Monika PIEŃKOWSKA
Pekao Access Sp. z o.o.

PRZYCZYNY UPADŁOŚCI W ŚWIETLE TEORII PRZEDSIĘBIORSTWA – WERYFIKACJA EMPIRYCZNA

Wprowadzenie

Autorzy biologicznych teorii przedsiębiorstwa zakładają, iż przedsiębiorstwa podlegają podobnym prawom, jak organizmy żywe: przystosowują się, ewoluują, dojrzewają i starzeją. Kolejne stadia rozwoju przedsiębiorstwa charakteryzują się odmiennymi cechami i wymagają odrębnego podejścia do rozwiązywanych problemów. Wyróżnia się tu zazwyczaj cztery fazy: narodziny, wzrost, dojrzałość i schyłek[1].

Ostatni etap życia przedsiębiorstwa – schyłek – nie jest okresem jednorodnym. J. Argenti wyróżnia w nim cztery fazy, w których następuje stopniowe pogarszanie sytuacji finansowej[2]. W fazie I utrwalają się niedomogi działalności, które jednak nie wywołują jeszcze istotnych zmian i zakłóceń. W fazie II niedomogi prowadzą do popełniania istotnych błędów i narastającego pogłębiania się nieprawidłowości. Cechą fazy III jest ujawnianie się istotnych zakłóceń w działalności, w tym w szczególności w zakresie płynności i wypłacalności przedsiębiorstwa. W fazie IV następuje upadłość oraz likwidacja przedsiębiorstwa.

Kryzys i w konsekwencji bankructwo mogą jednak wystąpić niemal na każdym etapie życia przedsiębiorstwa. Podatność poszczególnych przedsiębiorstw na upadłość jest bardzo zróżnicowana w zależności od cech samego przedsiębiorstwa

---

[1] Oczywiste jest, iż nie wszystkie przedsiębiorstwa przechodzą wymienione stadia. Przedsiębiorstwa na skutek decyzji właścicielskich podlegają fuzjom, podziałom i innym operacjom, które korygują naturalny cykl życia.

[2] Por. J. Argenti, *Corporate Collapse. The Causes and Symptoms*, McGraw-Hill Book Co. Ltd., 1976, za: M. Marcinkowska, *Jak dostrzegać symptomy zagrożenia wypłacalności przedsiębiorstwa?*, Monitor Rachunkowości i Finansów 2003, nr 4 (59), s. 55-58; J. Argenti, *Predicting Corporate Failure*, Accountancy 1986, nr 2, s. 157-158.

(jego wielkości, miejsca na rynku, stopnia dywersyfikacji działalności, struktury organizacyjnej i sposobu zarządzania), jego otoczenia, konkurencji.

Dotychczas ani w Polsce, ani w krajach rozwiniętych nie stworzono kompleksowej, spójnej, udokumentowanej badaniami teorii bankructwa. W naszym kraju jej rozwój jest dodatkowo ograniczany poprzez brak systemu monitorowania procesów upadłościowych.

1. Przyczyny upadłości. Ujęcie literaturowe

Klasyfikacja przyczyn upadłości stanowi przedmiot rozważań wielu publikacji z zakresu szeroko pojętego zarządzania, w tym zarządzania finansami[3]. W literaturze najczęściej wyróżnia się przyczyny wewnętrzne, wynikające z działań podejmowanych przez zarządzających przedsiębiorstwem, i zewnętrzne, niezależne od przedsiębiorstwa. Wśród zagrożeń zewnętrznych, niezależnych od woli i działań przedsiębiorstwa, wyróżnia się zmiany w otoczeniu o charakterze ekonomicznym, technologicznym, prawnym, politycznym, społecznym. Zagrożenia wewnętrzne, uwarunkowane decyzjami podejmowanymi w przedsiębiorstwie, obejmują szereg zróżnicowanych czynników, kształtowanych przez politykę finansową, handlową i produkcyjną.

