

## Standing finansowy spółek groszowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Magdalena Lesiak\*

**Cel:** zasadniczym celem artykułu jest ocena kondycji finansowej spółek groszowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

**Metodologia:** do określenia kondycji finansowej analizowanych podmiotów wykorzystano system ocen w dwóch wymiarach analitycznych, tzn.: analizę ekonomiczno-finansową w obszarze sprawności działania, zadłużenia, płynności finansowej i rentowności, a także miary statystyczne, aby ocenić zróżnicowanie poszczególnych wskaźników.

**Wyniki:** wyniki analizy wykazały, że spółki groszowe w znacznej części nie odznaczały się wysokim stopniem zadłużenia, niską płynnością finansową czy brakiem zysków, co charakteryzuje podmioty zagrożone bankructwem.

**Ograniczenia/implikacje badawcze:** rezultat przeprowadzonej analizy uprawnia do sformułowania wniosku, że spółki groszowe nie są podmiotami, które można kategorycznie zakwalifikować do grupy podmiotów zagrożonych upadłością.

**Oryginalność/wartość:** artykuł stanowi opracowanie dotyczące wyników badań w obszarze kondycji finansowej spółek groszowych notowanych na GPW w Warszawie.

**Słowa kluczowe:** analiza ekonomiczno-finansowa, standing finansowy, miary statystyczne, GPW w Warszawie, spółki groszowe.

Nadesłany: 03.02.2022 | Zaakceptowany do druku: 23.01.2023

### Financial Standing of Penny Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange (WSE)

**Purpose:** The main aim of the article is to assess the financial standing of penny companies listed on the Warsaw Stock Exchange.

**Design/methodology/approach:** To determine the financial condition of the analyzed entities, the evaluation system was used in two analytical dimensions, i.e. economic and financial analysis in the area of operational efficiency, debt, financial liquidity and profitability, as well as statistical measures to assess the diversity of individual indicators.

**Findings:** The results of the analysis showed that penny companies, to a large extent, were not characterized by a high degree of indebtedness, low financial liquidity or a lack of profits, which characterizes entities threatened with bankruptcy.

**Research limitations/implications:** The result of the analysis carried out entitles us to conclude that penny companies are not entities that can be categorically classified as entities threatened with bankruptcy.

---

\* **Magdalena Lesiak** – mgr, Katedra Finansów Korporacji, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki. <https://orcid.org/0000-0003-1320-4961>.

Adres do korespondencji: Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki, ul. Polskiej Organizacji Wojskowej 3/5, 90-255 Łódź, Polska; e-mail: [magdalena.lesiak@edu.uni.lodz.pl](mailto:magdalena.lesiak@edu.uni.lodz.pl).

**Originality/value:** The article is a study on the results of research in the area of the financial condition of penny companies listed on the Warsaw Stock Exchange.

**Keywords:** economic and financial analysis, financial standing, statistical measures, Warsaw Stock Exchange, penny companies.

**JEL:** N2, G1, K0

## 1. Wprowadzenie

Termin „akcja” zasadniczo występuje w trzech znaczeniach, mianowicie akcję można zdefiniować jako ułamek kapitału akcyjnego, który wynika z podzielenia kapitału akcyjnego przez liczbę akcji, ogół praw służących akcjonariuszowi względem spółki bądź dokument wystawiony przez spółkę, który ucieleśnia ogół praw akcjonariusza (Bączyk, 2000, s. 73–74). Dokument akcji musi zostać sporządzony w formie pisemnej oraz zawierać najważniejsze informacje o spółce, takie jak (Kulpaka, 2007, s. 11–30): szczegółowe określenie spółki (firma, adres, siedziba), wartość nominalną akcji, oznaczenie numeru KRS, datę zarejestrowania spółki, serię i numer, rodzaj akcji oraz ewentualne przywileje związane z posiadaniem poszczególnych akcji, ograniczenia dotyczące zarządzania akcjami, a także podpisy członków zarządu i pieczęć firmową. Ponadto w kontekście podjętej tematyki należy podkreślić, że wyróżnia się następujące rodzaje cen akcji (Miklaszewska, 2003, s. 15–19):

- nominalną, która jest częścią kapitału akcyjnego przypadającego na jedną akcję;
- rynkową bazującą na transakcjach i będącą następstwem gry popytu oraz podaży na daną spółkę (może być zarówno mniejsza, jak i większa od ceny nominalnej);
- emisyjną określającą faktyczną cenę po jakiej sprzedawane są przez emitenta akcje inwestorowi na rynku pierwotnym (nie może być mniejsza od ceny nominalnej).

W praktyce gospodarczej intrygujący przypadek stanowią akcje groszowe (*penny stocks*). Wartość księgową tychże akcji na tyle przewyższa wartość rynkową, że można uznać je za tzw. akcje groszowe. Jednak pojęcie „akcji groszowych” jest nadal nie-dookreślone. Należy zaznaczyć, iż w Polsce zarówno minimalna nominalna cena akcji, jak i minimalna zmiana ceny akcji nie mogą być niższe niż 1 grosz. Tym samym spółki o bardzo niskich cenach nazywane są spół-

kami groszowymi (*penny shares* lub *penny stocks*). Co do zasady są to spółki cechujące się niską kapitalizacją oraz płynnością, a także – co istotne z punktu widzenia bezpieczeństwa obrotu rynkowego – ograniczonym nadzorem (Martysz, 2015, s. 194 i nast.). Przyrost ceny akcji spółki groszowej tylko o 1 grosz może w ekstremalnych przypadkach determinować nawet 100-procentowy wzrost kursu. Dotychczasowe badania wskazują, że ponadprzeciętne stopy zwrotu akcji groszowych są determinowane przez wysokie ryzyko płynności (Liui in., 2011, s. 2). Wyniki analiz wskazują również, że akcje spekulacyjne to przede wszystkim akcje groszowe, chociaż nie jest to twierdzenie jednoznaczne (Urbański i in., 2014, s. 75). Ponadto warto zwrócić uwagę na pojawiające się w publikacjach twierdzenia o tym, że nadzorcy rynkowi coraz częściej zaniepokojeni są nie tylko akcjami spółek groszowych notowanymi w obrocie giełdowym, lecz także akcjami groszowymi w obrocie pozagiełdowym (OTC), w szczególności tzw. *pink* (Sheets & Qianqiu, 2012, s. 1 i nast.).

