

ANDRZEJ KUCIŃSKI^a

KONDYCJA FINANSOWA „FIRM ZOMBIE” NOTOWANYCH NA GPW W WARSZAWIE

FINANCIAL CONDITION OF ‘ZOMBIE COMPANIES’ LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

The article raises the problem of the incidence of so-called zombie companies in the economy. Zombie companies are most often defined as unprofitable, indebted, financially troubled companies that often have negative equity. The purpose of this article is to present the financial condition of zombie companies listed on the Warsaw Stock Exchange stock market, as well as to show the indications that threaten the continuation of business operations of zombie companies. The data from 2018–2021 is taken from the Notoria Serwis database, which refers to the annual financial statements of companies listed on the Warsaw Stock Exchange. The article uses literature analysis and financial analysis as the main research methods. The research results show that there are zombie companies with negative equity in the capital market in Poland, whose share among listed companies on the WSE stock market was 2.9–3.6% in 2018–2021. The most numerous group of zombie companies with negative equity were business entities included in the category of small businesses. Zombie companies listed on the capital market in Poland were mainly characterized by problems with ensuring profitability and maintaining liquidity, and their activities were accompanied by a high risk of bankruptcy. The zombie companies were able to continue their operations mainly due to the financial surplus they generated, which allowed them to pay principal installments plus interest. The continuation of zombie companies was mainly influenced by the continued low interest rates set by the monetary authorities in Poland 2018–2021, the government guarantees provided to businesses applying for bank loans, the subsidization of unprofitable operations, and the state aid directed to companies operating under COVID-19.

Keywords: financial analysis; zombie companies; enterprise; negative equity

Artykuł porusza problem występowania „firm zombie” w gospodarce. Firmy zombie najczęściej definiuje się jako przedsiębiorstwa nierentowne, zadłużone, przeżywające problemy finansowe, które niejednokrotnie wykazują ujemny kapitał własny. Celem artykułu jest przedstawienie kondycji finansowej firm zombie notowanych na rynku giełdowym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, w tym ukazanie przesłanek zagrażających kontynuowaniu działalności gospodarczej przez firmy zombie. Dane z lat 2018–2021 pochodzą z bazy danych Notoria Serwis, które dotyczą rocznych sprawozdań finansowych spółek notowanych na rynku giełdowym GPW w Warszawie. W artykule wykorzystano jako główne metody badawcze analizę literatury oraz analizę finansową. Z rezultatów badań wynika, że na rynku kapitałowym w Polsce występują firmy

^a The Jacob of Paradies University, Gorzów Wielkopolski, Poland / Akademia im. Jakuba z Paradyża w Gorzowie Wielkopolskim, Polska akucinski@ajp.edu.pl, <https://orcid.org/0000-0002-8988-8872>

zombie z ujemnym kapitałem własnym: w latach 2018–2021 wśród spółek notowanych na rynku giełdowym GPW stanowiły one 2,9–3,6%. Najliczniejsza grupa firm zombie z ujemnym kapitałem własnym to podmioty gospodarcze zaliczane do kategorii małych przedsiębiorstw. Firmy zombie notowane na rynku kapitałowym w Polsce charakteryzowały przede wszystkim problemy z zapewnieniem rentowności, z zachowaniem płynności finansowej, a ich działalności towarzyszyło duże ryzyko upadłości. Firmy zombie mogły kontynuować swoją działalność głównie za sprawą wygenerowanej nadwyżki finansowej, która pozwalała na regulowanie rat kapitałowych wraz z odsetkami. Na kontynuowanie działalności przez firmy zombie miały wpływ głównie niskie stopy procentowe utrzymywane przez władze monetarne w Polsce w latach 2018–2021, udzielane gwarancje rządowe podmiotom gospodarczym ubiegającym się o kredyty bankowe, subsydiowanie działalności nierentownej, czy też udzielana pomoc państwa kierowana do firm działających w warunkach pandemii COVID-19.

Słowa kluczowe: analiza finansowa; firmy zombie; przedsiębiorstwo; ujemny kapitał własny

I. WPROWADZENIE

Zjawisko występowania „firm zombie” w gospodarce znane jest już od wielu lat. Ekonomisci zwracają uwagę na rosnącą ich liczbę, jednocześnie ostrzegają, że wzrost liczby przedsiębiorstw, które nie generują wystarczających przychodów, czy też gotówki potrzebnej do spłaty zobowiązań wraz z odsetkami, jest zagrożeniem dla innych podmiotów gospodarczych, a nawet dla całej gospodarki, ponieważ hamują one wzrost gospodarczy w wyniku niewłaściwej alokacji kapitałów w systemie ekonomicznym¹. Określenie „firmy zombie” odnosi się do przedsiębiorstw, które powinny zostać wyeliminowane z rynku bądź też poddane procesom restrukturyzacyjnym, lecz wbrew temu nadal funkcjonują jako tzw. żywe trupy². Jedne z pierwszych badań nad zjawiskiem występowania firm zombie w gospodarce przeprowadzili Peek i Rosengren, Ahearne i Shinada oraz Caballero, Hoshi i Kashyap³. Badania te dotyczyły japońskiej „straconej dekady” lat dziewięćdziesiątych XX w., gdzie sektor bankowy obwinia się za to, że w wyniku udzielania nierentownym przedsiębiorstwom finansowania umożliwiał dalsze ich funkcjonowanie. W normalnych warunkach podmioty te nie miałyby szans na utrzymanie się na rynku. Za zjawisko zombifikacji gospodarki na świecie odpowiedzialne są również banki centralne, które realizując politykę utrzymywania niskich stóp procentowych, mających być remedium na kryzys finansowy z 2008 r., doprowadziły do utrwalenia oraz powstania nowych firm zombie. Jeżeli uwzględnimy w tym wszystkim najnowszą historię związaną z pandemią COVID-19, możemy dostrzec dalszy wzrost liczby tzw. firm zombie na skutek nadmiernej interwencji rządów i banków centralnych wspierających gospodarkę w okresie pandemii. Pomoc przyznawana podmiotom gospodarczym będącym w trudnej sytuacji finansowej była realizowana głównie przez udzielanie gwarancji rządowych

¹ Frick (2022): 1.

² Machek (2018): 678.

³ Peek, Rosengren (2005); Ahearne, Shinada (2005); Caballero, Hoshi, Kashyap (2008).

przedsiębiorstwom ubiegającym się o kredyt w banku, a także bezpośredniego wsparcia kierowanego do przedsiębiorstw przez państwo. W przypadku Polski głównym instrumentem publicznej pomocy były subwencje w ramach tzw. Tarczy Finansowej Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR).

Jedną z głównych przyczyn powstawania firm zombie było rolowanie długu przez sektor bankowy za sprawą udzielania pożyczek i kredytów nierentownym przedsiębiorstwom. Banki, zamiast udzielać finansowania podmiotom gospodarczym znajdującym się w trudnej sytuacji, powinny umarzać kredyty bankowe, ale w obawie przed wykazaniem strat, godziły się na ich udzielenie, w ten sposób utrzymując przy życiu firmy zombie⁴. Należy zaznaczyć, że wzrost poziomu zadłużenia w jednostce gospodarczej przekłada się na wzrost ryzyka kredytowego, które w powiązaniu z brakiem zapewnienia rentowności jednostce przyczynia się do powstania ujemnego kapitału własnego w przedsiębiorstwie. Jest to sytuacja szczególna, przede wszystkim w odniesieniu do tych przedsiębiorstw, które pomimo wykazywanego w bilansie ujemnego kapitału własnego nadal prowadzą działalność gospodarczą jako firmy zombie.