Pojedyncze elementy teorii bankructwa, w tym charakterystyka przyczyn upadłości, przewijają się zarówno w neoklasycznej, jak i we współczesnych teoriach przedsiębiorstwa. Podejmowane dotychczas próby tworzenia pełnej koncepcji na bazie teorii przedsiębiorstwa podsumowane zostały m.in. w pracach O. Harta oraz L. Lizala[4]. Rozważania teoretyczne oraz analiza przypadków upadłości przedsiębiorstw prowadzą do wniosku, iż przyczyny bankructw, w świetle badań nad przedsiębiorstwem, podzielić można na trzy podstawowe grupy:

1) Przyczyny neoklasyczne – w ramach tego podejścia zakłada się, że przyczyną upadłości jest niewłaściwa, nieefektywna alokacja aktywów i/lub ich struktura.

---

[3] Por. m.in. J. Argenti, *Predicting Corporate*; T. Stasiewski, *Upadek przedsiębiorstw, przyczyny, symptomy i metody przewidywania*, Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej SK w Polsce 1995, nr 33, s. 157; L. Bednarski, *Problemy oceny zagrożenia sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej SK w Polsce 1998, nr 46, s. 23 i n.; R. Połczyńska-Gościniak, *Ocena przedsiębiorstwa w aspekcie kontynuacji działania*, Monitor Rachunkowości i Finansów 2001, nr 3, s. 22-23; M. Matuszak, *Upadki polskich przedsiębiorstw w latach 1990-2000. Wybrane problemy i wyniki badań prowadzonych w sądach gospodarczych*, w: *Przedsiębiorstwo na przełomie wieków*, red. B. Godziszewski, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2001, s. 133-147.

[4] O. Hart, *Different Approaches to Bankruptcy*, Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper 2000, nr 1903, s. 1-14; L. Lizal, *Determinants of Financial Distress: What Drives Bankruptcy in a Transition Economy? The Czech Republic Case*, William Davidson Working Paper 2002, nr 451, s. 6-7.

Dokonywana poprzez upadłość zmiana zaangażowania aktywów wpływa na poprawę funkcjonowania gospodarki.

2) Przyczyny finansowe – bankructwa mogą być spowodowane niewłaściwym sposobem finansowania aktywów, nawet przy optymalnym zaangażowaniu majątku. W szczególności znaczenie mają tu aspekty związane z płynnością, strukturalne niedostosowanie terminów zapadalności zobowiązań do cyklu rotacji majątku obrotowego, w tym gotówki. Utrata płynności nie jest jeszcze podstawą do ogłoszenia upadłości. W długim okresie jednak, w powiązaniu z zakłóceniami działalności operacyjnej i pogorszeniem reputacji, przeradza się ona często w utratę wypłacalności: trwałą niezdolność do spłaty zobowiązań.
3) Przyczyny związane z nadzorem korporacyjnym (*corporate governance*). Terminem „nadzór korporacyjny" określa się całokształt otoczenia instytucjonalnego przedsiębiorstwa, gwarantujący inwestorom uzyskanie odpowiedniego zwrotu z zainwestowanego kapitału[5]. Uznaje się tu, iż przyczyną upadłości mogą być nie kwestie związane z zaangażowaniem aktywów lub strukturą finansowania, lecz niewłaściwe zarządzanie. Istotne jest kryterium winy, celowości podejmowania decyzji szkodliwych dla przedsiębiorstwa. W szerszym bowiem ujęciu każde bankructwo uzasadnić można błędami w zarządzaniu, np. zbyt późnym reagowaniem na zagrożenia i występujące już symptomy kryzysu. Dla dalszych rozważań ważne jest również, że bankructwa wywołane złym nadzorem korporacyjnym są szkodliwe dla funkcjonowania mechanizmu rynkowego. Dotyczą one przedsiębiorstw, które wyjściowo charakteryzowały się stabilną sytuacją majątkową, finansową oraz rynkową.