## 2. Metodologia badań

Cel analizy ogniskuje się wokół zbadania kondycji finansowej spółek groszowych, czyli podmiotów, których wartość księgową na tyle przewyższa wartość rynkową, że ich akcje można uznać za groszowe. Na potrzeby realizacji i poszerzenia rozważań teoretycznych w części empirycznej opracowania została nakreślona hipoteza badawcza, że spółki groszowe charakteryzują się niekorzystnym standingiem finansowym, sygnalizującym zagrożenie bankructwem. Do badań z 10-letniego okresu badawczego wybrano 48 spółek notowanych na głównym rynku GPW, które można uznać za groszowe (załącznik nr 1). Wszystkie wskaźniki zostały obliczone na podstawie danych źródłowych pochodzących z następujących stron internetowych: gpw.pl, bankier.pl, oney.pl, sindicator.net, stockwatch.pl. Do scharakteryzowania sytuacji finansowej

analizowanych spółek wykorzystano system ocen w dwóch wymiarach analitycznych, tzn.: analizę w obszarze sprawności działania, zadłużenia, płynności finansowej i rentowności, a także ocenę zróżnicowania poszczególnych wskaźników. Analiza standingu finansowego ma ważne znaczenie, zwłaszcza w kontekście ostatnich zdarzeń, które wystąpiły i które utrudniają z jednej strony planowanie inwestycji, z drugiej zaś – oszacowanie kosztów działalności podmiotów gospodarczych, w tym spółek groszowych. Do tych wydarzeń można zaliczyć m.in. pandemię COVID-19, zmiany w przepisach podatkowych oraz podwyższanie stóp procentowych przez NBP, co wpływa na sposób funkcjonowania spółek oraz osiągane wyniki finansowe. W wieloaspektowym wymiarze analiz zastosowano nie tylko narzędzia analizy ekonomiczno-finansowej, obejmującej aspekt sprawności działania, struktury kapitału, płynności finansowej i rentowności, lecz także analizę porównawczą oraz analizę krajowej i zagranicznej literatury przedmiotu. W celu weryfikacji występowania zależności pomiędzy wskaźnikami rynkowymi i finansowymi zastosowano również analizę regresji za pomocą współczynników korelacji Pearsona.

### 3. Wskaźniki sprawności działania i struktury kapitału

Badanie w sferze sprawności działania uwydatnia stopień operatywności podejmowanych inicjatyw kierownictwa w ramach efektywnego gospodarowania zasobami, np. aby ocenić czy spółka prawidłowo funkcjonuje, warto użyć wskaźnika produktywności aktywów informującego o zarządzaniu całym majątkiem (Czerny, 2006, s. 149):

$$TAT = \frac{NS}{ATA},$$

gdzie:

*NS* – przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów;

*ATA* – średni poziom aktywów całkowitych.

Wskaźnik TAT określa jakość zarządzania spółką, zatem im wyższą wartość przychodów ze sprzedaży z zaangażowanych aktywów uzyskuje badany podmiot, tym jego efektywność jest większa. Pożądane są również tendencje wzrostowe w porównaniu

z poprzednimi latami oznaczające wzrost operatywności w gospodarowaniu aktywami. Z kolei symptomem wskazującym na kłopoty w zarządzaniu majątkiem spółki jest sytuacja, w której owy miernik istotnie odbiega od średnich wartości z branży (Sierpińska & Jachna, 2007, s. 15 i nast.).

W obserwowanej próbie uwidoczniły się dość wyraźne fluktuacje w osiąganych wynikach przez spółki ze względu na fakt, iż działają one w różnych sektorach i branżach. Spółki przemysłowe cechują się dłuższym cyklem rotacji aktywów niż np. spółki zajmujące się handlem detalicznym. Jednak można stwierdzić, że analizowane spółki osiągnęły przeciętne rezultaty. W rozpatrywanym przypadku tylko 44% spółek odnotowało wynik przekraczający 1 (zob. wykres 1). W przypadku 23 spółek (48%) wskaźnik TAT jest mniejszy niż średni rezultat w branży, co można zinterpretować jako negatywny sygnał wskazujący na niewielką efektywność zarządzania w badanym obszarze. Co więcej w 11 spółkach (nr 3, 15, 18, 23, 27, 28, 29, 38, 39, 44, 47) ów wskaźnik jest 2 lub 3-krotnie mniejszy od przeciętnych wyników w branżach.

Badanie struktury kapitałowej służy określeniu źródeł finansowania aktywów, przy jednoczesnej ocenie poziomu zadłużenia oraz struktury i umiejętności rozporządzania powierzonym kapitałem. Należy zanaczyć przydatność wskaźnika określającego relację kapitału obcego do kapitału własnego (*Debt to Equity*) (Jerzemowska, 2004, s. 158):