Sytuacja, kiedy zobowiązania bilansowe jednostki przewyższają jej majątek, rodzi słuszny niepokój wierzycieli o spłatę zobowiązań w przyszłości. Pomimo niepokojącej struktury majątkowo-kapitałowej przedsiębiorstwa z ujemnym kapitałem własnym, które działają jako zombie, niejednokrotnie są w stanie zachować swoją płynność finansową oraz kontynuować działalność gospodarczą. W Stanach Zjednoczonych, jak i w innych krajach na świecie, w ostatnich latach zauważalny jest wzrost liczby przedsiębiorstw z ujemnym kapitałem własnym⁵. Wśród amerykańskich przedsiębiorstw z ujemnym kapitałem własnym wskazać można m.in.: McDonalds, HP, Motorolę czy Domino's Pizza. Trudno, aby tego rodzaju spółki uznać za niewypłacalne czy też niezdolne do prowadzenia działalności gospodarczej⁶, w każdym razie przedsiębiorstwom z ujemnym kapitałem własnym towarzyszą problemy z właściwą oceną kondycji finansowej, ustaleniem wartości przedsiębiorstwa, czy też interpretacją wskaźników finansowych.

Z badań, które przeprowadzili m.in. Urionabarrenetxea, San-Jose i Retolaza⁷, Mokhova i Zinecker⁸ czy też Ahearne i Shinada⁹ wynika, że problem występowania firm zombie na świecie ma dziś charakter globalny. Tym samym traktując zagadnienie za ważne z punktu widzenia każdej gospodarki, a także biorąc pod uwagę złożoność i wagę problemu, za cel artykułu przyjęto przedstawienie kondycji finansowej firm zombie na rynku giełdowym GPW w Warszawie. Aby osiągnąć zamierzony cel, postawione zostały następujące pytania badawcze: czy firmy zombie notowane na GPW w Warszawie znajdują się w trudnej sytuacji finansowej? czy przedsiębiorstwa zaliczane do firm zom-

⁴ Storz et al. (2017): 1.

⁵ Fairchild (2018): 1.

⁶ Fairchild (2018): 1.

⁷ Urionabarrenetxea, San-Jose, Retolaza (2016): 307–316.

⁸ Mokhova, Zinecker (2016): 1021–1036.

⁹ Ahearne, Shinada (2005): 363–381.

bie, które wykazują ujemny kapitał własny, są w stanie kontynuować działalność gospodarczą?

Badanie objęło spółki notowane na rynku giełdowym GPW w Warszawie, ograniczając je wyłącznie do przedsiębiorstw o rodowodzie krajowym. W artykule jako główne metody badawcze zastosowano krytyczną analizę literatury oraz analizę finansową. W badaniach wykorzystano dane pochodzące z bazy danych Notoria Serwis, które dotyczą rocznych sprawozdań finansowych spółek notowanych na rynku giełdowym GPW w Warszawie i obejmują lata 2018–2021.

II. PRZEGLĄD LITERATURY

Pojęcie „firmy zombie” do ekonomii wprowadzili m.in. Ahearne i Shinada¹⁰ czy też Caballero, Hoshi i Kashyap¹¹. Firmy zombie najczęściej definiuje się jako nierentowne przedsiębiorstwa, przechodzące trudności finansowe i z rosnącym zadłużeniem, których osiągnięte przychody są niewystarczające do tego, aby pokryć koszty obsługi zadłużenia. Ich problemy, poddane działaniu praw rynku, powinny doprowadzić do naturalnego procesu, jakim jest zakończenie działalności, bądź ewentualnie do działań naprawczych. Jednakże tego rodzaju przedsiębiorstwa nadal kontynuują swoją działalność, mimo że ich stan wskazuje na niewypłacalność¹². Według Urionabarrenetxea i in. firmy zombie to przedsiębiorstwa znajdujące się w stanie upadłości, które z reguły wykazują ujemny kapitał własny¹³. Według Nehrebeckiego cechą charakterystyczną firm zombie jest to, że przedsiębiorstwa tego rodzaju nie inwestują (nie stymulują wzrostu), mają problemy z regulowaniem zobowiązań oraz ponoszą wysokie koszty finansowania zewnętrznego, a jedynym ratunkiem dla ich funkcjonowania jest bank¹⁴. Tym samym pojęcie firmy zombie używane w literaturze pojawia się najczęściej w kontekście przedsiębiorstwa o minimalnej rentowności lub deficytowego, które pozostaje na rynku i kontynuuje działalność gospodarczą przez lata¹⁵.

Problemy z ustaleniem jednej ogólnej definicji firmy zombie wynikają ze stosowania różnych kryteriów, które decydują o wyodrębnieniu tego rodzaju kategorii przedsiębiorstwa. W praktyce stosowane są różne podejścia w celu zidentyfikowania firmy zombie, m.in.:

– porównanie rzeczywistych płatności odsetek z hipotetyczną dolną granicą odsetek do zapłaty¹⁶ – podstawą kwalifikacji jednostki do kategorii firmy zombie jest ustalenie, czy mamy do czynienia ze subsydiowaniem kredytów i pożyczek;

¹⁰ Ahearne, Shinada (2005).

¹¹ Caballero, Hoshi, Kashyap (2008).

¹² Góra (2019): 11–13; Caballero, Hoshi, Kashyap (2008): 1946–1947.

¹³ Urionabarrenetxea et al. (2017): 308.

¹⁴ Nehrebecki (2023): 156.

¹⁵ Kawalec, Błażuk (2021): 45.

¹⁶ Caballero, Hoshi, Kashyap (2008): 1951.

– wykorzystanie wskaźnik q Tobina, będącego relacją wartości rynkowej aktywów do ich kosztów odtworzenia, który powinien być mniejszy niż mediana wskaźnika w sektorze w danym roku¹⁷; w podejściu tym firmy zombie identyfikuje się na podstawie niskiego przyszłego potencjału wzrostu spółki;

– wyznaczenie wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem (ICR – *interest coverage ratio*), który jest poniżej jeden przez co najmniej trzy kolejne lata, przy założeniu, że jednostka funkcjonuje na rynku od co najmniej dziesięciu lat¹⁸; w podejściu tym klasyfikuje się przedsiębiorstwa do kategorii firmy zombie na podstawie kryterium trwałej utraty zdolności do spłaty odsetek, jednocześnie wymóg co do czasu istnienia jednostki, który musi być dłuższy niż dekadę, pozwala odróżnić start-up od firmy zombie;

– ujemna wartość kapitału własnego¹⁹ – ujęcie to pozwala przypisać spółkę do kategorii „firmy zombie”, kiedy zadłużenie przedsiębiorstwa przekracza wartość jego aktywów i utrzymuje się w długim terminie.

Na rynkach kapitałowych w ciągu ostatnich dziesięcioleci wyraźnie różnie liczba spółek zaliczanych do kategorii zombie, w tym liczba notowanych spółek z ujemnym kapitałem własnym²⁰. Badania nad zjawiskiem występowania firm zombie oraz problemem utrzymywania ujemnego kapitału własnego w przedsiębiorstwach można podzielić na co najmniej trzy kierunki.

