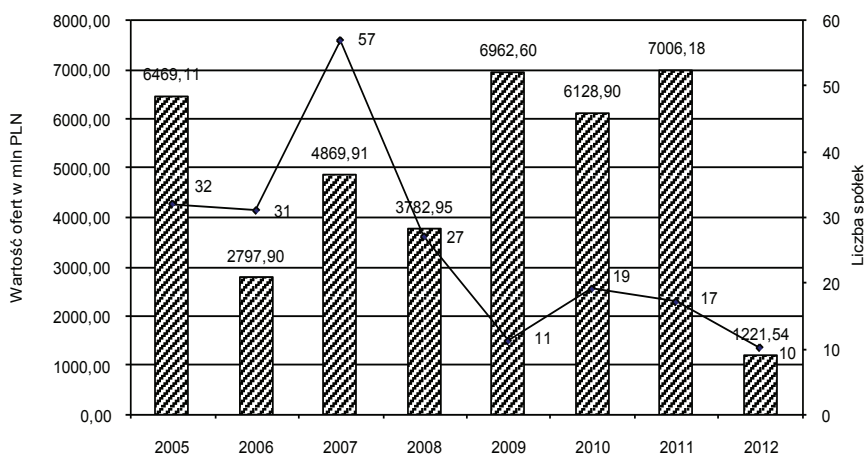
⁶ Zob. **S. Teoh, I. Welch, T. Wong**, *Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings*, Journal of Finance 1998/53, s. 1935–1974; **S. Rangan**, *Earning management and the performance of seasoned equity offerings*, Journal of Financial Economics 1998/50, s. 101–122.

⁷ Zob. **S. Benninga, M. Helmantel, O. Saring**, *The timing of IPOs*, Journal of Financial Economics 2005/75, s. 115–132.

przeprowadzone na grupie spółek akcyjnych, których akcje zostały wprowadzone po raz pierwszy do publicznego obrotu na rynku głównym GPW w Warszawie w latach 2005–2012. Spółki te posiadały główną siedzibę działalności w Polsce, a ich debiut na rynku giełdowym związany był z przeprowadzeniem pierwszej oferty publicznej lub/i publicznej subskrypcji w badanym okresie. Ponadto, akcje analizowanych przedsiębiorstw nie były uprzednio przedmiotem obrotu na rynku NewConnect lub MST-Ceto.

Z próby badawczej wykluczone zostały banki (3 spółki), zakłady ubezpieczeń (1 spółka) oraz te podmioty, w przypadku których uzyskanie niezbędnych danych liczbowych wymaganych realizacją celu artykułu nie było możliwe (3 spółki). Łącznie do badań zostały zakwalifikowane 204 podmioty, a łączna wartość zrealizowanych przez te spółki pierwszych ofert publicznych według ceny emisyjnej wynosiła w całym badanym okresie 39239,08 mln zł (zob. wyk. 1).

WYKRES 1: Liczba i wartość pierwszych ofert publicznych podmiotów zakwalifikowanych do próby badawczej



Źródło: oprac. własne na podst. <http://www.gpw.com.pl>; stan na dzień 1.09.2014 r.

W badanym okresie liczba i wartość pierwszych ofert publicznych znacząco różniła się, przy czym oferty te były najliczniejsze w 2007 roku, zaś średnia wartość oferty była największa w 2009 roku i wyniosła 632,96 mln zł, przy średniej wartości oferty w całym okresie badawczym wynoszącej 192,35 mln zł.

2. Pojęcie i miary zabezpieczenia finansowego działalności przedsiębiorstwa rezerwami bilansowymi

Problem zabezpieczenia finansowego działalności przedsiębiorstwa rezerwami bilansowymi należy do jednej z najważniejszych kwestii kształtowania bezpieczeństwa finansowego jednostki gospodarczej z uwagi na konieczność zapewnienia właściwych finansowych, kadrowych, technicznych, produkcyjnych i marketingowych warunków realizacji bieżących i długookresowych celów działania. Samo bezpieczeństwo finansowe przedsiębiorstwa jest różnie rozumiane w literaturze przedmiotu.

Dariusz Wędzki wskazuje, iż bezpieczeństwo finansowe podmiotu gospodarczego maleje, gdy poziom nadwyżki majątku zabezpieczającego spłatę wymagalnych zobowiązań maleje⁸. Natomiast Justyna Franc-Dąbrowska rozpatruje bezpieczeństwo finansowe jako zdolność zachowania płynności finansowej przez przedsiębiorstwo oraz wysoką zdolność gospodarowania⁹. Lidia Karbownik pod pojęciem bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa rozumie finansową gwarancję istnienia i rozwoju przedsiębiorstwa, która powstaje w wyniku codziennych wieloletnich starań przedsiębiorstwa o zapewnienie dobrej kondycji finansowej¹⁰.

Bezpieczeństwo finansowe przedsiębiorstwa można uznać za proces, obejmujący ogół warunków pozyskiwania, gromadzenia i wykorzystania środków finansowych zapewniający kontynuację działalności przedsiębiorstwa oraz finansowe warunki jego rozwoju¹¹, a jego praktycznym przejawem jest m.in. odpowiednia polityka w zakresie kształtowania poziomu i struktury rezerw w przedsiębiorstwie. Przedsiębiorstwo posiada w tym względzie znaczącą samodzielność wynikającą z konieczności zapewnienia przyszłych warunków skutecznego i efektywnego realizowania określonych zadań i celów o charakterze rzeczowym, finansowym, kadrowym itp.

Należy podkreślić, iż samo określenie „rezerwa” jest pojęciem wieloznacznym i odnoszącym się do wszystkich sfer działalności przedsiębiorstwa. Rezer-

⁸ **D. Wędzki**, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 34–36.

⁹ **J. Franc-Dąbrowska**, *Bezpieczeństwo finansowe a efektywność zaangażowania kapitałów własnych*, Roczniki Nauk Rolniczych, Seria G 2006/93/1, s. 121.

¹⁰ **L. Karbownik**, *Pojęcie i obszary kreowania oraz zapewniania bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa*, w: **J. Duraj** (red.), *Instrumenty i sposoby zarządzania kapitałem przedsiębiorstwa*, Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica 2012/267, s. 66.

