

Bożyna Pomykalska, Przemysław Pomykalski, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*

Review of the book by Bożyna Pomykalska, Przemysław Pomykalski, *Financial Analysis of an Enterprise*

Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2007

*Agnieszka Cenkier**

Umiejętność oceny sytuacji przedsiębiorstwa z wykorzystaniem analizy finansowej jest użyteczna dla różnych podmiotów w różnych sytuacjach. Od celu, jakiemu ma służyć prowadzona analiza, zależą jej zakres, dobór instrumentów, sposób ich wykorzystania oraz uzyskane wyniki. W szczególności analiza finansowa jest jednym z wielu instrumentów zarządzania przedsiębiorstwem. Mimo wątpliwości zgłaszanych pod adresem wiarygodności podstawowego źródła danych do analizy, jakim jest sprawozdanie finansowe, trudno przecenić znaczenie analizy w procesie podejmowania decyzji w przedsiębiorstwie. Jej zastosowanie w zarządzaniu przedsiębiorstwem ułatwia podejmowanie decyzji najlepszych z punktu widzenia realizacji wyznaczonych celów.

Mimo znacznej obfitości i różnorodności publikacji z zakresu analizy finansowej, potwierdzających zainteresowanie Czytelników tą problematyką, chłonność rynku wydawniczego wydaje się daleka od wyczerpania. Analiza finansowa przedsiębiorstwa autorstwa Bożyny Pomykalskiej i Przemysława Pomykalskiego to kolejna książka, która wzbogaciła rynek w ostatnim czasie.

Omawiana pozycja składa się z szesnastu rozdziałów. Pierwszy rozdział stanowi krótkie wprowadzenie w problematykę analizy finansowej. W drugim rozdziale Autorzy opisali proces podejmowania decyzji finansowych w przedsiębiorstwie.

Rozdziały trzeci i czwarty zawierają de facto właściwą charakterystykę analizy finansowej, prowadzonej na

podstawie danych ze sprawozdań finansowych, z wyodrębnieniem etapu analizy wstępnej oraz wskaźnikowej. Są to rozdziały o największej objętości, co ze względu na tytuł podręcznika zaproponowany przez Autorów – wydaje się oczywiste. Dobrze, że prezentując poszczególne etapy badania treści sprawozdania finansowego, Autorzy zadbałi o rozbudowanie części interpretacyjnej.

W wyczerpującej interpretacji wyników powinna pomóc Czytelnikowi w szczególności treść pozostałych rozdziałów (od piątego do szesnastego). Rozdziały te Autorzy wykorzystali do przedstawienia szerokiego spektrum zagadnień z zakresu funkcjonowania przedsiębiorstwa, bez których znajomości przeprowadzenie kompleksowej oceny spółki, prowadzącej do uzyskania „wielowymiarowego” i wiarygodnego wizerunku badanego podmiotu, nie wydaje się możliwe. Omawiane w tej części podręcznika zagadnienia to np.: prognozowanie, struktura i koszt kapitału przedsiębiorstwa, metody oceny inwestycji przedsiębiorstwa.

Współcześnie jedną z podstawowych miar efektywności prowadzonej działalności gospodarczej jest wartość przedsiębiorstwa. Prowadzenie działalności z pominięciem koncepcji zarządzania przez wartość istotnie zmniejsza szanse danego podmiotu na osiągnięcie sukcesu w konkurencyjnym otoczeniu. Słusznie zatem Autorzy podkreślają we wstępie do podręcznika szczególne znaczenie analizy finansowej w zarządzaniu przedsiębiorstwem ukierunkowanym właśnie na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy.

* Szkoła Główna Handlowa, Kolegium Zarządzania i Finansów, Katedra Finansów Przedsiębiorstwa.