$$D/E = \frac{TL}{Eq},$$

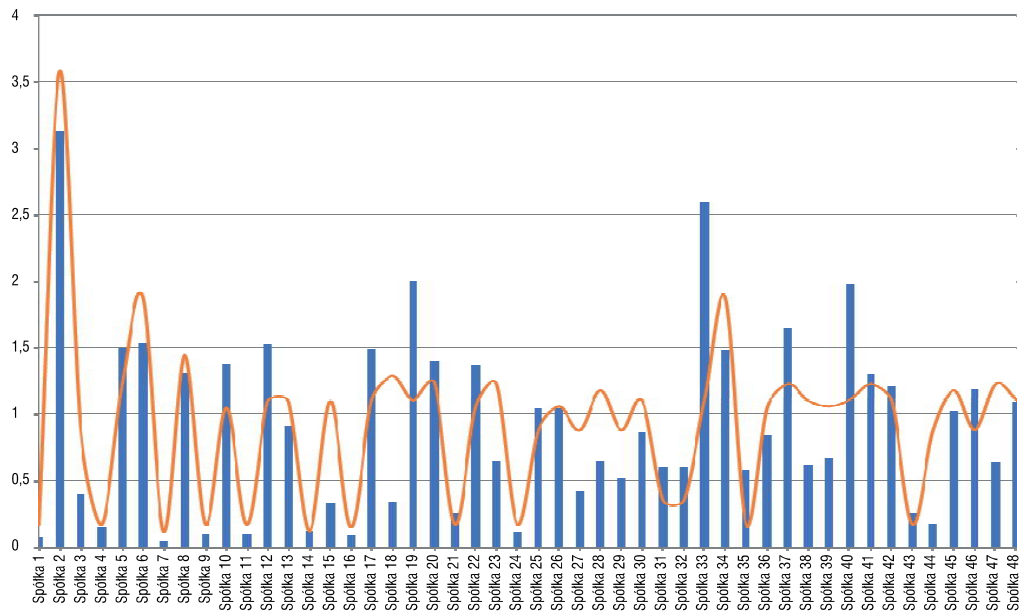
gdzie:

*TL* – zobowiązania ogółem;

*Eq* – kapitał własny.

Miernik D/E informuje o wielkości posiadanego przez spółkę zadłużenia przypadającego na jednostkę kapitału własnego. Zaleca się, aby kapitał własny dwukrotnie przewyższał kapitał obcy, dlatego wartość tego wskaźnika powinna oscylować wokół 0,5. Miernik D/E powyżej 1 cechuje jednostki mające zadłużenie większe niż posiadany kapitał (kapitał obcy przewyższa kapitał własny), równy 1 dowodzi równości obu kapitałów, natomiast mniejszy od 1 informuje o tym, że kapitał własny jest większy niż kapitał obcy (Pieloch-Babiarz & Saj-

Wykres 1. Mediana wskaźnika TAT analizowanych spółek w zestawieniu do średnich wyników osiągniętych w poszczególnych branżach



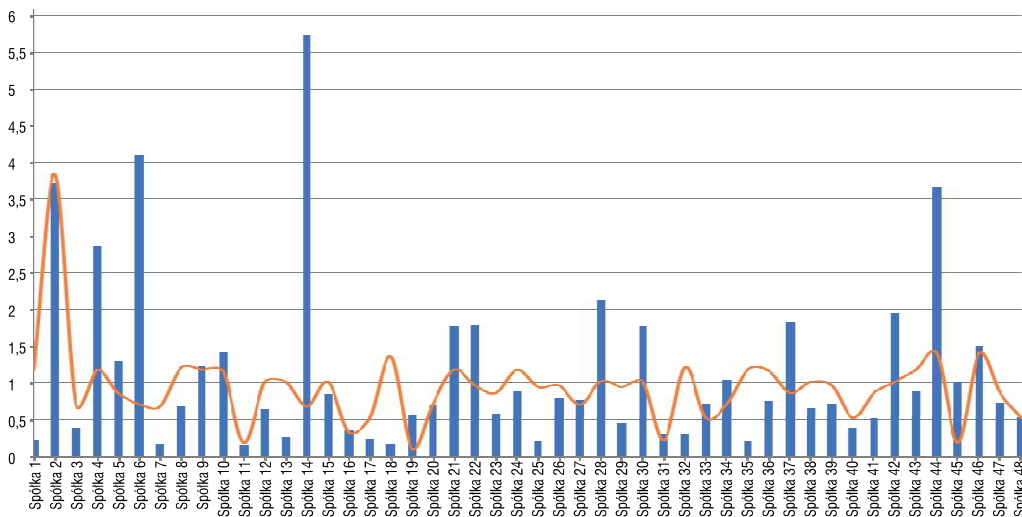
Oznaczenia:

kolor niebieski – rezultaty osiągnięte przez badane spółki;

kolor pomarańczowy – średnie wyniki uzyskane w poszczególnych branżach, w których działają spółki.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z *sindicatord.net*.

Wykres 2. Mediana wskaźnika D/E analizowanych spółek w zestawieniu do średnich wyników osiągniętych w poszczególnych branżach



Oznaczenia:

kolor niebieski – rezultaty osiągnięte przez badane spółki;

kolor pomarańczowy – średnie wyniki uzyskane w poszczególnych branżach, w których działają spółki.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z *sindicatord.net*.



nóg, 2016, s. 94), co jest zmienną cechą analizowanych spółek (zob. wykres 2).