¹¹ **A.N. Duraj**, *Rezerwy a strategie finansowe publicznych spółek akcyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 85 i nn.

wę wiązać należy z postawą ostrożności, zapobiegania, odkładania czegoś na dalszy okres, ze strategicznym myśleniem o przyszłości. Tym samym rezerwa stanowi nie tylko narzędzie zarządzania, ale oznacza także postawę zmierzającą do ograniczenia nadmiernego ryzyka przyszłej działalności z jednoczesnym jej zabezpieczeniem.

Rezerwy bilansowe są ujawnione w bilansie przedsiębiorstwa i składają się z dwóch podstawowych kategorii. Pierwszą z nich są rezerwy na zobowiązania przedsiębiorstwa, a drugą – rezerwy kapitałowe, związane z kapitałem własnym.

Rezerwy związane ze zobowiązaniami przedsiębiorstwa reprezentują podzbiór zobowiązań, które stanowią bieżący lub przyszły obowiązek przedsiębiorstwa, a zatem winny być one traktowane jako oszacowane zobowiązania, których wysokość i/lub termin zapłaty są niepewne. Stanowią one samoistną, wydzieloną grupę zobowiązań, przy czym nie powinny być one utożsamiane z długiem przedsiębiorstwa. Rezerwy te stanowią równowartość wygospodarowanych aktywów przedsiębiorstwa, adekwatnych do wielkości oszacowanego zmniejszenia zasobów przedsiębiorstwa w przyszłości i przeznaczonych na pokrycie przewidywanych strat, kosztów, zobowiązań i podobnych uszczupień aktywów¹². Rezerwy te tworzone są bowiem z zysku netto, a zatem ich tworzenie i wykorzystywanie należy zaliczyć do wewnętrznych źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa. Można zatem stwierdzić, iż rezerwy kształtują poziom i zakres finansowania wewnętrznego przedsiębiorstwa, a tym samym oddziałują na zdolność do pozyskiwania kapitałów zewnętrznych przez przedsiębiorstwo.

Rezerwy są także łączone z kapitałem własnym przedsiębiorstwa, co pozwala określać je mianem rezerw kapitałowych. Rezerwy kapitałowe można utożsamiać z trzema składnikami kapitału własnego przedsiębiorstwa, a mianowicie: kapitałem zapasowym, rezerwowym oraz kapitałem z aktualizacji wyceny¹³. Przesłanki ich tworzenia wynikają z koncepcji zachowania kapitału i potrzeby gwarancji jego odtwarzania z roku na rok, co najmniej na tym samym poziomie.

Kapitał zapasowy oraz kapitał rezerwowy są specyficzną rezerwą, która stanowi zabezpieczenie przedsiębiorstwa przed brakiem możliwości pokrycia strat, jakie wykazane zostały w jego sprawozdaniu finansowym. Ponadto kapitał zapasowy i kapitał rezerwowy powiększają zdolność przedsiębiorstwa do wypłaty dywidendy. Natomiast tworzenie kapitału z aktualizacji wyceny wiąże się z rewa-

¹² M. Gmytrasiewicz, U. Kierczyńska, *Rezerwy w rachunkowości i podatkach*, Difin, Warszawa 2007, s. 11.

¹³ M. Gmytrasiewicz, *Rezerwy w księgach rachunkowych. Tworzenie, wykorzystywanie, rozwiązywanie*, Difin, Warszawa 2002, s. 41–45.

luacją, czyli uaktualnieniem wyceny. Rezerwy kapitałowe mają zatem charakter niejako strategiczny, albowiem przedsiębiorstwo, które je tworzy, zapewnia sobie ciągłość działania w dłuższym okresie i kreuje warunki rozwoju inwestycyjnego jednostki. Można też twierdzić, iż rezerwy kapitałowe są niezbędne do finansowania działalności gospodarczej spółek akcyjnych, a ich tworzenie skutkuje poprawą bezpieczeństwa obrotu gospodarczego¹⁴.

Źródłem tworzenia rezerw kapitałowych może być zarówno zysk osiągnięty przez przedsiębiorstwo, jak i kapitał pozyskany od właścicieli. Warto podkreślić, iż tworzenie rezerw kapitałowych nie powoduje – w odróżnieniu od innych rezerw – wzrostu kosztów i obciążeń wyniku finansowego. Są one specyficznymi rezerwami, gdyż ich tworzenie polega na zasileniu kapitałów własnych, a tym samym ich utworzenie i powiększanie wiąże się ze wzrostem wartości aktywów netto.

Przyjęcie perspektywy działalności przedsiębiorstwa na publicznym rynku papierów wartościowych diametralnie zmienia praktyczne możliwości kształtowania określonej polityki bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa poprzez tworzenie rezerw kapitałowych, a zwłaszcza kapitału zapasowego. Spółki publiczne zyskują bowiem szeroki dostęp do nowego, alternatywnego względem systemu bankowego źródła kapitału, otrzymując także szansę powiększenia wartości kapitału zakładowego i kapitału zapasowego. Poprzez emisję nowych akcji przedsiębiorstwa gromadzą one kapitał zakładowy, natomiast możliwa do zaistnienia nadwyżka ceny emisyjnej akcji nad ich wartość nominalną stanowi dla nich – po pokryciu kosztów emisji – zewnętrzne źródło wzrostu ich kapitału zapasowego¹⁵.

Rozważając motywy skłaniające zarządzających do podjęcia działań, mających na celu wprowadzenie akcji danego podmiotu do obrotu na giełdzie papierów wartościowych, najczęściej w literaturze przedmiotu wskazywana jest chęć pozyskania dodatkowego kapitału na rozwój prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności gospodarczej¹⁶. Jednakże analiza wyników badań empirycznych nad

¹⁴ **M. Wojas**, *Tworzenie rezerw a bezpieczeństwo obrotu*, w: **B. Micherda** (red.), *Sprawozdawczość i rewizja finansowa w procesie poprawy bezpieczeństwa obrotu gospodarczego*, Centrum Rozwoju i Promocji Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2005, s. 686.

¹⁵ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2000 r. nr 94, poz. 1037, z późn. zm.) art. 396, § 2.