Pierwszy z nich dotyczy roli sektora bankowego w kredytowaniu przedsiębiorstw zaliczanych do kategorii firm zombie oraz wykazujących ujemny kapitał własny. Przykładem jednych z pierwszych opracowań dotyczących kredytowania firm zombie były badania Peek i Rosengren’a, którzy dowiedli, że japońskie banki kredytowały nieproduktywne przedsiębiorstwa nie tylko w celu zapobieżenia masowym upadłościom przedsiębiorstw, lecz także kierując się własnym interesem. Banki odnawiały finansowanie niewypłacalnym przedsiębiorstwom głównie po to, aby uniknąć uznania kredytów, które zostały wcześniej udzielone, za zagrożone. Zaprzestanie kredytowania przedsiębiorstw z ujemnym kapitałem własnym w praktyce oznaczałoby dla banków konieczność utworzenia odpisów aktualizujących na utratę wartości kredytów oraz jednocześnie doprowadziłoby do pogorszenia wskaźników kapitałowych samych banków²¹. Podobne prace badawcze realizowali Caballero, Hoshi i Kashyap, dotyczyły one roli sektora bankowego w Japonii w finansowaniu niewypłacalnych przedsiębiorstw oraz wpływu polityki kredytowej japońskich banków na zdrowe fundamentalnie przedsiębiorstwa²². W tym miejscu należy zwrócić uwagę, że problem występowania firm zombie nie jest jedynie wynikiem udzielania kredytów przez sektor bankowy nieefektywnym przedsiębiorstwom, ale wynika również z realizowanej polityki państw

¹⁷ Banerjee, Hofmann (2018): 69.

¹⁸ Adalet McGowan, Andrews, Millot (2017): 15.

¹⁹ Urionabarrenetxea et al. (2017): 308.

²⁰ Brown, Lajbcygier, Li (2008): 97.

²¹ Peek, Rosengren (2005): 1150–1153.

²² Caballero, Hoshi, Kashyap (2008): 1943–1946.

subsydiowania działalności nierentownych podmiotów gospodarczych z publicznych pieniędzy²³.

Innym kierunkiem badań, który odnaleźć można w literaturze przedmiotu, jest wpływ firm zombie, w tym przedsiębiorstw wykazujących ujemny kapitał własny, na gospodarke, produktywność czy też wzrost gospodarczy. Góra jest zdania, że „firmy zombie jako nienaturalny element życia gospodarczego przyczyniają się do zaburzeń gospodarczych zarówno na poziomie mikro-, jak i makroekonomicznym”²⁴, gdyż jego zdaniem przedsiębiorstwa te są mniej produktywne od innych przedsiębiorstw, a istnienie tego rodzaju jednostek gospodarczych prowadzi do obniżenia produktywności całej gospodarki. Podobnie Ahearne i Shinada, na przykładzie japońskich firm wykazały, że funkcjonowanie nieefektywnych przedsiębiorstw jest możliwe na rynku dzięki wsparciu finansowemu pochodzącemu z sektora bankowego. Uważają, że firmy zombie utrudniają bardziej produktywnym przedsiębiorstwom zdobywanie udziałów w rynku, a przez to osłabiają wzrost gospodarczy oraz produktywność całej gospodarki²⁵. Z kolei Urionabarrenetxea, San-Jose i Retolaza zwracają uwagę na skalę i wpływ spółek z ujemnym kapitałem własnym na gospodarke. Autorzy wskazują na ryzyko, jakie podejmują uczestnicy rynku w sytuacji upadłości przedsiębiorstw z ujemnym kapitałem własnym. Stwierdzają, że konsekwencje niewłaściwych decyzji przedsiębiorstw z ujemnym kapitałem własnym obciążają wyłącznie innych uczestników rynku, albowiem takie podmioty gospodarcze nie mają już nic do stracenia. Tym samym negatywne skutki podejmowanych decyzji przez przedsiębiorstwa z ujemnym kapitałem własnym zagrażają działalności rentownych podmiotów funkcjonujących w gospodarce²⁶. Z kolei Storz i in. zwrócili uwagę na to, że banki udzielały firmom zombie kredytów w nadziei na pojawienie się ożywienia gospodarczego, które poprawi ich sytuację finansową na tyle, aby mogły one spłacić w całości wcześniej udzielone finansowanie. Jednocześnie badacze zwrócili uwagę, że tego rodzaju polityka prowadziła do nieefektywnej alokacji kredytów, która ograniczała możliwości wsparcia rozwoju produktywnych przedsiębiorstw²⁷.

Trzecim problemem, który można wyróżnić w literaturze, są determinanty występowania firm zombie, w tym przedsiębiorstw z ujemnym kapitałem własnym. Jan i Ou na przykładzie branży farmaceutycznej oraz informatycznej stwierdzają, że często jednostki gospodarcze wykazują straty oraz ujemny kapitał własny z powodu ponoszonych nakładów na badania i rozwój, które wliczane są w koszty działalności z chwilą ich ponoszenia, a nie kapitalizowane jako składnik aktywów²⁸. Z kolei Workman na podstawie branży fast-food (McDonald's, Starbucks, Yum! Brands, Papa John's) wykazał, że główną przyczyną występowania ujemnego kapitału własnego w przedsiębiorstwach była nadmierna emisja długu. Stwierdził, że ujemny kapitał własny jest cechą

²³ Shen, Chen (2017): 332.

²⁴ Góra (2019): 20.

²⁵ Ahearne, Shinada (2005): 363–364.

²⁶ Urionabarrenetxea, San-Jose, Retolaza (2016): 309–310.

²⁷ Storz et al. (2017): 37–39.

²⁸ Jan, Ou (2012): 91–110.

charakterystyczną nie tylko dla niewypłacalnych przedsiębiorstw, lecz także staje się coraz bardziej powszechna dla spółek, które regularnie osiągają dochody i wypłacają akcjonariuszom dywidendę. Jednocześnie wskazał na problem interpretacji wskaźników finansowych bazujących na kapitale własnym (m.in. wskaźnik zadłużenia do kapitału własnego czy zwrot z kapitału), które dla inwestorów w przypadku spółek z ujemnym kapitałem własnym, straciły swoje znaczenie i nie mogą być wykorzystane w procesie podejmowania decyzji finansowych²⁹.

Zjawisko firm zombie, w tym zagadnienie dotyczące kształtowania się ujemnego kapitału własnego w przedsiębiorstwach, jest podejmowane również przez polskich badaczy. Z przeglądu polskiej literatury wynika, że problem występowania firm zombie w Polsce jest w sposób niedostatecznie zbadany. Bereźnicka zbadała wpływ ujemnego kapitału własnego w przedsiębiorstwach na zdolność kontynuowania działalności przez jednostki gospodarcze. Uważa ona, że stan, w którym występuje ujemny kapitał własny w przedsiębiorstwie, nie może mieć charakteru trwałego. Jest ona zdania, że stan ten w połączeniu z brakiem możliwości przywrócenia przedsiębiorstwu zdolności do wypracowywania zysków prowadzi z reguły do jego upadłości³⁰. Natomiast Góra skoncentrował się na przyczynach występowania firm zombie w gospodarce, przedstawiając główne ich determinanty. Według Góry do głównych przyczyn występowania firm zombie należy zaliczyć luźną politykę monetarną, złą kondycję sektora bankowego, „przebankowienie” struktury finansowania przedsiębiorstw, czy też udzielanie pomocy publicznej nierentownym przedsiębiorstwom³¹. Na uwagę zasługują również rezultaty badań Nehrebeckiego, który odniósł się do kwestii skali występowania zjawiska firm zombie na rynku kapitałowym w Polsce. Główne jego spostrzeżenia dotyczą tego, że w Polsce, podobnie jak i w innych krajach na świecie, rośnie liczba firm zombie, a zjawisko to wyraźnie zwiększyło swą dynamikę w okresie niskich stóp procentowych oraz pandemii COVID-19, porównując anatomię spółek zombie z cechami przedsiębiorstw niezaliczanych do tej kategorii³².