W przypadku 65% spółek wskaźnik CG nie przekracza 1, tym samym analizowane podmioty zmagają się z niebagatelnym poziomem kosztów związanych z pozyskiwaniem oraz zarządzaniem kapitałem własnym. Należy zaznaczyć, iż dodatkową wadą finansowania działalności w taki sposób jest skomplikowany proces uzyskiwania kapitału i jego ograniczona ilość na rynku, co determinuje wspomniany duży poziom kosztów. Mankamentem jest również brak możliwości wykorzystania pozytywnego efektu dźwigni finansowej oraz różnych korzyści podatkowych. Aczkolwiek należy podkreślić, że kapitał własny jest przeważnie długoterminowo związany ze spółką, stając się stabilnym źródłem finansowania. Jest też gwarantem umożliwiającym przykładowo pokrycie ewentualnych strat, zmniejszając tym samym ryzyko prowadzenia działalności finansowej oraz inwestycyjnej, przez co niewątpliwie oddziałuje korzystnie na płynność finansową. Zatem 65% badanych spółek zdecydowało się na wykorzystywanie modelu retrospektywnego, nie uzależniając się od kapitału obcego oraz zwiększając bufor bezpieczeństwa, który minimalizuje ryzyko finansowe, przy jednoczesnym ponoszeniu tzw. kosztów utraconych możliwości (spółka decyduje się na wykorzystywanie kapitału własnego w większym stopniu niż obcego oraz redukuje ilość posiadanych wolnych środków, które mogłyby wykorzystać w inny alternatywny sposób, czyli np. dokonać nowej inwestycji bądź zakupić większą ilość materiałów potrzebnych do produkcji). W pozostałych 35% spółek przeważa kapitał obcy, czego skutkiem jest spotęgowanie kosztów finansowych redukujących wynik finansowy i większe prawdopodobieństwo wystąpienia problemów z wypłacalnością.

#### 4. Wskaźniki płynności finansowej

Płynność finansowa jest zdolnością przedsiębiorstwa do terminowej spłaty bieżących zobowiązań (Burzykowska & Duraj, 2009, s. 8–20) i nie należy utożsamiać jej z wypłacalnością, która jest definiowana jako zdolność do regulowania zobowiązań długoterminowych, zaciągniętych w celu zrealizowania przedsięwzięć inwestycyjno-modernizacyjnych (Sierpińska & Jachna, 2017, s. 153). Tym samym, wypłacalność

jest długoterminową zdolnością płatniczą, a płynność finansowa – krótkoterminową. Wspomnieć należy, że posiadanie zdolności płatniczej, a zatem dodatniego poziomu środków płatniczych (wpływów przekraczających wydatki), nie jest jednoznaczne z możliwością regulowania zobowiązań, ponieważ stan środków pieniężnych może być niedostateczny w stosunku do zadłużenia. Toteż płynność finansowa nie zawsze zapewnia wypłacalność spółki, a chwilowy jej brak nie musi oznaczać niewypłacalności (Lesiak & Sajnog, 2017, s. 68). Płynność finansową bada się m.in. dzięki wykorzystaniu wskaźnika płynności bieżącej CR (*Current Ratio*), informującego o możliwościach regulowania bieżących zobowiązań (Dębski, 2013, s. 78):

$$CR = \frac{CA}{CL},$$

gdzie:

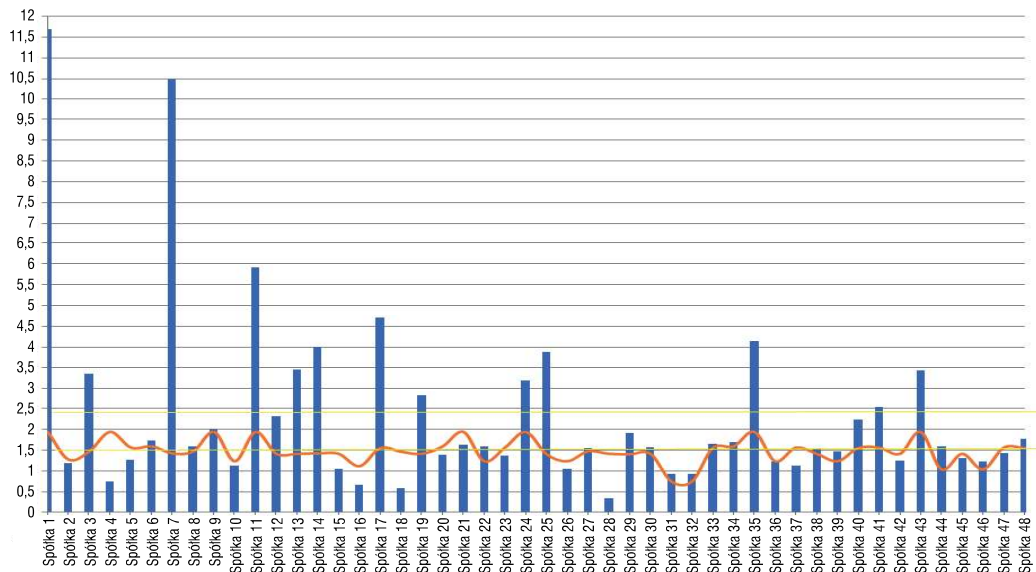
CA – aktywa obrotowe (bez należności z tytułu dostaw oraz usług płatne o okresie płatności przekraczającym rok);

CL – zobowiązania bieżące (bez zobowiązań z tytułu dostaw oraz usług o okresie wymagalności przekraczającym rok).

Optymalna wielkość powyższego miernika zależy od branży, w której działa spółka. Jednak przyjmuje się, że jest to przedział 1,2–2 (Sierpińska & Jachna, 2017, s. 81). W sytuacji kiedy wartość wskaźnika CR przekracza 2, spółka odznacza się nadpłynnością, czyli niską skutecznością w sferze gospodarowania środkami obrotowymi, natomiast gdy jest mniejsza niż 1,2, oznacza to istnienie trudności płatniczych.

W kontekście płynności bieżącej analizowane spółki odnotowały zadowalające wyniki (zob. wykres 3), w przypadku 46% spółek otrzymane wyniki mieściły się bowiem w preferowanym przedziale 1,2–2. Z kolei u 23% badanych podmiotów wartości CR nie przekraczały wartości średniej branżowej, jak i wartości 1,2, co wskazuje na trudności z terminowym spłacaniem bieżących zobowiązań, co może świadczyć o początkach problemów z płynnością finansową. W dłuższej perspektywie, jeżeli owa sytuacja będzie się utrzymywała, spółki te mogą mieć problemy z wypłacalnością, co może następnie-

Wykres 3. Mediana wskaźnika CR analizowanych spółek w zestawieniu do średnich wyników osiągniętych w poszczególnych branżach



Oznaczenia:

kolor niebieski – rezultaty osiągnięte przez badane spółki;

kolor żółty – optymalny przedział wskaźnika CR;

kolor pomarańczowy – średnie wyniki uzyskane w poszczególnych branżach, w których działają spółki.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z *sindicatord.net*.

przerodzić się w zagrożenie bankructwem. Natomiast 31% spółek miało problemy z nadpłynnością (przekroczenie wartości 2 i średniej w branży), czyli nieefektywnym zarządzaniem w obszarze płynności finansowej. Rezultat bezwzględnie przewyższający rekomendowaną górną granicę wskaźnika CR dotyczył w szczególności spółek nr 1, 7, 11, 17, 35 działających w sektorze finansów, nieruchomości i usług.