¹⁶ Zob. **D. Cumming** (red.), *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press, New York 2012, s. 468–469; **W. Kim, M.S. Weisbach**, *Do firms go public to raise capital?*, NBER Working Paper Series, Working Paper 11197, <http://www.nber.org/papers/w11197>; stan na dzień: 1.09.2014 r.; por. **J.R. Ritter, I. Welch**, *A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations*, *The Journal of Finance* 2002/57/4, s. 1796–1799.

kierunkami alokacji środków finansowych pozyskanych z emisji nowych akcji pozwala wysnuć wniosek, iż ważną przesłanką realizacji debiutu giełdowego jest dążenie dotychczasowych akcjonariuszy spółki oraz osób nią zarządzających do ograniczenia ryzyka danego przedsiębiorstwa, a przez to zwiększenia ich bezpieczeństwa finansowego. Marco Pagano i in. wskazują, iż celem przedsiębiorstw debiutujących na giełdzie papierów wartościowych nie jest finansowanie wzrostu, lecz raczej zrównoważenie struktury finansowania po okresie znaczących inwestycji i dynamicznego rozwoju przedsiębiorstwa oraz umożliwienie dotychczasowym akcjonariuszom realizacji procesów dezinwestycji poprzez sprzedaż części posiadanych przez nich akcji¹⁷. Środki pozyskane z emisji nowych akcji często wykorzystywane są do spłaty dotychczasowego zadłużenia¹⁸. Ponadto zaobserwowano, że w grupie przedsiębiorstw, które zadebiutowały na giełdzie papierów wartościowych, nastąpiło zmniejszenie kosztu kredytu bankowego oraz zmniejszenie koncentracji jego źródeł¹⁹. Spółki publiczne posiadały kredyty w większej liczbie banków w porównaniu z okresem poprzedzającym debiut giełdowy, co nie pozostawało bez wpływu na ich bezpieczeństwo finansowe.

3. Propozycje metodologiczne zastosowania mierników oceny zabezpieczenia finansowego rezerwami bilansowymi działalności przedsiębiorstw

Tworzenie rezerw finansowych wymaga odpowiedzialnego i zgodnego z obowiązującymi przepisami podziału zysku netto przez przedsiębiorstwo. Winno ono z jednej strony tworzyć warunki ciągłości swojego działania, a z drugiej – kreować możliwości rozwoju w długim okresie. Ten proces tworzenia i uwalniania rezerw finansowych, sformułowany z perspektywy funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa, pozwala na wyekspozowanie istotnego pytania badawczego, odnoszącego się do wartości i struktury źródeł długookresowego finansowania przedsiębiorstwa. O wartości długookresowego finansowania przedsiębiorstwa świadczy łączna wartość kapitału własnego oraz zobowiązań długoterminowych wraz z utworzonymi na nie rezerwami. Natomiast strukturę źródeł długookresowego finansowania przedsiębiorstwa odzwierciedla relacja występująca mię-

¹⁷ M. Pagano, F. Panetta, L. Zingales, *Why do companies...*, s. 61.

¹⁸ Por. W.H. Mikkelsen, M.M. Partch, K. Shah, *Ownership and operating performance of companies that go public*, *Financial Economics* 1997/44, s. 281–307; C.J. Auret, J.H.C. Britten, *Post-issue operating...*, s. 21–30.

¹⁹ M. Pagano, F. Panetta, L. Zingales, *Why do companies...*, s. 29.

dzy wartością rezerw bilansowych a łączną wartością kapitału własnego oraz wartością zobowiązań długoterminowych wraz z rezerwami na nie. Na wartość rezerw bilansowych składa się przeto wartość rezerw kapitałowych oraz wartość rezerw na zobowiązania.

Syntetycznym miernikiem oceny zabezpieczenia finansowego rezerwami bilansowymi może być udział wartości rezerw bilansowych w łącznej wartości kapitału własnego i kapitału obcego wraz z rezerwami na zobowiązania. Natomiast w dezagregowanej postaci wskaźnik ten może przyjąć postać dwóch formuł. Pierwszą jest współczynnik zabezpieczenia finansowego przedsiębiorstwa rezerwami kapitałowymi, drugą zaś – współczynnik zabezpieczenia finansowego przedsiębiorstwa rezerwami bilansowymi.

W ujęciu statycznym postać wspomnianych wyżej współczynników prezentują formuły (1) i (2).

Współczynnik zabezpieczenia finansowego przedsiębiorstwa rezerwami kapitałowymi:

$$cFS = \frac{Prov_n}{TC_n} = \frac{SC_n + RR_n + Orc_n}{TC_n} \quad (1)$$

gdzie:

$Prov_n$ – kapitałowe rezerwy finansowe w roku n ,

TC_n – wartość kapitałów ogółem w roku n ,

SC_n – wartość kapitału zapasowego w roku n ,

RR_n – wartość kapitału z aktualizacji wyceny w roku n ,

Orc_n – pozostałe kapitały rezerwowe w roku n .

Współczynnik zabezpieczenia finansowego przedsiębiorstwa rezerwami bilansowymi:

$$fFS = \frac{Prov_n + ProvD_n}{TC_n} \quad (2)$$

gdzie:

$ProvD_n$ – wartość rezerw na zobowiązania w roku n ,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

O finansowym zabezpieczeniu działalności przedsiębiorstwa rezerwami bilansowymi nie świadczą tylko wartości rezerw utworzonych z zysku netto. Tworzenie rezerw bilansowych jest tylko jedną stroną zarządzania pasywami

przedsiębiorstwa, drugą stroną jest ich wykorzystanie. Większy stopień uwolnienia rezerw bilansowych wskazuje na mniejsze wykorzystanie utworzonych rezerw w zabezpieczeniu działalności gospodarczej przedsiębiorstwa. Można mówić o swego rodzaju saldzie rezerw bilansowych, które na koniec pewnego okresu winno być zawsze dodatnie, by zapewnić przedsiębiorstwu warunki kontynuacji i rozwoju działalności.