III. GŁÓWNE DETERMINANTY WYSTĘPOWANIA FIRM ZOMBIE NA RYNKU

W literaturze przedmiotu wyodrębnia się kilka przyczyn, które odegrały kluczową rolę w powstaniu firm zombie. Do głównych z nich zalicza się banki, które odpowiedzialne są za ich powstanie. Caballero, Hoshi i Kashyap uznali, że występowanie firm zombie w gospodarce i wzrost ich liczby wynikały przede wszystkim z problemów sektora bankowego. Kredyty i pożyczki udzielone przedsiębiorstwom znajdującym się w trudnej sytuacji finansowej były poważnym

²⁹ Workman (2021): 1–2.

³⁰ Bereźnicka (2017): 18.

³¹ Góra (2019): 14–21.

³² Nehrebecki (2023): 169–170.

problemem dla banków, a jedynym rozwiązaniem, w obliczu niewystarczających kapitałów sektora bankowego, było przedłużenie i dalsze finansowanie nierentownych przedsiębiorstw celem uniknięcia odpisów aktualizujących. Ich dokonanie doprowadziłoby do obniżenia kapitału własnego banku, a w konsekwencji do niewypelnienia wymogów kapitałowych narzuconych przez międzynarodowe standardy bazylejskie, co stawiałoby banki w niekorzystnej sytuacji³³. Podobne spostrzeżenia zostały przedstawione przez Storz i in., którzy uważają, że niewłaściwy nadzór nad sektorem bankowym oraz niedostateczne regulacje bankowe przyczyniły się do wzrostu występowania firm zombie³⁴. Z kolei z innych badań wynika, że słabsze banki udzielają więcej kredytów firmom zombie niż silniejsze banki, a ma to swoje źródło w niedostatecznym ich dokapitalizowaniu. Słabe bilanse banków są bardziej podatne na zmiany wywołane odpisami kredytów i pożyczek, stąd tego rodzaju banki rzadziej wykazywały udzielone kredyty dla nierentownych przedsiębiorstw jako złe podyktowane to było właśnie chęcią uniknięcia kosztownego dokapitalizowania banków³⁵.

Zła kondycja sektora bankowego i jego problemy z niedoborem kapitału to niejedyne przyczyny powstawania firm zombie. Wśród innych przyczyn można wymienić niskie stopy procentowe na skutek realizowanej polityki przez banki centralne i zwiększanie ilości pieniądza jako narzędzia łagodzenia skutków światowego kryzysu finansowego. Utrzymywanie niskich stóp procentowych na rynku wpływało niekorzystnie na efektywność alokacji kredytu bankowego przez banki, które kierowały go w stronę firm zombie celem podtrzymania ich działalności. W okresach niskich stóp procentowych banki gotowe były udzielać kredytów przedsiębiorstwom bez względu na ich kondycję finansową – kiedy stopy procentowe są bliskie zeru, wówczas praktycznie każdy podmiot jest w stanie regulować przynajmniej odsetki. Tym samym ekspansywna polityka pieniężna sprzyja finansowaniu przedsięwzięć charakteryzujących się niską ich efektywnością³⁶. Ponadto badacze zwrócili uwagę na zagrożenia, jakie niosą ze sobą firmy zombie, które utrzymują się dzięki niskim stopom procentowym. Przede wszystkim tego rodzaju przedsiębiorstwa zużywają zasoby kapitału, które mogły być wykorzystane przez bardziej efektywne podmioty gospodarcze (niewłaściwa alokacja kapitału), stąd wzrost liczby działających firm zombie w gospodarce przyczynia się do spadku produktywności, obniżenia wzrostu PKB, ponieważ wypierają z rynku zdrowe przedsiębiorstwa³⁷.

Za nie mniej ważną determinantę powstawania firm zombie można uznać nieskuteczne prawo upadłościowe. Częścią systemu gospodarczego jest prawo, na podstawie którego powstają nowe podmioty gospodarcze, a inne kończą swą działalność. Sposób zaprojektowania rozwiązań regulujących zasady zakończenia działalności gospodarczej wpływa na skuteczność mechanizmu eliminowania z gospodarki nieefektywnych przedsiębiorstw. W tym wszystkim należy uwzględnić dwa podstawowe aspekty ogłoszenia upadłości: gospo-

³³ Caballero, Hoshi, Kashyap (2008): 1944.

³⁴ Storz et al. (2017): 1–48.

³⁵ Schivardi, Sette, Tabellini (2017): 41.

³⁶ Kawalec, Błażuk (2021): 15–16.

³⁷ Banerjee, Hofmann (2018): 75–76; Adalet McGowan, Andrews, Millot (2017): 23.

darczy – wzrost liczby upadłości prowadzi z reguły do wzrostu poziomu bezrobocia, dlatego podtrzymywanie przy „życiu” firm zombie pozwala utrzymać poziom zatrudnienia; finansowy – wzrost upadłości dla sektora bankowego oznaczałby straty lub konieczność zawiązania rezerw, co prowadziłoby do pogorszenia wskaźników wypłacalności, zatem sektor bankowy zainteresowany jest udzielaniem finansowania firmom zombie. McGowan, Andrews i Millot stwierdzają, że źle skonstruowane przepisy dotyczące niewypłacalności sprzyjają powstawaniu firm zombie³⁸. Andrews i Petroulakis potwierdzają istnienie powiązań między słabą kondycją banków a firmami zombie, jednocześnie dowodzą, że nieskuteczne systemy niewypłacalności oraz funkcjonujące bariery dla skutecznej restrukturyzacji przedsiębiorstw wzmacniają wpływ banków na powstawanie firm zombie³⁹.

IV. METODYKA BADANIA

Badaniem objęto przedsiębiorstwa notowane na rynku giełdowym GPW w Warszawie. Przyjęty okres analizy obejmował lata 2018–2021, a badaniem objęto wyłącznie spółki o rodowodzie krajowym. Ograniczenie badań wyłącznie do spółek krajowych miało na celu ukazanie problemu występowania firm zombie w Polsce i ich kondycji finansowej.

W pierwszym etapie badania na podstawie rocznych skonsolidowanych sprawozdań finansowych spółek ustalono liczbę firm zombie notowanych na rynku giełdowym GPW w Warszawie, czyli tych, które wykazywały ujemny kapitał własny. W celu zidentyfikowania firm zombie wykorzystano podejście, które zaprezentowali Urionabarrenetxe, Garcia-Merino, San-Jose i Retolaz⁴⁰, zgodnie z którym, gdy zadłużenie przedsiębiorstwa przekraczało wartość jego aktywów, wówczas tego rodzaju jednostka kwalifikowana była do grupy firm zombie. Następnie z grupy tej wyeliminowano podmioty o rodowodzie zagranicznym, ograniczając próbę badawczą wyłącznie do spółek krajowych notowanych na rynku giełdowym GPW w Warszawie. Informacje o liczbie przypadków firm zombie wykazujących ujemny kapitał własny i ich udziale w rynku giełdowym GPW w Warszawie przedstawiono w tabeli 1.