Dopełnieniem powyższego miernika, nawiązującego do możliwości pokrycia krótkoterminowych zobowiązań aktywami o większym stopniu płynności, czyli w oparciu o należności i inwestycje krótkoterminowe, jest wskaźnik płynności szybkiej QR (*Quick Ratio*) (Bień, 2010, s. 106–107):

$$QR = \frac{CA - I - STDA}{CL}$$

gdzie:

CA – aktywa obrotowe (bez należności z tytułu dostaw oraz usług płatne o okresie płatności przekraczającym rok);

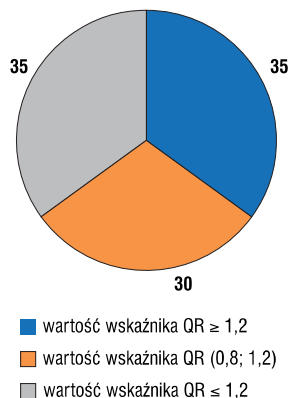
CL – zobowiązania bieżące (bez zobowiązań z tytułu dostaw oraz usług o okresie wymagalności przekraczającym rok);

I – zapasy;

STDA – krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe (pozostałe oznaczenia jw.).

Idealna wartość powyższego wskaźnika powinna oscylować wokół 1–1,2 (Michalski, 2005, s. 59). Jednak w dorobku literaturowym można odnaleźć stwierdzenie, że wskaźnik QR oscylujący wokół 0,9 też można uznać za prawidłowy (Skoczylas, 2009, s. 231). Niniejszy wynik odnotowało 30% analizowanych spółek (zob. wykres 4). Owa sytuacja oznacza, że spółki mogą spłacić 90% swoich zobowiązań bieżących, wykorzystując tylko płynne składniki aktywów obrotowych. Wartości tego wskaźnika niższe niż 0,8 sygnalizują kłopoty płatnicze, które mogą w przyszłości stać się przyczyną wystąpienia zobowiązań przeterminowanych oraz odsetek za zwłokę. Ten alarmujący stan wykryto w 35% badanych podmiotów.

Wykres 4. Podział analizowanych spółek ze względu na osiągnięte wyniki w obszarze płynności szybkiej



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z *sindicator.net*.

Natomiast zbyt wysoki poziom miernika QR (przekraczający 1,2), który wskazuje na nadmierną kumulację środków pieniężnych na rachunku bankowym oraz przesadne kredytowanie odbiorców, związane z prowadzeniem agresywnej strategii mającej na celu zwiększenie odbiorców produktów lub usług (Jerzemowska, 2004, s. 138), zaobserwowano w pozostałych 35% spółek.

## 5. Wskaźnik ROE

W kontekście niedowartościowania czy przewartościowania spółek i emisji akcji, w tym akcji groszowych, zasadne jest wspomnieć o znaczeniu wskaźnika ROE, ponieważ w praktyce gospodarczej analitycy zazwyczaj podczas określania kryterium atrakcyjności inwestycji przyjmują, w zależności od branży, w których działają spółki, minimalny poziom ROE w przedziale 15–20%. Jednak często podmioty o niższym poziomie ROE generują korzystniejszy efekt inwestycyjny, a taki atut posiadają niektóre rozpatrywane spółki (Buk, 2005, s. 243–253):

$$ROE = \frac{NP}{AEq},$$

gdzie:

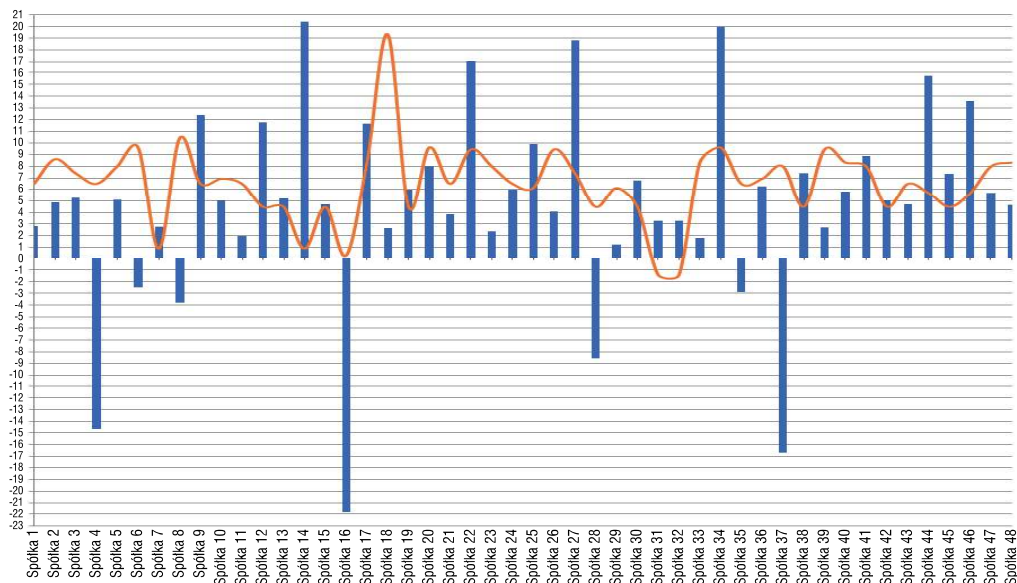
*NP* – zysk netto;

*AEq* – średnia wartość kapitału własnego.