Dla realizacji celu niniejszego opracowania zaproponowane wyżej formuły mierników oceny zabezpieczenia finansowego działalności nowych spółek giełdowych rezerwami bilansowymi przyjęły także postać wzbogaconą podejściem dynamicznym. Przeto:

$$cFS' = \frac{\Delta Pr ov_n}{TC_{n-1}} \quad (3)$$

$$fFS' = \frac{\Delta Pr ov_n + \Delta Pr ovD_n}{TC_{n-1}} \quad (4)$$

gdzie:

$\Delta Pr ov_n$ – zmiana wartości rezerw kapitałowych w roku n ,

$\Delta Pr ovD_n$ – zmiana wartości rezerw na zobowiązania w roku n ,

TC_{n-1} – wartość kapitałów ogółem na początku roku n .

Tego rodzaju dynamiczne ujęcie oceny kształtowania rezerw bilansowych w istotny sposób wzbogaca analizę procesów zabezpieczenia finansowego działalności przedsiębiorstwa wykorzystanymi rezerwami bilansowymi. Wkracza ono również w sferę realizacji innych celów zarządzania rezerwami bilansowymi przedsiębiorstwa²⁰. Ten obszar kreowania i zapewniania bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa można uznać za niezbędny nie tylko dla kontynuacji działania przedsiębiorstwa, lecz także do jego rozwoju i wzrostu wartości rynkowej. Można zatem stwierdzić, iż rezerwy stanowią istotny czynnik wywierający wpływ na przetrwanie i rozwój przedsiębiorstwa poprzez kształtowanie jego wiarygodności kredytowej, rentowności, płynności finansowej oraz zdolności do

²⁰ W ten obszar kreowania i zapewniania zabezpieczenia finansowego przedsiębiorstwa rezerwami bilansowymi uznać można również wzrost wartości rynkowej spółki. Zob. **A.N. Duraj**, *Wykorzystanie rezerw finansowych w ocenie wypłacalności przedsiębiorstwa*, w: **J. Duraj** (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007, s. 219 i 221.

pozyskania kapitałów zewnętrznych. Ich tworzenie stanowi wyraz przestrzegania przez przedsiębiorstwo zasady memoriału, zasady ostrożności czy też zasady kontynuacji działalności oraz współmierności przychodów i kosztów²¹. Tworzenie rezerw stanowi także instrument kształtowania struktury kapitału, a ich zakres, wynikający z prawa bilansowego, wywiera nie tylko istotny wpływ na ocenę sytuacji finansowo-majątkowej przedsiębiorstwa, ale także na tworzenie obrazu firmy troskliwie wypełniającej swoje powinności wobec interesariuszy²².

4. Prezentacja i interpretacja wyników badań empirycznych

Empiryczna analiza zmian zabezpieczenia finansowego działalności nowych spółek giełdowych na GPW w Warszawie objęła sześcioletni okres badawczy, który został podzielony na trzy podokresy. W badaniach wyróżniono przeto okres pierwszy obejmujący dwa lata poprzedzające wprowadzenie akcji spółki po raz pierwszy do publicznego obrotu ($T - 2$, $T - 1$), rok debiutu giełdowego ($T 0$) oraz trzy kolejne lata po debiucie ($T + 1$, $T + 2$, $T + 3$). Dane liczbowe niezbędne do przeprowadzenia badań empirycznych pochodziły z jednostkowych rocznych sprawozdań finansowych badanych spółek dostępnych w bazie danych Notoria Serwis SA.

Dla realizacji celu opracowania ocena kształtowania się współczynników zabezpieczenia finansowego przedsiębiorstwa rezerwami kapitałowymi oraz współczynników zabezpieczenia finansowego przedsiębiorstwa rezerwami bilansowymi w ujęciu statycznym i dynamicznym została poprzedzona analizą ogólnej sytuacji finansowej badanych przedsiębiorstw z uwzględnieniem rentowności, płynności oraz zadłużenia finansowego. Tego rodzaju podejście jest uzasadnione istotnymi zmianami warunków działania spółek zarówno w okresie przed, jak i po ich wprowadzeniu na GPW w Warszawie.

Przekształceniom struktury źródeł finansowania przedsiębiorstwa towarzyszy na ogół proces zmian struktury własnościowej, który może wynikać zarówno ze sprzedaży przez dotychczasowych właścicieli istniejących akcji, jak i emisji przez spółkę nowych akcji. Ogół zjawisk towarzyszących realizacji pierwszej oferty publicznej wpływa na sytuację finansową podmiotów debiutujących na giełdzie

²¹ A.N. Duraj, *Rezerwy w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstwa*, w: J. Duraj (red.), *Prace z zakresu ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica 2004/171, s. 24–27.

²² A.N. Duraj, *Gwarancyjna funkcja rezerw finansowych przedsiębiorstwa*, w: J. Duraj (red.), *Prace z zakresu ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica 2006/200, s. 43.

papierów wartościowych. W grupie analizowanych przedsiębiorstw widoczne są znaczące zmiany rentowności, płynności oraz zadłużenia finansowego (zob. tab. 1).

TABELA 1: Średni poziom współczynników charakteryzujących sytuację finansową spółek debiutujących na GPW w Warszawie przed i po debiucie giełdowym

Wyszczególnienie			Okres przed debiutem giełdowym		Rok debiutu giełdowego	Okres po debiucie giełdowym		
Kryterium oceny	Miernik oceny	Miary	T - 2	T - 1	T 0	T + 1	T + 2	T + 3
Rentowność	ROS	Średnia arytmetyczna	0,0738	-0,5173	-0,2020	0,6857	0,0078	-0,0719
		Mediana	0,0511	0,0678	0,0698	0,0473	0,0325	0,0264
	ROE	Średnia arytmetyczna	0,2442	0,2693	0,1134	0,0679	-0,0102	-0,0288
		Mediana	0,2086	0,2083	0,1046	0,0751	0,0541	0,0450
	ROA	Średnia arytmetyczna	0,0934	0,1156	0,0651	0,0344	-0,0086	-0,0518
		Mediana	0,0741	0,0869	0,0621	0,0456	0,0287	0,0265
Płynność finansowa	CR	Średnia arytmetyczna	9,2944	2,2235	4,4538	4,8898	4,7166	4,5090
		Mediana	1,3943	1,4367	2,2177	1,8044	1,5450	1,4472
	QR	Średnia arytmetyczna	8,8964	1,8431	3,9205	4,3537	4,2169	4,0214
		Mediana	1,0279	1,1109	1,7248	1,4173	1,1558	1,1015
Zadłużenie	E/FA	Średnia arytmetyczna	7,1198	3,2395	2,8197	2,2046	1,9149	1,8072
		Mediana	1,1799	1,1263	1,6335	1,2521	1,1508	1,0354
	DR	Średnia arytmetyczna	0,5808	0,5140	0,3556	0,3908	0,4260	0,6104
		Mediana	0,5647	0,5581	0,3443	0,3831	0,3785	0,3934
	D/EBIT-DA	Średnia arytmetyczna	-7,5619	4,4663	3,6632	2,6859	-13,9919	2,7577
		Mediana	2,8545	3,1252	2,7349	3,5067	4,0651	3,9065