Następnie w układzie tabelarycznym przedstawiono wyniki prezentujące liczbę firm zombie z punktu widzenia wielkości przedsiębiorstwa, kierując się przy podziale kryterium wielkości zatrudnienia, wartości obrotów oraz sumą bilansową.

W ostatniej części badań, wykorzystując wybrane wskaźniki finansowe odnoszące się do różnych obszarów działalności przedsiębiorstwa, zobrazowano sytuację finansową firm zombie na rynku kapitałowym w Polsce. Wybór narzędzi analizy finansowej nie należał do łatwych, a to ze względu na problemy interpretacyjne, które dotyczą przedsiębiorstw wykazujących ujemny kapitał

³⁸ Adalet McGowan, Andrews, Millot (2017): 14–15.

³⁹ Andrews, Petroulakis (2019): 19.

⁴⁰ Urionabarrenetxea et al. (2017): 308.

własny. W związku z tym wyznaczenie na przykład wskaźnika rentowności kapitału własnego mija się z jakimkolwiek celem, kiedy przedsiębiorstwo wykazuje jednocześnie stratę i ujemny kapitał własny. A zatem kierując się poprawną interpretacją wskaźników finansowych, do oceny sytuacji finansowej firm zombie z ujemnym kapitałem własnym wykorzystano wybrane narzędzia analizy finansowej odnoszące się do płynności finansowej, sprawności działania, zadłużenia, rentowności oraz predykcji bankructwa.

Jednym z obszarów oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa była płynność finansowa, która ma fundamentalne znaczenie w ocenie sytuacji finansowej jednostki⁴¹. Wskaźniki płynności finansowej pozwalają określić zdolność przedsiębiorstwa do regulowania bieżących zobowiązań, stanowią one często podstawę przy tworzeniu modeli predykcji upadłości przedsiębiorstw, odpowiadając w dużym stopniu za efektywność prognostyczną modelu⁴². Do oceny kondycji finansowej firm zombie wykorzystano wskaźniki płynności finansowej statycznej – wskaźnik bieżącej płynności finansowej oraz wskaźnik szybkiej płynności finansowej. Nie mniej ważnym obszarem oceny działalności przedsiębiorstwa są wskaźniki sprawności działania, które pozwalają ocenić efektywność zarządzania zasobami przedsiębiorstwa⁴³. Najbardziej syntetyczną postacią wskaźnika ilustrującą sprawność działania przedsiębiorstwa jest wskaźnik obrotowości majątku. Ów wskaźnik informuje o efektywności wykorzystania posiadanego majątku przez przedsiębiorstwo do generowania przychodów ze sprzedaży⁴⁴. W ocenie kondycji finansowej firm zombie wykorzystano najbardziej ogólną postać wskaźnika, choć w praktyce obrotowość można wyznaczyć bardziej szczegółowo, np. osobno dla majątku trwałego oraz majątku obrotowego, czy też wyznaczyć wskaźniki obrotowości zapasów, należności bądź zobowiązań. Na sytuację finansową przedsiębiorstwa istotny wpływ ma wybór źródeł finansowania, z którym wiąże się analiza zadłużenia. Ogólnie wskaźniki zadłużenia dzielą się na dwie grupy: wskaźniki pokazujące poziom zadłużenia oraz wskaźniki obrazujące zdolność do obsługi zadłużenia. Ponieważ przedmiotem analizy są firmy zombie z ujemnym kapitałem własnym, a co za tym idzie – bazujące wyłącznie na kapitałach obcych, odstąpiono od wyznaczenia wskaźników poziomu zadłużenia, a jedynie zobrazowano na podstawie wskaźnika pokrycia odsetek jego wpływ na sytuację finansową. Wskaźnik ukazujący zdolność przedsiębiorstwa do spłaty odsetek uzupełniono o zysk przed opodatkowaniem, potrąconymi odsetkami oraz amortyzacją jednostki. Ponadto do analizy kondycji finansowej firm zombie wykorzystano wskaźniki rentowności sprzedaży (ROS) oraz rentowności majątku (ROA), pomijając w analizie wskaźnik rentowności kapitału własnego, z uwagi na możliwe problemy interpretacyjne wskaźnika rentowności kapitału własnego (ROE) w przypadku firm zombie wykazujących ujemny kapitał własny. Analizę kondycji finansowej firm zombie uzupełniła ocena zdolności jednostki do

⁴¹ Wędzki (2015): 129.

⁴² Kreczmańska-Gigol (2010): 23.

⁴³ Wędzki (2015): 320.

⁴⁴ Gabrusewicz (2014): 351–352.

kontynuowania działalności. Do tego celu wykorzystano dwa przykładowe modele dyskryminacyjne: model poznański oraz model Mączyńskiej, za pomocą których określono zagrożenie kontynuowania działalności firm zombie.

Informacje finansowe pozyskano z bazy danych Notoria Serwis, opierając się na rocznych skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych.

V. WYNIKI BADAŃ

Analizę zjawiska firm zombie dokonano na przykładzie spółek krajowych notowanych na rynku giełdowym GPW w Warszawie w latach 2018–2021. W przyjętym zakresie czasowym analiza liczba spółek notowanych na warszawskiej giełdzie systematycznie malała: ich liczba zmniejszyła się z 414 spółek notowanych w roku 2018 do 383 spółek na koniec 2021.

Z zestawienia zobrazowanego w tabeli 1 wynika, że na GPW w Warszawie w każdym analizowanym okresie występowały spółki o statusie firm zombie. W latach 2018–2019 notowanych było 12 firm zombie z ujemnym kapitałem własnym. W roku 2020 odnotowano wzrost liczby firm zombie do 14, z kolei w 2021 liczba przypadków firm zombie z ujemnym kapitałem własnym zmniejszyła się do 13 spółek.

Analizując firmy zombie z ujemnym kapitałem własnym w stosunku do liczby krajowych spółek notowanych na rynku giełdowym GPW w Warszawie, można zauważyć, że najmniejszy ich udział odnotowano w roku 2018 i wynosił on 2,9%, a w kolejnych latach 2019–2021 kształtował się w przedziale 3,0–3,6%. Najwyższy odsetek firm zombie zaobserwowano w 2020 r., kiedy udział ten wynosił 3,6%. Liczba firm zombie z ujemnym kapitałem własnym zmniejszyła się zarówno ze względu na spadek liczby przypadków spółek z ujemnym kapitałem własnym, jak i malejącą liczbę podmiotów notowanych na GPW w Warszawie. Pomimo tego należy uznać, że zjawisko występowania firm zombie z ujemnym kapitałem własnym wśród spółek notowanych na warszawskiej giełdzie jest zauważalne i na koniec 2021 r. zjawisko to dotyczyło 3,4% spółek krajowych notowanych na rynku kapitałowym w Polsce.

Tabela 1

Liczba i udział firm zombie z ujemnym kapitałem własnym
na rynku giełdowym GPW w Warszawie w latach 2018–2021

Rok	Liczba firm zombie	Liczba notowanych spółek na GPW	Udział ogółem firm zombie na GPW
2018	12	414	2,9%
2019	12	401	3,0%
2020	14	384	3,6%
2021	13	383	3,4%

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Notoria Serwis.

