

Olga Szczepańska, *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*

Review of the book by Olga Szczepańska, *Theoretical and Comparative Study of Financial Stability as the Central Bank's Objective*

Wydawnictwo Naukowe SCHOLAR, Warszawa 2008

*Ryszard Wierzba**

Warunkiem koniecznym realizacji długookresowego zrównoważonego wzrostu gospodarczego w każdym kraju, a także w skali ponadnarodowej jest stabilność systemu finansowego. Stąd też stabilność systemu finansowego stanowi cenne dobro publiczne.

Kryzys finansowy, który rozpoczął się w Stanach Zjednoczonych w połowie 2007 r., okazał się kryzysem o skali nienotowanej od zakończenia II wojny światowej. Nie tylko wstrząsnął on gospodarką Stanów Zjednoczonych i Europy, ale – jak trafnie zauważa D. Rosati – zdaje się wywracać do góry nogami kanony polityki gospodarczej (Rosati 2008).

Stany Zjednoczone oraz państwa wchodzące w skład Unii Europejskiej opracowały doraźne programy złagodzenia skutków tego kryzysu oraz jego przewyciężenia. W ramach tych programów przewiduje się wydatkowanie ogromnych środków publicznych na wsparcie sektora bankowego. Ocenia się, że tylko w UE łączne zaangażowanie środków publicznych we wsparcie sektora bankowego przekracza sumę 1,8 bln euro.

Skala i zasięg obecnie przeżywanego kryzysu zmuszają do poszukiwania odpowiedzi na pytanie o jego przyczyny. Niezbędne jest ustalenie, jakie błędy zostały popełnione w działaniach licznych instytucji oraz w zakresie tworzenia regulacji ostrożnościowych, mających zapewnić stabilność systemu finansowego. Zapewne ustalenie przyczyn kryzysu i stworzenie nowych zabez-

pieczeń na przyszłość zajmie sporo czasu i wywoła dyskusję zarówno w środowisku praktyków gospodarczych, jak i w środowisku akademickim. Dyskusja ta dotyczyć będzie z pewnością wielu płaszczyzn funkcjonowania szeroko rozumianego systemu finansowego. Nie ulega wątpliwości, że będzie dotyczyła także roli bankowości centralnej w zapewnieniu stabilności finansowej. Przedmiotem dyskusji będzie zapewne dylemat, czy nadrzędnym celem działalności banków centralnych będzie, tak jak przez ostatnie dwadzieścia lat, utrzymanie stabilności cen czy też, jak proponuje Paul Volcker, były prezes Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych, gwarantowanie stabilności systemu finansowego, bo dopiero ona jest warunkiem osiągnięcia stabilności cenowej (s. 9).

Istotnym wkładem w dyskusję poświęconą roli banków centralnych w utrzymaniu stabilności jest bardzo wartościowa książka Olgi Szczepańskiej będąca przedmiotem niniejszej recenzji. Książka ta stanowi, jak się wydaje, ukoronowanie badań, które Autorka prowadziła przez kilka ostatnich lat i które dotyczyły zagadnień z zakresu stabilności systemu bankowego. Częściowe wyniki tych badań O. Szczepańska opublikowała w przeszłości w czasopiśmie: „Bank i Kredyt” oraz „Bezpieczny Bank”, a także w serii wydawniczej NBP zatytułowanej „Materiały i Studia”. Warto jednocześnie zauważyć, że dotychczasowe publikacje O. Szczepańskiej spotkały się z dużym zainteresowaniem i wysoką oceną merytoryczną Czytelników, czego dowodem są liczne

* Uniwersytet Gdański, Katedra Finansów; e-mail: rwierzba@wzr.pl

odwoływania się do jej prac w opracowaniach wielu polskich ekonomistów i prawników zainteresowanych problematyką bankowości.

W recenzowanej książce Autorka przedstawiła przesłanki oraz uwarunkowania instytucjonalne, w jakich banki centralne wspierają stabilność finansową. W książce została także zawarta obszerna analiza instrumentów wykorzystywanych przez banki centralne w celu utrzymania stabilności finansowej oraz omówiono kwestie zarządzania kryzysowego. W prezentacji wyników badań Autorka połączyła elementy rozważań teoretycznych z analizą doświadczeń praktycznych, zarówno krajowych, jak i międzynarodowych.

Przygotowując książkę Autorka wykorzystwała aktualną i dobrze dobraną literaturę polską i obcojęzyczną. Bibliografia książki liczy ponad 260 pozycji, z czego ponad 180 to opracowania w języku angielskim. W celu zaprezentowania metod działania banków centralnych oraz wykorzystywanych przez nie instrumentów O. Szczepańska zgromadziła i wnikliwie przeanalizowała bogate materiały empiryczne, stanowiące odzwierciedlenie doświadczeń 34 banków centralnych z różnych krajów oraz Europejskiego Banku Centralnego.

Książka O. Szczepańskiej składa się z przedmowy i sześciu rozdziałów.