Objaśnienia: ROS = Zysk netto/Przychody ze sprzedaży; ROE = Zysk netto/Kapitał własny; ROA = Zysk netto/Aktywa ogółem; CR = Aktywa obrotowe/Zobowiązania krótkoterminowe; QR = (Aktywa obrotowe-Zapasy)/Zobowiązania krótkoterminowe; E/FA = Kapitał własny/Aktywa trwałe; DR = Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania/Pasywa ogółem; D/EBITDA = Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania/(Zysk z działalności operacyjnej + Amortyzacja).

Źródło: oprac. własne na podst. Notoria Serwis SA.

Zaprezentowane w tabeli 1 dane liczbowe charakteryzujące sytuację finansową spółek debiutujących na GPW w Warszawie wskazują, iż w okresach poprzedzających debiut na rynku giełdowym analizowane podmioty charakteryzowały się wyższą rentownością prowadzonej działalności w porównaniu do lat późniejszych. Większość zaprezentowanych miar wskazuje na występowanie negatywnych tendencji w obszarze rentowności sprzedaży, jak i rentowności kapitałów własnych oraz aktywów ogółem. Znaczące zmiany można zaobserwować również w kształtowaniu się miar opisujących zdolność jednostek do terminowego regulowania zobowiązań bieżących. W wyniku realizacji pierwszej oferty publicznej nastąpił wzrost wartości współczynników finansowej płynności bieżącej i płynności szybkiej, a ich poziom był wyższy od wartości uznawanych za standardowe. W kolejnych okresach można zauważyć stopniowe obniżanie się poziomu tych współczynników. Z kolei, analiza źródeł finansowania wskazuje zmniejszanie się stopnia sfinansowania majątku trwałego kapitałem własnym w całym badanym okresie. W roku debiutu giełdowego zauważalny jest wyraźny spadek średniego poziomu wskaźnika ogólnego zadłużenia, a zaobserwowany poziom wskazuje na wysoką samodzielność finansową analizowanych spółek. W kolejnych okresach zauważalny jest ponowny wzrost udziału kapitału obcego w strukturze źródeł finansowania. Natomiast relacja wartości zadłużenia do zdolności zarobkowych badanych przedsiębiorstw w okresach poddanych analizie kształtowała się w zróżnicowany sposób.

Dla pełniejszego rozpoznania zależności pomiędzy realizacją pierwszej oferty publicznej a zmianami kondycji finansowej spółek debiutujących na GPW w Warszawie wartości miar obrazujących poziom rentowności, płynności finansowej oraz zadłużenia dla poszczególnych spółek porównano z wynikami osiągniętymi przez te podmioty na koniec roku poprzedzającego wprowadzenie ich akcji do publicznego obrotu. Po przeprowadzeniu pierwszej oferty publicznej w przypadku większości współczynników zaobserwowane zostały istotne statystycznie zmiany ich wartości (zob. tab. 2).

TABELA 2: Analiza zmian wartości mediany współczynników charakteryzujących sytuację finansową badanych spółek w porównaniu do roku poprzedzającego debiut na GPW w Warszawie

Wyszczególnienie		T - 1/T - 2	T0/T - 1	T + 1/T - 1	T + 2/T - 1	T + 3/T - 1
ROS	Różnica mediany	0,0129	0,0020	-0,0204	-0,0364	-0,0415
	Statystyka Z	3,4082*	0,7315	2,7486*	4,6032*	5,8619*
	Liczba spółek	150	202	201	188	166
ROE	Różnica mediany	-0,0012	-0,1053	-0,1348	-0,1610	-0,1654
	Statystyka Z	0,2514	8,7474*	9,3760*	9,4480*	9,2281*
	Liczba spółek	147	200	198	181	157
ROA	Różnica mediany	0,0142	-0,0250	-0,0415	-0,0583	-0,0609
	Statystyka Z	1,4605	5,8948*	7,1738*	8,7777*	8,2206*
	Liczba spółek	152	203	202	189	167
CR	Różnica mediany	0,0736	0,7692	0,3644	0,1056	0,0293
	Statystyka Z	2,1466**	8,7874*	6,1724*	3,8119*	1,7245***
	Liczba spółek	152	203	202	189	166
QR	Różnica mediany	0,1044	0,6096	0,2981	0,0569	0,0054
	Statystyka Z	1,9296***	8,6513*	5,6050*	3,5728*	1,9067***
	Liczba spółek	152	203	202	189	166
E/FA	Różnica mediany	0,0922	0,5037	0,1270	0,0129	-0,1042
	Statystyka Z	0,0018	7,3781*	2,2654**	1,1600	3,6351*
	Liczba spółek	152	203	202	189	166
DR	Różnica mediany	0,0010	-0,2131	-0,1749	-0,1798	-0,1682
	Statystyka Z	2,3968**	10,0212*	8,4444*	6,6922*	5,1295*
	Liczba spółek	152	203	202	189	167
D/EBITDA	Różnica mediany	0,2701	-0,3275	0,4227	0,9690	0,9935
	Statystyka Z	0,0662	1,3353	0,1521	2,6951*	2,1517*
	Liczba spółek	152	203	202	189*	166**

Objaśnienia: Test kolejności par Wilcoxon: *otrzymany wynik jest istotny statystycznie na poziomie p-value < 0,01; **otrzymany wynik jest istotny statystycznie na poziomie p-value < 0,05; ***otrzymany wynik jest istotny statystycznie na poziomie p-value < 0,1.