Systematyka taka w istotny sposób odbiega od prezentowanych powszechnie w literaturze polskiej i zagranicznej klasyfikacji przyczyn bankructwa. W szczególności jej autorzy nie wyróżniają przyczyn o charakterze makroekonomicznym, niezależnych od przedsiębiorstwa. Poglądy O. Harta oraz L. Lizala podziela J. Argenti[6]. Wskazuje on, iż najczęstszą przyczyną upadków przedsiębiorstw są błędy w zarządzaniu, co jest zgodne z teorią o wpływie nadzoru korporacyjnego.

Z uwagi na odmienny wpływ bankructw w poszczególnych grupach na funkcjonowanie mechanizmów rynkowych celowe jest zbadanie, do jakiej kategorii należą przyczyny upadłości polskich spółek giełdowych.

2. Dobór badanych spółek oraz źródła danych

Badaniem objęto wszystkie spółki, które w momencie prawomocnego orzeczenia bankructwa przez sąd były notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w War-

[5] A. Shleifer, R. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, NBER Working Paper 1996, nr 5554, s. 2.

[6] J. Argenti, *Corporate Collapse*.

szawie S.A. (GPW). Do dnia 31 sierpnia 2003 r. w grupie tej znalazły się: BetonStal S.A., Espebepe S.A., Leta S.A., Łukbut S.A., Mostostal Gdańsk S.A., Ocean S.A., Pażur S.A., STGroup S.A., GK Inwest S.A.

Analizie poddano następujące dokumenty źródłowe:

- sprawozdania finansowe spółek w okresie pięciu lat przed ogłoszeniem upadłości,
- raporty bieżące spółek, przesyłane systemem Emitent do Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG) oraz GPW,
- informacje prasowe publikowane w dziennikach ogólnopolskich oraz innych periodykach, w tym pismach branżowych,
- dostępne raporty analityczne,
- informacje pozyskane z serwisów informacyjnych (Internet Securities, PAP) oraz serwisów specjalistycznych, branżowych.

3. Przyczyny upadłości polskich spółek giełdowych

W przypadku wszystkich badanych spółek wystąpiły wielorakie przyczyny bankructwa, jednak w każdym przypadku wyróżnić można było przyczynę główną. Szczegółowa analiza pozwoliła niekiedy określić przyczyny dodatkowe.

Tabela 1

Przyczyny upadłości spółek notowanych na GPW*

Spółka	Przyczyny neoklasyczne	Przyczyny finansowe	Przyczyny związane z nadzorem korporacyjnym
BetonStal	II	I	III
Espebepe	II	I	III
GK Inwest	II	I	
Leta			I
Łukbut			I
Mostostal Gdańsk	II	I	III
Ocean			I
Pażur		I	II
STGroup			I
Częstotliwość występowania przyczyny	4 spółki, w tym w 0 jako podstawowa	5 spółek, w tym w 5 jako podstawowa	8 spółek, w tym w 4 jako podstawowa

* Dla każdej spółki podstawową przyczynę oznaczono rzymską cyfrą I, a ewentualne dodatkowe przyczyny cyframi II i III.

Źródło: Opracowanie własne.

W przypadku pięciu spółek podstawową przyczyną okazała się niewłaściwa struktura finansowania. BetonStal, Espebepe, GK Inwest oraz Mostostal Gdańsk reprezentowały sektor budowlany i w czasie poprzedzającym upadłość zajmowały się budownictwem ogólnym i/lub mieszkaniowym (działalność deweloperska). Spółka Pażur prowadziła handel hurtowy wyrobami tytoniowymi. Nadmierne zadłużenie oraz finansowanie inwestycji kredytami krótkoterminowymi nie rodziły złych skutków w okresie korzystnej sytuacji gospodarczej. Pogorszenie koniunktury, ograniczenie liczby kontraktów i klientów wpłynęły na narastanie trudności ze spłatą i odnawianiem kredytów krótkoterminowych, w sytuacji gdy gotówka zaangażowana była w długoterminowe projekty inwestycyjne. Utrata płynności w konsekwencji doprowadziła do składania przez wierzycieli wniosków o upadłość, braku możliwości korzystania z finansowania bankowego, utraty kluczowych klientów oraz ostatecznie do braku wypłacalności. Potwierdzeniem tezy o finansowych (w świetle teorii przedsiębiorstwa) przyczynach upadłości tych spółek jest fakt, iż dwie z nich, BetonStal i GK Inwest, jeszcze na rok przed ogłoszeniem upadłości wykazywały dodatnie wyniki na poziomie netto oraz operacyjnym.