Rozdział pierwszy książki, zatytułowany „Stabilność finansowa – pojęcie i rola w funkcjonowaniu gospodarki i w życiu społecznym”, rozpoczyna się fragmentem poświęconym prezentacji systemu finansowego i jego funkcjom. We fragmencie tym nie ograniczono się jednak do przytoczenia pojęcia systemu finansowego i jego funkcji w ujęciu Z. Polańskiego (Polański 2003, s. 17–18), co najczęściej spotyka się w polskich opracowaniach, ale zaprezentowano również spojrzenia na funkcje systemu finansowego zawarte w różnych pracach współczesnych autorów amerykańskich. Po wyjaśnieniu wielu kwestii o charakterze terminologicznym Autorka omawia związki stopnia rozwoju systemu finansowego ze wzrostem gospodarczym i dobrobytem społecznym, a także przytacza wyniki badań szeregu ekonomistów na temat kosztów kryzysów w systemie finansowym wybranych krajów. Koszty te, w odniesieniu do krajów, które w ostatnich latach doświadczyły kryzysów bankowych, rozpatrywane są w dwu aspektach: jako koszty fiskalne oraz koszty utraty dochodu narodowego. Z zaprezentowanych materiałów liczbowych wynika, że w konsekwencji przeżytych kryzysów bankowych wiele krajów poważnie cofnęło się w rozwoju gospodarczym. Rozważania zawarte w rozdziale pierwszym zamyka fragment, w którym O. Szczepańska, cytując licznych autorów, stara się wyjaśnić i sprecyzować najważniejsze dla książki pojęcie stabilności finansowej. Sądzę, że próba określenia tego pojęcia, w warunkach jego niejednoznaczności występującej w wielu publikacjach, będzie wielce pomocna dla innych autorów zajmujących się problematyką stabilności finansowej.

Kolejny, drugi rozdział książki, „Przesłanki, założenia i struktura sieci bezpieczeństwa finansowego w świetle teorii i doświadczeń międzynarodowych”, otwierają rozważania, które mają odpowiedzieć na pytanie: dlaczego stabilność finansowa jest celem polityki publicznej? Próba odpowiedzi na to pytanie prowadzi Autorkę do szerszych rozważań na temat potrzeby regulacji i protekcji w systemie finansowym. Wynika z nich konieczność istnienia sieci bezpieczeństwa finansowego. Założeniom i strukturze tej sieci poświęcony jest ostatni, najobszerniejszy fragment rozdziału drugiego. We fragmencie tym zostały omówione podmioty tworzące sieć bezpieczeństwa finansowego:

- rządy (reprezentowane przez ministerstwa finansów),
- banki centralne,
- instytucje nadzoru finansowego,
- systemy gwarantowania depozytów.

Dla osób, które dopiero poznają strukturę i funkcjonowanie sieci bezpieczeństwa finansowego, rozważania Autorki będą bardzo kompetentnym i przejrzystym wykładem monograficznym. Z kolei Czytelnicy znający wcześniejsze publikacje O. Szczepańskiej na ten temat znajdą w tym fragmencie nie tylko nowe wątki, ale przede wszystkim prezentację szeregu zdarzeń, które miały miejsce w ostatnim czasie w systemach bankowych, oraz próbę ich oceny.

Przedmiotem rozważań w rozdziale trzecim książki, „Stabilność cen i stabilność finansowa jako cele banku centralnego”, jest problem, w jakim stopniu celem banku centralnego jest stabilność finansowa.

W wyniku analizy aktów prawnych regulujących działalność 35 badanych banków centralnych O. Szczepańska dochodzi do wniosku, że głównym celem ich polityki jest utrzymanie stabilnych cen. Jednak w przypadku 18 banków centralnych ustawy *explicite* zobowiązują je do wspierania stabilności finansowej. W pozostałych przypadkach ustawy także zobowiązują banki centralne do działań na rzecz stabilności finansowej, ale zobowiązania te nie są wyrażone *explicite*, co spowodowane jest, zdaniem Autorki, głównie tym, że dotychczas nie wypracowano jednej, powszechnie obowiązującej definicji stabilności finansowej.

Mimo że z formalnego punktu widzenia stabilności finansowej został przyznany niższy priorytet niż utrzymaniu stabilnych cen, jednak analiza działalności praktycznej banków centralnych prowadzi O. Szczepańską do konkluzji, iż *de facto* wszystkie badane banki centralne angażują się we wspieranie stabilności finansowej. Zaangażowanie banków centralnych w działania na rzecz stabilności finansowej jest konsekwencją roli, jakie odgrywają w gospodarce. Wynika m.in. z tego, że:

- banki centralne są odpowiedzialne za emisję pieniądza w kraju,
- istnieje ścisły związek pomiędzy stabilnością cen a stabilnością finansową.

Jednocześnie Autorka słusznie podkreśla, że stabilność cen sprzyja stabilności finansowej, ale – jak prowadzi kryzys na rynku kredytów subprime w Stanach Zjednoczonych – jej nie gwarantuje.