Wskaźnik ROE określa zdolność spółek do generowania zysku z zaangażowanego

kapitału własnego, dlatego jego wartością szczególnie zainteresowani są inwestorzy. Wraz ze wzrostem wartości miernika ROE zwiększa się stopień zwrotu z zainwestowanego kapitału (Pieloch-Babiarz & Sajnog, 2016, s. 105). Powszechnie w literaturze przedmiotu uznaje się, że spółki generujące duży zwrot z kapitału własnego i potrafiące stale osiągać wysokie zwroty muszą cechować się przewagą konkurencyjną, tym samym dowodząc o swojej atrakcyjności inwestycyjnej. Analizowane spółki z pewnością zostałyby odrzucone przez dużą część inwestorów kierujących się tradycyjnymi przesłankami i szukających spółek z wysokim miernikiem ROE. Jednakże wzrost omawianego wskaźnika przy równoczesnym wzroście kapitalizacji giełdowej nie jest nadzwyczajnym osiągnięciem, ponieważ ROE niekiedy może dławić potencjał wzrostu spółki. Te, w których ROE wyniosło około 15% (7 badanych podmiotów odniosło taki rezultat, zob. wykres 5), mogą odznaczać się brakiem możliwości zwiększenia zysku w tempie szybszym niż 15% rocznie bez zwiększenia swojego dotychczasowego zadłużenia bądź emisji nowych akcji. Uzyskiwanie funduszy równoważne jest z nieuniknionymi kosztami, czyli obsługą zadłużenia zmniejszającą zysk netto lub konsekwencjami wynikającymi z rozwodnienia zysku na akcję. Tym samym ROE przedstawia się jako ograniczenie tempa wzrostu (Bulkowski, 2016, s. 89–93). Na 48 analizowanych spółek jedynie 5 miało ROE większe niż 15% (zob. wykres 20). Dlatego paradoksalnie, wbrew powszechnym opiniom, inwestycja w spółki groszowe o mniejszym poziomie ROE może zapewnić większe zyski w przyszłości, zważywszy również na fakt, że niewielki spadek bądź wzrost owego miernika z roku na rok ma znikomy wpływ w aspekcie długoterminowej stopy zwrotu z zainwestowanych środków w akcję danej spółki. Ponadto dostrzec należy, że bez wątpienia owe spółki wykazały dość wyraźne wahania w obszarze rentowności. Źródłem tak odmiennych wyników jest fakt, że owe spółki funkcjonują w różnych sektorach. W przypadku 56% spółek otrzymane wartości ROE są niższe niż średnie wyniki w branży. Co więcej, 7 spółek z sektora finansów, nieruchomości, handlu i usług (spółki nr 4, 6, 8, 16, 28, 35, 37) odnotowało ujemny rezultat wskaźnika ROE, będący wynikiem odnotowanej straty netto, co wskazuje na niebezpieczeństwo utraty zdolności kontynuowania działalności.

Wykres 5. Mediana wskaźnika ROE analizowanych spółek w zestawieniu do średnich wartości osiągniętych w poszczególnych branżach



Oznaczenia:

kolor niebieski – rezultaty osiągnięte przez badane spółki;

kolor pomarańczowy – średnie wyniki uzyskane w poszczególnych branżach, w których działają spółki.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z *sindicat.net*.

Zaznaczyć należy, iż stopa zwrotu z kapitału własnego nie może być jedynym miernikiem efektywności inwestycji, ponieważ spółki o małym ROE mogą zadłużać się w dużym stopniu, generując w ten sposób duży zysk netto i wywindować wartość tego wskaźnika, stając się, mimo znacznego ROE, podmiotem obciążonym ryzykiem niewypłacalności, a nawet bankructwa, w sytuacji negatywnych zmian gospodarczych. Wprawdzie mogłoby się wydawać, że wystarczyłoby znaleźć spółkę z ROE wyższym niż 15% (o niskim stopniu zadłużenia), jednak takie rozwiązanie nie zawsze się sprawdza, gdyż w dłuższej perspektywie spółkom niezmiernie trudno utrzymać owy miernik na wysokim poziomie, nie zwiększając stopnia zadłużenia. Może być to spowodowane np. konkurencją panującą na rynku, która niekiedy zmusza m.in. do stosowania strategii niskich cen w celu pozyskania nowych i utrzymania dotychczasowych klientów, negocjacji umów z dostawcami oraz kontrahentami, których wyniki są nieprzewidywalne. Mogą się również pojawić incydentalne zdarzenia wpływające na wynik sprzedaży.

## 6. Analiza korelacji i statystyka wskaźników finansowych badanych spółek

Współczynniki korelacji Pearsona, obliczone na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek, wskazały istnienie zarówno ujemnej, jak i dodatniej zależności między analizowanymi zmiennymi (zob. tab. 1).

Tabela 1. Współczynnik korelacji Pearsona pomiędzy wskaźnikami finansowymi badanych spółek<sup>1</sup>

Zależności	Współczynnik korelacji
TAT vs CR	-0,205
CR vs QR	0,999
CR vs ROE	-0,464
QR vs ROE	-0,462

Oznaczenia:

TAT – wskaźnik produktywności aktywów;

CR – wskaźnik płynności bieżącej;

QR – wskaźnik płynności szybkiej;

ROE – wskaźnik kapitału własnego.

Niniejsze współczynniki korelacji są istotne statystycznie.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z *sindicat.net*.