Z tabeli 2 prezentującej liczbę spółek zombie z ujemnym kapitałem własnym w latach 2018–2021 z punktu widzenia wielkości przedsiębiorstwa wynika, że wśród badanych przedsiębiorstw przeważają podmioty zaliczane do kategorii małych. Były to przedsiębiorstwa, które w danym roku zatrudniały do 50 pracowników i których roczny obrót bądź roczna suma bilansowa nie przekraczała równowartości 10 mln euro. Pozostałe wymienione kategorie przedsiębiorstw – średnie i duże charakteryzowały się odwrotnymi tendencjami. W analizowanym okresie można zauważyć rosnącą liczbę przypadków firm zombie zaliczanych do grupy średnich przedsiębiorstw, z kolei w przypadku dużych – odwrotnie, zmniejszającą się ich liczbę. Tym samym firmy zombie z ujemnym kapitałem własnym reprezentowane były głównie przez przedsiębiorstwa zaliczane do kategorii małych, które stanowiły około 50% wszystkich badanych przypadków w latach 2018–2021.

Tabela 2

Liczba firm zombie notowanych z ujemnym kapitałem własnym na GPW w Warszawie w latach 2018–2021 z punktu widzenia wielkości przedsiębiorstwa

Wyszczególnienie	Lata			
	2018	2019	2020	2021
Małe przedsiębiorstwa	7	6	7	6
Średnie przedsiębiorstwa	1	3	4	5
Duże przedsiębiorstwa	4	3	3	2

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek 2018–2021 dostępnych w bazie Notoria Serwis.

Z punktu widzenia prawa bilansowego działalności przedsiębiorstw z ujemnym kapitałem własnym towarzyszy niewypłacalność bilansowa lub inaczej niewypłacalność zadłużeniowa, z którą mamy do czynienia w sytuacji, gdy zobowiązania pieniężne podmiotu przekraczają wartość jego majątku. Jak wskazuje praktyka gospodarcza, tego rodzaju przedsiębiorstwa mogą w sposób niezakończony kontynuować działalność gospodarczą, czego efektem jest występowanie w gospodarce firm zombie.

Tabela 3

Struktura firm zombie z ujemnym kapitałem własnym w latach 2018–2021 z punktu widzenia wybranych wskaźników finansowych charakteryzujących kondycję finansową

Wyszczególnienie	Lata			
	2018	2019	2020	2021
Wskaźnik płynności bieżącej (<i>current ratio</i>)				
> 1,2	8% (1)	8% (1)	7% (1)	15% (2)
≤ 1,2	92% (11)	92% (11)	93% (13)	85% (11)

Wyszczególnienie	Lata			
	2018	2019	2020	2021
Wskaźnik szybkiej płynności finansowej (<i>quick ratio</i>)				
> 1,0	25% (3)	8% (1)	7% (1)	23% (3)
≤ 1,0	75% (9)	92% (11)	93% (13)	77% (10)
Wskaźnik obrotowości majątku ogółem (<i>total asset turnover ratio</i>)				
> 1	8% (1)	33% (4)	21% (3)	38% (5)
≤ 1	92% (11)	67% (8)	79% (11)	62% (8)
Wskaźnik rentowności sprzedaży (<i>return on sales</i>)				
> 0	17% (2)	17% (2)	14% (2)	23% (3)
≤ 0	83% (10)	83% (10)	86% (12)	77% (10)
Wskaźnik rentowności aktywów (<i>return on assets</i>)				
> 0	17% (2)	17% (2)	14% (2)	23% (3)
≤ 0	83% (10)	83% (10)	86% (12)	77% (10)
Wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem (<i>interest coverage ratio</i>)				
> 1	33% (4)	33% (4)	50% (7)	46% (6)
≤ 1	67% (8)	67% (8)	50% (7)	54% (7)
EBITDA (<i>earnings before interest, taxes, depreciation and amortization</i>)				
> 0	33% (4)	33% (4)	50% (7)	46% (6)
≤ 0	67% (8)	67% (8)	50% (7)	54% (7)
Model dyskryminacyjny – model poznański (<i>discriminative models</i>)				
> 0	33% (4)	8% (1)	14% (2)	8% (1)
≤ 0	67% (8)	92% (11)	86% (12)	92% (12)
Model dyskryminacyjny – model Mączyńskiej (<i>discriminative models</i>)				
> 0	25% (3)	17% (2)	21% (3)	23% (3)
≤ 0	75% (9)	83% (10)	79% (11)	77% (10)

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Notoria Serwis.

Głównym wyznacznikiem sytuacji finansowej każdego przedsiębiorstwa jest zdolność do spłaty bieżących zobowiązań, którą to zdolność można ocenić przede wszystkim na podstawie wskaźników płynności statycznej⁴⁵. Do tego celu najczęściej wykorzystywany jest wskaźnik bieżącej płynności finansowej oraz wskaźnik szybkiej płynności finansowej. Pierwszy ze wspomnianych wskaźników będący relacją aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych powinien zawierać się w pewnym przedziale, uznawanym za optymalny. Zdaniem niektórych autorów wskaźnik bieżącej płynności powinien kształtować się w zakresie 1,2–2,0⁴⁶ czy 1,5–2,0⁴⁷; informuje on, który informuje w jakim stopniu przedsiębiorstwo jest w stanie pokryć

⁴⁵ Kuciński (2018): 122.

⁴⁶ Sierpińska, Jachna (2004): 147.

⁴⁷ Nowak (2017): 237.

swoje zobowiązania krótkoterminowe posiadanymi aktywami obrotowymi. Poziom wskaźnika poniżej jego dolnego przedziału wskazuje na zagrożenie dla terminowej obsługi zadłużenia, z kolei przekroczenie górnej granicy wskaźnika oznacza nieefektywne wykorzystanie majątku, występowanie tzw. zjawiska nadpłynności. Jednocześnie należy zwrócić uwagę, że teoretyczne przedziały wskaźnika nie wyznaczają ścisłych, nienaruszalnych jego granic, albowiem cechą charakterystyczną wskaźników płynności jest ich znaczne zróżnicowanie branżowe. Oznacza to, że np. firmy handlowe są w stanie zachować płynność finansową przy znacznie niższych poziomach względem postulowanych teoretycznych jego wielkościach. Na poziom wskaźnika wpływa m.in. strategia finansowa stosowana przez przedsiębiorstwo, utrzymywanie wskaźnika powyżej zalecanych poziomów może wynikać z niestabilności makrootoczenia, bądź też dużego ryzyka prowadzonej działalności. Z informacji w tabeli 3, wynika że zdecydowana większość firm zombie 85%–93% w latach 2018–2021 wykazywała problemy z zachowaniem zdolności do spłaty zobowiązań krótkoterminowych. W grupie tej znajdowały się również przedsiębiorstwa w restrukturyzacji, m.in. PBG S.A. w restrukturyzacji w likwidacji, Satis Group S.A., Onesano S.A., Fast Finance SA w restrukturyzacji, których wskaźnik był bliski 0, co wskazywałoby na brak płynności finansowej, a także na poważne problemy finansowe zagrażające kontynuacji działalności.