W żadnej z badanych spółek nie stwierdzono, aby główną przyczyną upadłości była niewłaściwa alokacja aktywów. Jako jej przejaw traktowano: rentowność aktywów niższą niż w przedsiębiorstwach porównywalnych oraz posiadanie aktywów niezwiązanych z podstawową działalnością. Wystąpienie takich symptomów w niektórych spółkach było skutkiem bądź trudności finansowych (pogorszenia warunków prowadzenia działalności operacyjnej), bądź transakcji o wątpliwym charakterze.

Najbardziej zaskakujące jest jednak to, że aż w ośmiu spółkach (wszystkich poza GK Inwest) wystąpiły błędne decyzje zarządzających, które w czterech przypadkach bezpośrednio przyczyniły się do upadłości powierzonych menedżerom przedsiębiorstw. Wyliczyć wśród nich można[7]:

- wyprowadzanie gotówki i innych aktywów ze spółki poprzez celowe podpisywanie niekorzystnych umów (Leta, Ocean),
- nieopłacalne transakcje zakupu i sprzedaży aktywów z osobami powiązanymi z właścicielami lub członkami rad nadzorczych (Espebepe, Mostostal Gdańsk),
- celowe, zgodne z prawem, wyprowadzanie majątku operacyjnego ze spółki w celu przygotowania jej do prowadzenia nowej działalności, bez uwzględnienia konsekwencji rynkowych i finansowych tego typu działań (Łukbut, Leta),
- agresywną księgowość – przenoszenie strat i zobowiązań do spółek zależnych oraz zaniechanie tworzenia rezerw w spółce dominującej (Espebepe), udzielanie spółkom zewnętrznym pożyczek, spłacanych następnie poprzez trudne do wyceny oprogramowanie o faktycznie znacznie niższej wartości (STGroup),

[7] Przedstawiony katalog błędów w zarządzaniu, które wystąpiły w badanych spółkach, opracowano na podstawie raportów bieżących spółek przesyłanych systemem Emitent, raportów analitycznych, komunikatów GPW oraz informacji prasowych zamieszczonych w dziennikach Rzeczpospolita oraz Parkiet.

Tabela 2

Analiza wartości funkcji dyskryminacyjnych dla upadłych spółek notowanych na GPW*