Ujęcie tematu zaproponowane przez Autorów ukazuje szerokie możliwości zastosowania analizy finansowej do oceny przedsiębiorstwa. Opisywane zagadnienia z zakresu analizy takie, jak charakterystyka sprawozdań finansowych czy analiza wskaźnikowa przedsiębiorstwa, Autorzy wykorzystują jako pretekst do prezentacji wielu ważkich problemów związanych z funkcjonowaniem przedsiębiorstwa, w tym na przykład kwestii kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie, wyceny przedsiębiorstwa czy fuzji i przejęć. W rezultacie rzeczywisty zakres tematyczny podręcznika znacznie przekracza zakres sugerowany przez Autorów w tytule, co potwierdza załączony wykaz pozycji bibliograficznych. Dzięki temu opracowanie jest cennym źródłem informacji nie tylko o analizie finansowej, ale również o funkcjonowaniu podmiotów prowadzących działalność gospodarczą ze szczególnym uwzględnieniem ich finansów. Co ważne, w opracowaniu zostały zaprezentowane zagadnienia wpisujące się w nurt „nowoczesnych” finansów przedsiębiorstwa, jak choćby wspomniana już problematyka wyceny przedsiębiorstw czy fuzji i przejęć. W takiej sytuacji może warto pomyśleć o wyodrębnieniu dwóch części podręcznika: pierwszej, wprowadzającej Czytelnika w specyfikę zagadnień związanych z funkcjonowaniem przedsiębiorstwa i przygotowującej Go do przyswojenia treści drugiej części, prezentującej zastosowanie analizy finansowej jako instrumentu zarządzania przedsiębiorstwem.

Analiza finansowa przedsiębiorstwa ukazuje się w okresie, w którym spółki gromadzą doświadczenia związane z przygotowaniem sprawozdań finansowych zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości i Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej (MSR/MSSF). Dobrze zatem, że Autorzy podręcznika zwracają uwagę Czytelnika na znaczenie procesu harmonizacji treści sprawozdań finansowych, mającego służyć między innymi uwiarygodnieniu informacji zawartych w sprawozdaniu, przejrzystości stosowanych metod, jak również zapewnieniu porównywalności sprawozdań sporządzanych przez podmioty gospodarcze funkcjonujące w różnych systemach prawnych.

Można się zastanowić, czy w kolejnym wydaniu podręcznika nie byłoby warto rozszerzyć nieco rozważania dotyczące zasad sporządzania sprawozdań finansowych w warunkach obowiązywania międzynarodowych standardów, wyraźnie akcentując skutki, jakie w treści sprawozdania wywołuje zastąpienie przepisów ustawy o rachunkowości rozwiązaniami proponowanymi przez Międzynarodowe Standardy Rachunkowości i ilustrując je przykładami sprawozdań konkretnych podmiotów gospodarczych.

Spółki, które zostały zmuszone do stosowania Międzynarodowych Standardów Rachunkowości przez obo-

wiązujące przepisy prawa bądź zrobiły to z innych względów, doświadczyły już, jak duże zmiany w treści sprawozdania finansowego może wywołać wprowadzenie zasad zgodnych z MSR. Dobrą orientację w tym zakresie uzyskuje się chociażby, oddając się lekturze sprawozdań za rok 2004, udostępnionych przez wiele spółek w dwóch wersjach – zgodnej z ustawą o rachunkowości i zgodnej z MSR. Mimo że zakres i skala obserwowanych zmian zależą od specyfiki podmiotu sporządzającego sprawozdanie, stosowanie standardów międzynarodowych daje zdecydowanie większą swobodę kształtowania treści sprawozdania niż w przypadku zastosowania przepisów ustawy o rachunkowości. Już sama możliwość wyceny według wartości godziwej stwarza całkiem nowe, duże możliwości wpływania na informacje zawarte w sprawozdaniu, nie wspominając o innych rozwiązaniach, wcześniej niestosowanych, a dopuszczonych przez międzynarodowe standardy. Ta okoliczność – wbrew intencji ustawodawcy – może prowadzić do trudności z jednoznaczną interpretacją treści sprawozdań różnych podmiotów, jak również komplikować ich porównanie. Przydałoby się parę refleksji sygnalizujących powyższe kwestie.