Podobne obserwacje można zauważyć na podstawie wskaźnika szybkiej płynności finansowej, który to stanowi relację aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań bieżących. Według różnych autorów wielkość wskaźnika powinna być nie mniejsza niż 1, wtedy zobowiązania krótkoterminowe przedsiębiorstwa w całości pokrywają płynne aktywa. W analizowanym okresie zaledwie 7%–25% firm zombie w latach 2018–2021 dysponowało płynnymi aktywami obrotowymi, które w pełni pokrywały zobowiązania bieżące. W tym miejscu należy zaznaczyć, że płynność finansowa determinuje bieżące funkcjonowanie jednostki, a także wyznacza warunki do długoterminowego rozwoju. Niewystarczający poziom płynności finansowej przekłada się na wzrost poziomu ryzyka przedsiębiorstwa, a także uniemożliwia prowadzenie działalności w dotychczasowych rozmiarach, czy też w ogóle osiągnięcie przychodów ze sprzedaży. Spółki często raportowały, że problemy przedsiębiorstwa z zachowaniem płynności stanowią główną przesłankę uniemożliwiającą przedsiębiorstwu przywrócenie rentowności.

Z analizy wskaźnika obrotowości majątku ogółem wynika, że firmy zombie charakteryzowały się niską efektywnością rozumianą jako zdolność majątku przedsiębiorstwa do generowania przychodów ze sprzedaży. Z poziomu wskaźnika w latach 2018–2021 wynika, że 62%–92% firm zombie w analizowanym okresie uzyskiwało przychody ze sprzedaży, które były niższe niż będący w ich posiadaniu majątek. Niska produktywność majątku przekłada się na niską zdolność przedsiębiorstwa do generowania zysku, która w wielu przypadkach prowadziła do powstania strat w analizowanych podmiotach gospodarczych.

Powyższe spostrzeżenia znajdują swój wyraz w charakterystyce dotyczącej rentowności sprzedaży (ROS) oraz rentowności aktywów (ROA). W grupie badanych przedsiębiorstw, tylko nieliczne, tj. 14%–23% firm zombie w latach 2018–2021 wykazywało dodatnią rentowność ze sprzedaży oraz majątku. Wskaźnik rentowności sprzedaży, jak i wskaźnik rentowności aktywów, odnosi się do kategorii wyniku netto, który obejmuje całokształt jego działalności, w tym wynik na działalności finansowej. Oznacza to, że firmy zombie na niższych poziomach wyniku finansowego uzyskują zysk, ale po uwzględnieniu wyniku na działalności finansowej generują straty, głównie za sprawą wysokich kosztów finansowych wynikających z zadłużenia. Rentowność będąca jednym z głównych wymiarów kondycji finansowej przedsiębiorstwa sprawia, że deficytowość potęguje negatywny obraz przedsiębiorstwa, jako że strata prowadzi do zmniejszenia kapitału własnego bądź powiększenia istniejącego ujemnego kapitału własnego.

Charakterystyczne dla funkcjonowania firm zombie jest generowanie środków pieniężnych wystarczających do tego, aby pokryć ratę kapitałową wraz z odsetkami. Z zamieszczonych w tabeli 3 informacji na temat wskaźnika pokrycia obsługi odsetek (ICR), będącego stosunkiem zysku przed potrąceniem odsetek oraz podatku dochodowego do rat kapitałowych wraz z odsetkami, wynika, że 33%–50% firm zombie było w stanie obsłużyć swoje zadłużenie. Znajduje to swoje potwierdzenie we wskaźniku EBIDTA (zysk przed opodatkowaniem, potrąconymi odsetkami oraz amortyzacją). Mimo że w większości analizowanych przypadków przedsiębiorstwa były nierentowne, generowały dodatni wynik operacyjny przed odliczeniem podatków oraz odsetkami, który powiększony o amortyzację (koszt niepieniężny) pozwalał na spłatę rat kapitałowych wraz z odsetkami. Czynnikiem mającym wpływ na analizowany wskaźnik, jak i dalsze funkcjonowanie firm zombie na rynku, był okres występowania niskich stóp procentowych w Polsce. Ekspansywna polityka monetarna stwarzała korzystne warunki kredytowania dla firm zombie, dzięki którym mogły one kontynuować działalność gospodarczą.

Na podstawie wartości funkcji Z modeli dyskryminacyjnych – modelu poznańskiego⁴⁸ oraz modelu Mączyńskiej⁴⁹ dokonano oceny ryzyka upadłości przedsiębiorstwa. Wartość krytyczna funkcji modeli określona została na poziomie 0 i była podstawą do zaliczenia przedsiębiorstwa do grupy zagrożonego lub niezagrażonego upadłością. Firmy zombie, których wartość funkcji była poniżej 0, kwalifikowane były do grupy podmiotów zagrożonych upadłością, a powyżej 0 – jako niezagrażone upadłością. Na podstawie wskazań modelu poznańskiego można zauważyć, że ryzyko upadłości dotyczyło 67%–92% analizowanych przedsiębiorstw w latach 2018–2021. Zmienne przyjęte w modelu dotyczyły takich obszarów funkcjonowania jak rentowność, płynność finansowa, ale też odnosiły się do struktury kapitału w przedsiębiorstwie. W związku z tym problemy z zachowaniem płynności finansowej, a także uzyskaniem rentowności wśród badanych przedsiębiorstw należy zaliczyć do głównych de-

⁴⁸ Hamrol, Czajka, Piechocki (2004): 35–39.

⁴⁹ Mączyńska, Zawadzki (2006): 231.

terminant ryzyka ich upadłości. Badane przedsiębiorstwa charakteryzowało duże ryzyko kredytowe w związku z finansowaniem działalności wyłącznie kapitałami obcymi, co przekładało się na poważne trudności finansowe oraz duże ryzyko ich upadłości. Korzystanie wyłącznie z kapitału obcego przez firmy zombie wiązało się z ponoszeniem wysokich kosztów finansowych i mimo że na poziomie operacyjnym wykazywany był zysk, to na wyższych poziomach wyniku finansowego odnotowywana była z reguły strata. Tym samym niewłaściwa struktura kapitału to zwiększone ryzyko finansowe, problemy z pozyskaniem źródeł finansowania, problemy z obsługą długu w przypadku wzrostu stóp procentowych oraz poważne zagrożenie dotyczące utraty płynności finansowej. Na podstawie wskazań modelu Mączyńskiej w latach 2018–2021 ryzyko upadłości obejmowało 75%–83% firm zombie. Zmienne przyjęte w modelu dotyczyły takich obszarów funkcjonowania jak rentowność, płynność finansowa, zadłużenia, a także sprawności działania. Wcześniejsze spostrzeżenia wskazujące na problemy firm zombie z zachowaniem płynności finansowej, a także z generowaniem odpowiedniego poziomu przychodów ze sprzedaży, które zapewniłyby odpowiednią sprawność działania, jak i osiągnięcie rentowności, przełożyły się na wysokie ryzyko ich upadłości.

VI. PODSUMOWANIE

Zjawisko występowania przedsiębiorstw określanych mianem firm zombie, dotyczy nie tylko rynku kapitałowego w Polsce, ale też innych giełd na świecie. Tego rodzaju przedsiębiorstwa najczęściej definiuje się jako przedsiębiorstwa nierentowne, zadłużone, przeżywające problemy finansowe, które niejednokrotnie wykazują ujemny kapitał własny.