Źródło: oprac. własne na podst. Notoria Serwis SA.

Zaobserwowane po wprowadzeniu akcji do publicznego obrotu obniżenie wartości analizowanych współczynników w obszarze rentowności miało charakter trwały. Największe negatywne zmiany dotyczyły stopy zwrotu z kapitału własnego badanych spółek. Z kolei poziom płynności finansowej uległ względnie trwałej poprawie w porównaniu z okresem przed debiutem giełdowym. Dodatkowo i istotne statystycznie różnice w wartości współczynników płynności bieżącej

i szybkiej utrzymały się do dwóch lat po wprowadzeniu akcji do publicznego obrotu. Istotne zmiany nastąpiły również w strukturze źródeł finansowania analizowanych spółek. Zaobserwowano bowiem utrzymujący się wzrost udziału kapitału własnego w pasywach, przy jego malejącej roli w finansowaniu aktywów trwałych. Niepokojącym sygnałem o zdolności badanych spółek do spłaty ogółu posiadanego zadłużenia są zaobserwowane zmiany relacji długu do możliwości generowania nadwyżki z działalności operacyjnej.

W grupie badanych przedsiębiorstw zaobserwowano znaczące zmiany średniego poziomu współczynników zabezpieczenia finansowego rezerwami bilansowymi (zob. tab. 3).

TABELA 3: Średni poziom współczynników zabezpieczenia finansowego rezerwami bilansowymi spółek debiutujących na GPW w Warszawie

Wyszczególnienie		T - 2	T - 1	T 0	T + 1	T + 2	T + 3
cFS	Średnia arytmetyczna	0,2118	0,2060	0,3959	0,4083	0,4244	0,4075
	Mediana	0,1196	0,1526	0,3984	0,3844	0,4061	0,3864
fFS	Średnia arytmetyczna	0,2361	0,2201	0,4077	0,4215	0,4415	0,4259
	Mediana	0,1375	0,1683	0,4024	0,3936	0,4328	0,4027
cFS'	Średnia arytmetyczna	0,0320	0,1150	0,8929	0,1619	0,0642	0,0214
	Mediana	0,0091	0,0401	0,3768	0,0498	0,0245	0,0099
fFS'	Średnia arytmetyczna	0,0762	0,1116	0,9061	0,1728	0,0696	0,0250
	Mediana	0,0108	0,0493	0,3774	0,0499	0,0336	0,0139

Źródło: oprac. własne na podst. Notoria Serwis SA.

Na skutek realizacji pierwszej oferty publicznej w badanych podmiotach nastąpił wyraźny wzrost udziału rezerw w strukturze źródeł finansowania ich majątku. W roku debiutu giełdowego zaobserwowano bowiem zwiększenie średniego poziomu współczynników zabezpieczenia finansowego rezerwami kapitałowymi i rezerwami bilansowymi. Ponadto można stwierdzić, iż wiodącą rolę w zabezpieczeniu przedsiębiorstwa rezerwami w praktyce odgrywają rezerwy kapitałowe, na co wskazuje niewielka różnica pomiędzy zaobserwowaną wartością współczynników *cFS* oraz *fFS*. Dynamiczna analiza zabezpieczenia finansowego działalności gospodarczej nowych spółek giełdowych wskazuje, iż zaobserwowane zmiany miały charakter względnie trwałe. Do sformułowania analogicznego wniosku skłania również analiza danych przedstawionych w tabeli 4.

TABELA 4: *Analiza zmian wartości mediany współczynników zabezpieczenia finansowego działalności badanych spółek rezerwami bilansowymi w porównaniu do roku poprzedzającego debiut na GPW w Warszawie*

Wyszczególnienie		T – 1/T – 2	T 0/T – 1	T + 1/T – 1	T + 2/T – 1	T + 3/T – 1
cFS	Różnica mediany	0,0395	0,2450	0,2318	0,2623	0,2443
	Statystyka Z	0,9093	10,7103*	11,1633*	10,2084*	9,3432*
	Liczba spółek	146	201	202	189	167
fFS	Różnica mediany	0,0305	0,2329	0,2274	0,2761	0,2536
	Statystyka Z	0,7121	10,8193*	11,2466*	10,1302*	9,3242*
	Liczba spółek	146	201	202	189	167
cFS'	Różnica mediany	0,0245	0,3842	0,0081	-0,0061	-0,0275
	Statystyka Z	3,0600*	8,9708*	0,2205	1,5792	2,4274**
	Liczba spółek	118	151	150	139	124
fFS'	Różnica mediany	0,0344	0,3615	-0,0012	-0,0143	-0,0372
	Statystyka Z	3,0171*	9,0024*	0,1041	1,3204	2,3189**
	Liczba spółek	118	151	150	139	124

Objaśnienia: Test kolejności par Wilcozona: *otrzymany wynik jest istotny statystycznie na poziomie p-value < 0,01; **otrzymany wynik jest istotny statystycznie na poziomie p-value < 0,05; ***otrzymany wynik jest istotny statystycznie na poziomie p-value < 0,1.

Źródło: opracowanie własne na podst. Notoria Serwis SA.

W roku debiutu giełdowego w porównaniu do roku poprzedniego nastąpił istotny statystycznie wzrost wartości współczynników zabezpieczenia finansowego rezerwami kapitałowymi i rezerwami bilansowymi, zarówno w ujęciu statycznym, jak i dynamicznym. Zmiana ta powiązana jest bezpośrednio ze zwiększeniem rezerw kapitałowych na skutek emisji i sprzedaży inwestorom giełdowym nowych akcji. Relatywnie niewielkie oraz nieistotne statystycznie zmiany wartości analizowanych współczynników w ujęciu dynamicznym w kolejnych latach nie wskazują na przyjęcie przez te podmioty polityki dalszego zwiększania bezpieczeństwa finansowego przy wykorzystaniu rezerw bilansowych.