Rozważania O. Szczepańskiej zawarte w rozdziale trzecim prowadzą do wniosku, że już w niedalekiej przyszłości można oczekiwać zwiększenia roli banków centralnych w działaniach na rzecz utrzymania stabilności finansowej. Będzie to tym łatwiejsze, że istnieją ściśle związki polityki pieniężnej prowadzonej przez każdy bank centralny z funkcją wspierania stabilności finansowej. Doświadczenia historyczne wskazują bowiem, że polityka pieniężna może być skutecznie wykorzystana do odwracania niepożądanych zjawisk w systemie finansowym.

W rozdziale czwartym, „Rola banku centralnego w zarządzaniu kryzysem w systemie finansowym”, Autorka koncentruje się przede wszystkim na problematyce awaryjnego wspierania płynnościowego, czyli na pełnieniu przez bank centralny funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji. Treść tego rozdziału stanowi zatem, w pewnym zakresie, kontynuację i uszczegółowienie rozważań zawartych w rozdziale drugim, poświęconych organizacji i funkcjonowaniu sieci bezpieczeństwa finansowego, w zakresie roli banku centralnego w tej sieci. Rolą banków centralnych w funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji jest przede wszystkim niedopuszczenie do tego, aby kryzys płynności w bankach przekształcił się w kryzys wypłacalności.

Warto podkreślić, że rozważania O. Szczepańskiej poświęcone pełnieniu przez banki centralne funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji zostały przygotowane na podstawie bardzo bogatej i aktualnej, jak już podkreślałem, literatury. Cechuje je także duża szczegółowość. Biorąc pod uwagę fakt, że problematyka ta jest również przedmiotem moich badań, mogę stwierdzić, iż analiza funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji zawarta w książce O. Szczepańskiej, jest najbardziej wnikliwa w literaturze polskiej. Niewielka liczba publikacji na ten temat wiąże się zapewne z faktem, że banki centralne stosują tzw. strategię konstruktywnej niejednoznaczności (*constructive ambiguity*), w konsekwencji której starają się nie upubliczniać programów swych przyszłych działań dotyczących awaryjnego wsparcia płynnościowego. Niejako uzupełnieniem rozważań poświęconych pełnieniu przez banki centralne funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji w sytuacjach kryzysowych jest omówienie przez Autorkę w końcowej części rozdziału czwartego innych instrumentów zarządzania kryzysem finansowym.

Piąty rozdział książki O. Szczepańskiej: „W kierunku nowego podejścia do kwestii odpowiedzialności banku centralnego za stabilność finansową”, jest – jak się wydaje – najbardziej twórczym fragmentem recenzowanej publikacji. Autorka zaprezentowała bowiem w tym rozdziale nowe, oryginalne podejście do kwestii od-

powiedzialności banków centralnych za utrzymanie stabilności finansowej.

Punktem wyjścia jej rozważań jest stwierdzenie, że po II wojnie światowej, w ramach systemu z Bretton Woods główna odpowiedzialność za stabilność finansową spoczywała na rządach, które ograniczały swobodę świadczenia usług finansowych zarówno na terenach poszczególnych krajów, jak i w skali międzynarodowej. Jednak od lat 80. XX w. nasiliły się procesy deregulacji systemów finansowych oraz procesy globalizacji. Spowodowało to skomplikowanie powiązań systemów finansowych z gospodarką realną, w wyniku czego zyskiwały na znaczeniu mechanizmy pośredniego oddziaływania na system finansowy w celu jego stabilizacji. W tej sytuacji stopniowo wzrastała rola banku centralnego w funkcjonowaniu sieci bezpieczeństwa finansowego.

Tę rosnącą rolę banku centralnego w zapewnieniu stabilności finansowej Autorka analizuje w czterech obszarach.

Pierwszy z tych obszarów dotyczy roli banku centralnego w systemie płatniczym. Podkreśla się, że system płatniczy jest najważniejszym elementem infrastruktury nie tylko rynków finansowych, ale i całej gospodarki, porównywanym w swej funkcji z krwioobiegami gospodarki rynkowej. O roli banku centralnego w funkcjonowaniu współczesnych systemów płatniczych decydują trzy podstawowe funkcje, które on pełni. Są to funkcje: operacyjna, polegająca na tworzeniu i prowadzeniu przez bank centralny systemów płatności, regulacyjna i nadzoru nad systemami płatniczymi w kraju oraz współpracy z innymi bankami centralnymi, a także z sektorem prywatnym w celu zwiększenia bezpieczeństwa systemów płatniczych.

Drugi obszar rozważań dotyczy form zaangażowania banku centralnego w nadzór bankowy. Przedmiotem tych rozważań są aktualne, jakże kontrowersyjne, dylematy funkcjonowania nadzoru, takie jak: nadzór zintegrowany czy wyspecjalizowany, nadzór krajowy czy ponadnarodowy, nadzór zlokalizowany w banku centralnym czy w odrębnej instytucji. Rozważając te kwestie, Autorka stara się zidentyfikować zalety i wady poszczególnych opcji, przytaczając jednocześnie opinie najwybitniejszych teoretyków i praktyków bankowości w poszczególnych kwestiach.