Wyszczególnienie	Okres przed upadłością	I	II	III	IV	V	VI	VII
Wartość graniczna funkcji**		1,81	1,21	0,44	0,00	0,00	0,00	0,00
BetonStal	3 lata	**1,562**	1,301	**0,388**	0,788	**–1,758**	1,608	0,830
	2 lata	**1,260**	**1,088**	**0,342**	1,002	**–1,690**	1,087	0,742
	1 rok	**1,214**	**1,033**	**0,253**	0,815	**–1,670**	0,246	0,435
Espebepe	3 lata	**0,814**	**0,875**	**–0,408**	0,167	**–3,694**	**–0,860**	**–4,670**
	2 lata	**0,655**	**0,845**	**–0,321**	**–0,423**	**–3,983**	**–0,924**	**–6,215**
	1 rok	**–4,359**	**–2,998**	**–2,320**	**–27,366**	**–6,620**	**–11,895**	**–16,883**
GK Inwest	3 lata	2,374	**1,117**	0,676	1,501	**–2,677**	3,252	3,134
	2 lata	**1,433**	**0,904**	0,504	1,143	**–1,528**	1,533	1,506
	1 rok	**1,527**	**1,024**	**0,328**	1,023	**–1,730**	0,609	1,239
Leta***	3 lata	2,396	1,965	**0,366**	1,305	**–1,293**	2,573	2,432
	2 lata	**–0,177**	**–0,034**	**–0,127**	0,922	**–1,524**	**–3,546**	**–1,809**
	1 rok	**–1,890**	**–1,178**	**–0,560**	**–0,991**	**–2,326**	**–10,840**	**–5,880**
Łukbut***	3 lata	**0,445**	**0,406**	**–0,461**	1,488	**–1,379**	**–9,241**	**–7,979**
	2 lata	**1,070**	**1,186**	**–0,077**	0,927	**–1,635**	**–3,278**	**–2,202**
	1 rok	**–2,439**	**–1,549**	**–0,979**	**–0,253**	**–2,040**	**–10,264**	**–7,028**
Mostostal Gdańsk	3 lata	**1,713**	1,334	**0,298**	1,036	**–1,692**	1,183	1,320
	2 lata	**1,730**	1,562	**0,132**	0,714	**–1,777**	**–0,200**	**–0,337**
	1 rok	**–6,037**	**–4,086**	**–1,721**	**–4,328**	**–5,031**	**–24,865**	**–23,879**
Ocean***	3 lata	**1,776**	**1,195**	**0,352**	0,569	**–2,006**	1,171	0,492
	2 lata	**0,413**	**0,269**	0,628	0,380	**–2,119**	**–4,235**	**–1,421**
	1 rok	**–3,085**	**–2,401**	**–12,008**	**–3,023**	**–3,170**	**–91,700**	**–10,513**
Pażur	3 lata	7,962	7,456	1,557	0,886	**–2,943**	1,444	0,585
	2 lata	10,025	9,921	1,577	1,024	**–2,724**	0,009	**–0,045**
	1 rok	**–8,476**	**–6,180**	**–1,813**	**–5,482**	**–4,680**	**–26,890**	**–28,920**
STGroup***	3 lata	4,763	4,359	0,820	1,430	**–2,277**	1,580	1,759
	2 lata	4,557	3,657	0,727	0,969	**–2,285**	1,650	0,812
	1 rok	4,070	2,677	0,497	0,960	**–2,059**	1,076	**–8,650**

Objaśnienia: * I – wskaźnik Z-score opracowany przez E. Altmana; II – model ZETA® opracowany przez E. Altmana; III – model 1 opracowany przez J. Gajdka i D. Stosa; IV – MOD_1 opracowany przez D. Hadasik; V – model opracowany przez A. Hołdę; VI – uproszczona multiplikacyjna analiza dyskryminacji; VII – model G opracowany przez E. Mączyńską i M. Zawadzkiego; ** Pogrubioną czcionką oznaczono wartości funkcji poniżej poziomu granicznego; *** Spółki, dla których jako podstawową przyczynę bankructwa wskazano błędy w zarządzaniu.

Źródło: E. Altman, *Predicting Financial Distress of Companies. Revising the Z-Score and ZETA ® Models*, July 2000, http://www.defaultrisk.com/pp_score_14.htm, s. 13 i 25; J. Gajdka, D. Stos, *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw*, w: *Restrukturyzacja w procesie przekształceń i rozwoju przedsiębiorstw*, red. R. Borowiecki, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, TNOiK, Kraków 1996, s. 59-63; D. Hadasik, *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody ich prognozowania*, Zeszyty Naukowe, seria II, Prace habilitacyjne, z. 153, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1998, s. 151-155; A. Hołda, *Prognozowanie bankructwa jednostki w warunkach gospodarki polskiej z wykorzystaniem funkcji dyskryminacyjnej ZH*, Rachunkowość 2001, nr 5, s. 306-308; E. Mączyńska, *Ocena kondycji przedsiębiorstwa. Uproszczone metody*, Życie Gospodarcze 1994, nr 38, s. 48; E. Mączyńska, M. Zawadzki, *Modele przewidywania upadłości w warunkach polskich. Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej* (maszynopis powielony), 2003, s. 23-24.

BIBLIOTEKA AE W POZNANIU

– celowe zatajanie informacji dotyczących działalności spółki, co powodowało wzrost ryzyka dla banków, a w konsekwencji wycofanie się ich z kredytowania (Pażur, Ocean).