Zależność o ujemnym i słabym charakterze odnotowano w przypadku związków pomiędzy wskaźnikiem TAT a CR. Między miernikami CR a ROE oraz QR a ROE zauważono ujemną i umiarkowaną korelację. Jedynie w przypadku mierników CR i QR przekroczona została wartość 0,7, co dowodzi, iż owa korelacja jest dodatnia i silna.

Przeprowadzona analiza wskazuje na obecność znacznych różnic w sposobie zarządzania w poszczególnych obszarach przez spółki, co potwierdzają obliczone miary statystyczne dla danych wskaźników finansowych spółek groszowych (zob. tab. 2).

gólne spółki. Może to wynikać z faktu, iż podmioty te funkcjonują w odmiennych sektorach i branżach. Odnośnie do struktury kapitału, część spółek (ok. 35%) w znacznej części korzysta z finansowania obcego, zwiększając koszty finansowania. Należy zauważyć, że skuteczne wykorzystywanie kapitału obcego nie musi oznaczać problemów z wypłacalnością, lecz dzięki pozytywnemu efektowi dźwigni finansowej może przyczynić się do znacznego rozwoju. Jednak zważywszy na ewentualne pogorszenie koniunktury gospodarczej bądź losowe zdarzenia, spółki wykorzystujące finansowanie wedle modelu

Tabela 2. Statystyki wskaźników finansowych badanych spółek

Wskaźniki	Średnia	Mediana	Min.	Maks.	Dolny kwartyl	Górny kwartyl	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności
TAT	0,94	0,82	-0,06	4,12	0,34	1,38	0,72	77,20
D/E	1,24	0,73	0,01	18,95	0,33	1,38	1,72	138,46
CR	43,46	1,60	0,05	19,11	1,19	2,76	872,39	2007,04
QR	5,97	1,00	0,02	401,63	0,61	1,89	32,19	538,76
ROE	-2,12	5,27	-698,12	102,10	1,03	10,40	62,01	-2919,46

Oznaczenia:

TAT – wskaźnik produktywności aktywów;

D/E – wskaźnik zadłużenia kapitału własnego;

CR – wskaźnik płynności bieżącej;

QR – wskaźnik płynności szybkiej;

ROE – wskaźnik kapitału własnego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z *sindicat.net*.

Jednak pomimo istniejących fluktuacji w badanych obszarach, nie ma podstaw do jednoznacznego stwierdzenia, że wszystkie spółki groszowe charakteryzują się niekorzystnym standingiem finansowym. Wyniki analizy wykazały, że spółki groszowe w znacznej części nie odznaczały się wysokim stopniem zadłużenia, drastycznie niską płynnością finansową czy brakiem zysków, co charakteryzuje podmioty zagrożone bankructwem, aczkolwiek w przypadku niektórych spółek otrzymane wyniki sygnalizowały problemy z kondycją finansową.

## 7. Podsumowanie

Rezultat badań kondycji finansowej spółek groszowych wskazuje, że w obszarze jakości zarządzania spółką w analizowanej próbie uwidoczniły się dość wyraźne wahania w wynikach wypracowanych przez poszczególne

prospektywnego narażone są na komplikacje w sferze finansowej w większym stopniu od spółek działających w ramach modelu retrospektywnego. Z kolei w obszarze płynności bieżącej analizowane spółki odnotowały zadowalające wyniki, w przypadku 46% spółek otrzymane wyniki mieściły się bowiem w preferowanym przedziale (1,2–2), propagowanym w literaturze przedmiotu. Jednocześnie należy zauważyć, iż w przypadku 31% spółek otrzymane wyniki sugerują problemy z nadpłynnością (przekroczenie wartości 2 i średniej w branży), co może również wskazywać na nieefektywne zarządzanie w obszarze płynności finansowej. Natomiast liczba spółek najlepiej radzących sobie w obszarze płynności szybkiej jest minimalnie niższa od tych, które odznaczały się nadpłynnością lub zmagaly się z komplikacjami związanymi z terminowymi płatnościami swoich zobowiązań, dlatego trudno

jest jednoznacznie ocenić możliwości spółek groszowych w aspekcie ich płynności finansowej. Nadto dostrzec należy, że bez wątpienia wyniki badanych spółek groszowych wykazały dość wyraźne wahania w obszarze rentowności. Źródłem tak odmiennych rezultatów jest fakt, że owe podmioty funkcjonują w różnych sektorach.

Mając na względzie uzyskane wyniki, należy również stwierdzić, że analiza fundamentalna nie jest pozbawiona mankamentów. Do niepoprawnych oraz bezskutecznych decyzji przyczynia się m.in. jakość uzyskanych informacji i materiałów źródłowych, które mogą być błędne lub niekompletne (Cebrowska, 2005, s. 688). Otrzymane wyniki, często pomimo skrupulatności towarzyszącej badaniu, nie są całkowicie obiektywne oraz wystarczająco precyzyjne. Co więcej informują tylko o niedowartościowaniu albo przewartościowaniu akcji, nie dając pewności czy rynek zastosuje kiedykolwiek korektę owego zaburzenia (Tharp, 2000, s. 72).

Jednakże pomimo nieuchronnego występowania pewnych nieprawidłowości należy uznać analizę fundamentalną za przydatne narzędzie, wspierające inwestycyjne procesy decyzyjne, a co ważniejsze, w połączeniu z analizą techniczną stanowiące o efekcie synergii. Uzyskane rezultaty unaocniły, że spółek groszowych nie można kategorycznie zakwalifikować do grupy podmiotów chylących się ku bankructwu. Otrzymane wyniki nie potwierdziły zatem tezy, iż spółki groszowe charakteryzują się niekorzystnym standingiem finansowym, sygnalizującym zagrożenie bankructwem. Jednak zważywszy na wielkość próby badawczej, przeprowadzona analiza nie predysponuje do nakreślenia na jej podstawie zgeneralizowanych wniosków. Dlatego podjęty w niniejszym artykule problem badawczy wymaga przeprowadzenia w przyszłości kolejnych badań, uwzględniających bardziej zaawansowaną analizę i większą próbę badawczą.