Trzeci obszar rozważań dotyczy nowego podejścia do oceny stabilności finansowej, które wykształciło się w ostatnich latach, zwanego analizą makroostrożnościową. Celem tej analizy jest poznanie mechanizmów wzajemnego oddziaływania systemu finansowego i realnej strony gospodarki oraz zrozumienie istoty i genezy kryzysów finansowych, aby móc zapobiegać im w przyszłości. To nowe podejście do oceny stabilności finansowej polega przede wszystkim na:

- analizie systemu finansowego jako całości i jego związków z realną sferą gospodarki,
- identyfikacji zagrożeń dla stabilności systemu finansowego,

– ocenie odporności systemu finansowego na potencjalne szoki.

Czwarty obszar rozważań zawartych w rozdziale piątym odnosi się do prowadzonej przez bank centralny działalności informacyjnej. Celem tej działalności jest informowanie podmiotów i innych instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego o wynikach analiz prowadzonych w banku centralnym i sytuacji w systemie finansowym. Formy komunikowania się banków centralnych z otoczeniem są, jak przedstawiła Autorka, liczne i zróżnicowane w treści. Służą one często do wysyłania swego rodzaju sygnałów ostrzegających o zagrożeniach dla stabilności finansowej.

W szóstym, ostatnim rozdziale książki, zatytułowanym „Funkcja stabilności finansowej w Eurosystemie”, O. Szczepańska stara się – w świetle wcześniejszych spostrzeżeń i wniosków – zbadać, czy Europejski Bank Centralny jako nowy bank centralny został wyposażony w odpowiednie kompetencje i narzędzia, aby móc sprawnie działać na rzecz wspierania stabilności systemu finansowego w strefie euro. Odpowiedź na to pytanie, która wylania się ze szczegółowych rozważań Autorki i opinii innych badaczy tej problematyki, nie jest jednoznaczna.

Autorka podkreśla, że formuła funkcjonowania EBC określona w Traktacie bazuje na „wąskim rozumieniu” bankowości centralnej. Statutowa odpowiedzialność Banku została ograniczona do realizacji celu monetarnego. W zakresie stabilności finansowej prawny mandat EBC nie wykracza natomiast poza działania polegające na usprawnianiu systemów płatniczych. Sprawowanie nadzoru bankowego w krajach strefy euro, zgodnie z zasadą subsydiarności, pozostało w gestii krajowych banków centralnych. Rozwiązanie takie poważnie utrudnia nadzór nad coraz silniejszymi międzynarodowymi grupami bankowymi.

Nie została również jasno określona rola EBC jako pożyczkodawcy ostatniej instancji. Z drugiej jednak strony można znaleźć wiele dowodów na to, że EBC podejmuje wielorakie działania mające na celu utrzymanie stabilności finansowej. W tym celu wykorzystuje zarówno instrumenty polityki pieniężnej, jak i środki finansowe będące w jego dyspozycji. Szczególnie duże środki finansowe przeznaczył na sfinansowanie działań służących wzmocnieniu systemów płatniczych, a także na sfinansowanie ciągle rozwijanych analiz i badań dotyczących stabilności systemu finansowego w strefie euro.

EBC stara się także doskonalić formy i treść komunikacji z otoczeniem. Jednak skuteczność działań EBC oraz całego Eurosystemu w zakresie zabezpieczenia stabilności finansowej jest osłabiona, jak podkreśla O. Szczepańska, przez zdecentralizowaną i rozproszoną strukturę sieci bezpieczeństwa finansowego.

Oceniając całą zawartość książki, pragnę stwierdzić, że Autorka w pełni zrealizowała sformułowany w

przedmowie cel badawczy. Jest to praca oryginalna i pionierska w naszym kraju. Autorka podjęła się zbadania problemu bardzo ważnego i trudnego. Zebrała i przeanalizowała bogatą literaturę przedmiotu, zarówno krajową, jak i zagraniczną, a także bogate materiały źródłowe, wyciągając ważne i trafne wnioski. Rozważania zawarte w książce i sformułowane wnioski będą z pewnością przydatne dla osób kontynuujących te badania. Będą także przydatne dla praktyki gospodarczej.

Moja bardzo wysoka ocena wartości merytorycznej książki O. Szczepańskiej nie oznacza jednak, że nie można w niej dostrzec, podobnie jak niemal w każdej publikacji, pewnych kwestii dyskusyjnych czy też braków. W trakcie lektury tej ciekawej pracy nasunęły mi się następujące uwagi:

- Prezentując różne rozwiązania instytucjonalne w systemie bankowym, Autorka z dużą erudycją przytacza argumenty i opinie innych autorów „za” i „przeciw” przyjętemu czy proponowanemu rozwiązaniu. Szkoda jednak, że nie formułuje własnych ocen i propozycji, starając się je uzasadnić. Przykładem takiej sytuacji mogą być rozwiązania dotyczące kształtu i funkcjonowania nadzoru bankowego.