Na podstawie uzyskanych wyników badań można stwierdzić, że udział firm zombie z ujemnym kapitałem własnym w stosunku do liczby notowanych spółek na rynku giełdowym GPW w Warszawie wzrósł z 2,9% w roku 2018 do 3,6% na koniec 2020. W ostatnim badanym okresie udział ten spadł do 3,4%, głównie za sprawą mniejszej ilości występujących przypadków firm zombie na giełdzie. Najliczniejszą grupę firm zombie z ujemnym kapitałem własnym stanowiły podmioty gospodarcze zaliczane do kategorii małych przedsiębiorstw. Firmy zombie notowane na rynku kapitałowym w Polsce charakteryzowały przede wszystkim problemy z zapewnieniem rentowności, z zachowaniem płynności finansowej, a ich działalności towarzyszyło duże ryzyko upadłości. Sytuacja finansowa firm zombie była trudna, a problemy finansowe obejmują różne obszary jego działalności. Jednocześnie przedsiębiorstwa zaliczane do kategorii firm zombie utrzymywały się na rynku głównie za sprawą tego, że posiadały one zdolność do obsługi zadłużenia, a poziom uzyskiwanego zysku przed opodatkowaniem, potrąconymi odsetkami oraz amortyzacją pozwalał im na regulowanie rat kapitałowych wraz z odsetkami, głównie za sprawą utrzymujących się niskich rynkowych stóp procentowych w latach 2018–2021. Firmom zombie towarzyszyło wysokie ryzyko ich upadłości, mimo tego były w stanie kontynuować

działalność dzięki generowaniu nadwyżki, która pozwala im wywiązywać się z zobowiązań wobec sektora bankowego. Utrata źródeł finansowania ze strony banków, w przypadku zadłużonych przedsiębiorstw, oznaczała dla nich jedno – zakończenie działalności na skutek utraty zdolności do regulowania zobowiązań jednostki.

Bibliografia

- Adalet McGowan, M., Andrews, D., Millot, V. (2017). The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries. OECD Economics Department Working Papers, no. 1372: 1–45.
- Ahearne, A.G., Shinada, N. (2005). Zombie firms and economic stagnation in Japan. *International Economics and Policy* 2(4): 363–381. <https://doi.org/10.1007/s10368-005-0041-1>
- Andrews, D., Petroulakis, F. (2019). Breaking the shackles: zombie firms, weak banks and depressed restructuring in Europe. Working Paper Series no. 2240: 1–56. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2240~61e2d9dfec.en.pdf>
- Banerjee, R., Hofmann, B. (2018). The rise of zombie firms: causes and consequences. *BIS Quarterly Review*: 67–78. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809g.pdf
- Bereźnicka, J. (2017). Ujemny kapitał własny w przedsiębiorstwie a kontynuacja działalności. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin – Polonia* vol. LI, 4, Sectio H: 17–24. <https://doi.org/10.17951/h.2017.51.4.17>
- Brown, P., Lajbcygier, B., Li, S. (2008). Going negative: what to do with negative boo equity stocks. *The Journal of Portfolio Management* 35(1): 95–102. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1142649>
- Caballero, R.J., Hoshi, T., Kashyap, A.K. (2008). Zombie lending and depressed restructuring in Japan. *American Economic Review* 98(5): 1943–1977. <https://doi.org/10.1257/aer.98.5.1943>
- Fairchild, T. (2018). Negative Equity, Veiled Value, and the Erosion of Price-to-Book, By OSAM Research Team: 1–12. <https://www.osam.com/Commentary/negative-equity-veiled-value-and-theerosion-of-price-to-book>
- Frick, W. (2022). Can zombie firms survive rising interest rates? They feast on cheap credit, which is drying up. *Harvard Business Review Digital Articles*: 1–6.
- Gabrusewicz W. (2014). *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*. Warszawa: Wydawnictwo PWE.
- Góra, D. (2019). Zjawisko firm zombie i jego przyczyny. *Ekonomia — Wrocław Economic Review* 25/3. *Acta Universitatis Wratislaviensis* No 3942: 9–23. <https://doi.org/10.19195/2084-4093.25.3.1>
- Hamrol, M., Czajka, B., Piechocki, M. (2004). Upadłość przedsiębiorstwa – model analizy dyskryminacyjnej. *Przegląd Organizacji* 6: 35–39. <https://doi.org/10.33141/po.2004.06.09>
- Jan, C.L., Ou, J.A. (2012). Negative-book-value firms and their valuation. *Accounting Horizons* 26(1): 91–110. <https://doi.org/10.2308/acch-50094>
- Kawalec, S., Błażuk, K. (2021). Banki i inwestycje – zagrożenia dla dalszego rozwoju polskiej gospodarki. Raport Forum Obywatelskiego Rozwoju, *Capital Strategy*: 1–51. https://www.capitalstrategy.pl/wp-content/uploads/2021/02/Capital_Strategy-Raport-2021-Final.pdf
- Kreczmańska-Gigol, K. (2010). *Aktywne zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wydawnictwo Difin.
- Kuciński, A. (2018). Wypłacalność przedsiębiorstwa z punktu widzenia płynności finansowej i zadłużenia. *Przedsiębiorczość i Zarządzanie* 19(4.1): 119–131.
- Machek, O. (2018). Determinants of becoming a zombie firm: a pitch. *Journal of Accounting and Management Information Systems* 17(4): 677–684. <https://doi.org/10.24818/jamis.2018.04009>
- Mączyńska, E., Zawadzki, M. (2006). Dyskryminacyjne modele predykcji bankructwa przedsiębiorstw. *Ekonomista* 2: 205–235.
- Mokhova, N., Zinecker, M. (2016). Corporate negative equity: the evidence from the European Union. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis* 64(3): 1021–1036. <https://doi.org/10.11118/actaun201664031021>

- Nehrebecki, M. (2023). Zombification in Poland in particular during COVID-19 pandemic and low interest rates. *Bank i Kredyt* 54(2): 153–190.
- Nowak, E. (2017). *Analiza sprawozdań finansowych*. Warszawa: Wydawnictwo PWE.
- Peek, J., Rosengren, E.S. (2005). Unnatural selection: perverse incentives and the misallocation of credit in Japan. *The American Economic Review* 95(4): 1144–1166. <https://doi.org/10.1257/0002828054825691>
- Schivardi, F., Sette, E., Tabellini, G. (2017). Credit misallocation during the European financial crisis. *BIS Working Paper no 669*: 1–65. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3051189>
- Shen, G., Chen, B. (2017). Zombie firms and over-capacity in Chinese manufacturing. *China Economic Review* 44: 327–342. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2017.05.008>
- Sierpińska, M., Jachna, T. (2004). *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Warszawa: Wydawnictwo PWN.
- Storz, M., Koetter, M., Setzer, R., Westphal, A. (2017): Do we want these two to tango? On zombie firms and stressed banks in Europe. *ECB Working Papers*, no 2104: 1–48. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3052072>
- Urionabarrenetxea, S., San-Jose, L., Retolaza, J.L. (2016). Negative equity companies in Europe: theory and evidence. *Business: Theory and Practice* 17(4): 307–316. <https://doi.org/10.3846/btp.17.11125>
- Urionabarrenetxea, S., Garcia-Merino, J.D., San-Jose, L., Retolaza, J.L. (2017). Living with zombie companies: do we know where the threat lies? *European Management Journal* 36(3): 408–420. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2017.05.005>
- Wędzki, D. (2015). *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego według polskiego prawa bilansowego*. Warszawa: Wolters Kluwer.
- Workman, Z.A. (2021). Profitable restaurants reporting negative equity: causes and implications for investors. *Financial Accounting eJournal*: 1–37. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3825098>