Dla spółek, które upadły z powodu błędów w zarządzaniu, charakterystyczny jest dość długi okres stopniowego pogarszania się kondycji przedsiębiorstwa. Wskazują na to podstawowe miary księgowe, jak poziom kapitałów własnych, zadłużenia, wyniki operacyjne i netto. Dla zweryfikowania tej tezy wykorzystano modele predykcji bankructwa zaproponowane przez E. Altmana oraz wybrane funkcje dyskryminacyjne opracowane dla rynku polskiego.

Wyznaczone wartości funkcji dyskryminacyjnych potwierdzają tezę, że już na 2-3 lata przed formalnym ogłoszeniem upadłości wskazać można było na rosnące ryzyko bankructwa. Dodatkowo żadna ze spółek objętych badaniem nie posiadała inwestora strategicznego. Największe procentowe zaangażowanie wykazywała grupa kapitałowa Maspex w spółce GK Inwest (45,3% akcji i 39,6% głosów) i właśnie w tym przedsiębiorstwie nie stwierdzono nagannych zachowań menedżerów. W pozostałych spółkach zaangażowanie poszczególnych, największych inwestorów nie przekraczało 30% kapitału akcyjnego, a w strukturze akcjonariatu dominowały osoby fizyczne.

Problemem relacji właściciele–menedżerowie oraz wpływem zarządzających na cele realizowane przez przedsiębiorstwa zajmuje się jedna ze współczesnych teorii przedsiębiorstwa, teoria agencji[8]. Pojedynczy akcjonariusz w ramach rozdrobnionej własności nie ma możliwości lub też motywacji do niezbędnej, aktywnej kontroli zarządu. Potwierdzone badaniami M. Dzierżanowskiego[9] ewoluowanie polskiego rynku kapitałowego w stronę koncentracji własności i kontroli spółek publicznych rokuje korzystnie z punktu widzenia ryzyka upadłości spółek notowanych na GPW.

Podsumowanie i wnioski

Większość spółek publicznych, zwłaszcza notowanych na rynku podstawowym, z uwagi na obowiązujące przepisy (m.in. konieczność wykazywania zysku, odpowiedni poziom kapitałów własnych) i charakter postępowania dopuszczającego do obrotu publicznego, a także politykę KPWiG oraz GPW, wywodzi się z grona najlepszych przedsiębiorstw w swoich branżach. Pozostała część podmiotów dopuszczona została do obrotu publicznego na podstawie korzystnej oceny perspek-

[8] Por. np. E. F. Fama, M. C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, www.ssrn.com, s. 2-31.

[9] M. Dzierżanowski, *Ewolucja struktury własności i kontroli polskich korporacji – obraz modelu polskiego rynku kapitałowego i systemu corporate governance*, PFGC, Gdańsk 2003, s. 2-33.

tyw rozwoju przedsiębiorstwa lub branży. Polityka instytucji nadzorujących nie uchroniła niestety rynku przez wystąpieniem bankructw notowanych podmiotów. Konieczne jest zatem zbadanie, jakie czynniki determinują procesy upadłościowe w tej grupie przedsiębiorstw.

Przyjęta klasyfikacja przyczyn bankructwa, wywodząca się z teorii przedsiębiorstwa, powoduje, iż rezultaty przedstawionych badań odbiegają od wyników badań prezentowanych dotychczas w literaturze. Jak wykazano w analizie, podstawową przyczyną upadłości polskich przedsiębiorstw giełdowych są problemy związane ze strukturą finansowania, ale również świadomym i celowym działaniem menedżerów na szkodę przedsiębiorstwa. Szczególnie niepokojący jest drugi z czynników, jako że przypadki upadłości, będącej wynikiem błędnego nadzoru korporacyjnego, mają wyjątkowo destrukcyjny wpływ na otoczenie przedsiębiorstwa, wierzycieli, dostawców, pracowników.