- Należy żałować, że omawiając w rozdziale piątym politykę informacyjną banku centralnego, Autorka nie podkreśliła kwestii odpowiedzialności tego banku będącej przeciwwą jego niezależności. Trzeba zauważyć, że odpowiedzialności banku centralnego nie należy wiązać z angielskim określeniem *responsibility*, ale z określeniem *accountability*, któremu w języku polskim odpowiadałoby raczej określenie: obowiązek zdania sprawozdania. Wynika z tego, że polityka informacyjna banku centralnego jest ściśle związana z wykonywaniem obowiązku jego odpowiedzialności przed suwerenem – zgodnie z teorią agencji.

- Dyskusyjne jest stwierdzenie Autorki na s. 223, że „Odpowiedzialność [EBC – R.W.] za funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji nie jest jasno określona...”. Moim zdaniem funkcja ta, a ściślej procedury działania, nie zostały opublikowane – zgodnie ze stosowaną strategią „konstruktywnej niejednoznaczności”, mającą zniechęcić banki komercyjne do korzystania z „pokusy nadużycia”. Nie oznacza to jednak, że EBC nie ma takich procedur.

- Szkoda, że w książce zabrakło, na zakończenie, fragmentu, w którym zawarte byłyby wnioski wynikające z rozważań w poszczególnych rozdziałach (część tych wniosków Autorka ujęła, w bardzo syntetycznej formie, w przedmowie, część zaś w ostatnim fragmencie rozdziału szóstego).

W nawiązaniu do powyższych, być może dyskusyjnych uwag, pragnę podkreślić, że w moim przekonaniu nie obniżają one istotnie wartości tej wielce interesującej i z pasją napisanej książki. Są raczej wyrazem refleksji uważnego czytelnika.

Sądzę, że omawianą książkę należy polecić do uważnego przestudiowania nie tylko pracownikom i studentom wydziałów ekonomii, zarządzania i prawa wyższych uczelni oraz osobom pracującym w sektorze bankowym i w instytucjach z nim związanych, ale tak-

że wszystkim, którzy interesują się problemami współczesnej gospodarki.

Bibliografia

- Polański Z. (2003), *Wprowadzenie. System finansowy we współczesnej gospodarce rynkowej*, w: B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Rosati D. (2008), *Rynek finansowy nowej epoki*, „Rzeczpospolita”, 4 grudnia, s. B15.

Konrad Stępień, *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw*

Review of the book by Konrad Stępień, *Profitability and Solvency of Enterprises*

Centrum Doradztwa i Informacji Difin, Warszawa 2008

*Agnieszka Cenkier**

Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw autorstwa Konrada Stępnia to kolejna na naszym rynku wydawniczym publikacja z zakresu oceny sytuacji finansowej podmiotów prowadzących działalność gospodarczą. Książka liczy 176 stron i składa się z wprowadzenia oraz siedmiu rozdziałów. Załączony wykaz literatury, liczący 165 pozycji, odniesiony do objętości opracowania wydaje się imponujący. Są to przede wszystkim opracowania wydane w ostatniej dekadzie ubiegłego wieku i w pierwszych latach bieżącej dekady. Jest też znaczna liczba publikacji sprzed 1990 r. (22 pozycje). W wykazie dominują opracowania polskojęzyczne, ale udział publikacji obcojęzycznych, głównie w języku angielskim, jest znaczny (25 pozycji).

Treść pierwszego rozdziału książki wprowadza Czytelnika w podstawowe zagadnienia – rentowność i wypłacalność – stanowiące przedmiot rozważań Autora w dalszej części opracowania. W rozdziale drugim Autor nawiązuje do roli rachunkowości w ocenie rentowności i wypłacalności przedsiębiorstw oraz sprawozdania finansowego jako źródła informacji o podmiocie poddanym ocenie. W rozdziale trzecim krótko przedstawiono istotę analizy finansowej, jej rodzaje i metody. Rozdziały czwarty i piąty prezentują zastosowanie analizy finansowej w badaniu rentowności oraz wypłacalności przedsiębiorstw. W rozdziale szóstym Autor przedstawia model pomiaru i oceny stopnia realizacji nadrzędnych celów działalności przedsiębiorstwa. W ostatnim, siód-

mym rozdziale podejmuje kwestię umiejętności przewidywania upadłości przedsiębiorstw.