Informacje dotyczące miejsca i roli Międzynarodowych Standardów Rachunkowości w sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstw można również wzbogacić refleksjami dotyczącymi braku obiektywizmu analizy finansowej. Ocena przedsiębiorstwa uzyskana w wyniku przeprowadzonej analizy finansowej jest w pewnym stopniu zależna od doboru instrumentów analizy, dokonanego przez podmiot prowadzący ocenę, sposobu ich wykorzystania, jak również interpretacji uzyskanych wyników. Swoboda kształtowania treści sprawozdania finansowego dopuszczona przez przepisy zawarte w MSR zdaje się potęgować subiektywizm analizy finansowej.

Podręcznik B. Pomykańskiej i P. Pomykańskiego dołącza do grupy publikacji, których autorzy podejmują ważne i złożone kwestie związane z praktyką gospodarczą, akcentując aplikacyjny charakter omawianych zagadnień. Jest to książka przyjazna Czytelnikowi ze względu na łatwy w odbiorze sposób prezentowania tematów. Podręcznik można polecić przede wszystkim osobom zainteresowanym analizą finansową i jej rolą w finansach przedsiębiorstwa. Lekturę powinno uprzyjemnić zastosowane przez Autorów proste rozwiązanie redakcyjne: treść każdego rozdziału książki została poprzedzona krótkim wykazem słów kluczowych, które przygotowują Czytelnika do lektury poszczególnych fragmentów opracowania. Z kolei szeroki zakres prezentowanych syntetycznie zagadnień powinien zachęcić Czytelnika do dalszego studiowania problematyki podjętej przez Autorów podręcznika.

Odpowiedź na recenzję książki *Bankowość. Zagadnienia podstawowe*

Reply to the review of the book *Banking. Fundamental Problems*

*Władysław L. Jaworski**

W imieniu swoim i pozostałych Autorów książki dziękuję p. Krzysztofowi Jackowiczowi za przygotowanie wnikliwej recenzji. Recenzowana publikacja jest podręcznikiem, a nie rozprawą naukową. W związku z powyższym nie było intencją Autorów przedstawianie szerokiego przeglądu dostępnych publikacji na tematy polemiczne (m.in. efekty prywatyzacji banków czy też restrykcyjność polityki pieniężnej, co w sposób profesjonalny wykonał Recenzent), lecz jedynie dodanie do podręcznikowej charakterystyki instrumentów i mechanizmów swego rodzaju komentarza autorskiego. Jako że część polemiczna dotyczy fragmentów napisanych moim piórem, pragnę ustosunkować się do pewnych wątków poruszonych przez Recenzenta.

Jak sam Recenzent słusznie zauważa, kwestie dotyczące procesów prywatyzacyjnych w bankowości oraz charakteru i skuteczności polityki pieniężnej w Polsce są złożone i kontrowersyjne. Omawianą problematyką, w szczególności dotyczącą Polski, zajmowali się polscy ekonomiści (Wilczyński, Kołodko, Fedorowicz, Sławiński, Polański, Szelągowska i inni). W książce zajęto się realizacją procesu prywatyzacji banków w Polsce, stopniem przejęcia banków w Polsce przez kapitał zagraniczny i kosztami restrykcyjnej polityki pieniężnej NBP. Autor miał przy tym wątpliwości, czy prywatyzacja banków miała prawidłowy przebieg (cena, zagraniczny inwestor strategiczny), czy przejęcie 80% banków w Polsce przez kapitał zagraniczny nie zagraża naszej suwerenności gospodarczej, czy restrykcyjna polityka pieniężna nie doprowadziła do nadmiernego „spowolnienia” naszej gospodarki. Ocena wskazanych powyżej zjawisk nie jest łatwa i jednoznaczna.