Ze względu na złożoność zagadnienia bezpieczeństwa finansowego przedsięwzięcia oraz integralność polityki tworzenia rezerw kapitałowych i rezerw na zobowiązania z rentownością, płynnością finansową oraz zadłużeniem jednostek gospodarczych badaniu poddano również korelację współczynników zabezpieczenia finansowego rezerwami kapitałowymi i bilansowymi ze współczynnikami charakteryzujących sytuację finansową analizowanych spółek (zob. tab. 5).

TABELA 5: Korelacja współczynników zabezpieczenia finansowego rezerwami kapitałowymi i bilansowymi ze współczynnikami charakteryzującymi sytuację finansową badanych spółek – współczynniki korelacji rang Spearmana

Wyszczególnienie	T – 2	T – 1	T 0	T + 1	T + 2	T + 3
	cFS					
ROS	0,1253	0,1991*	0,0815	0,0971	–0,0810	–0,0105
ROE	–0,0358	–0,0410	–0,1443*	–0,0477	–0,1431	–0,1256
ROA	0,1748*	0,1660*	0,0570	0,0698	–0,0647	–0,0003
CR	0,3571*	0,2978*	0,5616*	0,4468*	0,3172*	0,3084*
QR	0,3649*	0,3274*	0,5761*	0,4712*	0,3510*	0,4016*
E/FA	0,2583*	0,1966*	0,4185*	0,3508*	0,3242*	0,3508*
DR	–0,4109*	–0,3252*	–0,5254*	–0,5196*	–0,3951*	–0,4890*
D/EBITDA	–0,2486*	–0,1462*	–0,3104*	–0,3252*	–0,2465*	–0,1910*
fFS						
ROS	0,1211	0,1871*	0,0730	0,0982	–0,1242	–0,0424
ROE	–0,0351	–0,0375	–0,1498*	–0,0482	–0,1666*	–0,1494
ROA	0,1754*	0,1619*	0,0488	0,0706	–0,0996	–0,0298
CR	0,3608*	0,2962*	0,5608*	0,4580*	0,2985*	0,3192*
QR	0,3776*	0,3250*	0,5671*	0,4774*	0,3327*	0,3800*
E/FA	0,2630*	0,1904*	0,4090*	0,3404*	0,2810*	0,3123*
DR	–0,4086*	–0,3155*	–0,5118*	–0,5189*	–0,3604*	–0,4489*
D/EBITDA	–0,2329*	–0,1413*	–0,2987*	–0,3293*	–0,2803*	–0,2242*
cFS'						
ROS	0,1547	0,2685*	0,0954	0,1418*	0,2135*	0,3288*
ROE	0,1468	0,1009	–0,0670	0,1276	0,2327*	0,2393*
ROA	0,2034*	0,2346*	0,0726	0,1562*	0,2761*	0,3250*
CR	0,1709	0,3481*	0,4475*	0,0266	0,1112	0,0703
QR	0,1241	0,3262*	0,4850*	0,0094	0,0931	0,1494
E/FA	0,1907*	0,3135*	0,4594*	0,0344	0,1062	0,0725
DR	–0,0847	–0,2721*	–0,3673*	–0,0907	–0,1594*	–0,1926*
D/EBITDA	–0,0204	–0,1605*	–0,2011*	–0,0204	–0,0124	0,1431
fFS'						
ROS	0,1466	0,2117*	0,0999	0,1415*	0,1782*	0,3381*
ROE	0,2055*	0,0727	–0,0604	0,1352	0,2315*	0,2372*
ROA	0,2007*	0,1819*	0,0753	0,1610*	0,2567*	0,3307*
CR	0,1308	0,3130*	0,4476*	0,0109	0,0699	0,1064
QR	0,1257	0,2904*	0,4819*	–0,0136	0,0737	0,1676*
E/FA	0,1632	0,3216*	0,4516*	–0,0211	0,0354	0,0858
DR	–0,0397	–0,2288*	–0,3605*	–0,0715	–0,0941	–0,2194*
D/EBITDA	–0,1041	–0,1082	–0,1969*	–0,0236	–0,0058	0,1136

Objaśnienia: *otrzymany wynik jest istotny statystycznie na poziomie p-value < 0,05

Źródło: oprac. własne na podst. Notoria Serwis SA.

Analiza zależności pomiędzy badanymi współczynnikami a sytuacją finansową badanych podmiotów wskazuje na występowanie związków o zróżnicowanym kierunku i odmiennej sile. W ujęciu statycznym zaobserwowano dodatnią korelację pomiędzy płynnością finansową badanych przedsiębiorstw a zabezpieczeniem finansowym rezerwami badanych spółek. Analogiczna relacja wystąpiła w przypadku stopnia finansowania majątku trwałego kapitałem własnym. Najsilniejsze korelacje dla tych zmiennych wystąpiły w roku debiutu na GPW w Warszawie. Z kolei ujemna wartość współczynników korelacji rang Spearmana została odnotowana w analizie związków współczynników zabezpieczenia finansowego rezerwami z sytuacją w obszarze zadłużenia. Natomiast analiza badanych relacji w ujęciu dynamicznym wskazuje na występowanie dodatniej zależności pomiędzy osiąganą rentownością a współczynnikiem zabezpieczenia finansowego rezerwami kapitałowymi oraz współczynnikiem zabezpieczenia finansowego rezerwami bilansowymi po wprowadzeniu akcji badanych spółek do publicznego obrotu.

5. Zakończenie

Budowanie bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa jest złożonym i długotrwałym procesem, a efektem implementacji skutecznej strategii w tym obszarze jest umocnienie pozycji rynkowej przedsiębiorstwa i wzrost jego wartości. Kluczową rolę w tym obszarze odgrywa zabezpieczenie finansowe przedsiębiorstwa rezerwami bilansowymi. Przyjęcie określonych strategii gospodarowania tym zabezpieczeniem, zmierzających do poprawy bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstw, należy rozpatrywać zarówno w kontekście wewnętrznych, jak i zewnętrznych uwarunkowań prowadzenia działalności gospodarczej, łącząc z możliwościami pozyskania kapitału na rozwój.