Zagadnienie oceny sytuacji finansowej podmiotów gospodarczych ma mocną pozycję na rynku wydawniczym i w rozmaitych ujęciach jest ciągle chętnie poruszane przez wielu autorów. Duża liczba wydawnictw dotyczących analizy finansowej jest uzasadniona nieustanną pogonią przedsiębiorstw za poprawą wyników, wynikającą z prowadzonej walki konkurencyjnej. W obliczu konieczności nieustannej weryfikacji wykazywanych wyników z jednej strony, z drugiej zaś potrzeby opracowywania prognoz znaczenie analizy finansowej niełatwo przecenić. Skuteczne zarządzanie przedsiębiorstwem bez odpowiedniej biegłości w posługiwaniu się analizą wprost trudno sobie dzisiaj wyobrazić, stąd chętnych do studiowania jej tajników jest wielu.

Prezentowana publikacja jest kolejnym opracowaniem, którego Autor podejmuje próbę przedstawienia roli analizy finansowej w badaniu kondycji przedsiębiorstw, w zasadzie ograniczając prowadzone rozważania do oceny rentowności i wypłacalności, co sygnalizuje już w tytule podręcznika.

Zaproponowany przez Autora układ opracowania nie budzi zastrzeżeń, tok prowadzonego wywodu wydaje się logiczny i czytelny w odbiorze. Omawiane zagadnienia w przeważającej części tekstu opisane są przystępnym językiem, zrozumiałym nawet dla mniej wyrobionego Czytelnika. Jednak lektura opracowania skłania do pewnych refleksji.

Ciekawe wydaje się przede wszystkim samo sformułowanie tytułu książki, które prowokuje do dokonania

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

pewnego wyboru – *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw*. Czy jest to alternatywa, czyli sytuacja w której wykazanie przez przedsiębiorstwo rentowności pozbawia je wypłacalności, natomiast wypłacalność można osiągnąć kosztem rentowności. Jeśli tak, to pojawia się kwestia do rozstrzygnięcia: czy przedsiębiorstwo powinno raczej zachować wypłacalność czy raczej być rentowne. A może, pod rygorem spełnienia określonych warunków, możliwe jest jednoczesne osiągnięcie obu stanów? Do problemu postawionego w tytule Autor nawiązuje już we „Wprowadzeniu”. Przychyla się do przyznania jednakowej rangi obu analizowanym kategoriom i uznania ich za tak samo ważne dla sytuacji przedsiębiorstwa. Wobec powyższego pozostaje niejasne, czym Autor kierował się w wyborze tytułu.

Przegląd bogatej literatury na temat tego, czym jest nadrzędny cel działalności jednostek gospodarczych, który składa się na treść podrozdziału 1.1, pozwala Czytelnikowi wyrobić sobie pogląd o różnorodności i zmienności w czasie omawianego zagadnienia. Tę część podręcznika warto jednak uzupełnić stanowiskiem Autora. Wyrażna deklaracja, który z prezentowanych, przeróżnych sposobów formułowania celu przedsiębiorstwa – od wywodzącej się z neoklasycznej teorii maksymalizacji zysku po całkiem jeszcze młodą koncepcję maksymalizacji bogactwa dla akcjonariuszy – jest mu najbliższy, ułatwiłaby Czytelnikowi ustosunkowanie się do przytoczonych koncepcji oraz rozstrzygnięcie, co tak naprawdę powinno stanowić cel przedsiębiorstwa i jakie miary należy w związku z tym stosować do oceny stopnia jego realizacji.

W odniesieniu do omawianej części tekstu warto byłoby jednoznacznie wyjaśnić, dlaczego Autor swoje refleksje dotyczące celu przedsiębiorstwa ogranicza do podmiotów prywatnych (jest to widoczne już we „Wprowadzeniu”). Jeśli reprezentuje pogląd, że w gospodarce rynkowej przedsiębiorstwo stanowiące własność publiczną nie może dążyć do realizacji celu „rynkowego”, to takie stanowisko powinien uzasadnić. W przeciwnym wypadku w prowadzonych rozważaniach należałoby przedstawić analizowane zagadnienie również w odniesieniu do podmiotów mających inną formę własności niż prywatna i realizujących inne cele niż społeczne.

Zawartość rozdziału drugiego i trzeciego może wydać się szczególnie interesująca dla początkującego analityka. W rozdziale drugim Czytelnik znajdzie podstawowe informacje dotyczące struktury i funkcji współczesnej rachunkowości oraz zwięzłą charakterystykę sprawozdania finansowego jako źródła informacji o działalności prowadzonej przez podmioty gospodarcze. Pozna tu również najważniejszych użytkowników sprawozdania oraz dowie się, jak ważna jest umiejętność kompleksowej analizy treści sprawozdania, uwzględniającej powiązania między treścią poszczególnych jego elementów. W rozdziale trzecim Autor przedstawia istotę analizy finansowej jako narzędzia oceny działalności przedsiębiorstwa oraz krótko omawia rodzaje i metody analizy. Lektura obu rozdziałów to do-

bry punkt wyjścia do głębszego poznania roli analizy i jej znaczenia w przedsiębiorstwie. Warto zastanowić się, czy w tytule rozdziału drugiego – „Rola rachunkowości w badaniu rentowności oraz wypłacalności przedsiębiorstw” – i trzeciego – „Analiza finansowa narzędziem badania rentowności i wypłacalności przedsiębiorstw” – zasadne jest akcentowanie kwestii rentowności i wypłacalności podmiotów gospodarczych. Wiadomości zawarte w obu rozdziałach dotyczą bowiem podstawowych zagadnień o charakterze ogólnym z zakresu, odpowiednio, rachunkowości oraz analizy finansowej.