### Przypisy

- <sup>1</sup> Rodzaj korelacji określa znak współczynnika korelacji, gdy: współczynnik korelacji jest większy od 0 – korelacja jest dodatnia, tzn. wraz ze wzrostem jednej wartości druga również rośnie; współczynnik korelacji jest równy 0 – oznacza to brak korelacji między badanymi zmiennymi; współczynnik korelacji jest mniejszy niż 0 – korelacja jest ujemna, czyli kiedy jedna wartość rośnie, to druga maleje. Siłę korelacji

znamionuje natomiast wielkość współczynnika korelacji: poniżej 0,2 – związek korelacyjny nie istnieje; 0,2–0,4 – występuje słaba zależność; 0,4–0,7 – istnieje umiarkowana zależność; 0,7–0,9 – istniejąca zależność jest znacząca; powyżej 0,9 – zależność jest bardzo silna.

### Bibliografia

- Bankier.pl – Portal Finansowy (b.d.). Bankier.pl. <http://www.bankier.pl>
- Bień, W. (2010). *Czytanie bilansu przedsiębiorstwa (dla menedżerów)*. Difin.
- Buk, H. (2005). *Sprawozdawczość i analiza finansowa przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach.
- Bulkowski, T.N. (2016). *Analiza fundamentalna i inwestowanie pozycyjne. Ewolucja gracza giełdowego*. Linia.
- Burzykowska, M. & Duraj, J. (2009). *Controllin-gowy wymiar oceny płynności finansowej przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Cebrowska, T. (2005). *Rachunkowość finansowa i podatkowa*. Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Czerny, J. (2006). *Rachunkowość przedsiębiorstw w szczególnych sytuacjach*. Wyższa Szkoła Handlu i Rachunkowości w Poznaniu.
- Dębski, W. (2013). *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Jerzemska, M. (2004). *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*. PWE.
- Lesiak, M. & Sajnog, A. (2017). Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto a rentowność polskich spółek giełdowych. *Przedsiębiorczość i zarządzanie*, 18(11/3), 65–77, <http://bazekon.icm.edu.pl/bazekon/element/bwmeta1.element.ekon-element-000171502074>
- Liu, Q., Ghon Rhee, S. & Zhang, L. (2011). *On the Trading Profitability of Penny Stocks*. 24th Australasian Finance and Banking Conference 2011. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1917300>
- Michalski, G. (2005). *Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach*. Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Money.pl – portal finansowy. (b.d.). <http://www.money.pl>
- Pieloch-Babiarz, A. & Sajnog, A. (2016). *Analiza fundamentalna. Standing finansowy i wycena przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Sierpińska, M. & Jachna, T. (2007). *Metody podejmowania decyzji finansowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Sierpińska, M. & Jachna, T. (2017). *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN.

- Sindicator.net – Skaner Rynku Gieldowego.* (b.d.). Sindicator.net. <http://www.sindicator.net>
- Skoczylas, W. (2009). *Analiza sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstwa.* Stowarzyszenie Księgowych w Polsce.
- StockWatch.pl – Gięda od fundamentów.* (b.d.). StockWatch.pl. <http://www.stockwatch.pl>
- Tharp, V.K. (2000). *Gięda, wolność i piędzde. Poradnik spekulanta.* WIG-Press.
- Urbański, S., Jawor, P. & Urbański, K. (2014). The Impact of Penny Stocks on the Pricing of Companies Listed on The Warsaw Stock Exchange in Light of the CAPM. *Folia Oeconomica Stetinensia*, 14(2), 163–178. <https://doi.org/10.1515/fofi-2015-0015>

### Załącznik 1. Branże, w których działają analizowane spółki

Nr spółki	Branża
Spółka 1	sprzedaż nieruchomości
Spółka 2	komputery i elektronika
Spółka 3	radio i telewizja
Spółka 4	wynajem nieruchomości
Spółka 5	odzież i obuwie
Spółka 6	hutnictwo żelaza i stali
Spółka 7	działalność inwestycyjna
Spółka 8	wyroby hutnicze
Spółka 9	wynajem nieruchomości
Spółka 10	tworzywa sztuczne
Spółka 11	wynajem nieruchomości
Spółka 12	budownictwo przemysłowe
Spółka 13	instalacje budowlane i telekomunikacyjne
Spółka 14	działalność inwestycyjna
Spółka 15	budownictwo – pozostałe
Spółka 16	pośrednictwo finansowe
Spółka 17	oprogramowanie
Spółka 18	hotele i restauracje
Spółka 19	giełdy i biura maklerskie
Spółka 20	hutnictwo metali nieżelaznych
Spółka 21	sprzedaż nieruchomości
Spółka 22	żywność
Spółka 23	odzież i kosmetyki
Spółka 24	sprzedaż nieruchomości
Spółka 25	urządzenia elektroniczne
Spółka 26	żywność
Spółka 27	reklama i marketing
Spółka 28	inżynieria lądowa i wodna
Spółka 29	urządzenia mechaniczne
Spółka 30	budownictwo ogólne
Spółka 31	portale internetowe
Spółka 32	telekomunikacja
Spółka 33	sprzęt informatyczny
Spółka 34	hutnictwo żelaza i stali
Spółka 35	nieruchomości – pozostałe
Spółka 36	tworzywa sztuczne
Spółka 37	odzież i obuwie
Spółka 38	materiały budowlane
Spółka 39	napoje
Spółka 40	oprogramowanie
Spółka 41	odzież i obuwie
Spółka 42	budownictwo przemysłowe
Spółka 43	sprzedaż nieruchomości
Spółka 44	transport i logistyka
Spółka 45	inżynieria lądowa i wodna
Spółka 46	transport
Spółka 47	odzież i obuwie
Spółka 48	systemy informatyczne