Zaprezentowane w opracowaniu wyniki badań empirycznych wskazują, iż wprowadzenie akcji spółki do obrotu na giełdzie papierów wartościowych powinno być postrzegane jako czynnik stymulujący zwiększenie zabezpieczenia finansowego przedsiębiorstwa. Realizacja pierwszej oferty publicznej przyczynia się do trwałego zwiększenia udziału rezerw, a zwłaszcza rezerw kapitałowych w strukturze pasywów, co tworzy warunki skutecznego i efektywnego kontynuowania oraz rozwoju działalności spółek akcyjnych notowanych na GPW w Warszawie.

Bibliografia

Akty prawne:

Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2000 r., nr 94, poz. 1037, z późn. zm.).

Opracowania:

Ahmad Aliza, *Ownership Structure and the Operating Performance of Malaysia Companies*, International Review of Business Research Papers 2011/7, s. 1–14.

Ahmad-Zaluki Nurawti Ahmad, *Post-IPO Operating Performance and Earnings Management*, International Business Research 2008/1, s. 39–49.

Auret Christo J., Britten James H.C., *Post-issue operating performance of firms listing on the JSE*, Investment Analysts Journal 2008/68, s. 21–29.

Benninga Simon, Helmantel Mark, Saring Oded, *The timing of IPOs*, Journal of Financial Economics 2005/75, s. 115–132.

Cai Jun, Wei Kuo-Chiang John, *The investment and operating performance of Japanese initial public offerings*, Pacific-Basin Finance Journal 1997/5, s. 115–132.

Coakley Jerry, Hadass Leon, Wood Andrew, *Post-IPO Operating Performance, Venture Capital and the Bubble Years*, Journal of Business Finance & Accounting 2007/34, s. 1423–1446.

Cumming Douglas (red.), *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press, New York 2012.

Duraj Agnieszka Natasza, *Gwarancyjna funkcja rezerw finansowych przedsiębiorstwa*, w: Jan Duraj (red.), *Prace z zakresu ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica 2006/200, s. 43–67.

Duraj Agnieszka Natasza, *Rezerwy a strategie finansowe publicznych spółek akcyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.

Duraj Agnieszka Natasza, *Rezerwy w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstwa*, w: Jan Duraj (red.), *Prace z zakresu ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica 2004/171, s. 23–42.

Duraj Agnieszka Natasza, *Wieloczynnikowa koncepcja modelu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa*, w: Jan Duraj, Artur Sajnog (red.), *Ekonomiczne i pozaekonomiczne czynniki zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013, s. 63–80.

Duraj Agnieszka Natasza, *Wykorzystanie rezerw finansowych w ocenie wypłacalności przedsiębiorstwa*, w: Jan Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007, s. 217–232.

Franc-Dąbrowska Justyna, *Bezpieczeństwo finansowe a efektywność zaangażowania kapitałów własnych*, Roczniki Nauk Rolniczych Seria G 2006/93/1, s. 121–128.

Gmytrasiewicz Maria, Kierczyńska Urszula, *Rezerwy w rachunkowości i podatkach*, Difin, Warszawa 2007.

Gmytrasiewicz Maria, *Rezerwy w księgach rachunkowych. Tworzenie, wykorzystywanie, rozwiązywanie*, Difin, Warszawa 2002.

Jain Bharat, Kini Omash, *The post-issue operating performance of IPO firms*, Journal of Finance 1994/49, s. 1699–1726.

Karboownik Lidia, *Pojęcie i obszary kreowania oraz zapewniania bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa*, w: Jan Duraj (red.), *Instrumenty i sposoby zarządzania kapitałem przedsiębiorstwa*, Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica 2012/267, s. 63–77.

- Kim Woojin, Weisbach Michael S.**, *Do firms go public to raise capital?*, NBER Working Paper Series, Working Paper 11197, <http://www.nber.org/papers/w11197>; stan na dzień 1.09.2014 r.
- Kurtaran Ahmed, Er Bunyamin**, *The post-issue operating performance of IPOs in an emerging market: evidence from Istanbul Stock Exchange*, *Investment Management and Financial Innovations* 2008/5, s. 50–62.
- Kutsuna Kenji, Okamura Hideo, Cowling Marc**, *Ownership structure pre- and post-IPOS and the operating performance of JASDAQ companies*, *Pacific-Basin Finance Journal* 2002/10, s. 163–181.
- Mikkelson Wayne H., Partch Megan M., Shah Kshitij**, *Ownership and operating performance of companies that go public*, *Financial Economics* 1997/44, s. 281–307.
- Pagano Marco, Panetta Fabio, Zingales Luigi**, *Why Do Companies Go Public? A Empirical Analysis*, *The Journal of Finance* 1998/53/1, s. 27–64.
- Rangan Srinivasan**, *Earning management and the performance of seasoned equity offerings*, *Journal of Financial Economics* 1998/50, s. 101–122.
- Ritter Jay R., Welch Ivo**, *A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations*, *The Journal of Finance* 2002/57/4, s. 1795–1828.
- Teoh Siew, Welch Ivo, Wong T.J.**, *Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings*, *Journal of Finance* 1998/53, s. 1935–1974.
- Wang Changyun**, *Ownership and operating performance of Chinese IPOs*, *Journal of Banking & Finance* 2005/29.
- Wędzki Dariusz**, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003.
- Wojas Maria**, *Tworzenie rezerw a bezpieczeństwo obrotu*, w: Bronisław Micherda (red.), *Sprawozdawczość i rewizja finansowa w procesie poprawy bezpieczeństwa obrotu gospodarczego*, Centrum Rozwoju i Promocji Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2005.

Natasza DURAJ
Tomasz SOSNOWSKI

FINANCIAL PROTECTION WITH THE BALANCE SHEET PROVISIONS OF THE NEW STOCK COMPANIES

(Summary)

The main aim of this article is to present the results of the empirical studies on the financial protection afforded by balance sheet provisions of the new companies on the Warsaw Stock Exchange. The research is devoted to answer the following research question: do the newly listed companies experience an increase in the level of financial protection with balance sheet provisions after the introduction of their shares to public trading for the first time in comparison to the situation before the IPO? This analysis has been supplemented by the assessment of the financial situation of the surveyed enterprises in the area of profitability, liquidity and debt. The empirical studies have been carried out on a sample of 204 companies whose shares were introduced to public trading on the main market of the WSE for the first time between 2005 and 2012.

Keywords: balance sheet provisions; initial public offering; financial protection