Wywód autora był oparty na ocenie eksperckiej obserwowanych procesów. Analiza ilościowa danych

z różnych krajów nie zawsze pozwala w pełni uwzględnić kontekst zmian na rynku lokalnym i dlatego uważam, że literatura zagraniczna przywoływana przez Recenzenta może być pomocna w uzasadnieniu celowości prywatyzacji banków w Polsce (czego autor nie podważa), lecz nie służy pomocą w zakresie oceny przebiegu samego procesu prywatyzacji, który nie da się łatwo włożyć w schemat umożliwiający sformalizowaną analizę ekonometryczną. Należy także wziąć pod uwagę to, że w krajach wysoko rozwiniętych:

- proces prywatyzacji trwał kilkadziesiąt lat i nie wszędzie się zakończył,
- udział kapitału zagranicznego w bankowości krajów Europy Zachodniej wynosi do 20%, choć Wielka Brytania (około 45%) i Luksemburg (około 95%) stanowią wyjątek, ze względu na rolę, jaką odgrywają na światowych rynkach finansowych; w krajach Europy Środkowej i Wschodniej udział ten jest istotnie wyższy, czego ewidentnym przykładem jest Estonia (około 99%).
- udział akcjonariatu rozproszonego w większości banków komercyjnych jest powszechny.

Podstawowy problem polega na znalezieniu odpowiedzi na pytanie, czy w Polsce proces prywatyzacji, bardzo odmienny od tego, który miał miejsce w krajach zachodnich, był przeprowadzony zgodnie z interesem gospodarki narodowej. Kraje Europy Środkowej i Wschodniej w większości przypadków wykorzystywały podobne rozwiązania jak Polska, ale nie musi to świadczyć o tym, że było to jedynie słuszne rozwiązanie dla krajów znajdujących się na ścieżce transformacji gospodarczej. Znalezienie wiarygodnej odpowiedzi na to pytanie wymaga niewątpliwie przeprowadzenia kompleksowych badań jakościowych i ilościowych, które umożliwiłyby określenie wpływu prywatyzacji na go-

*Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Białymstoku.

spodarke poszczególnych krajów i postrzeganie tych procesów przez społeczeństwo.

Warto dodać, że Najwyższa Izba Kontroli w raportach z kontroli przeprowadzanych w spółkach z udziałem Skarbu Państwa niejednokrotnie podkreślała, że polityka prywatyzacyjna nie powinna być przeprowadzana w sektorach i przedsiębiorstwach o szczególnym znaczeniu dla państwa, a takie znaczenie mają właśnie banki państwowe (NIK 2005, s.17). Proces przekształceń własnościowych w polskim sektorze bankowym przeprowadzony przy dominującym udziale kapitału zagranicznego odbywał się za szybko, a przychody, jakie Skarb Państwa uzyskał ze sprzedaży akcji prywatyzowanych banków, mogą być ocenione z perspektywy czasu jako za niskie. Świadczyć może o tym nawet prywatyzacja PKO BP SA, czego przykładem jest negatywna ocena Najwyższej Izby Kontroli dotycząca realizacji podstawowego celu prywatyzacji banku PKO BP SA – jakim była maksymalizacja przychodów ze sprzedaży akcji. Minister Skarbu Państwa, zdaniem NIK, mógł określić wyższą górną granicę wartości przedziału cenowego akcji w ofercie publicznej. Biorąc pod uwagę bardzo duży popyt na akcje tego banku, można było określić wyższą (niż 20,5 zł) ich cenę jednostkową. Na możliwość określenia wyższego przedziału cenowego wskazywały także lepsze od planowanych wyniki finansowe Banku w II i III kwartale 2004 r. PKO BP SA miał ponadto bardzo dobrą pozycję rynkową, rozpoznawalną markę i rosnące wskaźniki giełdowe. W opinii Najwyższej Izby Kontroli nie zostało zrealizowane założenie maksymalizacji przychodów Skarbu Państwa, co było celem nadrzędnym prywatyzacji jednostki. Najwyższa Izba Kontroli również negatywnie odniosła się do decyzji Rady Ministrów z 2 listopada 2004 r. o podjęciu decyzji o zwiększeniu o 85 mln liczby akcji dla inwestorów indywidualnych, ponieważ nie zmieniło to znacząco relacji popytu i podaży, a pulę dla inwestorów indywidualnych można było zwiększyć, przesuując część akcji z transz inwestorów instytucjonalnych. Należy także zwrócić uwagę na fakt, że natychmiastowe zbycie dodatkowej puli akcji PKO BP SA wykluczyło możliwość uzyskania wyższej ceny w okresie późniejszym. Stawia więc to pod znakiem zapytania zasadność ustalonych cen również innych