Dla wszystkich spółek, które upadły z powodu błędów w zarządzaniu, modele predykcji bankructwa wykazywały bądź krytyczne wartości, bądź pogarszanie się wskaźników już na trzy lata przed uprawomocnieniem upadłości. Systemy wczesnego ostrzegania są zatem praktycznym narzędziem nie tylko dla instytucji kredytowych czy ratingowych, ale także dla właścicieli przedsiębiorstw i inwestorów giełdowych. Mimo iż nie są one doskonałe, monitorowanie spółek za ich pomocą daje podstawy do wczesnego reagowania. Przy założeniu efektywnego funkcjonowania rynku kapitałowego i istnienia akcjonariatu zorientowanego na wzrost wartości firmy, szkodliwych bankructw, spowodowanych niewłaściwym zarządzaniem, można by uniknąć.

Literatura

Altman E., *Predicting Financial Distress of Companies. Revising the Z-Score and ZETA ® Models*, July 2000, http://www.defaultrisk.com/pp_score_14.htm.

Argenti J., *Corporate Collapse. The Causes and Symptoms*, McGraw-Hill Book Co. Ltd., 1976.

Argenti J., *Predicting Corporate Failure*, Accountancy 1986, nr 2.

Bednarski L., *Problemy oceny zagrożenia sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej SK w Polsce 1998, nr 46.

Dzierżanowski M., *Ewolucja struktury własności i kontroli polskich korporacji – obraz modelu polskiego rynku kapitałowego i systemu corporate governance*, PFGC, Gdańsk 2003.

Fama E.F., Jensen M.C., *Separation of Ownership and Control*, www.ssrn.com.

Gajdka J., Stos D., *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw*, w: *Restrukturyzacja w procesie przekształceń i rozwoju przedsiębiorstw*, red. R. Borowiecki, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, TNOiK, Kraków 1996.

Hadasik D., *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, Zeszyty Naukowe, seria II, Prace habilitacyjne, z. 153, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1998.

Hart O., *Different Approaches to Bankruptcy*, Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper 2000, nr 1903.

Hołda A., *Prognozowanie bankructwa jednostki w warunkach gospodarki polskiej z wykorzystaniem funkcji dyskryminacyjnej ZH*, Rachunkowość 2001, nr 5.

Lizal L., *Determinants of Financial Distress. What Drives Bankruptcy in a Transition Economy? The Czech Republic Case*, William Davidson Working Paper 2002, nr 451.

Marcinkowska M., *Jak dostrzegać symptomy zagrożenia wypłacalności przedsiębiorstwa?*, Monitor Rachunkowości i Finansów 2003, nr 4 (59).

Matuszak M., *Upadki polskich przedsiębiorstw w latach 1990-2000. Wybrane problemy i wyniki badań prowadzonych w sądach gospodarczych*, w: *Przedsiębiorstwo na przełomie wieków*, red. B. Godziszewski, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2001.

Mączyńska E., *Ocena kondycji przedsiębiorstwa. Uproszczone metody*, Życie Gospodarcze 1994, nr 38.

Mączyńska E., Zawadzki M., *Modele przewidywania upadłości w warunkach polskich. Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej* (maszynopis powielony), 2003.

Połczyńska-Gościniak R., *Ocena przedsiębiorstwa w aspekcie kontynuacji działania*, Monitor Rachunkowości i Finansów 2001, nr 3.

Shleifer A., Vishny R., *A Survey of Corporate Governance*, NBER Working Paper 1996, nr 5554.

Stasiewski T., *Upadek przedsiębiorstw, przyczyny, symptomy i metody przewidywania*, Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej SK w Polsce 1995, nr 33.

CAUSES OF BANKRUPTCY IN THE LIGHT OF THE THEORY OF ENTERPRISE EMPIRICAL VERIFICATION

Summary

The theory of enterprise characterizes three competing approaches to the principal cause of financial distress: neoclassical, financial and corporate governance. Distinctive types of bankruptcy influence the companies and their environment differently.

An analyses of the bankrupt Polish public companies confirmed that financial causes are the most common. The detailed review disclosed inadequate corporate governance quality.

The high rate of bankruptcies that are unfavorable for a country's economy strengthen the need for controlling the economics entities by means of modern business failure prediction models. Early response to the coming difficulties could help to avoid bankruptcies caused by defective management.