W rozdziale czwartym zostały przedstawione wskaźniki, które mogą być stosowane w badaniu rentowności sprzedaży przedsiębiorstwa, jego aktywów oraz kapitału własnego. Możliwość konstruowania wskaźników pomocnych w ocenie rentowności Autor ilustruje znaczną liczbą przykładów. Ponadto zaprezentowana krótka charakterystyka dźwigni finansowej pozwala Czytelnikowi poznać wpływ struktury kapitału przedsiębiorstwa na jego rentowność. Autor stwierdza, że „...do analizowania efektywności jednostek gospodarczych notowanych na giełdzie papierów wartościowych (tj. spółek akcyjnych) można stosować także wskaźniki rynku kapitałowego”. (s. 109) Nie wiadomo, dlaczego akurat te właśnie wskaźniki Autor uznał za godne uwagi i szczegółowego omówienia. Przyjęte ujęcie zagadnienia nie pozwala zorientować się, czy wskaźniki rynku kapitałowego są w opinii Autora jedynym uzupełnieniem wcześniej przez niego przedstawionych „właściwych” wskaźników rentowności czy uzupełnieniem jedynym z możliwych. W pierwszym przypadku dobrym rozwinięciem rozważań byłaby próba przekonania Czytelnika o słuszności autorskiego poglądu. W drugim przypadku dokonany wybór wart jest uzasadnienia.

Informacje dotyczące wskaźników, ograniczone do przedstawienia ich konstrukcji z krótkim komentarzem treści ekonomicznej każdego z nich, choć podane w sposób usystematyzowany i czytelny, nie pozwalają Czytelnikowi lepiej poznać możliwości analizy wskaźnikowej, w szczególności interpretacyjnych. Dlatego opracowanie warto rozszerzyć (np. przy okazji kolejnego wydania) o omówienie prezentowanych wskaźników na przykładzie wybranej (wymyślonej) spółki dla dwóch, a nawet trzech kolejnych okresów sprawozdawczych oraz ich przykładową interpretację. Obserwowanie zmian wartości wskaźników w czasie, próby wskazania przyczyn zarysowujących się tendencji oraz przewidywania ich skutków w przyszłości, jak również badanie relacji między różnymi, wybranymi (konkretnymi) wielkościami pozwoliłyby Czytelnikowi w większym stopniu i w bardziej praktycznym ujęciu poznać zastosowanie analizy. Sugestia dotycząca rozwinięcia części tekstu zawierającej charakterystykę wskaźników o analizę sytuacji konkretnej spółki na konkretnych liczbach odnosi się również do rozdziału piątego, zatytułowanego „Metody pomiaru i analizy wypłacalności jednostek gospodarczych”. Zostały w nim zaprezentowane wskaźniki, które Autor pro-

ponuje wykorzystać, zgodnie z tytułem, do oceny wypłacalności przedsiębiorstwa. I w tym przypadku wybór warto by uzasadnić. Ponadto w tej części opracowania pojawia się pewien brak przejrzystości wyводу dotyczącego zagadnienia wypłacalności, a w szczególności odniesienia pojęcia wypłacalności do pojęcia płynności.

Choć oba pojęcia związane są z koniecznością spłaty istniejących zobowiązań, każde z nich ma nieco odmienną treść ekonomiczną. Dlatego nie powinno się używać ich wymiennie. Płynność jest powszechnie rozumiana jako zdolność przedsiębiorstwa do bieżącego regulowania zobowiązań. Kwestia wypłacalności staje się paląca na przykład w przypadku wykazania straty, która wymaga pokrycia. O przetrwaniu przedsiębiorstwa w krótkim okresie decyduje płynność. Wypłacalność odnosi się do dłuższego okresu. Przydałoby się uzasadnienie Autora, dlaczego do oceny wypłacalności mimo wszystko proponuje standardowy pakiet wskaźników stosowanych do oceny płynności. Dla przedsiębiorstwa optymalna jest sytuacja, gdy jest ono i płynne, i wypłacalne. I do takiego przypadku ogranicza Autor swoje rozważania – „...jednostkę gospodarczą posiadającą zarówno płynność finansową jak i dysponującą majątkiem w wysokości umożliwiającej w całości pokrycie wszystkich zobowiązań, z pewnością można uznać za wypłacalną” (s. 115). Jednak w praktyce zdarza się, że przedsiębiorstwo, które na bieżąco reguluje swoje zobowiązania, nie jest wypłacalne i odwrotnie – przedsiębiorstwo, którego płynność jest zagrożona, może mieć pokrycie zobowiązań w majątku, czyli być wypłacalne. Przedsiębiorstwo może też nie mieć płynności i jednocześnie nie być wypłacalne. Możliwe jest więc wystąpienie którejs z przedstawionych sytuacji, a posiadanie płynności nie jest warunkiem wypłacalności. I trzeba to Czytelnikowi uzmysłowić.

Dokonana przez Autora charakterystyka istoty kapitału obrotowego i zaprezentowanie jego znaczenia dla płynności przedsiębiorstwa dobrze wkomponowują się w rozważania na temat badania wypłacalności i płynności, podobnie jak przedstawienie możliwości oceny zdarzeń w przedsiębiorstwie przez pryzmat przepływów pieniężnych, szczególnie przydatnej w zarządzaniu płynnością.

Prowadzone rozważania, składające się na treść pierwszych pięciu rozdziałów książki, Autor wykorzystuje do zbudowania modelu pomiaru i oceny rentowności oraz wypłacalności przedsiębiorstw. Aplikacyjny charakter modelu powinien skłonić Autora do zastosowania go w praktyce. Uzyskane empiryczne wyniki pozwoliłyby zweryfikować sytuacje teoretyczne, przewidywane przez Autora przed przeprowadzeniem badań, oraz sformułować opinię na temat celowości jego stosowania w przyszłości. Można również zachęcić Autora do opracowania innego wariantu modelu, o nieco odmiennych założeniach niż przyjęte przez niego. W szczególności można zaproponować na przykład następujące modyfikacje:

- Badaniem objąć poszczególne, homogeniczne grupy przedsiębiorstw (np. sklepikarzy osiedlowych) i w takim samym układzie oceniać uzyskane wyniki badania.
- Rentowność kapitału własnego, jako miarę zwiększenia bogactwa właścicieli, zastąpić np. ekonomiczną wartością dodaną. Zysk netto jest obciążony wszelkimi konsekwencjami zasady memoriałowej i prowadzonej przez przedsiębiorstwo polityki bilansowej. Jego wielkość nie zależy od przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa, które inwestorzy uwzględniają przy szacowaniu przyszłych korzyści. Ponadto w jego kalkulacji nie uwzględnia się wartości pieniądza w czasie, jak również kosztu kapitału własnego, stanowiącego jeden z istotnych czynników kształtujących ryzyko przedsiębiorstwa. W rezultacie rentowność wykazywana na poziomie księgowym nie musi iść w parze ze wzrostem bogactwa właścicieli¹. Wobec powyższego jakość pomiaru wzrostu bogactwa za pomocą ekonomicznej wartości dodanej jest nieco odmienna.
- Porównanie badanych parametrów przedsiębiorstwa z wartościami referencyjnymi (np. średnia dla branży) rozszerzyć o ich badanie w czasie, a zaobserwowane zmiany (bądź ich brak) również uwzględnić w opinii o sytuacji badanego podmiotu.

Po przeprowadzeniu badania z wykorzystaniem „nowego” modelu na etapie formułowania wniosków oprócz grup podmiotów zaproponowanych przez Autora (s. 155), warto wyodrębnić grupy przedsiębiorstw, które realizują, trwale lub przejściowo, obydwa wyznaczone cele jednocześnie, realizuje jeden z nich lub nie realizują żadnego. Porównanie wyników uzyskanych przy zastosowaniu jednego i drugiego modelu mogłoby prowadzić do ciekawych spostrzeżeń na temat efektywności i płynności przedsiębiorstw. Sformułowane wnioski mogłyby okazać się przydatne w praktycznym zarządzaniu przedsiębiorstwami, w tym w poszukiwaniu symptomów upadłości. Ze względu na potrzebę wieloaspektowej oceny sytuacji podmiotów gospodarczych można rozważyć opracowanie jeszcze innych wariantów modelu.

Autor kończy rozważania (rozdział 7) zwięzłą informacją o istocie i zastosowaniu analizy dyskryminacyjnej w przewidywaniu upadłości przedsiębiorstw, co – wobec wcześniej omawianych zagadnień – wydaje się trafnym wyborem. Wrażeniem z lektury towarzyszy pewien niedosyt, wynikający z braku zakończenia, które byłoby dobrą okazją do krótkiego podsumowania rozważań składających się na treść podręcznika. Warto o nim pomyśleć przy okazji następnego wydania.

Prezentowany podręcznik można polecić przede wszystkim tym osobom, które mając już pewną wiedzę o analizie finansowej, jej istocie, elementach, metodach, narzędziach oraz obszarach zastosowania, uzupełniają zdobyte wiadomości i w poszukiwaniu pełnowymiarowego i czytelnego „wizerunku” analizy próbują poznać jej rozmaite ujęcia. Przystudiowanie książki K. Stępnia może z powodzeniem stanowić jedną z takich prób.

¹ Podobna uwaga odnosi się do fragmentu „Wprowadzenia” dotyczącego zysku przedsiębiorstwa jako miary korzyści właścicieli (s. 7–8).