polskich banków prywatyzowanych przy udziale kapitału zagranicznego (Wilczyński 2005, s.178).

Drugi temat, który poruszył Recenzent w swoich uwagach polemicznych, to ocena polityki pieniężnej NBP. Oceniając pozytywnie proces obniżenia stopy inflacji w Polsce trzeba także zauważyć koszty, które poniosła gospodarka narodowa w wyniku stosowania restrykcyjnej polityki pieniężnej. Wątpliwości powstają przy ocenie, czy obniżenie stopy inflacji do 0,7% należy uznać za wielkie osiągnięcie, jeżeli równocześnie przyczyniło się to do spadku PKB z potencjalnych 6–7% do 3,5%. Rodzi się zatem wątpliwość, czy dziś można ocenić pozytywnie chłodzenie gospodarki w latach 2000–2001, czy w roku 2004.

W ciągu szesnastu lat realne stopy procentowe dwukrotnie wykazywały wartości ujemne. Stąd też cele, jakie postawiła sobie RPP w 1998 r., były trudne do osiągnięcia, co wpłynęło na wysoki w porównaniu z innymi krajami Europy Środkowej poziom realnych stóp procentowych. Liczne obniżki stóp procentowych dokonywane przez RPP nie przełożyły się w takim samym stopniu na obniżenie realnych stóp procentowych.

Istnieją poważne wątpliwości, czy wysokie stopy procentowe NBP (4–5%), które doprowadziły do niskiej stopy inflacji (0,7–1,5%), były korzystne dla gospodarki narodowej. Korzyści mogły osiągać:

- kapitał spekulacyjny (obligacje),
- banki komercyjne (wysoka marża),
- importerzy (aprecjacja złotego).

Warto by kompleksowo zważyć korzyści i straty, które poniosła gospodarka w wyniku realizacji restrykcyjnej polityki NBP. To także wymaga pogłębionych badań i studiów, uwzględniających w szerokim zakresie kontekst lokalny.

Reasumując, przedmiotem wątpliwości autora jest przebieg prywatyzacji w Polsce, a nie konieczność jej przeprowadzenia. Podobnie nie neguję faktu, że dzięki polityce pieniężnej NBP nastąpił spadek stopy inflacji. Przedmiotem wątpliwości jest natomiast koszt polityki restrykcyjnej (spadek PKB, inwestycji, eksportu). Aby znaleźć odpowiedzi na postawione wątpliwości, należy przeprowadzić kompleksowe badania empiryczne, do czego gorąco zachęcam przedstawicieli młodszej generacji naukowców.

Bibliografia

- NIK (2005), *Informacja o wynikach kontroli zabezpieczenia interesów państwa w spółkach z mniejszościowym udziałem Skarbu Państwa*, Departament Gospodarki Skarbu Państwa i Prywatyzacji, Warszawa.
- Wilczyński W. (2005), *Polski przełom ustrojowy 1989-2005. Ekonomia epoki transformacji*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań.