

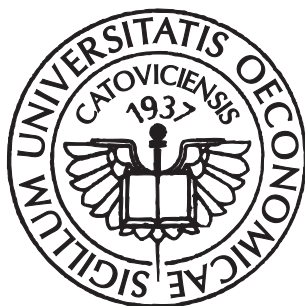
**ZJAWISKA KRYZYSOWE
A DECYZJE FINANSOWE
PRZEDSIĘBIORSTW**

Studia Ekonomiczne
ZESZYTY NAUKOWE

UNIWERSYTETU EKONOMICZNEGO W KATOWICACH

ZJAWISKA KRYZYSOWE A DECYZJE FINANSOWE PRZEDSIĘBIORSTW

**Redaktor naukowy
Krystyna Znaniecka
Maria Gorczyńska**



Katowice 2011

Komitet Redakcyjny

Krystyna Lisiecka (przewodnicząca), Anna Lebda-Wyborna (sekretarz),
Halina Henzel, Anna Kostur, Maria Michałowska, Grażyna Musiał,
Irena Pyka, Stanisław Stanek, Stanisław Swadźba, Janusz Wywiał, Teresa Żabińska

Recenzent

Danuta Krzemińska

Redaktor

Beata Kwiecień

Skład

Marcin Strzelczyk

© Copyright by Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego
w Katowicach 2011

ISBN 978-83-7246-695-2

Wszelkie prawa zastrzeżone. Każda reprodukcja lub adaptacja całości
bądź części niniejszej publikacji, niezależnie od zastosowanej
techniki reprodukcji, wymaga pisemnej zgody Wydawcy

WYDAWNICTWO UNIwersYTETU EKONOMICZNEGO W KATOWICACH

ul. 1 Maja 50, 40-287 Katowice, tel.: +48 32 257-76-35, faks: +48 32 257-76-43
www.ue.katowice.pl e-mail: wydawnictwo@ue.katowice.pl

SPIS TREŚCI

WSTĘP	7
Maria Gorczyńska, Monika Wieczorek-Kosmala, Krystyna Znaniecka: KRYZYS PRZEDSIĘBIORSTWA Z PERSPEKTYWY JEGO SYTUACJI FINANSOWEJ	9
Summary	21
Maria Gorczyńska: BŁĘDY W SFERZE ZARZĄDZANIA NALEŻNOŚCIAMI JAKO PRZYCZYNA KRYZYSU PŁYNNOŚCI	22
Summary	37
Michał Bulski: SKUTKI BŁĘDNYCH DECYZJI INWESTYCYJNYCH JAKO PRZYCZYNA KRYZYSU PRZEDSIĘBIORSTWA	38
Summary	52
Krystyna Mitręga-Niestrój, Blandyna Puszer: PROBLEM OPCJI WALUTOWYCH W POLSKICH PRZEDSIĘBIORSTWACH W LATACH 2007-2009	53
Summary	69
Anna Doś: RYZYKO KATASTROFICZNE A KRYZYS FINANSOWY W PRZEDSIĘBIORSTWIE	70
Summary	84
Maria Gorczyńska, Monika Wieczorek-Kosmala: APLIKACJA MODELI DYSKRYMINACYJNYCH W STRATEGIACH PRZECIWDZIAŁANIA SYTUACJOM KRYZYSOWYM W PRZEDSIĘBIORSTWIE	85
Summary	100

Gabriela Łukasik: METODY OGRANICZENIA NEGATYWNYCH KONSEKWENCJI KRYZYSU FINANSOWEGO Z UWZGLĘDNIENIEM OCZEKIWAŃ INTERESARIUSZY	102
Summary	117
Monika Wieczorek-Kosmala: KONCEPCJA ZARZĄDZANIA CIĄGŁOŚCIĄ DZIAŁANIA (BCM) – WALORY APLIKACYJNE Z PERSPEKTYWY ROZWIĄZAŃ ANTYKRYZYSOWYCH	119
Summary	134
Joanna Błach: POLITYKA INFORMACYJNA SPÓŁEK PUBLICZNYCH WOBEK RYZYKA NIESKUTECZNEJ EMISJI AKCJI	136
Summary	153
Maria Gorczyńska: ZNACZENIE ZARZĄDZANIA GOTÓWKĄ DLA ZACHOWANIA PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ W SYTUACJI KRYZYSOWEJ	155
Summary	166
Monika Wieczorek-Kosmala: PROSPEKTYWNE I RETROSPEKTYWNE FINANSOWANIE RYZYKA A ESKALACJA KRYZYSU W PRZEDSIĘBIORSTWIE	167
Summary	181
Janusz Cichy: KREDYTOWANIE DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA W WARUNKACH KRYZYSU	182
Summary	195
Daniel Szewieczek: CZYNNIKI I DECYZJE KSZTAŁTUJĄCE STRUKTURĘ PORTFELA POLIS PRZEDSIĘBIORSTWA UBEZPIECZENIOWEGO PROWADZĄCEGO UBEZPIECZENIA NA ŻYCIE W WARUNKACH KRYZYSU	196
Summary	216

WSTĘP

Zjawisko kryzysu można interpretować na wiele sposobów, o czym świadczy wielość ujęć definicyjnych tego pojęcia. Bywa ono utożsamiane z wydarzeniem o charakterze nagłym, wywołującym istotne zmiany w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa. Kryzys jest też często przedstawiany jako faza cyklu życia właściwa dla działalności każdego przedsiębiorstwa, po której może ono chylić się ku upadkowi, bądź odrodzić. W takich ujęciach wskazuje się w szczególności na aspekty zarządcze, a dokładniej błędy w sferze zarządzania, mogące doprowadzić przedsiębiorstwo do przerwania jego bytu ekonomicznego.

Z perspektywy przedsiębiorstwa, istotnym symptomem występowania kryzysu jest pogorszenie sytuacji finansowej. Takie ujęcie jest przedmiotem rozważań w prezentowanych artykułach. W szczególności pierwszy obejmuje rozważania dotyczące źródeł, rodzajów i ścieżki eskalacji kryzysu w przedsiębiorstwie właśnie z perspektywy jego sytuacji finansowej, rekomendując jednocześnie zakres działań podejmowanych w ramach restrukturyzacji finansowej.

Sytuacja kryzysowa w przedsiębiorstwie jest także źródłem wielu dylematów w sferze decyzji bieżących, finansowych i inwestycyjnych, a prezentowane artykuły wskazują na ich wielowymiarowość. Wiele z tych artykułów podejmuje szerzej problem błędów w ramach określonych obszarów decyzyjnych przedsiębiorstwa w kontekście możliwej eskalacji kryzysu. W takim właśnie aspekcie zaprezentowano skutki błędów w sferze zarządzania należnościami, decyzji dotyczących podejmowanych inwestycji finansowych i rzeczowych, a także korzystania z opcji walutowych. Poruszono również problem możliwej eskalacji kryzysu w przedsiębiorstwie na skutek oddziaływania czynników zewnętrznych, związanych z oddziaływaniem ryzyka katastroficznego.

Rozważania zawarte w prezentowanych artykułach dotyczą również możliwych działań o charakterze antykryzysowym. Podjęto zarówno problemy dotyczące przeciwdziałania sytuacjom kryzysowym w znaczeniu ogólnym, jak i problemy związane z aplikacją określonych działań w odniesieniu do konkretnych źródeł sytuacji kryzysowych. W ramach tego pierwszego wątku mieści się artykuł podejmujący problem aplikacji modeli dyskryminacyjnych w generowaniu sygnałów o pogorszeniu sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Charakter rozwa-

zań ogólnych ma również artykuł odnoszący się do metod ograniczania finansowych skutków kryzysu z uwzględnieniem oczekiwań interesariuszy przedsiębiorstwa oraz artykuł przedstawiający rozwiązania stosowane w ramach konkretnej koncepcji zarządczej ukierunkowanej na rekomendowane zasady postępowania w sytuacji kryzysu nagłego, prowadzącego do przerwy w działalności przedsiębiorstwa.

Drugi wątek rozważań dotyczący działań antykryzysowych obejmuje artykuły o różnorodnej tematyce. Podjęto problem przeciwdziałania niepowodzeniom w zakresie podwyższania kapitału własnego z emisji akcji na drodze odpowiedniej konstrukcji polityki informacyjnej spółki. Zaprezentowano również działania, które należy podjąć w zakresie zarządzania gotówką dla zażegnania groźby utraty płynności finansowej w sytuacji kryzysowej. Uwzględniono także możliwe metody finansowania skutków kryzysu, jakie przedsiębiorstwo może implementować w ramach działań antykryzysowych.

Pogorszenie sytuacji finansowej, stanowiące objaw sytuacji kryzysowej, może występować nie tylko w przedsiębiorstwach niefinansowych (sfery realnej), ale również w przedsiębiorstwach finansowych (sfery finansowej). Taki punkt widzenia jest przedmiotem rozważań dwóch ostatnich z prezentowanych artykułów. Odniesiono się do roli systemu bankowego, dla którego skutki światowego kryzysu finansowego, wywołującego perturbacje w działalności przedsiębiorstw, stworzyły źródła przewagi konkurencyjnej. Zaprezentowano również rozważania odnoszące się do problemów funkcjonowania przedsiębiorstw ubezpieczeniowych, które na skutek światowego kryzysu finansowego odnotowały istotny spadek popytu na oferowane produkty z zakresu ubezpieczeń na życie.

*Maria Gorczyńska
Krystyna Znaniecka*

**Maria Gorczyńska
Monika Wieczorek-Kosmala
Krystyna Znaniecka**

KRYZYS PRZEDSIĘBIORSTWA Z PERSPEKTYWY JEGO SYTUACJI FINANSOWEJ

Wprowadzenie

Problem kryzysu przedsiębiorstwa jest przedmiotem szerokich rozważań w literaturze z zakresu zarządzania kryzysowego (*Crisis Management*). Tam też można spotkać różnorodne ujęcia definicyjne kryzysu, utożsamiające go z konkretnym incydem (wydarzeniem), występującym w działalności przedsiębiorstwa, jak i charakterystyczną fazą cyklu życia przedsiębiorstwa. Podkreśla się przy tym, że źródła kryzysu mogą mieć charakter endogeniczny bądź egzogeniczny.

Niezależnie od przyczyny kryzysu, finalnym jego objawem jest pogorszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, prowadzące do upadłości ekonomicznej. W warunkach rozwoju kryzysu, sytuacja finansowa przedsiębiorstwa może pogarszać się w obszarze rentowności działania i objawiać się utrudnieniem w dostępie do kapitału, a ostatecznie przejawiać się napięciami płatniczymi w związku z pogorszeniem płynności finansowej.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie symptomów kryzysu przedsiębiorstwa, ujawniających się w jego sytuacji finansowej, a także ukazanie powodów, dla których opieranie się wyłącznie na oznakach finansowych jest niewystarczające. Problem został umiejscowiony w rozważaniach dotyczących źródeł kryzysu przedsiębiorstwa i faz jego rozwoju, a także specyfikacji jego finansowych i pozafinansowych symptomów. Odniesiono się również do proble-

mu wiarygodności danych finansowych, na których opiera się identyfikacja finansowych symptomów kryzysu przedsiębiorstwa. Artykuł zamyka autorska koncepcja zakresu restrukturyzacji finansowej, rozumianej jako zespół działań podejmowanych w celu stabilizacji sytuacji finansowej przedsiębiorstwa.

1. Rodzaje kryzysów w przedsiębiorstwie

W zakresie ujęć definicyjnych kryzysu przedsiębiorstwa brakuje jednolitego stanowiska. Wyraźnie rysują się jednak dwa nurty rozważań. Pierwszy dotyczy postrzegania kryzysu przedsiębiorstwa jako jego immanentnej cechy, wynikającej z cykliczności jego rozwoju. Podejście takie jest szczególnie widoczne w naukach zajmujących się istotą przedsiębiorstwa jako organizacji, gdzie kryzys jest traktowany jako jedna z faz życia przedsiębiorstwa, a źródła kryzysu są różne na poszczególnych etapach rozwoju przedsiębiorstwa, sam kryzys jest zaś czymś nieuchronnym. Drugi nurt rozważań jest natomiast skoncentrowany na postrzeganiu kryzysu przedsiębiorstwa jako zjawiska nagłego, niespodziewanego, zakłócającego funkcjonowanie przedsiębiorstwa, a nawet zagrażającego jego bytowi ekonomicznemu, gdyż może prowadzić do upadłości¹. W tym aspekcie podkreśla się często cechy kryzysu, sprawiające, że jest on szczególną sytuacją decyzyjną, a mianowicie krótki czas podejmowania decyzji, zaskoczenie wynikające z niskiego stopnia jego przewidywalności oraz strach potęgowany przez niepewność².

Rozważając kryzys przedsiębiorstwa w kontekście jego oddziaływania na sytuację finansową przedsiębiorstwa, istotna jest jednak nie tyle definicja kryzysu, co jego rodzaje w powiązaniu z przyczynami powstania i objawy.

Z uwagi na źródła kryzysu, B. Wawrzyniak wyróżnił kryzysy międzysystemowe i wewnątrzorganizacyjne³ (por. rysunek 1). Kryzysy międzysystemowe są wywoływane przez czynniki zewnętrzne (egzogeniczne), a więc mające swoje źródła poza przedsiębiorstwem. Z uwagi na integrację przedsiębiorstwa z otoczeniem, kryzys niejako „przenosi” się na przedsiębiorstwo. Przykładem może być sytuacja kryzysowa w przedsiębiorstwie, spowodowana spadkiem popytu na oferowane produkty bądź spadkiem podaży podstawowych surowców.

¹ Przedstawione nurty ujęć definicyjnych kryzysu zostały wyłonione na drodze analizy definicji kryzysu zebranych przez A. Zelek w pracy: A. Zelek: *Zarządzanie kryzysem w przedsiębiorstwie. Perspektywa strategiczna*. ORGMASZ, Warszawa 2003, s. 31-40.

² W takich trzech wymiarach kryzys jako sytuację decyzyjną rozpatruje Ch.F. Herman. Szerzej zob.: *Zarządzanie w kryzysie. Koncepcje, badania, propozycje*. Red. B. Wawrzyniak. PWE, Warszawa 1985, s. 58-59.

³ Ibidem, s. 40.

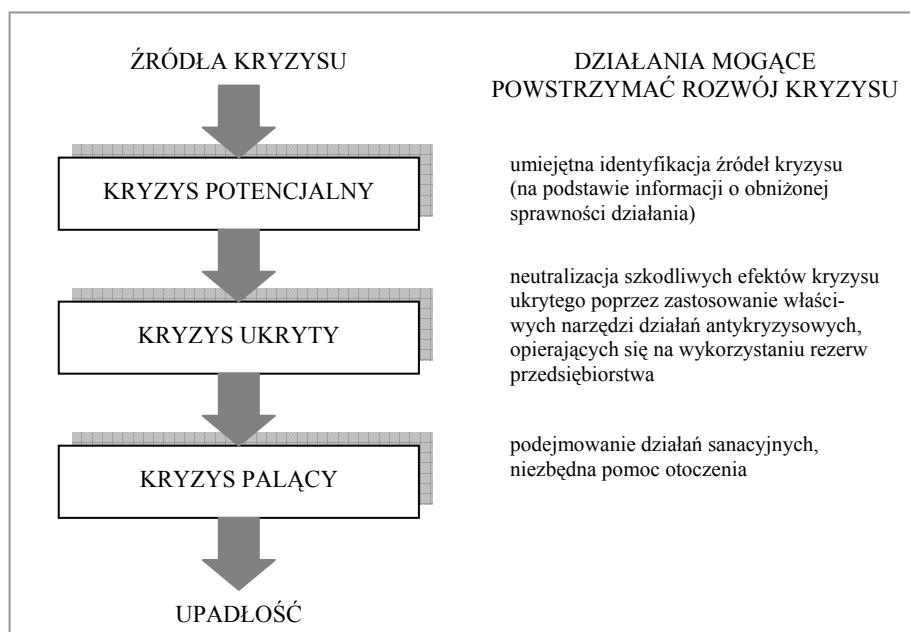


Rys. 1. Rodzaje kryzysów przedsiębiorstwa a ich źródła

Kryzysy wewnątrzorganizacyjne są natomiast spowodowane czynnikami tkwiącymi w samym przedsiębiorstwie (endogenicznymi), a dokładniej błędami w sferze zarządzania. Źródłami kryzysu mogą więc być wszelkie niewłaściwe decyzje inwestycyjne, finansowe i bieżące (operacyjne).

Przedstawione wyżej rozróżnienie pomiędzy kryzysem międzysystemowym (zewnętrznym), a kryzysem wewnątrzorganizacyjnym (wewnętrznym), oparte na naturze czynników wywołujących kryzys w przedsiębiorstwie, skłania do wniosku, że kryzys międzysystemowy może stać się źródłem kryzysu wewnątrzorganizacyjnego. Błędne decyzje, wynikające z niedostatecznego rozpoznania warunków otoczenia, bądź też brak podejmowania działań w odpowiedzi na zmiany zachodzące w otoczeniu, bez wątpienia będą skutkowały narastaniem kryzysu wewnątrzorganizacyjnego. Powyższy wniosek znajduje również swoje uzasadnienie w teorii psychologii kryzysu, która głosi, że postawa zarządzających (nadmierny entuzjazm lub zaangażowanie emocjonalne) może stać się źródłem błędów zarządczych.

Pewne rodzaje kryzysu można również wyróżnić kierując się możliwościami przedsiębiorstwa w zakresie „panowania” nad kryzysem. Jednocześnie wskazuje się tutaj na konkretne fazy przebiegu kryzysu (por. rysunek 2).



Rys. 2. Fazy rozwoju kryzysu i działania ograniczające jego rozwój

Pierwsza faza to kryzys potencjalny, gdzie w przedsiębiorstwie nie występują wyraźnie zauważalne symptomy kryzysu, a jedynie słabe jego sygnały, np. obniżenie sprawności działania. Ich ignorowanie prowadzi do rozwoju kolejnej fazy – kryzysu ukrytego, gdzie ujawniają się już bardzo wyraźnie symptomy kryzysu i potęgują się trudności w działaniu, z którymi zarząd radzi sobie głównie wykorzystując posiadane rezerwy. Brak zastosowania odpowiednich działań antykryzysowych powoduje, że kryzys przechodzi w kolejną fazę – kryzysu palącego, który cechuje się dalszym potęgowaniem trudności w działaniu i pełną koncentracją zarządzających na znalezieniu skutecznych rozwiązań pozwalających powstrzymać rozwój kryzysu. Często są niezbędne szeroko zakrojone działania sanacyjne oraz pomoc otoczenia przedsiębiorstwa, by zapobiec jego upadłości⁴.

Przedstawione na rysunku 2 kolejne fazy kryzysu przedsiębiorstwa nasuwają wniosek, iż ostatecznym jego skutkiem jest upadłość przedsiębiorstwa. Stan ten jest rozumiany w niniejszym artykule jako upadłość w sensie ekonomicz-

⁴ Wyróżnia się również kryzys palący możliwy do opanowania i dodatkowo kryzys palący nie-możliwy do opanowania. Por.: *Zarządzanie w kryzysie...*, op. cit., s. 41-42; E. Urbanowska-Sojkin: *Zarządzanie przedsiębiorstwem. Od kryzysu do sukcesu*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 1999, s. 29-30; S. Slatter, D. Lovett: *Restrukturyzacja firmy. Zarządzanie przedsiębiorstwem w sytuacjach kryzysowych*. WIG-Press, Warszawa 2001, s. 52.

nym, czyli stan niewypłacalności przedsiębiorstwa, traktowany jako graniczny poziom złej kondycji finansowej. Innymi słowy przyjmuje się, że wraz z postępowaniem kryzysu, postępuje pogorszenie kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Z tego punktu widzenia ogromne znaczenie ma problem umiejętności odczytywania wszelkich sygnałów, również tych słabych, zapowiadających możliwość wystąpienia kryzysu, a powodujących pogorszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Jak zaznaczono na rysunku 2, podjęcie odpowiednich działań może istotnie hamować rozwój kryzysu, a nawet zapobiegać pojawieniu się jego kolejnych faz, oddalając groźbę upadłości.

2. Symptomy kryzysu w przedsiębiorstwie

Granica pomiędzy przyczynami kryzysu a jego symptomami jest płynna. Z tego względu na wstępie warto poczynić założenie, iż jako przyczyny kryzysu traktuje się jego źródła egzogeniczne i endogeniczne, zaś jako symptomy – zdarzenia i procesy mające charakter wynikowy względem przyczyn⁵. Ponadto tak, jak są zróżnicowane przyczyny kryzysu, tak i są zróżnicowane jego symptomy. Niejednokrotnie pojawienie się sytuacji kryzysowej jest odczuwane przez przedsiębiorstwo na kilku płaszczyznach, które można umownie podzielić na finansowe i pozafinansowe (organizacyjne, zarządcze), co przedstawiono na rysunku 3.



Rys. 3. Rodzaje symptomów kryzysu w przedsiębiorstwie

⁵ Takie rozstrzygnięcie proponuje B. Wiczerzyńska: *Kryzys w przedsiębiorstwie*. CeDeWu, Warszawa 2009, s. 49. Na płynność granicy pomiędzy przyczyną a symptomem kryzysu zwracają uwagę również: T. Korol, B. Prusak: *Upadłość przedsiębiorstw a wykorzystanie sztucznej inteligencji*. CeDeWu, Warszawa 2009, s. 44.

Symptomy finansowe znajdują swoje odzwierciedlenie w danych ujętych w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstwa, a także w zmianie poziomu wskaźników analitycznych obliczanych na podstawie tych danych. W tym aspekcie za symptomy sytuacji kryzysowej uznaje się przede wszystkim:

- pogorszenie rentowności działania na skutek zmniejszenia wolumenu generowanego zysku (zarówno na poziomie operacyjnym, jak i zysku netto), bądź też na skutek powstania straty, a także utrzymywania się tych zjawisk w dłuższym horyzoncie czasowym,
- pogorszenie poziomu płynności finansowej,
- opóźnienie w regulowaniu zobowiązań kredytowych oraz wzrost zapotrzebowania na nie (widoczny np. w zwiększonym zapotrzebowaniu na kredyty i pożyczki),
- zwiększenie zobowiązań wobec dostawców i instytucji publiczno-prawnych, w tym zobowiązań przeterminowanych,
- pozyskiwanie środków na bieżącą działalność poprzez np. dyskonto weksli, sprzedaż papierów wartościowych bądź upływnianie innych aktywów,
- zamrażanie środków w inwestycjach niezakończonych w terminie,
- wzrost kosztów operacji finansowych, a zwłaszcza płaconych odsetek,
- generowanie ujemnych przepływów operacyjnych,
- wzrost stanu produkcji niezakończonej oraz zapasów wyrobów gotowych (towarów), przeterminowanych materiałów (ogólnie zapasów nieprawidłowych),
- zmniejszającą się wartość kapitałów własnych⁶.

Zaprezentowana lista symptomów wskazujących na kryzys w przedsiębiorstwie odnosi się przede wszystkim do czynników potęgujących trudności w sferze rentowności działania oraz płynności finansowej. W szczególności, wiele takich symptomów można dostrzec dokonując analizy sytuacji finansowej przedsiębiorstwa (klasycznej bądź z zastosowaniem metod rozwiniętych).

Zwraca się jednak uwagę, iż rozważanie symptomów kryzysu finansowego wyłącznie z perspektywy finansowej nie jest podejściem w pełni właściwym. Problem wynika z faktu jakości informacji ujętej w sprawozdaniach finansowych. Po pierwsze, informacja ta jest opóźniona, gdyż sprawozdania finansowe co do zasady są sporządzane na koniec roku obrotowego, w dodatku występuje inercja czasowa pomiędzy momentem ich sporządzenia a momentem opublikowania⁷. Problem ten można w praktyce pominąć, gdyż dla celów analiz wewnętrznych przedsiębiorstwo może korzystać na bieżąco z dostępnych danych

⁶ Por. L. Bednarski: *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*. PWE, Warszawa 2001, s.167-168; B. Wieczoryńska: Op. cit., s. 49-50.

⁷ Por. B. Wieczoryńska: Op. cit., s. 50.

księgowych. Drugi obszar problemowy stanowi jednak fakt, że dane finansowe mogą w ograniczony sposób odzwierciedlać sytuację finansową przedsiębiorstwa z uwagi na możliwość ich zniekształcenia. Zniekształcenia takie mogą wynikać z przyjętych zasad ewidencji zdarzeń gospodarczych w ramach polityki rachunkowości bądź też być następstwem świadomego działania zarządu przedsiębiorstwa, prowadząc do tzw. luki niezgodności z rzeczywistością, która będzie przedmiotem szerszych rozważań w dalszej części artykułu.

Zarysowane wyżej powody, wskazujące na niedoskonałość diagnozy kryzysu przedsiębiorstwa, opartej wyłącznie na symptomach finansowych, nakazują docenić symptomy pozafinansowe, czyli organizacyjne (zarządcze). Z tej perspektywy za symptomy sytuacji kryzysowej należy uznać napięcie, burzliwość, podważanie dotychczasowej struktury władzy w przedsiębiorstwie i zaufania do jej decyzji, podejmowanie decyzji nieracjonalnych, zabarwionych emocjonalnie, dezintegrację zespołów pracowniczych, poczucie niemożności działania, skrzępowania i spiętrzenia trudności, wreszcie odczuwalną potrzebę podjęcia zmian⁸. Jako symptomy kryzysu należy także potraktować malejący udział przedsiębiorstwa w rynku, brak podejmowania inwestycji unowocześniających park maszynowy, problemy z utrzymaniem dotychczasowych kontrahentów, zwolnienia pracowników, czy też rotację kadry zarządczej⁹. Należy zauważyć, że powyższe symptomy pozafinansowe w sposób bezpośredni bądź pośredni ujawniają się w niedługim okresie również jako symptomy finansowe. Z tego względu należy uznać, że identyfikacja symptomów pozafinansowych jest równie istotna w diagnozowaniu kryzysu w przedsiębiorstwie i pogarszaniu się jego sytuacji finansowej.

3. Problem luki niezgodności z rzeczywistością

Jak zaznaczono wyżej, identyfikacja symptomów finansowych kryzysu przedsiębiorstwa może być w znacznym stopniu ograniczona i obciążona błędem z powodu charakteru danych finansowych. Poważnym problemem jest nie tyle opóźnienie informacji sprawozdawczych, co jakość informacji w nich zawartych. W tym aspekcie warto przedstawić koncepcję luki niezgodności z rzeczywistością, prezentowaną przez S. Slattera i D. Lovetta¹⁰. Twierdzą oni, że często istnieje rozbieżność pomiędzy informacjami ujętymi w sprawozdaniach finansowych a prawdziwą sytuacją finansową przedsiębiorstwa (jego kondycją

⁸ Por. *Zarządzanie w kryzysie...*, op. cit., s. 39.

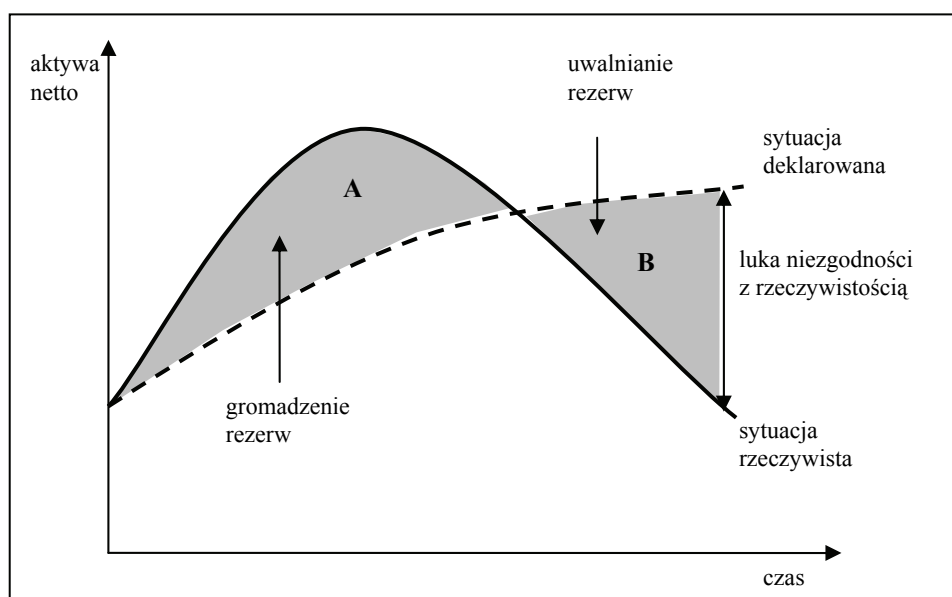
⁹ Por. L. Bednarski: Op. cit., s. 167-168; B. Wieczerzyńska: Op. cit., s. 50.

¹⁰ S. Slatter, D. Lovett: Op. cit., s. 54-55.

finansową). Jeżeli wyniki działalności są lepsze niż oczekiwane, przedsiębiorstwa wykazują tendencję do tworzenia rezerw i stosowania rozważnych metod obliczania zysku netto. Oznacza to, że rozwijające się przedsiębiorstwa są wyceniane po niższej wartości niż wartość rzeczywista, jednocześnie umożliwia to zarządzającym eksperymentowanie i inwestowanie kapitału bez obaw, że każde niepowodzenie (błąd) zostanie dostrzeżone i napiętnowane przez interesariuszy.

Względna stabilność przedsiębiorstwa jest uzależniona od tego, czy zgromadzone w czasie sprzyjających warunków rezerwy okażą się wystarczające w okresie trudności finansowych (wówczas takie rezerwy zostają uwolnione).

Koncepcja Slattera i Lovetta w ujęciu graficznym została przedstawiona na rysunku 4. W okresie sprzyjających warunków rzeczywista kondycja finansowa przedsiębiorstwa jest dużo lepsza, niż ta ukazywana w jego sprawozdaniach finansowych i jest to okres gromadzenia rezerw. Natomiast w sytuacji kryzysowej zarząd wykazuje tendencję do maskowania narastających problemów finansowych, stąd rzeczywista kondycja finansowa przedsiębiorstwa jest znacznie gorsza niż deklarowana. Zakres tej rozbieżności wyznacza granice luki niezgodności z rzeczywistością. Im większa jest jej rozpiętość, tym gorsze będą skutki „maskowania” faktycznej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa.



Rys. 4. Luka niezgodności z rzeczywistością

Źródło: Na podstawie: S. Slatter, D. Lovett: Op. cit., s. 55.

Autorzy stoją na stanowisku, iż po tym jak kierownictwo uświadomi sobie fakt występowania luki niezgodności z rzeczywistością (związany najczęściej z przejściem z fazy kryzysu ukrytego do kryzysu palącego), może następować etap odrzucania kryzysu. Etap odrzucenia kryzysu cechuje się tym, że zarządzający dokładają starań do utrzymania „dobrego” obrazu przedsiębiorstwa w swoich deklaracjach. Gdy z jakichś powodów nastąpi ujawnienie luki niezgodności z rzeczywistością (np. kryzys ukaże się w całej pełni z powodu złamania warunków umów bankowych co do spłaty kredytów), przedsiębiorstwo przechodzi najczęściej w stan zapaści. Możliwy jest również i taki scenariusz, że w razie odrzucenia kryzysu zarząd decyduje się na ukazywanie pogarszającej się sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, nadal jednak „lepiej” niż jest ona w rzeczywistości. Taka postawa powoduje jednak, że luka niezgodności z rzeczywistością nie narasta w ogromnym tempie, zaś zarząd ukazując pogarszającą się sytuację finansową, podejmuje kroki zmierzające do naprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Zarządzający mają jednak świadomość, że takie postępowanie spowoduje zainteresowanie pozostałych interesariuszy i z pewnością doprowadzi do wymiany składu zarządu¹¹.

Problem występowania luki niezgodności z rzeczywistością ma istotne walory poznawcze. W sytuacji identyfikacji symptomów kryzysu, jego dokładniejszej diagnozy i podjęcia decyzji o konkretnych kierunkach działań naprawczych, trzeba także pamiętać, iż kryzys może okazać się o wiele głębszy, niż wynikałoby to z sygnałów generowanych przez symptomy finansowe.

4. Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstwa a zażegnanie kryzysu przedsiębiorstwa

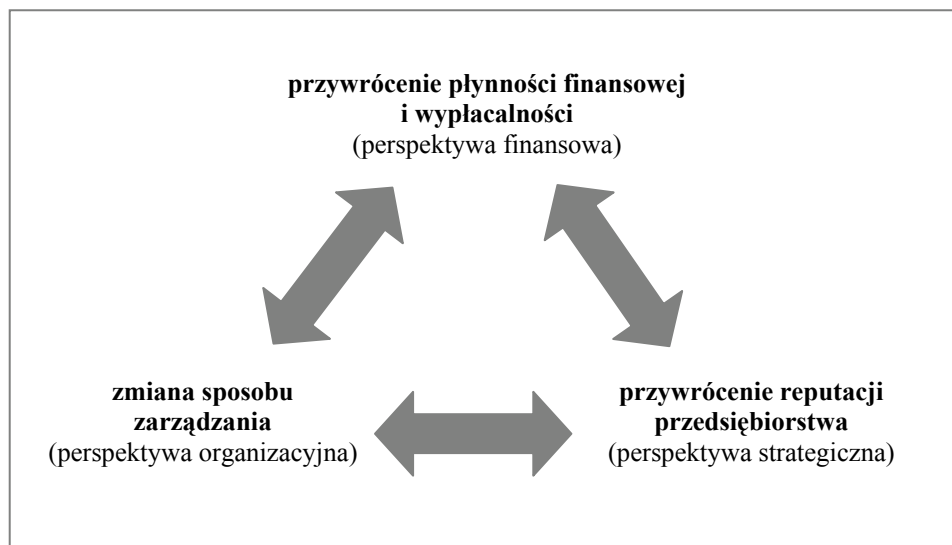
Dotychczasowe rozważania koncentrowały się wokół natury kryzysu przedsiębiorstwa i jego symptomów, szczególnie tych związanych z pogorszeniem jego sytuacji finansowej. Jednakże w obliczu kryzysu w przedsiębiorstwie nie są to działania wystarczające. Aby uchronić przedsiębiorstwo przed upadłością, konieczne jest jak najszybsze podjęcie odpowiednich działań naprawczych (na co wskazano na rysunku 2).

W odniesieniu do sfery finansów przedsiębiorstwa, zestaw takich działań określa się często mianem restrukturyzacji finansowej. Restrukturyzacja taka ma na celu przede wszystkim przywrócenie płynności i wypłacalności przedsiębiorstwa, w dalszej kolejności trwałą poprawę kondycji finansowej przedsiębior-

¹¹ S. Slatter, D. Lovett: Op. cit., s. 56-67.

stwa, a w konsekwencji stworzenie warunków do wzrostu (i kreacji wartości dla właścicieli).

Biorąc pod uwagę zakres działań zalecanych w ramach procesu restrukturyzacji przedsiębiorstwa, można zaproponować rozważanie istoty tego procesu z perspektywy trzech współistniejących kierunków działań przedsiębiorstwa (por. rysunek 5).



Rys. 5. Kierunki działań podejmowane w ramach restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstwa

Pierwszym kierunkiem działań jest dążenie do odzyskania płynności finansowej i wypłacalności przedsiębiorstwa. Zakres takich działań rozpatrywany z perspektyw finansowej sprowadza się do dokonania określonych zmian w strukturze kapitału i aktywów przedsiębiorstwa. Zmiany w strukturze kapitału powinny dążyć do zmiany proporcji między poziomem zadłużenia, zwłaszcza długoterminowego, a poziomem kapitałów własnych przedsiębiorstwa. Zmiany w strukturze aktywów są natomiast ukierunkowane na generowanie gotówki¹². Takie kierunki zmian powinny prowadzić do poprawy wskaźników płynności finansowej, a także poprawy relacji majątkowo-kapitałowych (wynikających np.

¹² Podobne stanowisko zostało zaprezentowane przez M. Poradę-Rochoń, przy czym autorka w rozwinięciu tych kierunków działań odnosi się raczej do stworzenia perspektyw rozwoju przedsiębiorstwa (i wzrostu jego wartości), niż bieżącego przezwyciężenia kryzysu. Por.: *Restrukturyzacja przedsiębiorstw w procesie adaptacji do współczesnego otoczenia. Perspektywa międzynarodowa*. Red. M. Porada-Rochoń. Difin, Warszawa 2009, s. 82-83.

z wymogów złotej zasady finansowej¹³). Ponadto kierunki zmian powinny dążyć do zwiększania udziału kapitału pracującego w aktywach ogółem.

Zarysowana wyżej wizja działań w zakresie restrukturyzacji finansowej nie jest jednak możliwa do realizacji bez równoległego wprowadzenia zmian w sposobie zarządzania przedsiębiorstwem, co na rysunku 5 określono mianem perspektywy organizacyjnej. Zakres tych zmian z organizacyjnego punktu widzenia może być bardzo różny. Interesująca jest propozycja przedstawiona przez wspomnianych wyżej S. Slatera i D. Lovetta, którzy kierunki działań zarządczych w ramach przywracania stabilności działania przedsiębiorstwa skoncentrowali wokół trzech problemów:

- krótkoterminowego zarządzania płynnością finansową,
- wprowadzenia nowych zasad kontroli zarządczej i finansowej,
- dążenia do redukcji kosztów.

Krótkoterminowe zarządzanie płynnością finansową powinno się koncentrować przede wszystkim na odpowiednim zarządzaniu gotówką. Działania takie należy oprzeć na ustaleniu niezbędnych i najpilniejszych potrzeb gotówkowych przedsiębiorstwa, dalej na opracowaniu planu strategii pozyskiwania gotówki, wprowadzeniu odpowiedniej kontroli w zakresie dysponowania gotówką wspartego racjonowaniem gotówki. Przedsiębiorstwo powinno także rozważyć zwiększenie dostępności gotówki wynikające z redukcji należności i zapasów, zwiększenia zobowiązań, poszukiwania krótkoterminowego wsparcia finansowego, przy jednoczesnym wstrzymaniu planowanych nakładów inwestycyjnych¹⁴.

Wprowadzenie nowych reguł zarządzania i kontroli finansowej powinno natomiast zmierzać do centralizacji tych działań, których celem jest zapobieganie możliwości podejmowania decyzji przez pracowników, co mogłoby pogorszyć sytuację finansową przedsiębiorstwa. Podejmowanie decyzji przez jedną osobę (bądź niewielką grupę takich osób), dobrze zorientowanych w trudnościach, jakie dotknęły przedsiębiorstwo, zapobiega pogłębianiu się tych trudności. Takiej scentralizowanej kontroli powinny podlegać wszelkie decyzje przedsiębiorstwa, które są związane z wpływem środków, nawet i takie, które dotychczas były podejmowane na najniższych szczeblach.

Wstępna redukcja kosztów powinna być natomiast procesem podjętym odgórnie i wymaga głębokiej wiedzy specjalistycznej. Taka redukcja kosztów dotyczy zazwyczaj kosztów zatrudnienia, ogólnego zarządu oraz zakupów. Należy

¹³ Zasada ta głosi, iż aktywa trwałe powinny być w całości finansowane kapitałem stałym, na który składają się kapitały własne oraz kapitały obce długoterminowe. Spełnienie tej zasady należy traktować jako zachowanie równowagi finansowej przedsiębiorstwa, bowiem przy zachowaniu złotej zasady finansowej przedsiębiorstwo ma zdolność do zachowania płynności bieżącej na minimalnym poziomie oraz posiada dodatni kapitał pracujący.

¹⁴ Szeroko na ten temat piszą: S. Slatter, D. Lovett: Op. cit., s. 113-124.

jednak pamiętać, iż zbyt głębokie cięcia w tej sferze mogą doprowadzić do paraliżu organizacyjnego działalności przedsiębiorstwa i zamiast uzdrowienia przynieść dalsze pogorszenie jego kondycji finansowej¹⁵.

Ostatni z wyróżnionych na rysunku 5 kierunków działań powinien dotyczyć dążenia do przywrócenia reputacji przedsiębiorstwa. Działania te określono mianem perspektywy strategicznej, bowiem bez odzyskania takiej reputacji dalsze działanie przedsiębiorstwa, w szczególności jego rozwój, może okazać się niemożliwe. Problem taki narasta głównie na skutek dysfunkcji przedsiębiorstwa w jego otoczeniu konkurencyjnym, co można poprzeć wieloma przykładami. Wydaje się, że w odniesieniu do dużych, znanych przedsiębiorstw problem taki może pojawić się na skutek doniesień medialnych, obniżających wiarygodność przedsiębiorstwa w perspektywie długookresowej. W przedsiębiorstwach małych i średnich obniżenie takiej wiarygodności może być skutkiem rozprzestrzenienia się (nawet tylko na skalę lokalną) informacji o nieterminowym regulowaniu zobowiązań, co zniechęca dotychczasowych i utrudnia pozyskanie nowych partnerów rynkowych.

Podsumowanie

Kryzys finansowy w przedsiębiorstwie mogą wywołać różnorakie czynniki o charakterze wewnętrznym lub zewnętrznym. Ostatecznie, kryzys ten objawia się pogorszeniem sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, prowadząc ostatecznie do jego upadłości. Z tego względu ważne jest, by przedsiębiorstwo umiejętnie selekcjonowało sygnały kryzysu, zarówno te o charakterze finansowym, jak i niefinansowym.

Przedsiębiorstwo powinno jednak być świadome zawodności źródeł informacji, które służą generowaniu takich sygnałów. Na problem taki zwraca uwagę koncepcja luki niezgodności, uświadamiając powody i skutki rozbieżności pomiędzy faktycznymi a prezentowanymi informacjami o stanie finansowym przedsiębiorstwa. Wydaje się, że postępowanie prowadzące do powstania takiej luki należy uznać za kolejny wewnętrzny czynnik kryzysogenny. Dochodzi bowiem do osłabiania sygnałów o pogorszeniu sytuacji finansowej, a tym samym do opóźnienia ewentualnych działań korygujących, mogących powstrzymać eskalację kryzysu.

W warunkach kryzysu (jego wystąpienia i eskalacji) ważna jest umiejętność podjęcia działań w ramach restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstwa. Podej-

¹⁵ Porównaj zakres działań i rozwiązania proponowane w: Ibidem, s. 124-129.

mując ten problem, zwraca się zazwyczaj uwagę na konieczność naprawy relacji majątkowo-kapitałowych, które przynajmniej w aspekcie analitycznym spowodują poprawę sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Rzadko jednak ukazuje się znaczenie innych mechanizmów, które wspierają proces restrukturyzacji finansowej. Mechanizmy te należy uznać wręcz za integralną część działań na rzecz poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Dotyczą one konkretyzacji decyzji zarządczych i restrykcyjnego ich przestrzegania, a także działań na rzecz przywrócenia reputacji przedsiębiorstwa w gronie jego interesariuszy.

COMPANY'S CRISIS FROM ITS FINANCIAL SITUATION PERSPECTIVE

Summary

A crisis in a company may arise as a result of numerous internally and externally driven factors. As a consequence, the financial situation of a company is worsening and the danger of bankruptcy is increasing. The paper identifies main reasons for crisis in a company, revises the sequence of crisis escalation and discusses core symptoms of a crisis. In particular, it revises the utility of the information included in financial statements in terms of inadequacy gap phenomena. Moreover, the paper presents a novel perspective of financial restructuring that should include not only the improvement of assets-liability structure, but also organisational and strategic perspective.

Maria Gorczyńska

BŁĘDY W SFERZE ZARZĄDZANIA NALEŻNOŚCIAMI JAKO PRZYCZYNA KRYZYSU PŁYNNOŚCI

Wprowadzenie

Przedsiębiorstwa działające w otoczeniu konkurencyjnym są skazane na kredytowanie swoich kontrahentów. Konieczność kredytowania przedsiębiorstw współpracujących wymusza na zarządzających przedsiębiorstwem rozpoznanie obszarów ryzyka związanego z tą właśnie sferą działalności. I nie jest to zadanie łatwe, biorąc pod uwagę, iż podmioty gospodarcze – jako instytucje niefinansowe – nie są przygotowane do kredytowania swoich kontrahentów ani pod względem merytorycznym, ani praktycznym. Całość podejmowanych działań w tym zakresie wpływa na poziom płynności finansowej przedsiębiorstwa. Sytuacja nabiera szczególnego znaczenia w czasach kryzysu finansowego, kiedy każda transakcja handlowa niesie ze sobą zwiększone ryzyko braku zapłaty przez kontrahenta. Dodatkowo, przedsiębiorstwa częściej niż w przeszłości występują o udzielenie kredytu kupieckiego, a przedsiębiorstwa, które już wcześniej korzystały z odroczonego terminu płatności, zabiegają dodatkowo o jego wydłużenie.

Jedną z konsekwencji takiego stanu jest coraz częstszy problem z płynnością finansową przedsiębiorstw, który zaostrza się z powodu opóźnień w spływie należności bądź też wręcz z powodu niewypłacalności dłużników. Dodatkowo banki podniosły wymagania stawiane potencjalnym kredytobiorcom, co utrudniło dostęp do finansowania zewnętrznego i wpłynęło na ograniczone możliwości sterowania płynnością finansową.

Wybór odpowiedniej strategii w zakresie płynności finansowej, dostosowanej do warunków, w których funkcjonuje przedsiębiorstwo oraz elementów ją kształtujących, stanowi podstawowy czynnik ograniczający ryzyko powstania

problemów z płynnością finansową. Jednym z elementów tej strategii jest ustalenie zakresu polityki kredytowej stosowanej przez przedsiębiorstwa oraz wielkości należności powstających w wyniku tej strategii.

Przedmiotem niniejszego opracowania jest wskazanie błędów w zarządzaniu należnościami w przedsiębiorstwie, będących przyczyną kryzysu płynności finansowej przedsiębiorstwa. Kryzys ten nie pojawia się nagle – zwykle przechodzi kolejne etapy i jeżeli we właściwym czasie nie zostaną wskazane i naprawione przyczyny jego powstania, może dojść do nieodwracalnej sytuacji, jaką jest niewypłacalność przedsiębiorstwa, a w konsekwencji jego upadłość. Należy zauważyć, że nie można ograniczać się tylko do błędów popełnianych w sferze zarządzania już powstałymi należnościami, bowiem dopiero błędy popełniane w całokształcie polityki kredytowej dają pełny obraz wpływu nieprawidłowości w tym obszarze w kontekście kryzysu płynności finansowej.

1. Kryzys płynności finansowej – charakterystyka

Rozważania na temat kryzysu płynności finansowej wymagają zdefiniowania tego pojęcia, które może być rozważane w kontekście zdolności przedsiębiorstwa do zakupu towarów i usług, a także regulowania zobowiązań, które wynikają z odroczonej zapłaty za zakup towarów i usług oraz zapłaty podatków, wynagrodzeń i innych zobowiązań¹. Takie zdefiniowanie pojęcia płynności finansowej pokazuje tzw. podejście ogólne. Oczywiście istnieje wiele definicji, które pokazują wybrane obszary płynności finansowej czy też jej określone aspekty. Można rozważać płynność finansową w kontekście majątkowym, kapitałowym, kapitałowo-majątkowym, czy też w aspekcie przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa². Należy stwierdzić, iż w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa definiowanie tego pojęcia ma kluczowe znaczenie, ponieważ pozwala na określenie faktycznego stanu płynności finansowej. Powszechnie w działalności przedsiębiorstwa można określić występowanie trzech stanów w zakresie poziomu płynności finansowej. Jest to stan:

- braku płynności finansowej,
- zachowania płynności finansowej na właściwym poziomie,
- nadwyżki płynności finansowej (nadpłynność).

¹ *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstw w okresie transformacji*. Red. U. Wojciechowska. SGH, Warszawa 2001, s. 14.

² Szerzej zestawione definicje z komentarzem w: *Aktywne zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa*. Red. K. Kreczmańska-Gigol. Difin, Warszawa 2010, s. 15-22.

Występowanie powyższych stanów jest zjawiskiem normalnym w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa i jest konsekwencją strategii płynności finansowej obranej przez zarządzających przedsiębiorstwem. Jednak osiągnięcie określonego stanu płynności finansowej przez przedsiębiorstwo bardzo często nie jest spójne z celem, który ma zostać osiągnięty dzięki zastosowanej strategii. Bardzo często zdarza się tak, że przedsiębiorstwo realizuje określoną strategię, ale nie jest w stanie przewidzieć wszystkich zdarzeń, które będą wpływać na jej realizację. Niezależnie od tego, czy strategie są budowane z uwzględnieniem ryzyka i dochodu, czy też w ujęciu harmonizacji, zawsze będą obarczone ryzykiem nieosiągnięcia zamierzonego celu. W tym aspekcie funkcjonuje definicja pojęcia kryzysu płynności finansowej jako stanu utraty płynności finansowej. Wystąpienie kryzysu w przedsiębiorstwie jest punktem zwrotnym w jego działalności. Przez pojęcie kryzysu można rozumieć sytuację, w której przy danych zasobach posiadanych przez przedsiębiorstwo nie dochodzi do realizacji obranego celu w strategii działalności gospodarczej³. Inaczej rzecz ujmując, kryzys przedsiębiorstwa to sytuacja, w której zaistniałe trudności w działalności finansowej przedsiębiorstwa zagrażają ciągłości jego funkcjonowania i nie pozwalają na regulowanie zobowiązań wobec wierzycieli⁴.

Wystąpienie niestabilności płynności finansowej (zakłócenia w płynności finansowej) może doprowadzić do powstania kryzysu płynności, którego wynikiem może być stan braku płynności finansowej bądź też powrót do zachowania płynności finansowej w przedsiębiorstwie. Bardzo często kryzys jest utożsamiany ze zjawiskami negatywnymi, co jest niesłuszne, ponieważ przezwyciężenie kryzysu może prowadzić do rozwoju działalności gospodarczej⁵.

Określenie kryzysu płynności wymaga również omówienia źródeł kryzysu przedsiębiorstwa⁶. Kryzys płynności finansowej rozpoczyna się kryzysem strategii płynności finansowej. Problem z przyjętą strategią płynności bardzo często w fazie jej stosowania nie uwidacznia występowania problemów z płynnością finansową. W wyniku nieprawidłowo zastosowanej i niedopasowanej strategii do sytuacji przedsiębiorstwa oraz występujących czynników zewnętrznych, powstają problemy w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa. Jeżeli w tej sytuacji nie zostaną podjęte przez zarządzających przedsiębiorstwem działania, polegające na dostrzeżeniu błędów w stosowanej strategii bądź też zmianie strategii, to mo-

³ E. Urbanowska-Sojkin: *Zarządzanie przedsiębiorstwem*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 1998, s. 20-21.

⁴ *Zarządzanie wartością firmy w dobie kryzysu*. Red. S. Kasiewicz, L. Pawłowicz. CeDeWu, Warszawa 2003, s. 13.

⁵ T. Korol, B. Prusak: *Upadłość przedsiębiorstw a wykorzystanie sztucznej inteligencji*. CeDeWu, Warszawa 2009, s. 34.

⁶ Ibidem, s. 36-38.

że dojść do kolejnego źródła kryzysu, tym razem w działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. Występowanie tego kryzysu jest zauważalne w spadku rentowności, który jest wynikiem powstawania coraz wyższych kosztów podjętych błędnych działań w zakresie zarządzania płynnością finansową⁷. Wystąpienie takiej sytuacji jednak jeszcze bardzo często nie powoduje podejmowania działań w zakresie metod zarządzania płynnością finansową, a powodem tego jest przedstawianie tej sytuacji jako pozytywnej, tzn. przedsiębiorstwo generuje przychody, otrzymuje nadal zyski, a problemy z rentownością są przejściowe.

Brak reakcji na tym etapie prowadzi z kolei do zmniejszania się przychodów osiąganych przez przedsiębiorstwo w kolejnych okresach. W tej sytuacji zarządzający przedsiębiorstwem zaczynają podejmować działania wpływające na zmianę obranego kierunku działalności. Oczywiście podejmowanie tych działań jest konieczne, ale w wielu przypadkach są one coraz bardziej ograniczone ze względu na sytuację, w której znalazło się przedsiębiorstwo. Efektem braku poprawy jest powstanie kryzysu płynności finansowej, czyli sytuacja, w której przedsiębiorstwo nie ma możliwości pokrycia swoich zobowiązań wymagalnych. To z kolei skutkuje odpowiedzią rynku w postaci podejmowanych przez dostawców działań windykacyjnych wobec powstałych należności przedsiębiorstwa, jednocześnie wstrzymywania przez nich kolejnych dostaw na warunkach kredytowych. Przedsiębiorstwo nie posiada środków na zakupy za gotówkę, zmniejsza się wartość zapasów, co powoduje zmniejszenie możliwości kreowania sprzedaży. Oczywiście sytuacja taka nie ogranicza się tylko do zobowiązań wobec innych przedsiębiorstw, ale także do pozostałych instytucji, takich jak budżet, banki, instytucje ubezpieczeniowe. Podmioty te oczywiście przystępują także do windykowania zobowiązań przedsiębiorstwa, co w konsekwencji prowadzi do narastania kosztów, egzekwowania zabezpieczeń powstałych zobowiązań, zajęcia kont bankowych itd. Następuje całkowity paraliż w przepływach firmy, czego konsekwencją może być upadłość przedsiębiorstwa.

Z przedstawionych rozważań wynika, iż zdefiniowanie pojęcia kryzysu płynności finansowej nie jest zadaniem łatwym i wymaga określenia źródeł powstawania kryzysu w działalności przedsiębiorstwa. Należy jednak zauważyć, iż punktem wyjścia dla przyjętych rozważań jest kwestia strategii w działalności przedsiębiorstwa, na podstawie której zarządzający przedsiębiorstwem budują strategię płynności finansowej. Można uniknąć kryzysu płynności finansowej

⁷ W tym miejscu należy rozróżnić pojęcie przyczyn i symptomów kryzysu. Spadek rentowności może być zarówno przyczyną, jak i symptomem kryzysu w przedsiębiorstwie. Symptom jest oznaką np. kryzysu w przedsiębiorstwie. Symptom nie daje możliwości bezpośredniego zastosowania metod przeciwdziałania negatywnym zjawiskom. Natomiast określenie przyczyny jako czynnika wywołującego negatywny skutek pozwala temu zapobiec poprzez podjęcie określonych działań. Szerzej: T. Korol, B. Prusak: *Upadłość przedsiębiorstw...*, op. cit., s. 44.

wówczas, gdy zarządzający firmą uwzględnią czynniki wpływające na płynność finansową w strategii płynności finansowej oraz zastosują prawidłowe metody dla danej strategii, pozwalające na sterowanie tymi czynnikami w sposób zapewniający realizację celu zarządzania płynnością finansową⁸.

Jedną z metod stosowanych w strategii płynności jest określanie polityki kredytowej wobec kontrahentów przedsiębiorstwa, która decyduje o stanie i jakości powstałych należności w przedsiębiorstwie, a co za tym idzie stanowi potencjalne źródło powstania zagrożeń dla płynności finansowej przedsiębiorstwa.

2. Polityka kredytowa przedsiębiorstwa a kryzys płynności

Polityka kredytowa przedsiębiorstwa obejmuje całokształt podejmowanych decyzji w zakresie odraczania terminów płatności przedsiębiorstwom oraz zakres czynności związanych z monitorowaniem i windykacją powstałych należności w związku z udzielaniem kredytów kupieckich. W literaturze przedmiotu można wskazać różnorodność celów polityki kredytowej. W zależności od autora można wymienić następujące cele polityki kredytowej:

- realizacja oczekiwanej stopy zysku przy akceptowanym poziomie ryzyka,
- maksymalizacja sprzedaży,
- minimalizacja należności nieściągalnych,
- minimalizacja kosztów związanych z źródłami finansowania odroczonej terminów płatności,
- zapewnienie odpowiedniego strumienia gotówki ze sprzedaży,
- minimalizacja kosztu kapitału,
- minimalizacja kosztu zarządzania należnościami⁹.

Wymieniając różnorodne cele polityki kredytowej, należy podkreślić, iż są to cele, które powinny być realizowane w całości, co pozwoli na prowadzenie optymalnej polityki kredytowej przez przedsiębiorstwo. Ogólnie formułowanym celem polityki kredytowej przedsiębiorstwa jest więc koordynacja procesów sprzedażowych z procesami odzyskiwania należności. Do elementów tak sformułowanego celu ogólnego należy zaliczyć:

⁸ Szerzej na temat czynników: D. Wędzki: *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 73 i nast.

⁹ D. Wędzki: *Teoria zintegrowanego zarządzania kredytem handlowym w przedsiębiorstwie*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2000, s. 22-25.

- a) ustalanie standardów kredytowych, które można stosować wobec potencjalnych odbiorców oraz wielkości kredytu dla każdego z nich,
- b) wyznaczanie okresu kredytowania, czyli określenia okresu odroczonej płatności, zaplanowanie udzielania rabatów za terminowość płatności, ich wielkości i okresu, który uprawnia do ich uzyskania,
- c) analizowanie ryzyka kredytowego związanego z udzieleniem odroczonej zapłaty danemu kontrahentowi oraz stały monitoring kont klientów nowych i tych, z którymi stosunki handlowe zostały już zawarte,
- d) sporządzanie procedury ściągania należności, jakie firma stosuje w celu odzyskiwania przeterminowanych długów, np. przekazanie należności agencji windykacyjnej¹⁰.

Pominięcie choćby jednego z wymienionych elementów może skutkować nieprawidłowościami w polityce kredytowej przedsiębiorstwa, które mogą wywołać określone skutki dla poziomu płynności finansowej przedsiębiorstwa.

Prawidłowo prowadzona polityka kredytowa wpływa na ograniczenie ryzyka kredytowego, związanego z odraczaniem terminów płatności przedsiębiorstwa, co skutkuje prawidłowym wpływem należności oraz terminowym regulowaniem zobowiązań firmy dla zachowania płynności finansowej. Polityka kredytowa wobec kontrahentów jest budowana na podstawie przyjętej strategii płynności finansowej. Przykładem może być przyjęcie przez przedsiębiorstwo strategii płynności w ujęciu dochód-ryzyko i przyjęcie w zakresie strategii aktywów obrotowych postawy konserwatywnej. W tej sytuacji przedsiębiorstwo nastawia się na zwiększoną wartość aktywów obrotowych w stosunku np. do danych sektorowych, ale w przypadku należności będzie starać się utrzymywać ich stan poniżej poziomu określonego dla sektora. Wówczas w zakresie polityki kredytowej przedsiębiorstwo będzie preferować sprzedaż z odroczonym terminem płatności tylko dla stałych odbiorców, z krótkimi terminami płatności. W polityce kredytu kupieckiego nacisk zostanie położony na określenie ryzyka kredytowego odbiorców poprzez badanie ich wiarygodności kredytowej. W stosunku do klientów, którym zostaną zaoferowane odroczone terminy płatności może np. zostać postawiony warunek konieczności zabezpieczenia płatności. Wynikiem tak skonstruowanej polityki kredytowej wobec kontrahentów może być obniżenie wartości przychodów ze sprzedaży oraz zapewnienie bezpieczeństwa spływu należności, czyli zwiększenia ich płynności.

Sytuacja przedsiębiorstwa będzie odmienna, kiedy przyjmie ono postawę agresywną w zakresie strategii aktywów obrotowych. Wówczas przedsiębiorstwo będzie starało się utrzymywać wartości należności na poziomie wyższym

¹⁰ J. Folga, M. Dymniki: *Polityka kredytowania odbiorców*. „Twój Biznes” 2009, nr 4, s. 33.

niż wartości np. sektorowe. Osiągnięcie tego stanu przedsiębiorstwo uzyska poprzez oferowanie odroczonej płatności właściwie wszystkim klientom. Sytuacja taka spowoduje zwiększenie poziomu sprzedaży; niestety konsekwencją może być powstanie należności przeterminowanych i nieściągalnych, czyli rodzących problemy z płynnością finansową przedsiębiorstwa.

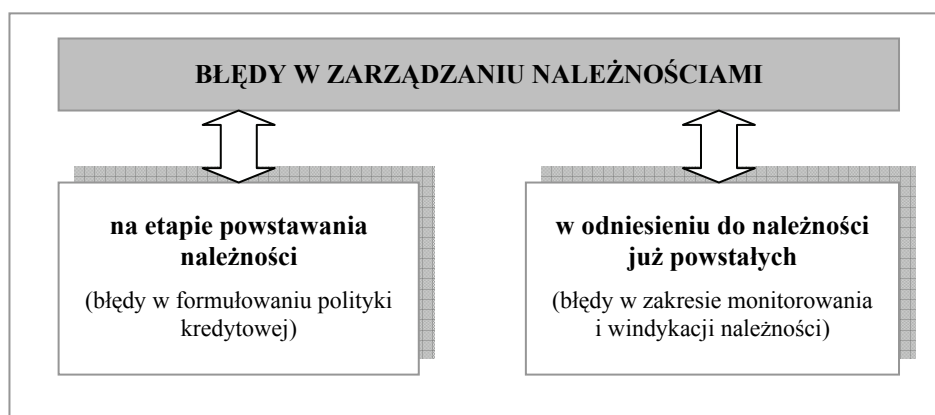
Niwelowanie zagrożeń płynących z tych dwóch odmiennych strategii będzie następowało poprzez przyjmowanie kolejnych strategii w zakresie źródeł finansowania aktywów obrotowych oraz strategii majątkowo-finansowej. Z kolei przyjęcie ostatecznego kształtu płynności finansowej nastąpi poprzez stworzenie całościowej strategii płynności finansowej.

Z przytoczonych rozważań wynika, że zakres i kształt polityki kredytowej jest jednym z istotnych elementów kształtowania stanu płynności finansowej. Błędy popełnione w tej sferze mogą stać się przyczyną powstania zagrożeń płynności finansowej. W opracowaniu skupiono uwagę na nieprawidłowościach w sferze zarządzania należnościami, które mogą skutkować powstaniem sytuacji kryzysowych w obszarze płynności finansowej.

3. Nieprawidłowości w zarządzaniu należnościami przedsiębiorstwa

Problem nieprawidłowości w polityce kredytowej nie znajduje szczególnie go miejsca w literaturze przedmiotu. Dużo szerzej jest określany aspekt zarządzania kredytem kupieckim w kontekście prawidłowości kształtowania polityki kredytowej przedsiębiorstwa. Wskazanie błędów w zakresie polityki kredytu kupieckiego, stosowanej przez przedsiębiorstwa, pozwala na określenie symptomów sytuacji kryzysowych w przedsiębiorstwie.

Ogół popełnianych błędów można na wstępie podzielić na dwie grupy (por. rysunek 1). Pierwszą grupę stanowią błędy popełniane na etapie powstawania należności. Ten rodzaj nieprawidłowości nie powoduje bezpośredniego zagrożenia płynności finansowej, skutki tych błędów ujawniają się bowiem dopiero w momencie nieotrzymania terminowej zapłaty. Drugą grupę stanowią błędy popełniane w odniesieniu do należności już powstałych w związku z udzieleniem kredytu kupieckiego. Błędy te dotyczą przede wszystkim monitorowania poziomu należności i ich ewentualnej windykacji.



Rys. 1. Podstawowe obszary błędów w zarządzaniu należnościami

Pierwsza grupa błędów popełnianych przez przedsiębiorstwo stosujące politykę kredytową wobec kontrahentów odnosi się głównie do kształtu polityki kredytowej. Analizując politykę kredytową stosowaną przez przedsiębiorstwa wobec swoich kontrahentów na rynku polskim, należy podkreślić, iż podstawowym jej mankamentem jest przejmowanie praktyki stosowanej w sektorze, w którym działa przedsiębiorstwo bądź też przejmowanie parametrów dyktowanych przez rynek do jej budowy, bez uwzględnienia indywidualnej sytuacji przedsiębiorstwa. Skutki takiego działania są niestety widoczne m.in. poprzez pryzmat ciągle pojawiającego się problemu zatorów płatniczych i problemów płynności finansowej. Oczywiście powstanie zatorów płatniczych to nie tylko wynik braku stosowania właściwej polityki kredytowej przedsiębiorstwa (choć na pewno jest to jeden z podstawowych determinantów występującego efektu domina). W związku z powyższym można przyjąć, iż sytuacja zatorów płatniczych jest jednym z podstawowych problemów, które mogą przekładać się na powstanie niestabilności płynności finansowej przedsiębiorstw. W przypadku przedsiębiorstw budujących strategię płynności finansowej, brak uwzględnienia konsekwencji tego stanu rzeczy może skutkować powstaniem sytuacji kryzysowej w kontekście płynności finansowej. Również sytuacja odwrotna, czyli brak uwzględniania czynników zewnętrznych przy budowie kształtu polityki kredytowej, może wywołać sytuacje rodzące zarzewie kryzysu płynności finansowej.

Przedsiębiorstwa, które w sposób świadomy podejmują decyzje o kredytowaniu swoich odbiorców, przyjmują odpowiednią strategię polityki kredytowania odbiorców w zależności od konkretnej sytuacji, w jakiej znajdują się przedsiębiorstwa i dostosowują ją do przyjętej strategii w zakresie płynności finansowej.

W założeniach strategii polityki kredytowej formułuje się określone cele, co wymaga sprecyzowania sposobu ich osiągnięcia. W związku z tym w strategiach polityki kredytowej precyzuje się ustalone parametry oraz odpowiednie instrumenty polityki kredytowej dopasowane do założonej strategii. Wyróżnić można trzy podstawowe strategie polityki:

- strategia konserwatywna,
- strategia elastyczna,
- strategia agresywna¹¹.

Strategia konserwatywna zaleca ściśle przestrzeganie terminów płatności, które są krótkie. W sytuacji, gdy dłużnik zwleka z zapłatą we wcześniej ustalonym terminie, przedsiębiorstwo natychmiast uruchamia prawne zabezpieczenia należności. Strategię tę stosuje się wobec klientów o ustabilizowanej sytuacji rynkowej, a więc o małym stopniu ryzyka. Wadą tej strategii jest mniejsza wielkość sprzedaży w porównaniu do możliwej¹².

Strategia umiarkowana, określana w literaturze także jako elastyczna, zakłada bardziej elastyczne udzielanie kredytów. Sytuacja rynkowa klientów podlega bieżącej kontroli, a kolejna transakcja jest realizowana po uregulowaniu wcześniejszych zobowiązań. Dzięki temu klienci są świadomi, iż wszelkie opóźnienia w płatnościach powodują utrudniony dostęp do kolejnego odroczenia terminu płatności. Jednak, aby strategia ta nie powodowała odpływu klientów do konkurencji, przedsiębiorstwo może stosować pewne dodatkowe odroczenia w zapłacie dla klientów będących w przejściowej trudnej sytuacji ekonomicznej¹³.

W strategii agresywnej polityki kredytowej ustala się długi termin płatności, a polityka windykowania należności jest bardzo łagodna. Jej podstawowym założeniem jest maksymalizacja wielkości sprzedaży. Strategię tę stosuje się zazwyczaj, gdy przedsiębiorstwo wprowadza na rynek nowy produkt, dysponuje nadwyżką produkcyjną, lub też gdy sytuacja rynkowa wymusza zastosowanie takiej polityki. Sporym minusem takiego postępowania wobec kontrahentów jest możliwość znacznego wzrostu należności przeterminowanych i nieściągalnych, a tym samym wzrost sprzedaży niezapłaconej¹⁴.

Podstawowym błędem jest wybór nieodpowiedniej strategii w zakresie polityki kredytowej przez zarządzających przedsiębiorstwem w kontekście obranej strategii płynności finansowej. Taka sytuacja wynika z braku wnikliwej analizy strategicznej czynników, które decydują o wyborze najkorzystniejszej strategii kredytowania odbiorców. Konsekwencją błędnych decyzji mogą być trudności

¹¹ A. Skowronek-Mielczarek: *Finansowanie MSP*. „Gazeta Prawna” z dnia 30 października 2008, s. 4-5.

¹² M. Sierpińska, D. Wędzki: *Zarządzanie płynnością finansową...*, op. cit., s. 147.

¹³ W. Bieć: *Zarządzanie finansami...*, op. cit., s. 211.

¹⁴ M. Sierpińska, D. Wędzki: *Zarządzanie płynnością finansową...*, op. cit., s. 148.

w ściąganiu należności, które będą stanowiły źródło niestabilności finansowej, a w dłuższym horyzoncie czasowym mogą stać się przyczyną kryzysu płynności finansowej.

Przyjęcie prawidłowego kształtu strategii polityki kredytowej nie gwarantuje jednak zażegnania zagrożeń w kontekście płynności finansowej.

Trzecia grupa błędów popełnianych przez zarządzających przedsiębiorstwem odnosi się do poszczególnych działań podejmowanych w zakresie kredytowania kontrahentów. Do podstawowych błędów związanych z poszczególnymi decyzjami, odnoszącymi się do polityki kredytowej przedsiębiorstwa, można zaliczyć:

- brak badania wiarygodności kontrahenta,
- niewłaściwe badanie wiarygodności kontrahenta,
- niezawieranie umów z kontrahentami,
- brak stosowania zabezpieczeń należności¹⁵.

Brak badania wiarygodności kontrahentów jest podstawowym zagrożeniem dla niedostosowania warunków płatności do ryzyka kredytowego kontrahenta. W tej sytuacji przedsiębiorstwa udzielając kredytu, nie znają poziomu ryzyka niewypłacalności kontrahenta i nie są w stanie prawidłowo określić takich parametrów, jak: terminy płatności, limity kredytu, zabezpieczenia kredytu kupieckiego. Nawet w sytuacji stosowania strategii agresywnej aktywów obrotowych w zakresie obszaru płynności finansowej jest wymagana ocena kontrahentów – mimo założenia, że przedsiębiorstwo kredytuje wszystkich swoich odbiorców. Brak takiej praktyki może spowodować powstanie należności nieściągalnych i przeterminowanych, a także zagrożenia w ściąganiu należności. Konsekwencją (nawet przy stosowaniu konserwatywnej strategii płynności finansowej w ujęciu całkowitym) może być pojawienie się kryzysu płynności finansowej¹⁶.

Również przedsiębiorstwa, stosujące badanie wiarygodności kontrahentów, mogą popełniać błędy zagrażające ich sprawnemu działaniu. Przede wszystkim

¹⁵ W wielu pozycjach literaturowych definiuje się proces zarządzania należnościami, m.in. A. Rutkowski: *Zarządzanie finansami*. PWE, Warszawa 2007, s. 444; *Aktywne zarządzanie...*, op. cit., s. 113 i 370; M. Adamska: *Kłopotliwe należności*. „Gazeta Małych i Średnich Przedsiębiorstw” 2004, nr 12, s. 25. Z kolei na rodzaj błędów w tej sferze wskazał np. P. Rytko: *Zarządzanie kredytem handlowym w małych i średnich przedsiębiorstwach*. Difin, Warszawa 2009, s. 49; M. Kadryś: *Pierwsze syndromy upadku firmy*. „Prawo Przedsiębiorcy” 2003, nr 22, s. 12-14. Błędy można także wyłonić na podstawie audytu przeprowadzanego w przedsiębiorstwach, zob. J. Stępniewski: *Audyt i diagnostyka firmy*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2001, s. 72-94, 95-108.

¹⁶ W opracowaniu użyto sformułowań dla strategii płynności finansowej, takich jak: całkowita strategia płynności finansowej, strategia aktywów obrotowych, strategia źródeł finansowania płynności finansowej, strategia majątkowo-finansowa płynności finansowej, za D. Wędzki: *Strategie płynności...*, op. cit., s. 121-164.

przedsiębiorstwo musi posiadać instrumenty do prawidłowego badania zdolności kontrahentów do zapłaty. Podstawowa kwestia to zatrudnianie niewykwalifikowanej kadry pracowniczej oraz zastosowanie błędnych metod oceny kontrahentów, np. z powodu niedostępności informacji. Konsekwencją takiego działania oczywiście jest nieprawidłowa ocena ryzyka kredytowego i przyjęcie nieadekwatnych do zaistniałego stanu parametrów polityki kredytowej wobec kontrahentów. Należy podkreślić, iż bardzo ważnym elementem w tej analizie jest wskazanie mocnych i słabych stron przedsiębiorstwa, któremu ma zostać udzielony kredyt kupiecki. Brak przeprowadzenia takiej analizy może także wpływać na niewłaściwe monitorowanie powstałych należności kontrahentów. Ponadto przedsiębiorstwa, które swoją politykę kredytową opierają na badaniu wiarygodności kontrahentów, bardzo często dokonują analizy ryzyka jednorazowo, tzn. w momencie rozpoczęcia współpracy, a następnie nie monitorują tego na bieżąco, co powinno być uznane za błędne podejście w ocenie ryzyka kredytowego. Sytuacja przedsiębiorstw korzystających z kredytu kupieckiego ulega ciągłym zmianom, które mogą wpływać na jego płynność finansową; efektem może być brak spływu należności, a to może stanowić symptom kryzysu płynności w przedsiębiorstwie kredytującym.

W polskiej praktyce gospodarczej, szczególnie w przypadku małych i średnich przedsiębiorstw, błędem jest także niezawieranie umów handlowych w formie pisemnej¹⁷. Dostarczanie towarów czy świadczenie usług odbywa się najczęściej na podstawie faktur. Niezawieranie tego typu umów rodzi poważne konsekwencje dla przedsiębiorstwa kredytującego swoich kontrahentów. W kontraktach handlowych można dokonać m.in. określenia zabezpieczenia przyszłych roszczeń, co daje możliwość zmniejszenia ryzyka nieotrzymania zapłaty od kontrahenta oraz określenia konsekwencji niedotrzymania terminów zapłaty przez kontrahenta w postaci ustalenia odsetek. Ma to szczególne znaczenie w przypadku udzielania kredytu kupieckiego podmiotom o zwiększonym ryzyku kredytowym. W takich sytuacjach brak zawarcia kontraktu handlowego, może oznaczać trudności w odzyskaniu wierzytelności.

Brak ustanowienia prawidłowych zabezpieczeń dla odroczonej terminów można także traktować jako błąd zarządzających przedsiębiorstwem¹⁸.

Jednym z najbardziej powszechnych i skutecznych narzędzi ograniczania i zabezpieczenia ryzyka opóźnień w zapłacie należności oraz ryzyka niewypła-

¹⁷ Kodeks Cywilny zgodnie z art. 74 dopuszcza ustne umowy, ale w momencie dochodzenia roszczeń na drodze sądowej dla celów dowodowych istotnym staje się umowa pisemna; zob. Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. (Dz.U. 1964, nr 16, poz. 93 z późn. zm.).

¹⁸ Szerzej na temat instrumentów finansowych zabezpieczających ryzyko kredytowania odbiorców: D. Krzezińska: *Finanse przedsiębiorstw*. WSB, Poznań 2000, s. 165 i nast.

calności dłużnika jest ubezpieczenie należności. Ten instrument ma szczególne znaczenie w przypadku kontrahentów zagrożonych trwałą niewypłacalnością. Wówczas brak stosowania tego rodzaju zabezpieczenia spowoduje niebezpieczeństwo nieotrzymania spływu należności. Oczywiście istnieją także inne formy zabezpieczeń, takie jak: zabezpieczenia rzeczowe czy też osobowe; określone formy rozliczeń bezgotówkowych (np. krajowa akredytywa dokumentowa) itd. Niezastosowanie odpowiednich zabezpieczeń w stosunku do kontrahentów, którzy posiadają wysokie ryzyko kredytowe zwiększa prawdopodobieństwo powstania należności przedawnionych, a nawet straconych, co konsekwentnie staje się przesłanką dla powstania kryzysu płynności finansowej.

Powyższe błędy odnosiły się do nieprawidłowości na etapie powstawania należności. Są to nieprawidłowości, które nie spowodują natychmiast bezpośredniego zagrożenia sytuacją kryzysu płynności finansowej. Uwidoczniają się one w momencie nieotrzymania przez przedsiębiorstwo zapłaty w terminie.

Kolejna grupa nieprawidłowości w zarządzaniu należnościami w przedsiębiorstwie odnosi się do już powstałych należności na skutek udzielenia kredytu kupieckiego kontrahentom. Do podstawowych błędów popełnianych w tym zakresie można zaliczyć:

- brak monitoringu powstałych należności,
- niewłaściwy proces monitoringu należności,
- nieprawidłowe windykowanie należności,
- niestosowanie odpowiednich form upłynniania należności.

Odpowiedni poziom należności w przedsiębiorstwie warunkuje optymalne rozmiary sprzedaży, wpływa na efektywność gospodarowania zasobami jednostki, kształtuje zdolność do bieżącego regulowania zobowiązań i tym samym wpływa na jego wynik finansowy. Dlatego tak istotne jest posiadanie odpowiedniej i efektywnej kontroli spływu należności w przedsiębiorstwie. Brak monitoringu należności z góry przesądza o możliwych rezultatach polityki kredytowej. Do podstawowych czynników bankructw przedsiębiorstw, związanych z nieprawidłowym kontrolowaniem spływu należności, zalicza się:

- niepodejmowanie działań w przypadku wydłużonych cykli ściągnięcia należności,
- brak reakcji w sytuacji wzrostu należności przeterminowanych, wątpliwych i straconych.

Kontrola należności nabiera szczególnego znaczenia w czasach kryzysu, kiedy ryzyko niewypłacalności klientów jest stosunkowo wysokie.

Podstawowym błędem popełnianym przez zarządzających przedsiębiorstwem jest rozpoczynanie kontroli poziomu należności w momencie dostawy produktów i usług, lub gdy faktury są już przeterminowane i przedsiębiorstwo

jest zmuszone interweniować. Kompleksowe zarządzanie należnościami zakłada, że sterowanie i kontrola tych aktywów zaczyna się jeszcze przed rozpoczęciem formalnej współpracy z klientem¹⁹. Monitoring należności to przede wszystkim zbiór narzędzi, których celem jest informowanie i ostrzeganie o występujących opóźnieniach kontrahentów w płatnościach oraz ryzyku współpracy z danym odbiorcą²⁰. Dla wskazania błędów w tej sferze należałoby na początku określić na czym polega skuteczny i efektywny proces monitorowania należności. Dobrze zorganizowany i skuteczny system monitorowania należności powinien:

- wykazywać wszelkie zmiany za pomocą wskaźników opisujących należności, z zachowaniem przejrzystości i jasności ich interpretacji,
- stwarzać możliwość obserwacji odchyleń od pierwotnie przyjętych planów utrzymania poziomu należności i wskazywać przyczynę odchyleń, powodując przy tym podjęcie próby modyfikacji i naprawy wadliwych założeń,
- być zrozumiałą, przejrzystą i łatwą do wprowadzenia przez odpowiednie jednostki finansowe przedsiębiorstwa²¹,
- umożliwiać wpływanie na zachowanie odbiorców w odpowiednim czasie, za pomocą dostępnych systemów opartych na podstawowych kryteriach i miernikach oceny gospodarki należnościami,
- pozwalać na wnikliwą analizę strategicznych czynników, które decydują o wyborze najkorzystniejszej strategii kredytowania,
- ułatwiać rozpoznawanie elementów zewnętrznych i wewnętrznych sprzyjających oraz zagrażających realizacji podstawowego celu zarządzania należnościami,
- wykazywać mocne i słabe strony przedsiębiorstwa-kontrahenta²².

W związku z powyższym, należy stwierdzić, że źle zorganizowany i nieskuteczny system monitorowania należności to taki, który przede wszystkim nie pozwala na ocenę stanu i jakości posiadanych przez przedsiębiorstwo należności. Powodem tego stanu może być stosowanie błędnych metod analizy należności, np. poprzez wykorzystanie niewłaściwych wskaźników finansowych. Przyczyną takiej sytuacji mogą być również błędne wnioski z przeprowadzanych analiz stanu należności. Stwierdzić należy także, iż błędem zarządzających przedsiębiorstwem jest niedostosowywanie przeprowadzanej analizy do konkretnej sytuacji przedsiębiorstwa oraz nieuwzględnianie czynników zewnętrz-

¹⁹ *Controlling w zarządzaniu przedsiębiorstwem*. Red. M. Sierpińska. Wydawnictwo VIZJA PRESS & IT, Warszawa 2006, s. 92.

²⁰ J. Folga, M. Dymnik: *Monitoring...*, op. cit., s. 16.

²¹ M. Adamska: *Kłopotliwe należności...*, op. cit., s. 25.

²² A. Rutkowski: *Zarządzanie finansami...*, op. cit., s. 444.

nych mających wpływ na wnioski z przeprowadzanej analizy. Można także zaobserwować, iż dość często pojawiającą się nieprawidłowością jest brak określenia przyczyn opóźnień w spłacie zobowiązań przez kontrahentów i niepodejmowanie działań przez zarządzających przedsiębiorstwem w zakresie przyspieszenia spłaty należności. Brak rozpoznania czynników zewnętrznych i wewnętrznych, zagrażających realizacji podstawowego celu zarządzania należnościami, powoduje, iż zarządzanie należnościami staje się nieefektywne.

Kolejnym błędem popełnianym przez zarządzających firmą jest opóźnienie procesu windykacji poprzez stosowanie nieskutecznych metod windykacji (co ewidentnie stanowi poważną przesłankę dla powstania sytuacji zagrożeń płynności finansowej). Im wcześniej przedsiębiorstwo podejmie działania związane z windykacją, tym proces ściągania należności będzie tańszy i efektywniejszy. Konieczne jest dostosowanie dostępnych działań windykacyjnych do poziomu wiarytelności, okresu przedawnienia jej zapłaty i stanowiska, jakie przyjmuje dłużnik. Zastosowanie nieodpowiednich metod i opóźnienie procesu ściągania należności zmniejsza szanse na ich ściągnięcie i zmusza przedsiębiorstwo do podnoszenia kosztów windykacji przez konieczność zaangażowania wyspecjalizowanych firm. Konsekwencją może być powstanie kryzysu płynności finansowej.

Należy także stwierdzić, że zastosowanie odpowiednich form upłynniania należności, takich jak sprzedaż należności, factoring (w sytuacji konieczności pozyskania przez przedsiębiorstwo szybszego spływu należności) jest elementem składowym całościowej strategii płynności finansowej stosowanej przez przedsiębiorstwa. Niezastosowanie odpowiedniego upłynniania należności powoduje powstanie kryzysu płynności finansowej.

W sytuacji globalnego kryzysu finansowego dość powszechnym błędem w zakresie zarządzania polityką kredytową wobec kontrahentów jest niedostosowywanie warunków płatności do zmieniających się warunków rynkowych oraz sytuacji konkretnego przedsiębiorstwa stosującego politykę kredytową wobec swoich kontrahentów (co stanowi jedną z podstawowych przesłanek kryzysu płynności finansowej). Przykładem może być brak propozycji opustu za skrócenie terminu płatności przedsiębiorstwu, które miało określony termin płatności, szczególnie w chwili zagrożenia kryzysem płynności. Gdyby przedsiębiorstwo zaproponowało takie wyjście, to kontrahent skorzystałby z kupowania po niższej cenie z opustem, a płaciłby w terminie wcześniej uzgodnionym. Sytuacja zagrożenia kryzysem płynności finansowej zostałaby zażegnana.

Zarządzający przedsiębiorstwem powinni więc na bieżąco monitorować działania podejmowane w zakresie polityki kredytowej wobec odbiorców, aby unikać wyżej wskazanych podstawowych błędów, które mogą być przyczyną powstania kryzysu płynności finansowej. Stwierdzenie występowania jakich-

kolwiek błędów w tym zakresie powinno być impulsem do opracowania i podjęcia natychmiastowych działań, powodujących z jednej strony naprawienie skutków błędnych decyzji, a z drugiej uniknięcie kolejnych błędów w przyszłości. Systematyczna ocena oraz porównywanie zakresu i skali występowania poszczególnych czynników kryzysu płynności finansowej może stać się narzędziem prewencyjnym w zapobieganiu rozprzestrzeniania się kryzysu i zapewnieniu przedsiębiorstwu właściwego rozwoju.

Podsumowanie

Kryzys gospodarczy jest momentem, w którym wiele przedsiębiorstw ma do czynienia z występowaniem kryzysu płynności finansowej. Podmioty chcące utrzymać się na rynku, tworzą warunki dla utrzymania określonego poziomu sprzedaży, co jest związane z koniecznością udzielenia kredytu kupieckiego. Jednocześnie banki i inne instytucje finansowe podnoszą wymagania odnośnie do możliwości pozyskiwania źródeł finansowania i ich kosztów. Sytuacja taka sprawia, że spływ należności z tytułu sprzedanych towarów i usług jest trudniejszy do uzyskania. Wielu kontrahentów spóźnia się ze spłatą swoich zobowiązań lub też w ogóle się z niej nie wywiązuje.

W takiej sytuacji coraz większego znaczenia nabiera krótkoterminowe zarządzanie finansami w przedsiębiorstwie, które stanowi przesłankę do zażegnania sytuacji kryzysu płynności finansowej. Należy podkreślić, że przyczyną kryzysów w przedsiębiorstwie jest nieprawidłowa postawa zarządzających finansami przedsiębiorstwa, która dopuszcza do powstania patologicznych zachowań w sferze wewnętrznej i zewnętrznej przedsiębiorstwa. Zarządzający przedsiębiorstwem, w dobie kryzysu gospodarczego, powinni większą niż zazwyczaj uwagę skupiać na problematyce popełnianych błędów w zakresie stosowanej polityki kredytowej wobec kontrahentów. Błędy te mogą powstać w trzech obszarach decyzji podejmowanych przez zarządzających przedsiębiorstwem. Pierwsza grupa nieprawidłowości w decyzjach odnosi się do budowy całokształtu polityki kredytowej stosowanej przez przedsiębiorstwo. W tym przypadku popełniane błędy nie od razu aplikują powstanie problemu płynności finansowej, a tylko stanowią sygnał powstania problemów z płynnością finansową. Druga grupa błędów odnosi się do nieprawidłowych decyzji w zakresie oceny ryzyka kredytowego kontrahentów, a przez to doboru niewłaściwych warunków płatności w kredycie kupieckim, co stanowi o podwyższeniu ryzyka nieotrzymania zapłaty w terminie. Z kolei trzecia grupa popełnianych błędów odnosi się bezpośrednio do sterowania stanem należności w przedsiębiorstwie. Popełnione błędy

w procesie udzielania kredytu kupieckiego kontrahentom mogą nasilać się w konsekwencji powstających nieprawidłowości w obszarze zarządzania należnościami. Niezależnie od przyjętej przez przedsiębiorstwo strategii płynności finansowej, powstanie nieprawidłowości w sferze polityki kredytowej, jak i zarządzania należnościami, mogą stanowić przyczynę powstania kryzysu płynności finansowej w przedsiębiorstwie.

THE MISTAKES IN MANAGING RECEIVABLES AS A CAUSE OF LIQUIDITY CRISIS

Summary

There are numerous reasons for offering credit sales, especially the increase in sales revenues. However, a company should wisely and responsibly manage the receivables that appear as a result of credit sales. The reason is that receivables highly influence the risk of losing liquidity and may lead to so called liquidity crisis in a company.

The article defines the symptoms and scope of liquidity crisis in a company with regard to the consequences of receivables management. The common mistakes of receivables management were identified and discussed. Among these mistakes two core groups were identified. The first one includes mistakes that appear while defining the elements of credit policy. The second group includes mistakes that may occur in the process of receivables monitoring and collection.

Michał Bulski

SKUTKI BŁĘDNYCH DECYZJI INWESTYCYJNYCH JAKO PRZYCZYNA KRYZYSU PRZEDSIĘBIORSTWA

Wprowadzenie

Podstawą działalności każdego przedsiębiorstwa są podejmowane przez nie inwestycje. Termin „inwestycje” pochodzi z języka łacińskiego i oznacza nakłady dokonywane w celu stworzenia lub zwiększenia środków trwałych, które przyczyniają się do wytworzenia dla przyszłego spożycia strumienia dóbr i usług¹. Zatem działalność inwestycyjna skupiona jest na wykorzystaniu środków pieniężnych w celu uzyskania przyszłych korzyści. Inwestycja polega na rezygnacji z aktualnej konsumpcji na rzecz przyszłych, niepewnych strumieni dochodów. Inwestor w sposób zamierzony wydatkuje środki w celu powiększenia swoich bądź przedsiębiorstwa dochodów². Każdą inwestycję cechuje określony zbiór charakterystyk³. Są nimi nakład, czas, korzyść oraz ryzyko.

Konieczność poniesienia pewnych nakładów inwestycyjnych z punktu widzenia inwestycji jest niezbędna. Najczęściej są to środki pieniężne, których wydatkowanie umożliwia pozyskanie niezbędnych dóbr inwestycyjnych.

Istotnym czynnikiem mającym wpływ na działalność inwestycyjną jest czas. Ponoszone nakłady, a zwłaszcza wpływy, są generowane w odrębnych przedziałach czasowych, dlatego niezwykle ważne jest zapewnienie porównywalności tych kategorii w czasie.

¹ *Encyklopedia PWN w 3 tomach*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.

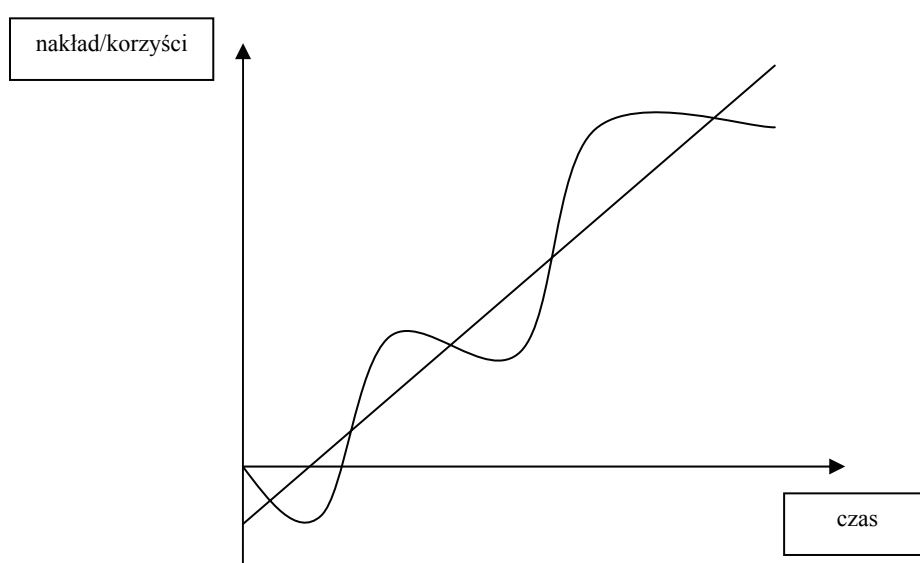
² K. Dziworska: *Inwestycje przedsiębiorstw*. Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1993, s. 9.

³ W. Rogowski: *Rachunek efektywności przedsięwzięć inwestycyjnych*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 12-13.

Warunkiem koniecznym podejmowanej działalności inwestycyjnej są przyszłe korzyści. Nadwyżka uzyskanych wpływów ponad wydatki warunkuje opłacalność inwestycji. Ograniczoność zasobów powoduje, że są realizowane jedynie te inwestycje, które są najbardziej efektywne z punktu widzenia przyszłych korzyści.

Z uwagi na fakt, iż przyszłe zdarzenia są ze swej natury niepewne, naturalną cechą inwestycji jest ryzyko. Złożoność procesów mających wpływ na realizowane przedsięwzięcia inwestycyjne skutkuje odchyleniami od przyjętych założeń co do przyszłych korzyści.

Rysunek 1 uwzględnia powyższe zmienne charakteryzujące inwestycję.



Rys. 1. Zmienne opisujące inwestycję

Z wykresu wynika, iż każde korzyści uzyskane w okresach późniejszych muszą być poprzedzone poniesieniem nakładów w fazie początkowej. Widoczne odchylenia od linii trendu obrazują czynnik ryzyka, który powoduje, że korzyści osiągnane przez podmiot podlegają wahaniom. Wskutek decyzji inwestycyjnych podejmowanych przez przedsiębiorstwo, amplituda tych wahań może podlegać zmianom (odchylenia od linii trendu mogą się zwiększać lub zmniejszać).

1. Charakter inwestycji podejmowanych w przedsiębiorstwie

Działalność inwestycyjna jest prowadzona na różnych płaszczyznach. Wyróżnia się dwie podstawowe kategorie inwestycji podejmowanych przez przedsiębiorstwa: rzeczowe oraz finansowe.

Inwestycje rzeczowe przyczyniają się do zwiększania materialnych zasobów przedsiębiorstwa. Polegają na ponoszeniu nakładów pieniężnych w celu zakupu zarówno aktywów materialnych, jak i niematerialnych, które są wykorzystywane do podstawowej działalności. Pozyskane aktywa umożliwiają wytworzenie produktów oraz usług. Inwestycja rzeczowa to wydatkowanie środków finansowych na pozyskanie czynników produkcji, służących do realizacji procesów gospodarczych i pozwalających na osiągnięcie w przyszłości korzyści przewyższających poniesione nakłady, co jest obciążone ryzykiem⁴.

Kryterium celu inwestycji rzeczowych jest jedną z najczęściej akcentowanych klasyfikacji inwestycji rzeczowych. E.F. Brigham proponuje następujący podział inwestycji:

- a) obligatoryjne – są rezultatem obowiązujących norm prawnych, zwłaszcza w sferze ochrony środowiska oraz bezpieczeństwa,
- b) odtworzeniowe – charakteryzują się wymianą majątku trwałego celem utrzymania potencjału produkcyjnego,
- c) redukcji kosztów – wskutek zmiany sposobu produkcji aktywów trwałych następuje redukcja kosztów wytwarzanej produkcji,
- d) rozwojowe – realizacja inwestycji skutkuje wzrostem sprzedaży, potencjału produkcyjnego oraz poprawą jakości oferowanych dóbr,
- e) innowacyjne – prowadzą do unowocześnienia produktów w rezultacie badań rynkowych, prac rozwojowych⁵.

Inwestycje finansowe, często określane jako kapitałowe, polegają na wydatkowaniu środków pieniężnych na określone aktywa finansowe. Często jednak zachodzi sytuacja, w której inwestycje finansowe są podejmowane wskutek zaniechania inwestycji rzeczowych. W rezultacie może nastąpić sytuacja, w której inwestycje rzeczowe są wypierane przez inwestycje finansowe. Przedsiębiorstwo niefinansowe, które dokonuje inwestycji finansowych kosztem rzeczowych, powinno liczyć się z mniejszą efektywnością takich przedsięwzięć. Jest to spowodowane faktem, iż dokonywanie inwestycji kapitałowych nie należy do podstawowej działalności przedsiębiorstwa spoza sektora finansowego.

⁴ T. Jajuga, W. Pluta: *Inwestycje. Capital Budgeting – budżetowanie kapitałowe*. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1995, s. 13.

⁵ E.F. Brigham: *Podstawy zarządzania finansami*. PWE, Warszawa 1996, s. 57.

J. Różański⁶ dokonuje podziału inwestycji finansowych na:

- a) inwestycje w papiery wartościowe,
- b) inwestycje w udziały,
- c) inwestycje w lokaty bankowe i fundusze inwestycyjne,
- d) inwestycje w wierzytelności.

Głównym motywem inwestycji finansowych jest uzyskanie dochodu w formie odsetek i dywidend oraz wzrostu wartości rynkowej aktywów. Wielkość otrzymywanych wpływów kształtuje efektywność inwestycji w określone aktywa finansowe. Środki pieniężne inwestowane w papiery wartościowe o charakterze udziałowym i jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych umożliwiają nabycie praw do majątku emitenta oraz osiąganych przez niego dochodów. Natomiast inwestycje w lokaty bankowe, obligacje oraz inne instrumenty o charakterze wierzytelskim umożliwiają osiągnięcie dochodu, będącego ustalonym procentem lokowanych środków pieniężnych.

2. Ryzyko inwestycji rzeczowych

W dynamicznie rozwijającej się gospodarce przedsiębiorstwo funkcjonuje w warunkach ryzyka. Decyzje, które dotyczą inwestycji rzeczowych, są z natury złożone. Aby dokonać analizy inwestycji rzeczowej, należy ustalić:

- koszt inwestycji,
- przyszłe przepływy pieniężne, które będą generowane przez inwestycję; oprócz tego, trzeba określić końcową wartość inwestycji oraz czas jej trwania,
- ryzyko inwestycji, a wraz z nim średnioważony koszt kapitału,
- wartość teraźniejszą netto przepływów pieniężnych,
- wartość netto i porównać ją z kosztem inwestycji⁷.

Inwestycje rzeczowe, które polegają na zakupie unikalnych maszyn, urządzeń oraz technologii mogą być powodem poważnych konsekwencji dla przedsiębiorstwa. Środki finansowe zainwestowane w powyższe aktywa mogą nie być w pełni do odzyskania wskutek wycofania się przedsiębiorstwa z realizowanej inwestycji. Jak podkreśla T. Wiśniewski, jeżeli nakłady te są związane ze specyfiką przedsiębiorstwa lub produktu, mogą być zupełnie utracone⁸. Natomiast w przypadku, gdy zakupione aktywa są charakterystyczne dla sektora, w którym przedsiębiorstwo funkcjonuje, istnieje możliwość sprzedaży. Jednakże sytuacja,

⁶ J. Różański: *Inwestycje rzeczowe i kapitałowe*. Difin, Warszawa 2006, s. 15.

⁷ E.F. Brigham: *Fundamentals of Financial Management*. The Dryden Press, Florida 1991, s. 342.

⁸ T. Wiśniewski: *Ocena efektywności inwestycji rzeczowych ze szczególnym uwzględnieniem ryzyka*. Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2008, s. 221.

w której dane przedsiębiorstwo chce pozbyć się zakupionego składnika majątku, jest na ogół związana z istniejącą w sektorze dekonjunkcją. W rezultacie istnieje ryzyko nieodzyskania znacznej części środków zainwestowanych w aktywa wskutek spadku cen dóbr inwestycyjnych. Kwestia, o której należy wspomnieć w tym miejscu dotyczy ilości projektów inwestycyjnych realizowanych w danym czasie. W przypadku, gdy rozpatruje się duże przedsiębiorstwo, wiele inwestycji dokonuje się jednocześnie. Wówczas błędne decyzje w obszarze danej inwestycji rzeczowej mogą zostać zabezpieczone przez inne, przynoszące dochód. W rezultacie dywersyfikacji przedsiębiorstwo ma szansę uniknąć poważnych konsekwencji. Problem powstaje w sytuacji, gdy zostanie poczyniona jedna, pokaźna inwestycja rzeczowa. Wówczas w przypadku niekorzystnej sytuacji makroekonomicznej na rynku przedsiębiorstwo nie ma możliwości uniknięcia kryzysu, który nierzadko kończy się bankructwem.

Wieloaspektowość realizowanych inwestycji przez przedsiębiorstwo sprawia, że korzyści uzyskiwane przez dane przedsięwzięcie mogą wywierać wpływ na pozostałe projekty inwestycyjne. W poniżej tabeli dokonano klasyfikacji zależności inwestycji rzeczowych.

Tabela 1

Zależność inwestycji rzeczowych

Zależność inwestycji rzeczowych		
Brak zależności ekonomicznej	Zależność ekonomiczna	
	Dodatnia	Ujemna

Źródło: Na podstawie: W. Rogowski: *Rachunek efektywności przedsięwzięć inwestycyjnych*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 19-20.

W sytuacji wystąpienia dodatniej zależności ekonomicznej, osiągnęte korzyści z realizowanej inwestycji wpływają na uzyskanie profitów z innej inwestycji rzeczowej. Takie związki pomiędzy prowadzonymi inwestycjami rzeczowymi są określane jako inwestycje komplementarne. Natomiast ujemna zależność ekonomiczna występuje wtedy, gdy wzrost uzyskiwanych korzyści z danej inwestycji obniża korzyści z innych inwestycji rzeczowych. Takie inwestycje są definiowane jako substytucyjne.

Wśród inwestycji komplementarnych najwyższą zależnością odznaczają się inwestycje wzajemnie uwarunkowane, których realizacja następuje jednocześnie lub kolejno jedna po drugiej. Inwestycje wzajemnie wykluczające się są przy-

kładem najwyższej możliwej zależności, występującej wśród inwestycji substytucyjnych. Wówczas przeprowadzenie określonej inwestycji rzeczowej nierozdzielnie wiąże się z rezygnacją z innej inwestycji.

Realizacja inwestycji rzeczowych, które są względem siebie komplementarne, kreuje ryzyko poniesienia znacznie większych strat niż w sytuacji, w której przedsiębiorstwo przeprowadziłoby inwestycje będące substytucyjnymi⁹. Natomiast ryzyko ponoszone przez przedsiębiorstwo realizujące inwestycje rzeczowe, które są względem siebie substytucyjne jest znacznie niższe¹⁰.

W sytuacji, gdy na rynku występuje duża konkurencja, zrealizowane inwestycje rzeczowe również mogą stać się przyczyną niepowodzenia. Każde przedsiębiorstwo w fazie przedinwestycyjnej dokonuje analizy opłacalności inwestycji. W przypadku, gdy przedsiębiorstwo nie oszacuje prawidłowo warunków panujących w jej otoczeniu, może stanąć w obliczu spadku opłacalności inwestycji wskutek panującej konkurencji. Wówczas dokonane inwestycje mogą okazać się błędnie przeprowadzone, co w bezpośredni sposób przełoży się na sytuację spółki.

Najczęściej stosowanym narzędziem do pomiaru opłacalności inwestycji jest metoda oceny wartości bieżącej netto, tzw. NPV (*Net Present Value*), która opiera się na zdyskontowanych przepływach pieniężnych, generowanych w okresie realizacji inwestycji¹¹. Do dyskontowania przepływów pieniężnych używa się średnioważonego kosztu przedsiębiorstwa WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). Zadaniem zarządzających przedsiębiorstwem jest realizowanie jedynie tych inwestycji, które powiększają bogactwo właścicieli¹². Przyszła wartość netto takich inwestycji jest większa od zera. Wolne przepływy pieniężne powstałe w okresie realizacji inwestycji oraz koszt kapitału mają zasadniczy wpływ na

⁹ Na przykład, przedsiębiorstwo, w którym produkuje się zaawansowany technologicznie pojazd oraz unikalne paliwo, którego koszt uzyskania jest relatywnie duży. Projekty realizowane przez firmę mają charakter komplementarny. Uzyskanie korzyści z jednego projektu inwestycyjnego jest uwarunkowane korzyściami pochodzącymi z drugiej inwestycji. W przypadku braku popytu na pojazdy, firma jednocześnie generuje straty ze sprzedaży paliwa. Zaistniała sytuacja może być przyczyną problemów w przedsiębiorstwie.

¹⁰ Firma produkująca sprzęt elektroniczny, która wprowadza na rynek nową serię komputerów, może być przykładem inwestycji rzeczowych substytucyjnych. W sytuacji niepowodzenia inwestycji, firma ma możliwość sprzedaży sprzętu, który produkowała dotychczas. Problem pojawia się w przypadku, gdy nowy sprzęt wymaga użycia innej niż dotychczas technologii wytwarzania. Jeśli produkcja nowej serii komputerów będzie wymagać nakładu dużo większych środków finansowych, to przedsiębiorstwo stanie w obliczu podwyższonego ryzyka inwestycyjnego. Przykładem może być sytuacja, w której straty powstałe w wyniku braku rentowności nowej inwestycji będą przekraczać dochody generowane przez drugi, substytucyjny projekt inwestycyjny.

¹¹ J. Pawłowski: *Metodyka oceny efektywności finansowej przedsięwzięć gospodarczych*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 72.

¹² E. Maćkowiak: *Ekonomiczna wartość dodana*. PWE, Warszawa 2009, s. 17.

opłacalność inwestycji. Generowanie niewystarczających przepływów pieniężnych skutkuje osiągnięciem ujemnych wartości NPV. Również potencjalny wzrost stopy procentowej może powodować, że NPV przedsiębiorstwa będzie mniejsze od zera¹³. W krańcowym przypadku, gdy będzie realizowany tylko jeden projekt inwestycyjny, generowanie przepływów pieniężnych netto mniejszych od zera może być przyczyną kryzysu przedsiębiorstwa.

Inwestycje rzeczowe, które są realizowane w przedsiębiorstwach, nierozdzielnie łączą się z kategorią dźwigni operacyjnej. Dźwignia operacyjna jest rozpatrywana ze względu na klasę kosztów generowanych przez przedsiębiorstwo. Jeżeli duża część operacji produkcyjnych ma być wykonywana w przedsiębiorstwie, to niezbędne są odpowiednie inwestycje w majątek produkcyjny, którego utrzymanie będzie generowało duże koszty stałe¹⁴. Z kolei wysokie koszty stałe, powstałe na skutek inwestycji w rzeczowy majątek trwałe, są źródłem wysokiej dźwigni operacyjnej. Jak pisze E.F. Brigham, jeżeli duży procent całkowitych kosztów ma charakter kosztów stałych, to mówi się że przedsiębiorstwo ma dźwignię operacyjną wysokiego stopnia¹⁵.

W porównaniu do przedsiębiorstw o małej dźwigni operacyjnej, te odznaczające się dużym udziałem kosztów stałych notują niskie przyrosty kosztów zmiennych. W rezultacie przedsiębiorstwo podejmujące większe ryzyko ma realne szanse osiągnięcia dużego zysku, jeśli przekroczy próg rentowności BEP (*Break Even Point*). Zwiększając potencjalne zyski, przedsiębiorstwo charakteryzujące się dużym poziomem dźwigni operacyjnej, naraża się na duże straty w okresie dekonunktury. Wynika to z faktu, że duże nakłady na aktywa trwałe wymagają osiągnięcia wyższego poziomu progu rentowności. Zdaniem G. Łukasika, kapitałochłonne przedsiębiorstwa o wysokim stopniu dźwigni operacyjnej są silniej ekspozowane na skutki ryzyka zmian popytu na rynku¹⁶. W rezultacie generowania znacznych strat w dłuższym okresie, przedsiębiorstwo może zostać narażone na wystąpienie poważnego kryzysu. Badania empiryczne dotyczące poziomu kosztów w przedsiębiorstwach, przeprowadzone przez M. Poradę-Rochoń, są dowodem na to, iż wysokie koszty stałe są jednym z ważniejszych przyczyn kryzysu zarówno polskich, jak i amerykańskich przedsiębiorstw¹⁷.

¹³ K. Jajuga, T. Jajuga: *Inwestycje*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 346.

¹⁴ T. Dudycz: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*. PWE, Warszawa 2005, s. 87.

¹⁵ E.F. Brigham, J. Houston: *Podstawy zarządzania finansami*. PWE, Warszawa 2005, s. 147.

¹⁶ G. Łukasik: *Strategie finansowe przedsiębiorstwa wobec ryzyka operacyjnego*. W: *Strategie finansowe przedsiębiorstw w sytuacjach ryzykownych*. Red. G. Łukasik. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2004, s. 86.

¹⁷ M. Porada-Rochoń: *Kryzys w polskich i amerykańskich przedsiębiorstwach – przyczyny i skutki*. W: *Rynek finansowy w erze zawirowań*. Red. P. Karpuś, J. Węclawski. Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2009, s. 607.

Oprócz ryzyka dźwigni operacyjnej, przedsiębiorstwo realizujące projekty inwestycyjne może doświadczyć ryzyka dźwigni finansowej. Jest to następne, bardzo często pojawiające się ryzyko. Najczęściej występuje w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo podejmuje liczne inwestycje, niedysponując odpowiednio dużymi środkami finansowymi. Wówczas zadłużając się, zwiększa poziom dźwigni finansowej. Podnoszenie poziomu zadłużenia do pewnego stopnia może przyczynić się do zwiększenia rentowności kapitałów własnych. Jednakże w miarę wzrostu zadłużenia w przedsiębiorstwie wierzyciele wymagają coraz wyższego dochodu za ponoszone ryzyko. Wówczas może dojść do sytuacji, w której wystąpi negatywny efekt dźwigni finansowej, powodujący, że wzrost zaangażowania kapitałów obcych prowadzi do obniżenia rentowności kapitału własnego¹⁸. Przedsiębiorstwo, które realizuje liczne inwestycje, podejmuje duże ryzyko w przypadku nadmiernego zadłużania się. W razie załamania popytu na rynku, przedsiębiorstwo może doprowadzić do sytuacji, w której będzie dysponować nie płynnym majątkiem, dodatkowo obciążonym odsetkami. Bezpośrednią konsekwencją opisanego stanu rzeczy może być konieczność ogłoszenia upadłości.

Decydenci, podejmujący decyzje dotyczące rozwoju przedsiębiorstwa oraz realizowanych inwestycji, często wykazują brak wiedzy co do fazy cyklu koniunkturalnego. Swoim zachowaniem potwierdzają tezę owczego pędu, dokonując inwestycji pod koniec fazy cyklu koniunkturalnego (fazy ekspansji). W ten sposób przedsiębiorstwo jest narażone na ryzyko upadłości, gdyż zwiększone moce produkcyjne nie przyniosą wymiernych korzyści w następującym po fazie ożywienia spowolnieniu koniunktury. J. Różański¹⁹ w swej pracy zaznacza, że inwestor osiąga niekiedy sukces na rynku, gdy wykazuje zachowania acykliczne, tzn. kiedy swoimi inwestycjami wyprzedza fazę ożywienia i może wtedy zapewnić sobie lepszą pozycję rynkową, niż konkurenci. Zatem niezwykle istotne jest wczesne rozpoznanie stadium cyklu koniunkturalnego oraz podjęcie odpowiednich inwestycji.

3. Ryzyko inwestycji finansowych

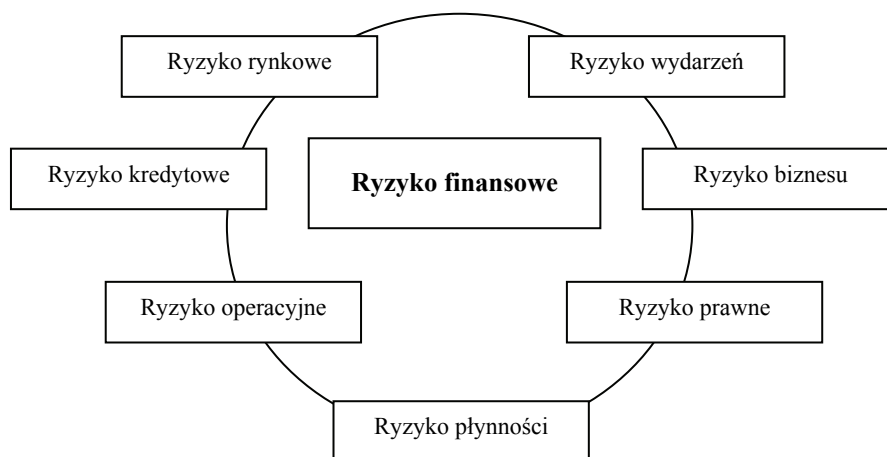
Dynamiczny rozwój rynku finansowego w ostatniej dekadzie znacząco wpłynął na wzrost zainteresowania przedsiębiorstw tym obszarem działalności. Stale rosnąca liczba instytucji finansowych, banków, funduszy inwestycyjnych powoduje powstawanie nowych, innowacyjnych produktów finansowych. Me-

¹⁸ M. Gorczyńska, M. Wieczorek-Kosmala, K. Znaniecka: *Finanse przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2008, s. 109.

¹⁹ J. Różański: Op. cit., s. 103.

chanizm rynkowy, w którym osoby dysponujące wolnymi środkami pieniężnymi dokonują inwestycji w różnorakie aktywa finansowe podmiotów zgłaszających popyt na pieniądź, w istotnym stopniu przyczynia się do efektywnej alokacji środków pieniężnych. Poprzez inwestycje w instrumenty rynku finansowego przedsiębiorstwa mają możliwość osiągania dochodów przy ustalonym ryzyku. Bardzo ważnym elementem każdej inwestycji finansowej jest świadomość oraz dobra znajomość podejmowanego ryzyka. Nierzadko występuje sytuacja, w której decydenci lokują środki swoich przedsiębiorstw w instrumenty o potencjalnie wysokiej stopie zwrotu, pomijając ryzyko związane z podejmowaną inwestycją.

Ryzyko inwestycji finansowych jest wieloaspektowe. Rysunek 2 przedstawia klasy ryzyk finansowych:



Rys. 2. Rodzaje ryzyk finansowych.

Źródło: Na podstawie K. Jajuga: *Zarządzanie ryzykiem*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009, s. 18.

Ceny aktywów finansowych podlegają wahaniom. W zależności od pozycji, jaką zajął inwestor, wzrost lub spadek ceny instrumentu finansowego spowoduje pozytywne lub negatywne konsekwencje. Odpowiedni dobór aktywów do portfela pozwala na zarządzanie ryzykiem rynkowym, które wynika ze zmian cen.

Akcje przedsiębiorstw zalicza się do podstawowych papierów wartościowych o charakterze udziałowym rynku kapitałowego. Każdy inwestor, lokujący środki finansowe w akcje, jest narażony na ryzyko rynkowe. Ceny instrumentów rynku kapitałowego są wypadkową wielu czynników. Pominięcie jakiegokolwiek z nich będzie skutkować spadkiem wartości aktywów. W przypadku zaan-

gażowania pokaznych środków w instrumenty rynku kapitałowego, firma naraża się na poważne konsekwencje w postaci utraty wartości. Dodatkowym zagrożeniem dla przedsiębiorstwa inwestującego w instrumenty rynku kapitałowego jest niezdywersyfikowanie portfela. Takie postępowanie, niezgodne z teorią portfelową²⁰, naraża inwestora na ryzyko niesystematyczne. Sytuacja, w której inwestycja znacznych środków finansowych w pojedynczy walor przyniesie stratę całego zainwestowanego kapitału, może być przyczyną kryzysu przedsiębiorstwa. Bardzo często zarządy przedsiębiorstw lokują w czasie dobrej koniunktury środki w akcje spółek, które mają ogromne zadłużenie. Taka krótkowzroczność może przynieść duże straty w czasach recesji, gdy emitent walorów nie jest w stanie wywiązać się ze swoich zobowiązań. Jest zmuszony ogłosić upadłość, co bezpośrednio przekłada się na obniżenie kursu waloru.

Rozważając temat inwestycji w akcje, należy wziąć pod uwagę dodatkowy element. Informatyzacja oraz globalizacja sektora finansowego sprawiła, że coraz częściej inwestorzy dobierają akcje przedsiębiorstw zagranicznych, denominowanych w walutach obcych, w celu dywersyfikacji konstruowanego portfela. Bezpośrednią konsekwencją takiego działania jest podejmowanie dodatkowego ryzyka, definiowanego jako ryzyko kursowe²¹. Zatem efektywność inwestycji finansowej będzie uzależniona nie tylko od wzrostu kursu dobranych walorów do portfela, ale również od aprecjacji waluty, w jakiej są wyrażone nabyte aktywa²². Szczególnie niebezpieczne są inwestycje dokonywane w czasach zawirowań, kryzysów. Wówczas kursy krajów wschodzących oraz tych, które nie posiadają rozwiniętego rynku kapitałowego ulegają wzmożonej zmienności. Wtedy to zarządy przedsiębiorstw dobierające do swojego portfela akcje spółek, których kurs walutowy znacząco się obniżył, mogą wywołać poważne problemy. Czynnikiem potęgującym jest fakt, iż najczęściej okresom dużej fluktuacji kursów walutowych towarzyszy załamanie cen akcji, co można było zaobserwować w czasie obecnego kryzysu finansowego. Dlatego też inwestycje, które są dokonywane w aktywa wyrażone w walucie obcej mogą doprowadzić do poważnego kryzysu przedsiębiorstwa.

Aby dokonać dywersyfikacji portfela papierów wartościowych, często zarządzający firmą dokonują inwestycji w aktywa przynoszące stałą stopę zwrotu. Na rynku kapitałowym są dostępne obligacje, będące długoterminowymi, dłużnymi papierami wartościowymi. Mogą być emitowane zarówno przez rządy

²⁰ W. Tarczyński: *Fundamentalny portfel papierów wartościowych*. PWE, Warszawa 2002, s. 27.

²¹ C.S. Tapiero: *Applied Stochastic Models and Control for Finance and Insurance*. Kluwer Academic Publishers, Norwell 1998, s. 17.

²² K.C. Brown, F.K. Reilly: *Analysis of Investments and Management of Portfolios*. South-Western Cengage Learning, Canada 2009, s. 420.

państw, jak również przedsiębiorstwa pragnące pozyskać kapitał o dłuższym terminie zapadalności. Czynnikiem, który decyduje o wyborze rodzaju obligacji jest oczekiwana stopa zwrotu oraz ryzyko z tym związane. Obligacje skarbowe są postrzegane przez inwestorów jako wolne od ryzyka, gdyż suwerenne rządy państw gwarantują wypłacalność. Historia pokazuje, na przykładzie Islandii, Rosji, czy innych państw niewywiązujących się ze swoich zobowiązań, że nawet tak bezpieczne papiery wartościowe, jak obligacje skarbowe mogą stać się niewypłacalne. Kreuje to dodatkowe ryzyko, które bardzo często jest niedostrzegane przez zarządzających portfelem inwestycji przedsiębiorstwa. Lokata znaczących środków finansowych w tego typu papiery wartościowe może stać się jedną z przyczyn kryzysu przedsiębiorstwa.

Drugim rodzajem instrumentów finansowych, przynoszących stały dochód, są obligacje przedsiębiorstw. Z uwagi na fakt, iż papiery wartościowe emitowane przez przedsiębiorstwa są bardziej ryzykowne od skarbowych, przedsiębiorstwa są zmuszone płacić wyższe oprocentowanie niż rząd za zaciągany dług²³. Wyższa stopa zwrotu jest wynagrodzeniem za dodatkowe ryzyko, jakie podejmuje inwestor lokujący środki w tego rodzaju aktywa finansowe. Jednocześnie wysoka stopa zwrotu z papieru wartościowego o charakterze wierzyielskim jest postrzegana jako atrakcyjna forma inwestycji. Firmy emitujące obligacje są narażone na ryzyko biznesowe, które jest związane ze zmiennością dochodów uzyskiwanych przez emitenta (mierzone zmiennością zysku operacyjnego). Jak zaznacza J.L. Farrell Jr. w swej pracy, im większe odchylenie standardowe zakładanego zysku operacyjnego, tym większe prawdopodobieństwo niedotrzymania przez przedsiębiorstwo wypłaty odsetek²⁴. W krańcowym przypadku może to oznaczać całkowitą utratę środków pieniężnych przez inwestora. Istotne zatem jest zrozumienie przez dokonujących decyzji inwestycyjnych ryzyka związanego z potencjalną utratą części, a w szczególnych okolicznościach całej sumy środków zainwestowanych w obligacje przedsiębiorstw.

Oprócz tradycyjnych form lokowania funduszy w aktywa finansowe, decydenci podejmujący decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw mają do dyspozycji derywaty, czyli instrumenty pochodne. Ich wartość jest uzależniona od cen innych walorów finansowych. Najczęściej wykorzystywanymi instrumentami są: kontrakty terminowe futures i forward, opcje oraz swapy.

Kontrakty futures²⁵ należą do instrumentów standaryzowanych, będących podmiotem obrotu na giełdach. Mogą być wykorzystywane zarówno do zabez-

²³ W.F. Sharpe, G.J. Alexander, J.V. Bailey: *Investments*. Prentice Hall, New Jersey 1999, s. 366.

²⁴ J.L. Farrell Jr.: *Portfolio Management. Theory and Application*. McGraw Hill, New York 1997, s. 152.

²⁵ W. Tarczyński, M. Zwolankowski: *Inżynieria finansowa*. Placet, Warszawa 1999, s. 106.

pieczenia ceny danego waloru w przyszłości – hedgingu, jak również spekulacji. Dokonywanie transakcji kontraktami terminowymi, dzięki mechanizmowi dźwigni finansowej, może przyczynić się do zwiększenia zysków. Z racji tego, że pozycja w kontrakcie futures wymaga wkładu depozytu, będącego jedynie częścią wartości kontraktu, inwestor ma możliwość osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków, narażając się tym samym na bardzo duże straty. Sytuacja, w której zajęta przez przedsiębiorstwo pozycja przyniesie znaczne straty, może wiązać się z poważnymi problemami finansowymi. Wysoce prawdopodobna jest sytuacja, w której straty powstałe na skutek niewłaściwych przewidywań co do kierunku ceny waloru, przewyższą zainwestowany depozyt. Wówczas konieczne może być wyrównanie depozytu, co nierzadko oznacza wpłatę znaczących sum środków pieniężnych.

Kontrakty forward są instrumentami terminowymi, które w odróżnieniu od futures nie są standaryzowane. Są to umowy między dwoma stronami, które wcześniej uzgadniają warunki kontraktu. Inwestor lokujący środki w kontrakty forward jest narażony na ryzyko kredytowe, będące nieodłącznym elementem umów. Polega na niewywiązaniu się jednej ze stron umowy ze zobowiązań. M. Choudhry pisze, że w wyniku niedotrzymania warunków umowy, druga strona kontraktu jest narażona na poniesienie straty w wysokości należnej kwoty²⁶. W zaistniałej sytuacji przedsiębiorstwo, które nie otrzyma należnych środków finansowych, prawdopodobnie stanie w obliczu trudności finansowych.

Opcje stanowią następny pochodny instrument finansowy, który coraz częściej jest wykorzystywany przez przedsiębiorstwa. Inwestor, który zapłaci premię opcyjną ma prawo do zakupu bądź sprzedaży aktywa bazowego. Natomiast wystawca opcji, otrzymując premię opcyjną, zobowiązuje się do zakupu lub sprzedaży określonego waloru²⁷. Maksymalna strata posiadacza opcji jest ograniczona wielkością premii opcyjnej. Z kolei wystawca opcji jest narażony na straty²⁸ dużo większe niż wartość premii. W przypadku opcji kupna, inwestor, który jest zobowiązany do sprzedaży określonego waloru, odnotuje stratę w sytuacji wzrostu ceny. Wystawca opcji sprzedaży będzie generować stratę w warunkach deprecjacji aktywa bazowego. Okresy dużej zmienności cen instrumentów finansowych mogą być przyczyną kryzysu przedsiębiorstwa. Często zarządzający podejmują nieodpowiedzialne inwestycje, które są podyktowane chęcią osiągnięcia pozornie bezpiecznego dochodu w postaci premii opcyjnej. W sytuacji, gdy na rynku panuje jednomyślność co do kierunku cen, wystawienie opcji zdaje

²⁶ M. Choudhry: *An Introduction to Value-at-risk*. John Wiley & Sons, Surrey 2006, s. 17.

²⁷ J. Hull: *Kontrakty terminowe i opcje*. WIG-Press, Warszawa 1998, s. 197.

²⁸ D.G. Luenberger: *Teoria inwestycji finansowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 397.

się być właściwą inwestycją. Jednakże nagłe odwrócenie trendu może spowodować pokaźne starty, które nierzadko przyczyniają się do upadku przedsiębiorstwa. Polskie przedsiębiorstwa są najlepszym przykładem na to, iż nieodpowiedzialne inwestycje w opcje mogą przyczynić się do konieczności ogłoszenia upadłości²⁹.

Ostatnim z najczęściej wykorzystywanych przez przedsiębiorstwa instrumentów pochodnych są swapy. Są to umowy dotyczące wymiany przyszłych płatności między dwoma lub więcej stronami³⁰. Głównym motywem, dla którego przedsiębiorstwa zawierają transakcje wymiany, jest zabezpieczenie się przed ryzykiem stóp kursów walutowych lub stóp procentowych. Z uwagi na fakt, iż jest to instrument finansowy, w którym należna płatność jednego przedsiębiorstwa jest równa wartości zobowiązania drugiego, nieodłącznym elementem umów swapowych jest ryzyko kredytowe³¹. Sytuacja, w której przedsiębiorstwo nie otrzyma należnych płatności może być przyczyną trudnej kondycji finansowej. W przypadku niezwrócenia początkowej wielkości kapitału, druga strona transakcji swapowej może stanąć w obliczu kryzysu przedsiębiorstwa.

Podsumowanie

Każde przedsiębiorstwo prowadzące działalność gospodarczą podejmuje liczne decyzje inwestycyjne. Wpływ otoczenia makroekonomicznego sprawia, że firmy, które nie dokonują inwestycji, stają się mniej konkurencyjne. Ograniczoność środków finansowych jest przyczyną tego, iż realizacja danej inwestycji przez przedsiębiorstwo często wyklucza podjęcie innego projektu inwestycyjnego. Bezpośrednim tego następstwem jest konieczność angażowania się jedynie w projekty inwestycyjne, które powiększają bogactwo właścicieli.

Zaprezentowana analiza dowodzi, iż skutkiem błędnie podjętych decyzji inwestycyjnych może być kryzys przedsiębiorstwa. Niezwykle ważne jest, aby każdą inwestycję poprzedzała dogłębna analiza, przeprowadzona przez kompetentnych zarządzających.

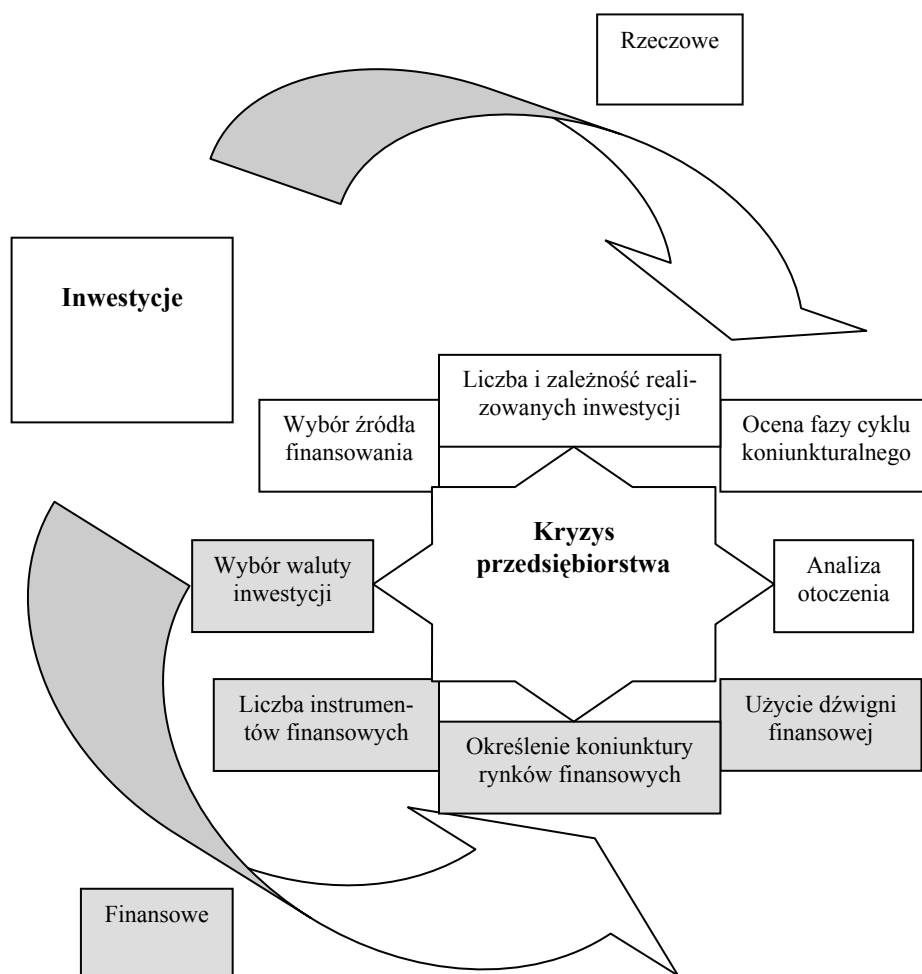
Zakres przyczyn kryzysu przedsiębiorstwa zaprezentowano na rysunku 3.

²⁹ Źródło:

http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/103693,nie_powinno_byc_masowych_upadlosci_firm_z_powodu_opcji_walutowych.html (dostęp: 15.11.2009).

³⁰ G. Poitras: *Risk Management, Speculation, and Derivative Securities*. Academic Press, Burnaby 2002, s. 361.

³¹ A. Sopoćko: *Rynkowe instrumenty finansowe*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 181.



Rys. 3. Przyczyny kryzysu przedsiębiorstwa

Zgodnie z tym, co przedstawia powyższy rysunek, przyczyny kryzysu przedsiębiorstwa należy rozpatrywać dwuaspektowo, tj. błędne decyzje w zakresie zarówno inwestycji rzeczowych, jak i finansowych mogą przyczyniać się do problemów przedsiębiorstwa. Analizując poszczególne decyzje, należy zauważyć, iż zachodzi podobieństwo pomiędzy niektórymi z nich. Przykładowo wybór źródła finansowania inwestycji rzeczowych jest tożsamy z użyciem dźwigni finansowej w inwestycjach finansowych, a liczba i zależność realizowanych inwestycji rzeczowych wiąże się z kwestią dywersyfikacji portfela instrumentów

finansowych (na rysunku liczba instrumentów finansowych). Badania na temat przyczyn upadłości przedsiębiorstw (badaniem objęto 185 przedsiębiorstw, w tym 50 bankrutów notowanych na GPW w latach 1999-2006), przeprowadzone przez T. Korolą, potwierdzają przyczyny kryzysu przedsiębiorstw zaprezentowane w niniejszym artykule³².

THE EFFECTS OF WRONG INVESTMENT DECISION AS A ROOT OF COMPANY'S CRISIS

Summary

Every company in free market economy makes investments. Because of the fact, that every investment is related to risk, implementation of particular investment may go far towards unsolicited consequences. Financial and capital decisions have been presented in this paper. Thorough analysis allow to word thesis, that company's crisis is the effect of wrong investment decisions.

³² T. Korol: *Przyczyny upadłości firm w zależności od fazy i rodzaju bankructwa*. W: *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*. Red. B. Bernaś. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Wrocław 2009, s. 459.

Krystyna Mitręga-Niestrój
Blandyna Puszer

PROBLEM OPCJI WALUTOWYCH W POLSKICH PRZEDSIĘBIORSTWACH W LATACH 2007-2009

Wprowadzenie

W dobie rosnącej integracji gospodarczej, ale również nasilającej się międzynarodowej konkurencji, daje się zauważyć wzrost aktywności polskich eksporterów. Zagraniczne rynki zbytu pozwalają na zwiększanie dochodów, jednak rozliczanie transakcji w walutach obcych wiąże się z występowaniem ryzyka kursowego. Polscy eksporterzy stają zatem przed problemem zarządzania ryzykiem kursowym, a co za tym idzie – wyborem odpowiednich instrumentów ochrony przed nim. Nierzadko przedsiębiorstwa decydują się na wykorzystanie instrumentów pochodnych, w tym opcji walutowych. Od kilkunastu lat opcje walutowe są stosowane na szeroką skalę w krajowym obrocie gospodarczym jako instrument minimalizujący ryzyko kursowe. Oferują one eksporterom wiele korzyści, m.in. możliwość zabezpieczenia przed ryzykiem zmiany kursu walutowego czy ograniczenie kosztów transakcji do wysokości płaconej premii opcyjnej. Należy jednak zauważyć, że opcje walutowe mogą służyć nie tylko do zabezpieczania przed ryzykiem kursowym, ale także do przeprowadzania transakcji spekulacyjnych. Opcje mogą być łączone w bardziej złożone struktury zabezpieczająco-inwestycyjne, odpowiadające specyficznym potrzebom przedsiębiorstw. Zastosowanie jednak niewłaściwej struktury opcyjnej, jak wskazują doświadczenia polskich eksporterów, może prowadzić do powstania dotkliwych strat finansowych.

Celem opracowania jest przedstawienie problemu opcji walutowych w polskich przedsiębiorstwach w latach 2007-2009, ukazanie genezy tego zjawiska, skutków, jak również prób rozwiązania tej kwestii.

1. Opcje walutowe – zarys teorii

Opcja walutowa jest umową, w której nabywca opcji ma prawo do kupna lub sprzedaży określonej ilości waluty, po określonym kursie, przed lub w określonym terminie w przyszłości. Sprzedawca opcji (tzw. writer, gwarantujący opcję, wystawca opcji) ma obowiązek dostarczenia lub odbioru określonej ilości waluty, po określonym kursie, przed lub w określonym terminie w przyszłości. Nabywca opcji skorzysta z przysługującego mu prawa do wykonania opcji, gdy sytuacja na rynku walutowym będzie dla niego niekorzystna – tzn. kurs kupna waluty na rynku będzie wyższy niż zagwarantowany w opcji, a kurs sprzedaży waluty na rynku niższy niż w kontrakcie opcyjnym¹. Wyróżnia się dwa podstawowe rodzaje opcji: opcję kupna, tzw. opcja call – która daje prawo do kupna waluty w przyszłości po określonym kursie oraz opcję sprzedaży, tzw. opcja put – która daje prawo do sprzedaży waluty w przyszłości po określonym kursie. Kontrakt opcyjny od strony kupującego jest często przyrównywany do polisy ubezpieczeniowej. Właściwe wykorzystanie tego instrumentu, przykładowo przez eksporterów, zabezpiecza przed ryzykiem związanym ze wzrostem wartości waluty krajowej wobec walut obcych. Opcje są jednak kosztowne – premia opcyjna wynosi niejednokrotnie kilka procent wartości zabezpieczanej kwoty należności, co pomniejsza wynik finansowy z transakcji eksportowej².

Cechą charakterystyczną transakcji opcyjnej jest asymetria, polegająca na tym, że prawa i obowiązki stron w kontrakcie opcyjnym są rozłożone nierównomiernie. Liczne różnice w parametrach opcji mają odzwierciedlenie w wysokości premii, która stanowi zadośćuczynienie wystawcy opcji (sprzedającego opcję) za ponoszenie ryzyka niekorzystnej (dla siebie) zmiany ceny waluty w stosunku do ceny wykonania. Można stwierdzić, że im prostsza opcja, mniejsze pole manewru, tym opcja jest tańsza³. Opcje walutowe mogą występować w postaci opcji giełdowych oraz pozagiełdowych. Na rozwiniętych rynkach handluje się opcjami najczęściej na giełdach, na których występuje profesjonal-

¹ E. Najlepszy: *Finanse międzynarodowe przedsiębiorstw*. PWE, Warszawa 2007, s. 104.

² J. Mazurek: *Toksyczne opcje*. „CFO – Magazyn Finansistów” 2009, nr 2, <http://www.cfo.cxo.pl/artykuly> (dostęp: 14.11.2010).

³ B. Puszer: *Metody minimalizacji ryzyka kursowego w przedsiębiorstwie*. W: *Ryzyko w finansach i bankowości*. Red. B. Filipiak, M. Dylewski. Difin, Warszawa 2010, s. 295.

na organizacja i jednakowe warunki działania dla wszystkich uczestników. Opcje walutowe mogą także funkcjonować w formie indywidualnych umów zawieranych pomiędzy instytucjami finansowymi, najczęściej między bankami a przedsiębiorstwami. W Polsce ze względu na brak rozwiniętego rynku instrumentów pochodnych (derywatów), przedsiębiorstwa są na ogół zdane na usługi banków, które decydują o wycenie opcji, a nie efektywny rynek giełdowy.

W Polsce przedmiotem transakcji najczęściej są opcje europejskie (można je zrealizować tylko w dniu wygaśnięcia), ale można również zawierać opcje amerykańskie (można wykonać dowolnego dnia do terminu wygaśnięcia). W ofercie banków mogą znajdować się również tzw. opcje egzotyczne i należą do nich przykładowo opcje azjatyckie, bermudzkie, barierowe, binarne. Z uwagi na dalsze rozważania, warto przybliżyć przypadek opcji barierowych, które są tworzone poprzez dodanie do standardowej opcji elementu zwanego barierą. Bariera ta w zależności od rodzaju opcji powoduje przedterminowe wygaśnięcie opcji lub jej aktywację. Poziom bariery lub barier (w przypadku gdy jest ich więcej niż jedna) są ustalane w momencie zawierania kontraktu opcyjnego. Opcje barierowe są tańsze od opcji klasycznych (waniliowych) z tą samą ceną rozliczeniową, natomiast wymagają bardziej skomplikowanych metod wyceny i tym samym zarządzania ryzykiem portfela⁴.

W każdej transakcji opcyjnej (call i put) uczestniczą dwie strony: nabywca opcji – zajmujący pozycję długą oraz wystawca opcji – zajmujący pozycję krótką. Z powyższego można wnioskować, że możliwe są cztery podstawowe strategie opcyjne, zwane strategiami kierunkowymi (prostymi), opierające się na oczekiwaniu wzrostu lub spadku kursu walutowego (w jednym kierunku), zaliczamy do nich: kupno opcji kupna (long call strategy), sprzedaż opcji kupna (short call strategy), kupno opcji sprzedaży (long put strategy), sprzedaż opcji sprzedaży (short put strategy)⁵. Za pomocą opcji można jednak konstruować wiele różnych strategii, dostosowanych do potrzeb i preferencji stron kontraktu. Poza strategiami prostymi w praktyce bardzo często są stosowane strategie złożone (jednak ich dokładna charakterystyka wykracza poza ramy niniejszego opracowania). Jedną z nich jest strategia combination, polegająca na zakupie różnych opcji (call i put) wystawionych na tę samą walutę, natomiast rozpatrywana z punktu widzenia wystawcy polega na wystawieniu (sprzedaży) różnych

⁴ W ramach opcji barierowych wyróżniamy: opcje z barierą dezaktywującą (knock-out) – w momencie wystawienia są aktywne, ale osiągnięcie pewnej bariery może je wyłączyć (dezaktywować, wygasić) oraz opcje z barierą aktywującą (knock-in) – w momencie wystawienia nie są aktywne, a stają się nimi, gdy wartość instrumentu podstawowego osiągnie wartość ustalonej bariery. Zob. P. Karkowski: *Toksyczne opcje. Od zaufania do bankructwa*. GreenCapital, Warszawa 2009, s. 48.

⁵ P. Kowalik, A. Pietrzak: *Finanse międzynarodowe. Zbiór zadań*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 100-103.

opcji (call i put) na tę samą walutę. Do najczęściej stosowanych strategii combination można zaliczyć: strategię stelaża (straddle), strategię dusiciela (strangle), strategię strip oraz strategię strap⁶. Do strategii złożonych zalicza się także strategie typu spread, w których inwestor występuje w roli nabywcy i wystawcy opcji na ten sam instrument bazowy. Strategie te dzielą się na trzy podstawowe rodzaje: strategie horizontal spread (calendar spread), strategie vertical spread (money spread) oraz strategie diagonal spread⁷.

Należy zauważyć, że w praktyce do najpopularniejszych strategii opcyjnych, stosowanych przez eksporterów, należy strategia korytarza zerokosztowego (collar), która polega na zawarciu dwóch równoległych transakcji: kupna opcji put i sprzedaży opcji call. Eksporter musi tak ustalić kurs realizacji, aby premia, którą zapłaci bankowi, zrównoważyła się z premią otrzymaną od banku. Wysokość kursu terminowego (tego dla walutowej transakcji terminowej) powinna natomiast kształtować się mniej więcej po środku między kursem realizacji put, a kursem realizacji call. Dążenie do zredukowania kosztów do zera prowadzi do sytuacji, w których wystawiane opcje mogą skutkować znacznymi zobowiązaniami emitenta wobec inwestora (banku, firmy inwestycyjnej). Skłonność do takich zachowań zwiększa się w sytuacji, kiedy z prognoz wynika, że zmiany kursu walutowego, niekorzystne dla jednej ze stron umowy, nie powinny się zdarzyć. Zwiększa się wtedy jednak prawdopodobieństwo błędnej oceny ryzyka, co może prowadzić do powstania zobowiązań niewspółmiernych do możliwości płatniczych kontrahenta⁸.

Zaprezentowane powyżej strategie nie wyczerpują wszystkich możliwych i stosowanych na rynku złożań. Poza tym należy podkreślić, że istnieje nieograniczona ilość strategii opcyjnych, których stworzenie zależy jedynie od pomysłowości, innowacyjności, specyficznych potrzeb i zasobności portfela inwestora.

2. Opcje walutowe w strategii finansowej polskich przedsiębiorstw

Od maja 2004 r. do lipca 2008 r. utrzymywał się trend wzrostu wartości zło- tego w stosunku do walut obcych (rysunek 1). Taka sytuacja przyczyniała się do

⁶ Zob. M. Kalinowski: *Zarządzanie ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie*. CeDeWu, Warszawa 2007, s. 71; W. Tarczyński, M. Zwolański: *Inżynieria finansowa*. Placet, Warszawa 1999, s. 208.

⁷ M. Kalinowski: *Zarządzanie ryzykiem...*, op. cit., s. 72.

⁸ G. Ancyparowicz: *Współpraca banków z sektorem przedsiębiorstw w ochronie ryzyka kursowego w latach 2007-2009*. W: *Společne i ekonomiczne uwarunkowania działalności bankowej w Polsce w 2010 r.* Red. R. Kukliński. BIK, Warszawa 2010, s. 17.

zmniejszania przychodów z eksportu wyrażonych w złotych i zwiększenia, wśród eksporterów, popytu na instrumenty pochodne, umożliwiające zabezpieczanie się przed negatywnymi skutkami aprecjacji złotego. Najpopularniejszymi instrumentami finansowymi, pozwalającymi na ograniczanie ryzyka walutowego, ale także na jego aktywne podejmowanie (spekulację), były kontrakty forward oraz opcje walutowe. O dużej popularności opcji decydowała możliwość łączenia pojedynczych instrumentów w złożone strategie opcyjnie. Strategie takie „oferowały” klientom dużą elastyczność pod względem dopasowania profilu wypłaty, jak również akceptowanych scenariuszy i ich ceny⁹.



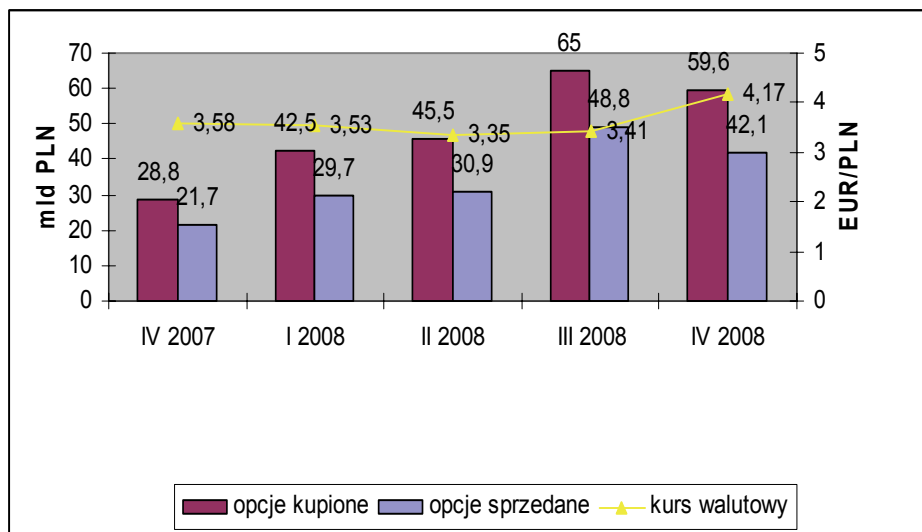
Rys. 1. Kurs EUR/PLN w okresie 01.04.2005 do 15.10.2010

Źródło: <http://www.money.pl/pieniadze/kurs/eur,978.html> (dostęp: 17.11.2010).

Aprecjacja złotego oraz aktywność banków w sprzedaży walutowych instrumentów pochodnych przyczyniały się do wzrostu zaangażowania przedsiębiorstw na rynku opcji walutowych, co przedstawia rysunek 2.

Biorąc pod uwagę stosunkowo wysoką cenę pojedynczych opcji wiele przedsiębiorstw preferowało strategie zerokosztowe. Ze względu na marżę pobieraną przez banki, strategie zerokosztowe zawierają cechy asymetryczne, przykładowo w postaci barier aktywujących bądź dezaktywujących opcje składowe, zróżnicowania nominalów lub liczby opcji nabywanych i wystawianych w ramach danej strategii.

⁹ *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2008 r.* NBP, Warszawa 2010, s. 94.



Rys. 2. Pozycje brutto banków krajowych wobec sektora niefinansowego z tytułu pozagiełdowych opcji walutowych (w wartości nominalnej instrumentów) oraz kurs EUR/PLN na koniec poszczególnych kwartałów 2007 i 2008 r.

Źródło: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2008 r.* NBP, Warszawa 2010, s. 96.

Wiele polskich przedsiębiorstw zawierało strategie opcyjne, w których nominal wystawionych opcji call był wyższy od nominalu opcji put i często przekraczał ich planowane przychody, a dodatkowo transakcje te były nierzadko zawierane z kilkoma bankami. Trzeba zdawać sobie sprawę, że strategia polegająca na sprzedaży większej ilości opcji call od zakupionych opcji put ma już charakter spekulacyjny, a nie zabezpieczający i w sytuacji wzrostu kursu waluty obcej w stosunku do krajowej może prowadzić do teoretycznie nieograniczonych strat. O ile opcja kupiona zabezpieczała przed wzrostem kursu złotego, o tyle opcja wystawiona narażała na niewspółmiernie wysokie straty w przypadku osłabienia kursu złotego. Asymetryczność umów polegała przy tym nie tylko na różnicy w nominalach opcji sprzedaży i opcji kupna, ale również w warunkach wygasania praw i obowiązków. W niektórych umowach występował limit korzyści dla firm, ale nie było limitu strat¹⁰.

Niektórzy przedsiębiorcy zawierali umowy opcyjne, w tym kombinacje put i call, bez zabezpieczenia w dochodach eksportowych. Były to tzw. „nagie” pozycje opcyjne (wg danych UKNF z grudnia 2008 r. było to nie więcej niż 15% ogółu transakcji znajdujących się w portfelach banków).

¹⁰ W. Wąsowski: *Uwikłani w opcje walutowe*. „BDO Spółki Giełdowe” 2009, nr 6, <http://www.bdo.pl> (dostęp: 14.11.2010).

Należy także podkreślić fakt, że banki oferowały przedsiębiorstwom opcje z barierą knock-down-and-out put, z obserwacją bariery przez cały okres życia opcji. Opcje te były częścią zerokosztowej struktury opcyjnej składającej się z kupionej opcji barierowej put oraz wystawionej opcji call o dwukrotnie większym nominale (która była wiążąca). Opcja z barierą była relatywnie tania w stosunku do wystawionych opcji call, co powodowało, że bank mógł zrealizować na opcji dużą nominalnie marżę¹¹.

W związku z przyjętymi przez przedsiębiorstwa strategiami opcyjnymi, banki ponosiły ryzyko kredytowe kontrahenta (zdolność przedsiębiorstw do zapłaty zobowiązań z tytułu ujemnej wyceny strategii opcyjnej), które, co należy podkreślić, w niektórych przypadkach było istotnie niedoszacowane. Odwrócenie się trendu kursu EUR/PLN na przełomie lipca i sierpnia 2008 r., a następnie silna deprecjacja złotego w kolejnych miesiącach, przyczyniły się do powstania ujemnej wyceny strategii opcyjnych z punktu widzenia przedsiębiorstw. Należy zauważyć, że sytuację pogarszał rozwijający się od jesieni 2008 r. globalny kryzys finansowy. Straty przedsiębiorstw z tytułu tych strategii musiały zostać rozliczone w dniu realizacji opcji. Ponadto w sytuacji znacznej ujemnej wyceny strategii opcyjnych banki wzywały klientów do uzupełniania depozytów zabezpieczających. Jak się jednak okazało nie wszystkie przedsiębiorstwa były zdolne do ich uzupełnienia. W związku z tym, część banków wypowiedziała swoim klientom kontrakty opcyjne, a równocześnie ich ujemna wycena automatycznie stawała się wymagalnym zobowiązaniem wobec banków. Większość eksporterów zrównoważyła ujemną wycenę strategii opcyjnych przychodami walutowymi z eksportu. W przypadku pewnej grupy przedsiębiorstw przychody te okazały się zbyt niskie w stosunku do strat finansowych, wynikających z realizacji opcji. Ponadto niewielka grupa przedsiębiorstw, które wykorzystywały strategie opcyjne do spekulacji na zmiany kursu złotego, nie była w stanie spłacić zobowiązań z tytułu opcji¹².

3. Szacowanie rozmiaru problemu opcji walutowych

Wraz z informacjami o problemach poszczególnych przedsiębiorstw, wynikających ze strat na transakcjach opcyjnych¹³, pojawiły się również szacunki

¹¹ P. Karkowski: *Toksyczne opcje...*, op. cit., s. 50.

¹² *Rozwój systemu finansowego...*, op. cit., s. 95.

¹³ Spółki, które straciły na opcjach, to m.in.: Zelmer SA, Zakłady Magnezytowe Ropczyce SA, Zakłady Automatyki POLNA SA, Erbud SA, Ciech SA, Sanwil Holding SA, Paged SA, PKM Duda SA, Indykpol SA, Elwo SA, Lena Lighting SA, Zakłady Mięsne Salus SA, Wielton SA, Apator SA, Zakłady Azotowe SA, Odlewnie Polskie SA.

w skali ogólnokrajowej. Poza tym z opublikowanych przez GUS statystyk wynikało, że wynik finansowy netto w sektorze przedsiębiorstw w grudniu 2008 r. był niższy w porównaniu do roku poprzedniego. W związku z tym faktem utrwalił się pogląd, że na spadek rentowności polskich firm wpłynęły nie tyle obiektywnie niekorzystne warunki światowe, co straty poniesione na derywatach (w tym na strategiach opcyjnych). Straty te niejednokrotnie błędnie utożsamiano z ujemną wyceną opcji, a winą obarczano zarządy firm i banki.

W celu zweryfikowania tych sądów zostały przeprowadzone badania m.in. przez GUS oraz KNF. Z badań opublikowanych przez GUS wynika, że wystąpiły znaczne dysproporcje pomiędzy wartością nominalną a bilansową kontraktów opcyjnych (tabela 1), które powstały z przyczyn czysto rachunkowych.

Tabela 1

Nominalna i bilansowa wartość kontraktów opcyjnych w portfelach badanych przedsiębiorstw

Wyszczególnienie	2007 r.		2008 r.		2009 r.	
	wartość w mln PLN					
	nominalna	bilansowa	nominalna	bilansowa	nominalna	bilansowa
Opcje – aktywa	4903,6	1120,2	13421,4	3133,3	8551,2	1205,8
Opcje – pasywa	3989,1	287,3	14337,2	3669,4	4462,6	1153,5

Źródło: *Instrumenty pochodne w portfelach przedsiębiorstw niefinansowych. Raport z badania*. GUS, Warszawa, lipiec 2010, s. 34.

Różnice pomiędzy dodatnią a ujemną wyceną opcji walutowych wyniosły odpowiednio: w 2007 r. 832 mln PLN, w 2008 r. –536,1 mln PLN, w 2009 r. 52,3 mln PLN. Powyższe informacje potwierdzają fakt, że kontrakty opcyjne miały przede wszystkim charakter umów zabezpieczających.

Respondenci uczestniczący w badaniu zawierali kontrakty opcyjnie głównie w alternatywnym systemie obrotu (tabela 2). Wartość zaangażowanych środków w opcje giełdowe lub innych instytucji obsługujących tzw. obrót zorganizowany była niewielka. W latach 2007-2008 kontrakty na opcje walutowe w obrocie regulowanym przekroczyły 6% wartości nominalnej kontraktów opcyjnych ogółem, natomiast udział opcji w obrocie zorganizowanym w 2009 r. spadł do 3% wartości nominalnej kontraktów opcyjnych ogółem. Oznacza to, że najbardziej popularne były kontrakty opcyjne zawierane z bankami i innymi instytucjami finansowymi.

Tabela 2

Nominalna wartość kontraktów opcyjnych zawartych przez respondentów
w obrocie zorganizowanym i niezorganizowanym (w mln PLN)

Lata	Opcje o dodatniej wycenie		Opcje o ujemnej wycenie	
	wartość nominalna opcji nabyta w obrocie zorganizowanym	wartość nominalna opcji nabyta w obrocie niezorganizowanym	wartość nominalna opcji nabyta w obrocie zorganizowanym	wartość nominalna opcji nabyta w obrocie niezorganizowanym
2007	510,9	7234,3	515,3	3356,2
2008	884,7	13494,5	1905,4	9851,6
2009	256,8	8196,5	598,5	3717,8

Źródło: *Instrumenty pochodne w portfelach przedsiębiorstw niefinansowych. Raport z badania*. GUS, Warszawa, lipiec 2010, s. 39.

Warto także przeanalizować to zjawisko, obserwując zmiany struktury rodzajowej opcji z punktu widzenia rezydenta (tabela 3).

Tabela 3

Nominalna wartość kontraktów opcyjnych w portfelach badanych rezydentów
(w mln PLN)

Lata	Opcje o dodatniej wycenie	Opcje o ujemnej wycenie
2007	3431,3	3429,5
2008	7708,4	10128,5
2009	2853,6	4123,4

Źródło: *Instrumenty pochodne w portfelach przedsiębiorstw niefinansowych. Raport z badania*. GUS, Warszawa, lipiec 2010, s. 37.

W 2008 r. nominalna wartość kontraktów opcyjnych, zawartych przez rezydentów (wskazywanych jako instrumenty o negatywnej wycenie), wzrosła trzykrotnie w stosunku do 2007 r., jednak ich udział w transakcjach ogółem obniżył

się z 86% do 70,6%. W 2009 r. wartość nominalna umów opcyjnych spadła, ale udział nierezydentów wzrósł do 92,4%¹⁴.

Z badań przeprowadzonych przez GUS wynika również, że najczęstszą motywacją skłaniającą przedsiębiorstwa do przystępowania do kontraktów opcyjnych było zabezpieczenie przed ryzykiem kursowym. Dla około 77% badanych firm była to jedyna lub główna przyczyna zawarcia kontraktu na instrumenty pochodne (w tej grupie respondentów asymetrycznie złożone umowy opcji walutowych stanowiły poniżej 10% umów o charakterze zabezpieczającym). Jeżeli chodzi o motywy spekulacyjne, to dla większości (85,6% ankietowanych) udział tego typu umów na opcje kształtował się poniżej 10% wartości transakcji¹⁵. Powyższe dane potwierdzają także ocenę KNF o zabezpieczającym charakterze umów opcyjnych¹⁶.

Od lutego 2009 r. w następstwie poprawy nastrojów na rynkach światowych i ponownej aprecjacji złotego, problem opcji uległ ograniczeniu. Można także zauważyć, że w pierwszej połowie 2010 r. problem nadmiernej ekspozycji przedsiębiorstw na ryzyko rynkowe poprzez opcje walutowe uległ zmniejszeniu. Jednak problem strat polskich przedsiębiorstw poniesionych z tytułu kontraktów opcyjnych jest nadal znaczny (tabela 4).

Tabela 4

Zagregowany wynik na operacjach kontraktami opcyjnymi (w mln PLN oraz w ujęciu kasowym)

Lata	W mln PLN		Ujęcie kasowe (w mln PLN)			
	opcje ogółem	asymetrycznie złożone umowy opcji walutowych	opcje ogółem		asymetrycznie złożone umowy opcji walutowych	
			razem	firmy rentowne	razem	firmy rentowne
2007	1720,6	1558,5	1,7	0,3	1,6	0,1
2008	- 6976,2	- 18222,1	- 7,0	- 0,1	- 18,2	- 1,0
2009	- 93526,0	- 69756,8	- 93,5	- 46,8	- 69,8	- 23,5

Źródło: *Instrumenty pochodne w portfelach przedsiębiorstw niefinansowych. Raport z badania*. GUS, Warszawa, lipiec 2010, s. 41, 50.

¹⁴ *Instrumenty pochodne w portfelach przedsiębiorstw niefinansowych. Raport z badania*. GUS, Warszawa, lipiec 2010, s. 38-39.

¹⁵ Ibidem, s. 42.

¹⁶ Zob. *Polski rynek finansowy w obliczu kryzysu w latach 2008-2009*. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010, s. 38.

Wynik na operacjach kontraktami opcyjnymi, który był dodatni w 2007 r., w latach 2007-2009 zmienił się w deficyt przewyższający łączną wartość sum bilansowych. Jest to związane ze spłatą zobowiązań z tytułu zawartych kontraktów, zabezpieczających transakcje w handlu zagranicznym. Tak wysokie obciążenia finansowe musiały wpłynąć na obniżenie wyniku finansowego na całości kształcie działalności.

W latach 2007-2009 kontrakty opcyjne (w tym asymetryczne złożone umowy opcji walutowych) zawierały najczęściej przedsiębiorstwa rentowne oraz stosunkowo duże. Biorąc pod uwagę asymetrycznie złożone umowy, przedsiębiorstwa zawierały je sporadycznie od 1990 r., niektóre z nich zawierały umowy odnawialne (wieloletnie). Na zawieranie tego typu transakcji przez firmy miały znaczny wpływ wahania kursów walut. Głównym powodem natomiast było dążenie do wyeliminowania wpływu zmian kursów walut na należności z eksportu i wpływy w imporcie. Najrzadziej przedsiębiorstwa przy ich zawieraniu brały pod uwagę korzyści osiągnięte z tego typu inwestycji przez inne firmy.

Rozważając problematykę kontraktów opcyjnych, należy także zwrócić uwagę na aspekty prawno-organizacyjne umów sprzedaży opcji zawieranych z polskimi przedsiębiorstwami przez instytucje finansowe. KNF zwróciła uwagę m.in. na takie problemy, jak: stosowanie przez instytucje finansowe przy zawieraniu umów opcyjnych z przedsiębiorstwami standardowej dokumentacji oraz klauzul opisujących czynniki ryzyka transakcji (które przedsiębiorstwa akceptowały), występowanie praktyk agresywnej sprzedaży podejmowanych w ramach działań akwizycyjnych niektórych instytucji finansowych, ponoszenie największych strat na opcjach przez przedsiębiorstwa podejmujące aktywną spekulację na zmienność kursu walutowego, a nie typowe strategie zabezpieczające przed ryzykiem kursowym¹⁷. Powszechnie przyjęło się nazywanie opcji stosowanych przez polskich eksporterów mianem toksycznych – a toksyczność ta wynikała przede wszystkim z konstrukcji samych opcji, sposobu ich prezentacji klientowi oraz trybu zawierania samych transakcji¹⁸.

Zawierane przez przedsiębiorstwa kontrakty opcyjne były w większości wynikiem ich autonomicznych decyzji mających na celu wyeliminowanie wpływu zmian kursu walutowego na rozliczenia w handlu zagranicznym. Zdarzały się jednak również przypadki zawarcia tych kontraktów pod wpływem namowy ze strony instytucji finansowej, bez świadomości charakteru produktu i podejmo-

¹⁷ P. Wiśniewski: *Skutki opcji walutowych dla polskich przedsiębiorstw*. „Infos” 2009, nr 11, s. 4.

¹⁸ Zob. P. Sukiennik: *Polisy D&O a pokrycie roszczeń z tytułu „toksycznych” opcji walutowych*, <http://prnews.pl/analizy/polisy-do-pokrycie-rozsczen-z-tytulu-toksycznych-opcji-walutowych-54148.html> (dostęp: 14.11.2010).

wanego ryzyka. Z badań GUS wynika jednak, że nie potwierdziła się zasadność oskarżeń banków i firm inwestycyjnych o wykorzystaniu przewagi niedopełniania obowiązków informacyjnych oraz nieprzestrzegania procedur wobec klientów detalicznych. Bezzasadne okazały się także, w świetle badań, informacje o braku kompetencji oraz nieświadomości skutków podjętych decyzji przez menedżerów zarządzających zasobami finansowymi firm. Wydaje się, że podejmowali racjonalne działania, natomiast nie byli w stanie – podobnie jak wszyscy w obliczu kryzysu finansowego – przewidzieć skutków wydarzeń. Przedsiębiorstwa wskazywały także na fakt, że nie byli dobrze poinformowani o zasadach kwalifikowania ich do grupy inwestorów profesjonalnych i o przysługujących im uprawnieniach. Byli także (choć rzadko) przestrzegani przed konsekwencjami zawarcia umowy na instrumenty finansowe (w tym opcje), w tym związanych z dostawą instrumentu bazowego. Rzadko również otrzymali opis wymogów odnośnie do utrzymania i uzupełnienia zabezpieczenia lub wypełnienia innych zobowiązań, w przypadku inwestowania w opcje walutowe. Tylko w nielicznych przypadkach, zdaniem przedsiębiorców, zapoznano ich z opisem ryzyka związanego z opcjami, wyjaśniono mechanizm dźwigni finansowej i jego wpływ na ryzyko utraty inwestycji¹⁹. Na ogół przedstawiciele instytucji finansowych nie prezentowali przedsiębiorstwom scenariuszy zmian wartości opcji w zależności od zmian kursu walutowego. Ponadto nie zapewniali klientom bieżącej informacji o wycenie transakcji pochodnych, co mogło opóźnić reakcję przedsiębiorców w sytuacji gwałtownych zmian na rynku walutowym (część banków deklarowała jednak dostarczanie takich informacji na życzenie klienta). Przedsiębiorstwa wskazywały także na fakt, że charakter zawieranych transakcji (w szczególności przez telefon) był dla nich niezrozumiały, a podejmowane decyzje wynikały z zaufania do banków, budowanego na gruncie długoletniej współpracy. Poza tym do częstych skarg wpływających do Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego należy zaliczyć: wprowadzenie w błąd, m.in. poprzez oferowanie nieodpowiedniego rodzaju produktu albo nieodpowiedniej kwoty transakcji w stosunku do charakteru lub skali działalności klienta, czy też poprzez prezentowanie prognoz dotyczących kształtowania się kursu walutowego na poziomie odbiegającym od rzeczywistych zmian tych parametrów²⁰.

¹⁹ G. Ancyparowicz: *Współpraca banków z sektorem przedsiębiorstw...*, op. cit., s. 23-24.

²⁰ *Stanowisko UKNF w sprawie dobrych praktyk w zakresie walutowych transakcji pochodnych – podstawowe zagadnienia opracowane na podstawie wniosków z analizy nadzorczej*, http://www.knf.gov.pl/.../KNF%20opcje_dobre%20praktyki_04.06.09_tcm75-11058.pdf (dostęp: 16.11.2010).

W związku z tym można stwierdzić, że banki i inne firmy będące stroną umowy na kontrakty opcyjnie nie przestrzegały norm MiFID²¹, jak również nie zawsze i nie w każdym przypadku dopełniły obowiązków wobec klienta.

4. Próby rozwiązania problemu opcji walutowych

Problemy polskich przedsiębiorstw zaangażowanych w opcje walutowe budziły wiele obaw oraz były dość szeroko komentowane przez ekspertów. Propozycje wyjścia z trudnej sytuacji były różnorodne, począwszy od odżegnywania się od jakiegokolwiek interwencji państwa, aż do projektów ustawowego unieważnienia umów opcyjnych (lub pewnych ich rodzajów).

Rozwiązanie problemu toksycznych opcji walutowych mogło nastąpić na poziomie mikro i makro. Poziom mikro dotyczył rozwiązania problemu między przedsiębiorstwem a bankiem, ewentualnie z wykorzystaniem instytucji sądu. Negocjacje z bankami to etap, który w rozwiązywaniu problemu opcji nie pominęło żadne przedsiębiorstwo. Rezultatem tych negocjacji było polubowne zakończenie sporu dotyczącego ujemnych rozliczeń opcji. Możliwe do zastosowania z punktu widzenia przedsiębiorstwa były trzy rozwiązania. Po pierwsze zamknięcie pozycji opcyjnych, czyli redukcja zobowiązania klienta i najczęściej konwersja pozostałego zobowiązania na kredyt, który mógł być rozłożony na płatności stałe lub progresywne w czasie. Rozwiązanie takie wydawało się optymalne dla obu stron, gdyż umożliwiało podział ujemnych rozliczeń, natomiast rezultaty negocjacji z bankiem były uzależnione od zdolności obsługi zadłużenia w ciągu najbliższych kilku lat na podstawie realnego biznesplanu klienta. Drugą z możliwości było rolowanie opcji²² – w tej metodzie bank i klient dokonują sekwencji następujących czynności:

²¹ MiFID (Markets in Financial Instruments Directive – dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 w sprawie rynków instrumentów finansowych. Dz.Urz. UE L 145 z 30 kwietnia 2004) – dyrektywa ta nakłada m.in. obowiązek badania przez firmę inwestycyjną sytuacji ekonomiczno-finansowej klienta, tak aby mogła polecić klientowi lub potencjalnemu klientowi odpowiednie dla niego usługi inwestycyjne i instrumenty finansowe; różnicuje też zakres ochrony regulacyjnej klienta w zależności od jego typu (detaliczni, branżowi, kontrahenci). Polska uwzględniła jej założenia w Ustawie z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw. Ustawa ta dostosowuje krajowy porządek prawny do wymagań MiFID-u i zobowiązuje przedsiębiorstwa finansowe do wprowadzenia tych regulacji.

²² Z tą metodą wiąza się pewne niebezpieczeństwa, do których możemy zaliczyć: nieznany przyszły kurs walutowy (który może być wyższy niż obecny, a więc rolowanie opcji może jeszcze bardziej pogłębić pierwotne ujemne rozliczenia) oraz konieczność zapewnienia wysokich zabezpieczeń.

1. Wycena istniejących transakcji na dzień ich odkupienia przez bank; bank odkupuje od klienta te transakcje, obciążając go określoną kwotą X.
2. Bank kupuje od klienta, a klient wystawia bankowi opcję call (jedną lub kilka), której premia jest równa kwocie X, tym samym klient otrzymuje opcję o nominale takim samym jak suma poprzednich opcji call, ale silnie „in-the-money”, o kursie zbliżonym do poziomów opcji zamkniętych.
3. Dostarczenie wymaganych przez bank zabezpieczeń rozliczania opcji wygenerowanej po „zrolowaniu”.

Po trzecie może wystąpić brak porozumienia, wynikający najczęściej z bardzo rozbieżnych oczekiwań stron, twardego stanowiska banku i przedsiębiorstwa – metoda ta może wywołać konieczność zaliczenia klienta do niewypłacalnych, utworzenia rezerw, a następnie windykacji zobowiązania przez bank²³.

Kolejnym możliwym sposobem rozwiązania problemu kontraktów opcyjnych jest dochodzenie racji przed sądem, które może przybrać postać pozwów zbiorowych, generalnych i indywidualnych. Pozew generalny został złożony przez np. Stowarzyszenie na Rzecz Obrony Polskich Przedsiębiorstw do Prokuratury Krajowej, w którym zawiadomiono o popełnieniu oszustwa, polegającego na tym, że banki (Millenium Bank SA, Raiffeisen Bank Polska SA, BRE Bank SA, Fortis Bank Polska SA, Kredyt Bank SA oraz ING Bank Śląski SA) wprowadziły w błąd swoich klientów w celu osiągnięcia korzyści majątkowych poprzez zaniechanie działania w postaci braku pełnej informacji o oferowanych przez siebie instrumentach pochodnych.

Rozwiązując problem kontraktów opcyjnych przedsiębiorstwa, banki dążyły także do wynegocjowania ugody pozasądowej (uregulowanej w Kodeksie cywilnym). Z badań przeprowadzonych przez GUS wynika, że do najczęściej stosowanych rozwiązań dotyczących złożonych umów opcyjnych należało: pozostawienie zobowiązania bezspornym z ujemnym rozliczeniem dla przedsiębiorstwa, uregulowanie przez przedsiębiorstwo wszystkich zobowiązań i niewchodzenie w spór, udzielenie przez bank kredytu na restrukturyzację zadłużenia, „zrolowanie” instrumentu finansowego (zamknięcie pozycji i otwarcie nowej pozycji)²⁴.

Należy zauważyć, że do wzajemnych negocjacji wzywała także Komisja Nadzoru Finansowego (KNF), a w przypadku braku możliwości osiągnięcia porozumienia – do skorzystania z możliwości mediacji i ewentualnego kierowania spraw do sądów polubownych. W tym celu został zmieniony regulamin Sądu Polubownego działającego przy KNF. Poza tym UKNF przekazał prezesom banków pismo zawierające wnioski, a także zalecenia w zakresie zarządzania

²³ P. Karkowski: *Toksyczne opcje...*, op. cit., s. 194-198.

²⁴ *Instrumenty pochodne w portfelach...*, op. cit., s. 52.

ryzykiem związanym z derywatami i procesem ich sprzedaży. KNF dokonała również nowelizacji skierowanych do banków rekomendacji²⁵. W rekomendacjach tych zalecono bankom m.in. podjęcie działań zmierzających do poprawy jakości informowania klientów o ryzyku związanym z instrumentami pochodnymi oraz wzmocnienie mechanizmów kontroli ryzyka wynikającego z zawierania takich transakcji z przedsiębiorstwami.

W rozwiązywanie problemu kontraktów opcyjnych włączyło się także wspomniane Stowarzyszenie na Rzecz Obrony Polskich Przedsiębiorstw, zgodnie ze swoimi statutowymi celami dążyło ono i dąży do wsparcia instytucji rządowych (KNF, GUS) w zakresie pozyskania rzetelnej informacji na temat derywatów oraz przekonania decydentów do przyjęcia nowych regulacji²⁶. Działania Stowarzyszenia zwracają również uwagę na konieczność wypracowania na przyszłość takich reguł oferowania derywatów, które będą uszczegóławiać postanowienie MiFID, w celu rzetelnego przedstawiania, przeprowadzania i obsługi poszczególnych rodzajów instrumentów finansowych przez instytucje finansowe.

Do rozwiązania problemu toksycznych opcji przyczyniło się także Ministerstwo Finansów poprzez działania (transakcje interwencyjne), powodujące umocnienia złotego. Do interwencji wykorzystano sprzedaż środków z UE za pośrednictwem Banku Gospodarstwa Krajowego. Poza interwencjami wykorzystano także pomoc z MFW w postaci elastycznej linii kredytowej, która zwiększyła faktycznie rezerwy walutowe Polski oraz stanowiła pozytywną informację dla inwestorów zagranicznych, obawiających się o problemy walutowe naszego kraju²⁷.

Podsumowując można stwierdzić, że w znalezieniu trwałego rozwiązania problemu kontraktów opcyjnych powinny uczestniczyć zarówno banki, jak i przedsiębiorstwa. Banki nie powinny proponować skomplikowanych instrumentów klientom, co do których nie ma pewności, że je rozumieją i potrafią się nimi świadomie posługiwać. Przedsiębiorstwa powinny natomiast pogłębiać wiedzę na temat tych instrumentów oraz zadbać o podniesienie własnych kompetencji w zarządzaniu ryzykiem i wystrzegać się spekulacji. Stabilizacja makroekonomiczna Polski oraz powrót na drogę trwałego wzrostu, a także dalsza integracja europejska mogą przyczynić się do uniknięcia podobnych problemów w przyszłości.

²⁵ *Polski rynek finansowy w obliczu kryzysu...*, op. cit., s. 40.

²⁶ Na przykład znoszących uprzywilejowaną pozycję negocyjacyjną banków, która przejawia się przede wszystkim potencjalnym użyciem bankowego tytułu egzekucyjnego przed lub w trakcie dochodzenia przez przedsiębiorstwa racji przed sądem powszechnym.

²⁷ P. Karkowski: *Toksyczne opcje...*, op. cit., s. 224.

Podsumowanie

Jak pokazały ostatnie lata, stosowanie kontraktów opcyjnych to skomplikowany proces wymagający specjalistycznego know-how, ostrożności i rozsądku. W 2008 r. w wielu polskich przedsiębiorstwach trudno było znaleźć prawidłowo skonstruowane strategie, co nierzadko skończyło się znacznymi stratami finansowymi. W związku z tym, aby uniknąć podobnych problemów w przyszłości, należy pamiętać, że zbudowanie prawidłowej strategii opcyjnej opiera się na znalezieniu takiej kombinacji opcji, które w określonym przedziale zabezpieczą dany przepływ pieniężny. Rok 2008 pokazał, że przedsiębiorstwa, które tworzyły strategie opcyjne ponosiły straty w wyniku nieprawidłowego oszacowania profilu wypłaty. Tak więc dokonując wyboru określonej strategii opcyjnej, przedsiębiorstwo powinno się zastanowić jakie ryzyko może na siebie przyjąć i czy rzeczywiście wybrana struktura je przed nim zabezpieczy.

Transakcje opcyjne zawierane przez przedsiębiorstwa (przede wszystkim przez eksporterów) wpłynęły na obniżenie ich rentowności, przede wszystkim z uwagi na konieczność utworzenia rezerw na wynikające stąd zobowiązania, co rzutowało na wyniki w 2008 r., jak również z ogromnych płatności zrealizowanych w 2009 r., które w ujęciu kasowym przewyższały zagregowaną wartość sumy bilansowej oraz ze względu na obowiązujące w księgowości zasady wyceny instrumentów finansowych.

Odwroćenie trendu na rynku finansowym (gwałtowne osłabienie złotego), a następnie kilkumiesięczny okres niepewności, wymusiły przeszacowanie posiadanych aktywów i pasywów finansowych (w tym derywatów), czego następstwem była negatywna wycena kontraktów opcyjnych. W związku z tym rozpoczęto działania zmierzające do rozwiązania tego problemu. Podjęte przez przedsiębiorstwa negocjacje z bankami oraz poprawa notowań złotego częściowo złagodziły problem niewypłacalności przedsiębiorstw wobec banków z tytułu kontraktów opcyjnych. Jednak kwota zobowiązań z tego tytułu nadal niejednokrotnie przekracza zdolności płatnicze przedsiębiorstw, co może mieć negatywne skutki w przyszłości.

THE PROBLEM OF CURRENCY OPTIONS IN POLISH COMPANIES FOR THE PERIOD 2007-2009

Summary

The aim of the article is to present the problem of the currency options in Polish companies in years 2007-2009, to show the genesis of the toxic currency options in Poland, its effects and attempts to address this problem. The strong appreciation of Polish zloty from the May 2004 until July 2008 inclined domestic exporters to use currency options in management of exchange rate risk. But the strategies advised by financial institutions were rather the speculative ones (first of all the option strategy called collar) and the contracts were asymmetric (also free-of-charge). The hedged positions of the companies exceeded the value of their export contracts. But when in the summer of 2008 the zloty started to weaken sharply many companies began reporting large losses on currency options contracts. Several exporters went bankrupt, financial situation of plenty deteriorated. Polish government started to search for proposals to resolve the problem of toxic options.

Anna Doś

RYZIKO KATASTROFICZNE A KRYZYS FINANSOWY W PRZEDSIĘBIORSTWIE

Wprowadzenie

Współcześnie obserwuje się wzrost oddziaływania ryzyka katastroficznego na system ekonomiczny, stanowiący segment systemu społecznego. Celem niniejszego opracowania jest prezentacja związków zachodzących pomiędzy podjętym przez przedsiębiorstwo ryzykiem katastroficznym a zjawiskami kryzysowymi w obrębie finansów przedsiębiorstwa.

1. Ryzyko katastroficzne

Katastrofa jest zazwyczaj rozumiana jako nagłe i nieoczekiwane wydarzenie, niosące ze sobą negatywne skutki: straty materialne oraz straty w ludziach¹.

¹ W literaturze pojawiają się propozycje rozumienia ryzyka katastroficznego jako ryzyka wystąpienia klęsk żywiołowych niespowodowanych działalnością człowieka (A. Hanzel). Wskazuje się jednak często, że zwiększona liczba i zakres klęsk żywiołowych ma związek z działalnością człowieka. Dlatego też w celu zmniejszenia częstości i skali klęsk żywiołowych poszczególne państwa i organizacje międzynarodowe, np. Unia Europejska, angażują się na rzecz ograniczenia źródeł zmian klimatycznych, na co wskazuje m.in. treść unijnych dyrektyw (I. Jędrzejczyk, R. Sanders). Wzrost liczby klęsk żywiołowych związany z działalnością człowieka wynika w dużej mierze z emisji gazów cieplarnianych, ale także z innych przyczyn, jak np. naruszanie górotworu (szerzej o naruszeniu górotworu i szkodach z tego wynikających w: F. Piontek, J. Kusztal, E. Lorek, J. Kusztal, F. Piontek), powodujące wzrost ryzyka trzęsień ziemi w Polsce (co odnotowuje Europejskie Centrum Sejsmologiczne, <http://www.emsc-csem.com>). A. Hanzel: *Ryzyko katastroficzne – problem identyfikacji*. „Wiadomości Ubezpieczeniowe” lipiec/sierpień 2008, s. 39; I. Jędrzejczyk: *Rola państwa w zarządzaniu i kompensacji ryzyk katastroficznych*. „Wiadomości Ubezpieczeniowe” maj/czerwiec 2007, s. 20; R. Sanders: *Modelowanie zjawisk*

Podstawą do rozróżnienia ryzyka katastroficznego jest przede wszystkim charakter szkody, jaka może wystąpić:

- katastrofy wywołują straty materialne o znacznej wartości,
- następstwem katastrofy może być wiele indywidualnych szkód,
- szkody te dotyczą jednocześnie wielu jednostek².

Źródłem katastrof mogą być siły przyrody (*natural catastrophes*). Przykładami katastrof tego typu są powodzie, trzęsienia ziemi lub huragany. Przyczyną powstawania katastrof może być także działalność człowieka (*man-made disasters*). Do katastrof tego typu zalicza się katastrofy tankowców, katastrofy górnicze, wojny, ataki terrorystyczne, jak również kryzysy gospodarcze i finansowe (z uwagi na specyfikę zdarzenia katastroficznego, jakim jest kryzys gospodarczy i finansowy, niniejsze rozważania skoncentrują się na pozostałych kategoriach katastrof). Należy przy tym zaznaczyć, że ekspansywne korzystanie ze środowiska przyrodniczego przez człowieka przyczynia się do powstawania zmian w tym środowisku, które z kolei skutkują eskalacją liczby katastrof naturalnych.

Istotne jest również rozróżnienie katastrof zagrażających przedsiębiorstwu pod względem umiejscowienia ich przyczyn. I tak można wyróżnić katastrofy wewnętrzne, czyli takie, które następują na skutek działań przedsiębiorstwa (np. wybuch instalacji przesyłu gazu spowodowany wadą instalacji), jak i zewnętrzne, których przyczyny leżą poza obszarem działań przedsiębiorstwa (np. katastrofy naturalne, katastrofy przemysłowe spowodowane przez inne przedsiębiorstwa, kryzysy finansowe).

Obserwacja przeszłości dowodzi systematycznego wzrostu rocznej liczby katastrof (obserwacja ta dotyczy zarówno katastrof naturalnych, jak i spowodowanych działaniem człowieka). Od roku 1970 do 2005 roczna liczba katastrof wzrosła ponad trzykrotnie³. Rośnie również skala rocznych strat spowodowanych katastrofami (czego przyczyną jest nie tylko wzrost liczby katastrof, ale także wzrost liczby ludności oraz wartości majątku osób fizycznych, przedsię-

katastroficznych w Europie dla celów ubezpieczeniowych. „Wiadomości Ubezpieczeniowe” marzec/kwiecień 2006, s. 43-44; F. Piontek, J. Kusztal, E. Lorek: *Straty spowodowane degradacją powierzchni ziemi w Polsce w układzie przestrzennym*. Stowarzyszenie „Zdrowy człowiek”, Katowice 1990, s. 11 i nast.; J. Kusztal: *Ocena degradacji powierzchni ziemi w Polsce spowodowanej naruszeniem górotworu*. Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej im. K. Adamieckiego w Katowicach nr 121, Katowice 1991, s. 210 i nast.; *Straty spowodowane degradacją ziemi w województwie katowickim*. Red. F. Piontka. Ossolineum, Wrocław 1989, s. 10 i nast.

² A. Hanzel: *Ryzyko katastroficzne...*, op. cit., s. 39-40.

³ W 2009 r. w wyniku katastrof śmierć poniosło 15 tys. osób, a straty sięgnęły 62 mld USD. Z 288 katastrof 133 były to katastrofy naturalne, zaś 155 – wywołane działaniem człowieka. Natural Catastrophes and Man-made disasters in 2009, Swiss Reinsurance Company 2010, Peter Zimmerli, Natural Catastrophes and Reinsurance, SwissRe Publications, Swiss Reinsurance Company 2003, <http://www.swissre.com> (dostęp: 15.08.2011).

biorstw oraz państwa)⁴. Przyjmując zasadę prostej ekstrapolacji, można wnioskować, że katastrofy będą w przyszłości stanowić coraz większe zagrożenie i dlatego, na obecnym etapie, ryzyko katastroficzne powinno zostać uznane za poważny problem w zarządzaniu przedsiębiorstwem.

2. Aktualne egzemplifikacje oddziaływania katastrof na przedsiębiorstwa

Oddziaływanie katastrof na przedsiębiorstwa ilustrują przykłady katastrofy ekologicznej spowodowanej przez British Petroleum (katastrofa wewnętrzna, katastrofa spowodowana działalnością człowieka) oraz powódź, która w 2010 roku dotknęła tysiące polskich przedsiębiorstw (katastrofa zewnętrzna, katastrofa spowodowana siłami natury).

Na skutek eksplozji na platformie wiertniczej w Zatoce Meksykańskiej, należącej do BP Petroleum, życie straciło 11 pracowników tego przedsiębiorstwa. Platforma zatонуła dwa dni później. Katastrofa ekologiczna spowodowana wyciekami ropy tak negatywnie wpłynęła na wizerunek przedsiębiorstwa, że stacje sprzedające paliwa pod logiem BP odnotowały spadek sprzedaży od 10% do nawet 40%⁵. Dzielne koszty akcji ratowniczej, która trwała wiele miesięcy, są szacowane na poziomie 27 mln USD⁶. Szkody wyrządzone przez wyciek w wodach i wybrzeżu zatoki powodują olbrzymie straty osób trzecich, na pokrycie których BP utworzyło fundusz wysokości 20 mld USD (środki na pokrycie roszczeń pochodzą m.in. ze sprzedaży aktywów)⁷. Roszczenia mogą jednak okazać się większe, gdyż rybołówstwo i przemysł rybny w Luizjanie mogą stracić 2,5 mld USD, a branża turystyczna na florydzkim wybrzeżu Zatoki Meksykańskiej 3 mld USD⁸. Rząd USA rozważa nałożenie kar, których wysokość będzie zależeć od skali zaniedbań koncernu w zapewnianiu bezpieczeństwa wierceń. Szacuje się, że kary

⁴ Szerzej na ten temat w: Ibidem.

⁵ Należy jednak zaznaczyć, że punkty sprzedaży BP działają na zasadzie franczyzy i straty w związku z bojkotem odczuwają przede wszystkim franczyzobiorcy. E. Szulc: *Bojkot BP niszczy drobnych przedsiębiorców*, <http://www.forbes.pl> (dostęp: 29.06.2010).

⁶ T. Goss-Strzelecki: *BP podlicza straty*, <http://www.parkiet.com/artykul/31,936727.html> (dostęp: 08.06.2010).

⁷ *Miliardowe straty BP po wycieku ropy*, <http://www.polskieradio.pl/wiadomosci/swiat/?id=170911> (dostęp: 21.06.2010). W ciągu dwóch miesięcy od daty katastrofy BP przeznaczył 105 mln USD na zaspokojenie 32 tys. roszczeń.

⁸ <http://biznes.interia.pl/news/gospodarka-moze-poniesc-miliardowe-straty,1472948> (dostęp: 01.05.2010).

te mogą wynieść nawet do 247 mln USD za każdy dzień wycieku⁹. Bank Credit Suisse ocenia, że suma kar, kosztów oczyszczania oraz odszkodowań wyniesie 40 mld USD¹⁰. W ciągu 3 miesięcy od katastrofy cena akcji BP na giełdzie spadła o połowę¹¹.

W maju 2010 r. przez 14 z 16 województw Polski dwukrotnie przetoczyła się fala powodziowa. W jej wyniku ucierpiało ponad 37,5 tys. osób z 715 gmin. Zalanych zostało około 554 tys. hektarów w 2157 miejscowościach. Szacuje się, że w różnym stopniu powódź dotknęła również ponad 1400 przedsiębiorstw¹². Choć w przypadku powodzi w 2010 r. niewiele było wypadków śmiertelnych (w 1997 r. życie straciło w Polsce 56 osób), przedsiębiorstwa silnie odczuwały problemy związane z zasobami osobowymi – pracownicy z powodu zakłóceń w komunikacji lub konieczności ratowania własnych domów nie stawiali się w miejscu pracy¹³. Wiele przedsiębiorstw poniosło straty w zasobach rzeczowych: były to przede wszystkim przedsiębiorstwa branży rolniczej (zwłaszcza plantatorzy chmielu), lecz także w dużej mierze transportowej (nawet 300 mln zł mogą sięgnąć straty spowodowane przez powódź w infrastrukturze kolejowej) i inne (na dzień 28 maja 2010 r. straty spowodowane powodzią w Karpackiej Spółce Gazownictwa, należącej do PGNiG SA, zostały oszacowane na ok. 20 mln zł¹⁴, wody powodzi zalały także 77 kopalni odkrywkowych i 3 kopalnie gazu¹⁵). Wiele przedsiębiorstw odczuło przerwy w dostawach, dotyczyło to zwłaszcza prądu i gazu, lecz nie tylko: tyska fabryka Fiata musiała zawiesić produkcję z powodu wstrzymania dostaw szyb samochodowych z dotkniętej powodzią huty w Sandomierzu¹⁶, do Zakładów Azotowych Kędzierzyn SA nie dotarł

⁹ Ł. Wójcik: *BP: problemy koncernu naftowego. Bankructwo prawdopodobne*, <http://www.polityka.pl/rynek/1506742,1,bp-problemy-koncernu-naftowego> (dostęp: 8.06.2010).

¹⁰ Ibidem.

¹¹ Zob. <http://www.nyse.com>.

¹² http://www.gazetaprawna.pl/wiadomosci/artykuly/427070,kpp_projekt_ws_usuwania_skutkow_powodzi_uspokoi_pracownikow.html (dostęp: 28.08.2010).

¹³ *Trzeba zwiększyć zakres pomocy dla przedsiębiorców z terenów powodzi*, http://www.wnp.pl/wiadomosci/trzeba-zwiekszy-zakres-pomocy-dla-przedsiębiorcow-z-terenow-powodzi,113038_23_0_0_0.html (dostęp: 22.06.2010).

¹⁴ Kwota obejmuje urwania, wypłycenia i osuwiska gazociągów średniego i niskiego ciśnienia oraz zniszczone stacje redukcyjno-pomiarowe na terenie zakładów gazowniczych w Tarnowie Jaśle, Sandomierzu, Krakowie, Jarosławiu i Rzeszowie. W sumie straty infrastruktury wynoszą 6-9 mln. Najwięcej strat poniósł Zakład Gazowniczy w Sandomierzu – kwota szacunkowa to 5 mln zł. Zob. D. Malinowski: *Z powodu powodzi straty PGNiG idą w miliony*, http://www.wnp.pl/wiadomosci/z-powodu-powodzi-straty-pgnig-ida-w-miliony,111179_29_0_0_0.html (dostęp: 28.05.2010).

¹⁵ *Powódź dotknęła już 77 kopalni odkrywkowych i 3 kopalnie gazu*, http://www.wnp.pl/wiadomosci/powodz-dotknela-juz-77-kopalni-odkrywkowych-i-3-kopalnie-gazu,110569_3_0_0_0.html (dostęp: 21.05.2010).

¹⁶ *Tyska fabryka Fiata liczy na wznowienie produkcji już we wtorek*, http://www.wnp.pl/wiadomosci/tyska-fabryka-fiata-liczy-na-wznowienie-produkcji-we-wtorek,110708_12_0_0_0.html (dostęp: 24.05.2010).

kocioł stanowiący część nowej instalacji kwasu azotowego (urządzenie transportowane Odrą, ze względu na podniesienie jej poziomu, nie mogło przejść pod mostami)¹⁷. Część przedsiębiorstw obawiała się spadku sprzedaży: najbardziej zagrożona była branża nawozów sztucznych (mokra ziemia nie nadaje się pod nawożenie)¹⁸ oraz turystyczna (mieszkańcy południa Polski masowo odwoływali rezerwacje nad Bałtykiem)¹⁹. Bywa, iż straty zadane przedsiębiorstwu przez katastrofy zewnętrzne powodują bardzo negatywne reakcje rynku finansowego. Takich reakcji w przypadku powodzi w 2010 r. nie zauważono, jednak w związku z powodzią w roku 1997 indeksy traciły tak szybko (wyprzedaż akcji nie była przy tym poprzedzona wnikliwą analizą strat przedsiębiorstw), że zarząd giełdy podjął decyzję o bezterminowym zawieszeniu obrotu akcjami wielu spółek²⁰.

Syntetyczna prezentacja recepcji przez przedsiębiorstwa skutków wybranych katastrof prowokuje do pogłębienia analizy konsekwencji katastrof dla przedsiębiorstw oraz próby sformułowania na jej podstawie wniosków ogólnych.

3. Kryzys finansowy przedsiębiorstwa jako skutek katastrofy

Przedsiębiorstwo funkcjonuje jako system²¹ w otoczeniu, które należy rozumieć jako elementy niewchodzące w skład przedsiębiorstwa, a równocześnie mające z nim związek, tzn. oddziałujące na stan przedsiębiorstwa²² (kanały, poprzez które otoczenie oddziałuje na przedsiębiorstwo, są nazywane wejściami systemu przedsiębiorstwa, zaś kanały, którymi przedsiębiorstwo oddziałuje na otoczenie – wyjściami²³).

Jak zauważono, katastrofa może występować w otoczeniu przedsiębiorstwa (katastrofa zewnętrzna) – wtedy oddziałuje na przedsiębiorstwo poprzez jego

¹⁷ D. Malinowski: *Czy powódź opóźni inwestycję ZAK?*, http://www.wnp.pl/wiadomosci/czy-powodz-opozni-inwestycje-zak,112903_28_0_0_0.html (dostęp: 21.06.2010).

¹⁸ D. Malinowski: *Powódź dotkliwie uderzy w branżę nawozową*, http://www.wnp.pl/wiadomosci/powodz-dotkliwie-uderzy-w-branze-nawozowa,111812_28_0_0_0.html (dostęp: 08.06.2010).

¹⁹ A. Grabarska: *Powódź sprawiła, że ruszyła fala rezygnacji z wczasów nad morzem*, <http://www.gs24.pl/apps/pbcs.dll/article?AID=/20100612/REGION/952821070> (dostęp: 28.08.2010).

²⁰ T. Prusak: *Zalane portfele*, cyt. za: G. Zalewski: *Gdy nie było niczego*, <http://zalewski.blogbank.pl/2009/06/> (dostęp: 15.08.2011).

²¹ Koncepcję przedsiębiorstwa jako systemu precyzyjnie wykląda A. Koźmiński, w: A. Koźmiński: *Zarządzanie systemowe*. PWE, Warszawa 1973, s. 17-23.

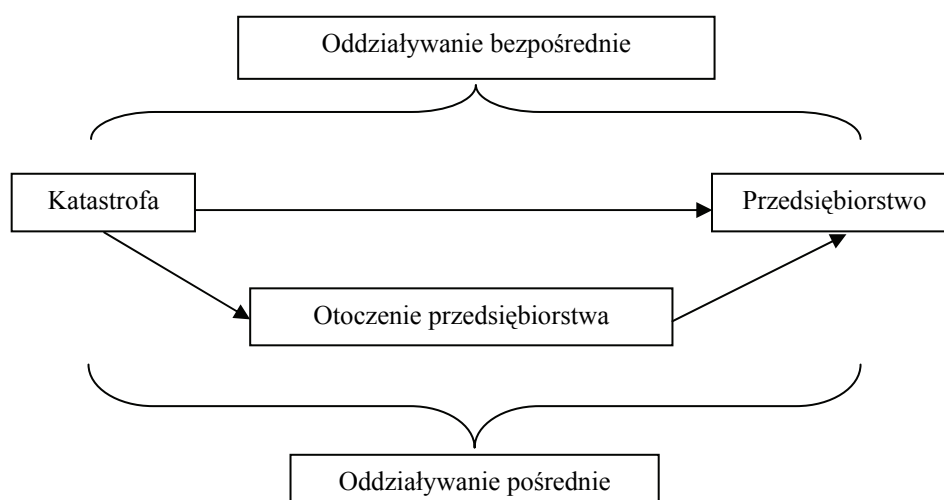
²² Zob. M. Bielski: *Podstawy teorii organizacji i zarządzania*. C.H. Beck, Warszawa 2002, s. 17.

²³ Zob. także: A. Koźmiński: *Analiza systemowa organizacji*. PWE, Warszawa 1979, s. 15.

²³ J. Regulski: *Cybernetyka systemów planowania*. Wiedza Powszechna, Warszawa 1974, s. 12.

wejścia. Katastrofa może mieć też miejsce w samym przedsiębiorstwie (katastrofa wewnętrzna) – wtedy poza szkodami, jakie wyrządza w przedsiębiorstwie, poprzez wyjścia oddziałuje również na otoczenie przedsiębiorstwa.

W przypadku katastrof, niebędących kryzysami gospodarczymi lub finansowymi, oddziaływanie katastrofy na przedsiębiorstwo może być bezpośrednie, pośrednie lub bezpośrednie i pośrednie jednocześnie. Zależność tę schematycznie prezentuje poniższy rysunek.

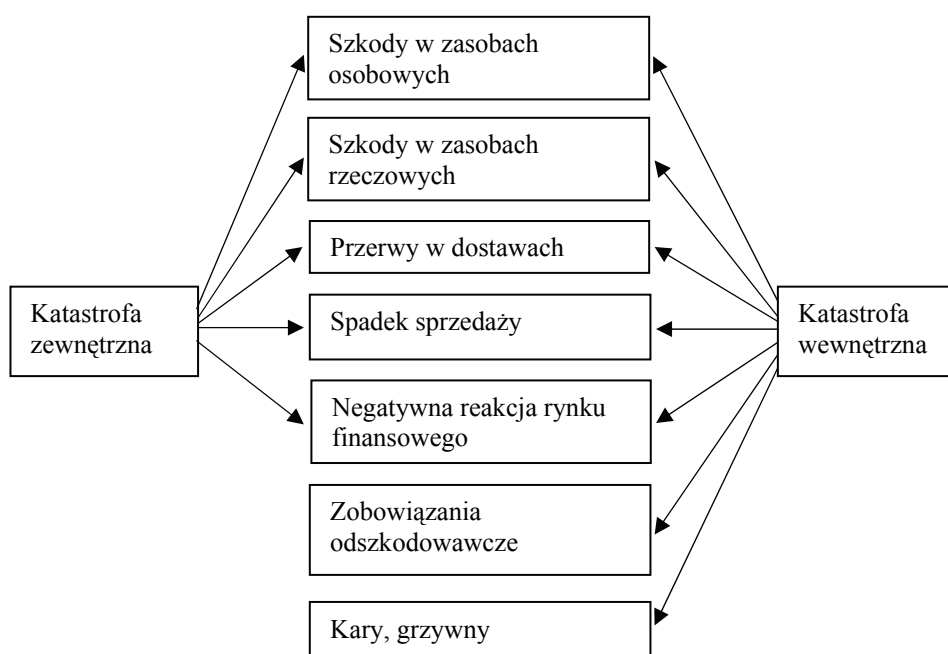


Rys. 4. Oddziaływanie katastrofy na przedsiębiorstwo

W przypadku oddziaływania bezpośredniego, wejścia i wyjścia, poprzez które zachodzi transmisja katastrofy, znajdują się na płaszczyźnie fizycznej, chemicznej bądź temperaturowej²⁴. Jako przykład można podać zanieczyszczenie kutrów i sieci rybackich przedsiębiorstwa ropą wydobywającą się z uszkodzonej platformy wiertniczej. Z kolei oddziaływanie pośrednie wiąże się z odczuwaniem następstw katastrofy przez przedsiębiorstwo na skutek modyfikacji, jakie wprowadziła ona w otoczenie przedsiębiorstwa. Ten sposób oddziaływania egzemplifikują opóźnienia i/lub przerwy w dostawach (prądu, materiałów do produkcji), na skutek zakłóceń działalności doświadczanych przez kooperantów czy w końcu załamanie rynku produktów przedsiębiorstwa na skutek strat, jakie ponieśli klienci przedsiębiorstwa w związku z zajściem katastrofy.

²⁴ Takie ujęcie płaszczyzny transmisji katastrofy jest ujęciem najbardziej ogólnym. W spojrzeniu bardziej szczegółowym należałoby wyróżnić także płaszczyzny: fal magnetycznych, promieniowania jądrowego, hałasu itd.

Oddziaływanie pośrednie katastrofy na przedsiębiorstwo, choć nie oczywiste, nie może zostać pominięte w analizie ryzyka przedsiębiorstwa, gdyż katastrofy w sposób znaczący destabilizują otoczenie przedsiębiorstwa, co zostało naświetlone przez prezentację oddziaływania powodzi, która wystąpiła w maju 2010 r. na polskie przedsiębiorstwa. Oddziaływanie pośrednie jest tym poważniejsze, im ściślejszy związek zachodzi pomiędzy przedsiębiorstwem a elementami jego otoczenia, doświadczającymi szkód na skutek zajścia katastrofy. Należy podkreślić, że oddziaływanie bezpośrednie i pośrednie są typowe zarówno dla katastrof zewnętrznych, jak i wewnętrznych. Katastrofa wewnętrzna w pierwszej kolejności oddziałuje na przedsiębiorstwo, ale może też spowodować szkody w jego otoczeniu. Typowe skutki katastrofy, odczuwane przez przedsiębiorstwo, prezentuje poniższy rysunek.



Rys. 5. Negatywne skutki katastrof odczuwane przez przedsiębiorstwo

Niezależnie od tego, czy katastrofa powstaje w otoczeniu przedsiębiorstwa, czy też w samym przedsiębiorstwie, najczęstszym jej efektem jest bardzo duża lub całkowita szkoda w zasobach rzeczowych przedsiębiorstwa (nieruchomości, maszyny, urządzenia, zapasy, dokumentacja, systemy informatyczne, dane na

nośnikach elektronicznych)²⁵. Dodatkowo w konsekwencji realizacji ryzyka katastroficznego, oprócz szkód majątkowych, powstają znaczne szkody osobowe²⁶ (śmierć, uszkodzenie zdrowia pracowników) oraz problemy wynikające z nieobecności pracowników w pracy, spowodowanej utrudnieniami komunikacyjnymi. Podczas katastrof występują przerwy w dostawie prądu, wody, gazu, ograniczona jest dostępność do tras komunikacyjnych²⁷. Spadek sprzedaży jest konsekwencją strat doświadczanych przez klientów przedsiębiorstwa lub bojkotu konsumenckiego wymierzonego w sprawcę katastrofy. Następuje spadek wyceny przedsiębiorstwa. Jeżeli katastrofa zachodzi w przedsiębiorstwie, na skutek jego działania, przedsiębiorstwo jest zobowiązane do wypłaty odszkodowań względem osób trzecich – poszkodowanych z jego winy, a administracja publiczna nakłada na przedsiębiorstwo kary.

Wymienione konsekwencje wystąpienia katastrofy to pierwotne skutki realizacji ryzyka katastroficznego. Jedną z głównych zasad zarządzania ryzykiem przedsiębiorstwa jest odniesienie ryzyka względem celu przedsiębiorstwa. Należy więc w taki sposób rozpoznać łańcuchy zdarzeń, zapoczątkowane przez skutki pierwotne katastrofy, aby stwierdzić, jaki będzie wpływ katastrofy na cel przedsiębiorstwa, za który, w dominującym nurcie teorii finansów, uznaje się maksymalizację wartości przedsiębiorstwa. W rozpoznaniu tym są użyteczne takie techniki oceny ryzyka, jak: HAZOP (*hazard and operability study*, której celem jest kompleksowa i szczegółowa ocena procedur, urządzeń, działań i systemów oraz identyfikacja potencjalnych zagrożeń ludzi, środowiska i obiektów, a także zaproponowanie metody kontroli ryzyka), drzewa błędów czy drzewa zdarzeń (sprowadzające się testowania zdarzenia poprzez śledzenie kombinacji logicznych przyczyn)²⁸.

Przyjmując logikę techniki drzew zdarzeń, można wyznaczyć typowe rozwinięcia scenariusza katastrofy. Za punkt wyjścia można przyjąć pierwotne skutki katastrofy, czyli szkody w zasobach osobowych, szkody w zasobach rzeczowych, przerwy w dostawach, negatywne reakcje rynku finansowego, powstanie zobowiązań odszkodowawczych oraz konieczność uiszczenia kar i grzywien.

²⁵ Zob. C. Klimkowski: *Ubezpieczenia od strat z tytułu powodzi*. „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2004, nr 1-2, s. 33. Problem ten dotyczy zwłaszcza nieruchomości, w przypadku których możliwości stosowania technik represji względem ryzyka katastroficznego są ograniczone. Zob. E. Zagórska: *Ryzyko katastroficzne na rynku nieruchomości*. „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2006, nr 5-6, s. 31-32.

²⁶ P. Milewski: *Ubezpieczeniowe konsekwencje trzęsienia ziemi i tsunami w Azji Południowo-Wschodniej i Afryce*. „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2005, nr 1-2, s. 68.

²⁷ Zob. C. Klimkowski: *Ubezpieczenia...*, op. cit., s. 32.

²⁸ Techniki te są opisane szerzej w T. Borkowski: *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw*. Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2008, s. 153-155.

Zasobami osobowymi przedsiębiorstwa są jego pracownicy. Katastrofa, prowadząca do utraty zdrowia lub życia pracowników, wiąże się z destrukcją tych zasobów. Zasoby osobowe stanowią podstawę produktywności przedsiębiorstwa oraz oś jego organizacji. Ich utrata powoduje przerwę w ciągłości produkcji, w dalszej kolejności przerwę w ciągłości sprzedaży, utratę spodziewanego zysku oraz utratę rynku. Brak przychodów ze sprzedaży przyczynia się do problemów z wypłacalnością. Cechą szczególną zasobów osobowych, w kontekście szkód spowodowanych katastrofą, jest występowanie w ich ramach zasobów, które są bardzo trudne, o ile w ogóle możliwe do odtworzenia. Są to pracownicy wysoce wykwalifikowani, doświadczeni i o szczególnych cechach (dobrej organizacji, odpowiedzialności, zdolności przywódczej). Ich utrata na długi czas obniża produktywność przedsiębiorstwa.

Utrata zasobów rzeczowych, podobnie jak utrata zasobów osobowych, ogranicza produkcję, o ile nie prowadzi do jej wstrzymania, z czym wiążą się opisane już konsekwencje. Odtworzenie zasobów rzeczowych (zwłaszcza w branżach produkcyjnych i handlowych) wymaga znacznych nakładów kapitałowych. Kiedy zniszczeniu ulegną kluczowe zasoby niemożliwe do odtworzenia (prototypy, nośniki danych zawierające cenne informacje, dzieła sztuki), należy rozważyć likwidację przedsiębiorstwa.

Następstwem przerw w dostawach są: przerwanie ciągłości produkcji oraz ciągłości sprzedaży. Z przerwami w produkcji wiążą się koszty zatrzymywania linii produkcyjnej i jej ponownego uruchamiania, a często także braki w zapasach produktów gotowych, przyczyniające się do utraty ciągłości sprzedaży. W przypadku przedsiębiorstw handlowych przerwy w dostawach automatycznie skutkują przerwami w ciągłości sprzedaży. Utrata ciągłości sprzedaży powoduje z kolei utratę spodziewanych przychodów i problemy z płynnością, a także utratę niezadowolonych klientów i konieczność zwiększenia nakładów na podniesienie konkurencyjności w celu powrotu na rynek.

Spadek sprzedaży, spowodowany stratami, jakie w związku z katastrofą ponieśli odbiorcy przedsiębiorstwa lub stanowiący skutek bojkotu konsumentkiego prowadzi wprost do utraty przychodów. To z kolei pierwszy krok do utraty płynności.

Gdy wartość przedsiębiorstwa na rynku finansowym spada, rośnie koszt kapitału przedsiębiorstwa²⁹ i pojawiają się utrudnienia w dostępie do kapitału na rynku finansowym. Utrudnienia te paraliżują funkcjonowanie przedsiębiorstwa.

Gdy przedsiębiorstwo – jako sprawca katastrofy – jest zobowiązane do wypłaty odszkodowań oraz zapłaty kar i grzywien, jego zasoby finansowe są prze-

²⁹ Według logiki modelu dywidendowego określania kosztu kapitału akcyjnego.

znaczane na regulowanie tychże zobowiązań, często przy tym wyczerpują się (ze względu na skalę skutków katastrofy). Oznacza to brak środków na rozwój przedsiębiorstwa i na bieżącą działalność (może się to wiązać z opóźnieniami w spłacie zobowiązań, odsetkami karnymi, utratą płynności).

Przeprowadzone rozważania prowadzą do dwóch wniosków:

- realizacja ryzyka katastroficznego znajduje odzwierciedlenie w sytuacji finansowej przedsiębiorstwa,
- ze względu na charakter ryzyka katastroficznego, skala skutków odczuwanych przez przedsiębiorstwo w związku z realizacją tego ryzyka (o ile przedsiębiorstwo nie znajduje się na obrzeżach katastrofy), może inicjować kryzys finansowy w przedsiębiorstwie.

O ile pierwszy wniosek jest bezdyskusyjny, o tyle drugi wymaga szerszej interpretacji, a zwłaszcza wyjaśnienia pojęcia „kryzys finansowy przedsiębiorstwa”. Symptomatyczne dla kryzysu finansowego przedsiębiorstwa jest: zagrożenie płynności, utrata zdolności do bieżącego regulowania zobowiązań lub trwale zaprzestanie spłacania wierzytelności – trudności zagrażające egzystencji przedsiębiorstwa, których przedsiębiorstwo nie jest w stanie przezwyciężyć przy użyciu własnych środków³⁰. Rozważania dotyczące recepcji przez przedsiębiorstwo skutków katastrofy wskazują, że kryzys finansowy w przedsiębiorstwie jest bardzo prawdopodobnym następstwem realizacji ryzyka katastroficznego. Zatem konsekwencje, jakie katastrofa przynosi dla finansów przedsiębiorstwa, mogą zagrażać jego trwaniu.

Stwierdzając, że ryzyko katastroficzne, którego realizacja wywołuje kryzys finansowy w przedsiębiorstwie, objawiający się trudnościami, których przedsiębiorstwo nie jest w stanie przezwyciężyć samodzielnie, należy zwrócić uwagę na istotną różnicę pomiędzy ryzykiem zajścia katastrofy wewnętrznej a ryzykiem zajścia katastrofy zewnętrznej. W przypadku katastrofy wewnętrznej przedsiębiorstwo jest postrzegane jako sprawca, dlatego poza odszkodowaniami, musi najczęściej uiścić także kary bądź grzywny. W przypadku katastrofy wewnętrznej przedsiębiorstwo nie tylko nie jest obciążane karami, ale postrzegane jako ofiara może spodziewać się wsparcia, zwłaszcza ze strony rządu i samorządu. Dla przedsiębiorstw poszkodowanych wskutek powodzi, do której doszło wiosną 2010 r. uruchomiono program pomocy obejmujący przede wszystkim zwolnienia i ulgi podatkowe oraz pożyczki.

³⁰ Zob. G. Łukasik: *Kryzys finansowy przedsiębiorstwa – przyczyny, możliwości przeciwdziałania*. W: *Współczesne problemy finansów, bankowości i ubezpieczeń w teorii i praktyce*. Red. K. Złaniecka. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice, 2005, s. 268.

4. Możliwości w zakresie przeciwdziałania kryzysowi finansowemu w przedsiębiorstwie jako konsekwencji katastrofy

Przeprowadzone rozważania posłużyły prezentacji, z jakich przyczyn i w jaki sposób katastrofa może zainicjować kryzys finansowy w przedsiębiorstwie. Na tym etapie należy spróbować odpowiedzieć na pytanie, czy i w jaki sposób przedsiębiorstwo jest w stanie postawić bariery na drodze rozwoju katastrofy w kryzys finansowy w przedsiębiorstwie.

Wszelkie działania, których celem jest obniżenie strat przedsiębiorstwa, rozumianych jako wartość szkód w zasobach przedsiębiorstwa, występujących na skutek realizacji ryzyka, określa się mianem kontroli ryzyka. Takie rozumienie celu kontroli ryzyka przedsiębiorstwa wynika z uznania, na gruncie współczesnej teorii finansów, że celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja wartości³¹. M. Kuchlewska zauważa, że wartość tę osiąga się poprzez zaangażowanie w działalność różnorodnych środków (zasobów)³² i z tej przyczyny trafnie stwierdza, że w kontekście ograniczoności zasobów zakres ryzyka przedsiębiorstwa wyznaczają straty (wyrażone w pieniądzu szkody w zasobach), na jakie jest narażone przedsiębiorstwo³³.

Wniosek o tym, że katastrofa może zagrozić trwaniu przedsiębiorstwa, należy odnieść do zasad zarządzania ryzykiem, które głoszą, że ryzyko o poważnych skutkach dla przedsiębiorstwa, niezależnie od prawdopodobieństwa jego realizacji, musi zostać objęte kontrolą przedsiębiorstwa. Ryzyko o poważnych skutkach i wysokim prawdopodobieństwie realizacji powinno być unikane. Oznacza to, że przedsiębiorstwo nie powinno go podejmować, co może przybrać formę nierozwijania działalności w kierunkach związanych z takim ryzykiem, wycofania się z tych rodzajów działalności, które są obarczone ryzykiem katastroficznym o wysokim prawdopodobieństwie realizacji lub nawet zaprzestania działalności. Z kolei w przypadku ryzyka o poważnych skutkach i niskim praw-

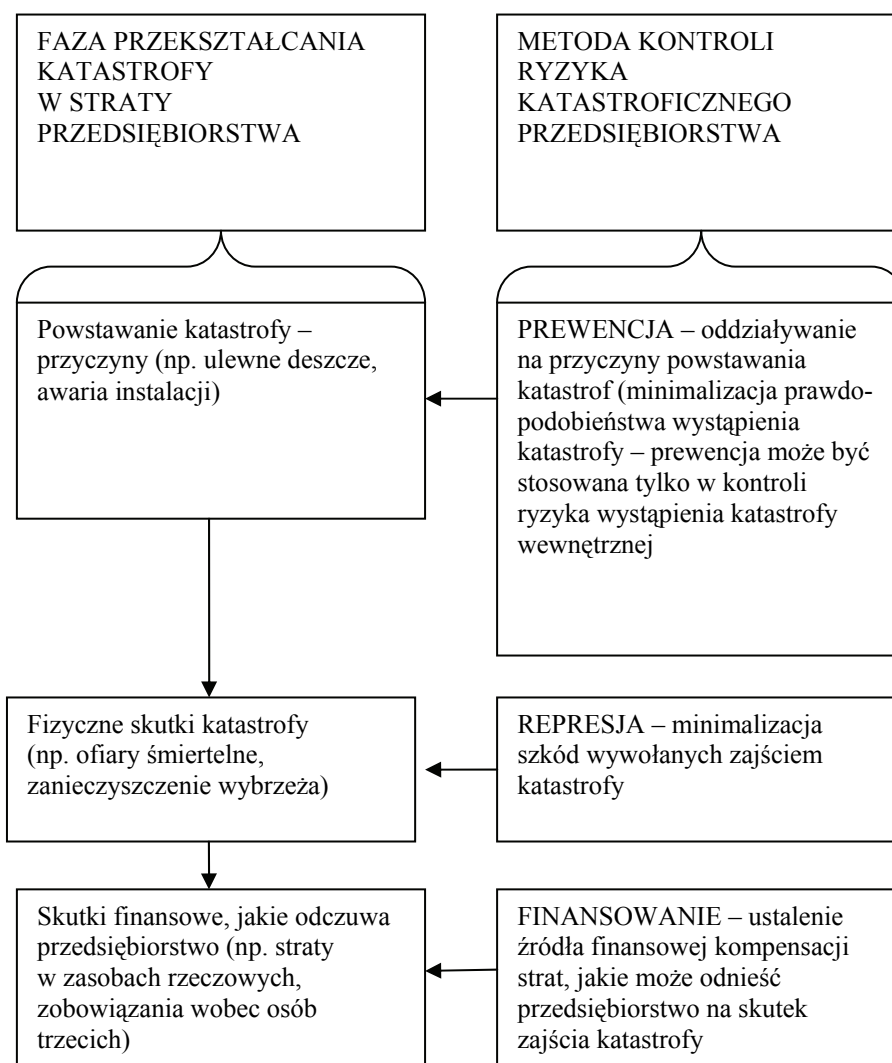
³¹ G. Arnold: *The Handbook of Corporate Finance. A Business Companion to Financial Markets, Decisions and Techniques*. Prentice Hall Financial Times, Glasgow 2005, s. 4-7; Z. Dresler: *Cel i przedmiot zarządzania finansami firmy*. W: *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*. Red. J. Czekaj, Z. Dresler. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 13; D. Watson, A. Head: *Corporate Finance. Principles and Practice*. Prentice Hall Financial Times, Gosport 2004, s. 7.

³² Oparcie kreacji wartości przedsiębiorstwa na zaangażowanych w działalność zasobach podkreśla m.in. także W. Bień, w: W. Bień: *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*. Difin, Warszawa 2005, s. 10-15.

³³ M. Kuchlewska: *Ubezpieczenie jako metoda finansowania ryzyka przedsiębiorstw*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2003, s. 39-40. Szkody te mogą mieć charakter zarówno uszczerbku w mieniu, jak i utraconych ze względu na ten uszczerbek sposobności. Ibidem, s. 37-38.

dopodobieństwie realizacji, unikanie nie jest postawą konieczną. Takie ryzyko powinno być jednak kontrolowane z zastosowaniem technicznych środków prewencji i represji oraz finansowania – najlepiej za pomocą ubezpieczenia.

Ogół działań z zakresu kontroli podjętego przez przedsiębiorstwo ryzyka katastroficznego można poddać systematyce opierając się na kryterium fazy przekształcania katastrofy w straty przedsiębiorstwa, na którą jest ukierunkowane określone działanie. Graficzną prezentację tej systematyki prezentuje poniższy rysunek.



Rys. 3. Systematyka metod kontroli podjętego przez przedsiębiorstwo ryzyka katastroficznego

Stosowanie fizycznych narzędzi prewencji (systemy alarmowe, procedury postępowania, szczelne instalacje) i represji (grupy ratownicze, narzędzia tamujące rozprzestrzenianie się fizycznego, chemicznego lub termicznego nośnika katastrofy) jest zdecydowanie rekomendowane w kontroli ryzyka katastroficznego. Konieczne jest jednak podkreślenie, że prewencja może być metodą kontrolowania jedynie wewnętrznych katastrof. W przypadku katastrof zewnętrznych przedsiębiorstwo nie ma żadnych możliwości (bądź też możliwości bardzo nikłe) wpływania na przyczyny ich występowania, gdyż znajdują się one poza obszarem jego działalności. Należy zaznaczyć również, że techniczne narzędzia prewencji i represji są zawodne. Warunkiem zaprojektowania skutecznego systemu fizycznych narzędzi kontroli ryzyka katastrof jest wiedza na temat przyczyn powstawania katastrof i sposobów ich rozprzestrzeniania się. Natomiast obserwacja przyczyn katastrof w ostatnim pięćdziesięcioleciu wskazuje, że istnieje wiele czynników sprzyjających powstawaniu katastrof i ich rozprzestrzenianiu się, które wymykają się ludzkiej percepcji przed wystąpieniem określonej katastrofy (ukryte wady materiałowe instalacji, niespodziewanie zachodzące reakcje³⁴), a nawet po jej zajściu (do dziś nie zostały z całą pewnością ustalone przyczyny katastrof w Bhopal w Indiach w 1984 r.³⁵ – dopuszcza się również hipotezę sabotażu). Fakt ten utrudnia projektowanie skutecznych systemów prewencji i represji. Dodatkowo zawsze, nawet w przypadku zastosowania najdoskonalszych technik, istnieje możliwość ludzkich błędów, zaniedbań³⁶, niezwykłych zbiegów okoliczności oraz zwyczajnego uszkodzenia systemów prewencji i represji przez siły przyrody³⁷. Oznacza to, że za pomocą fizycznych

³⁴ Prawdopodobnie mikropęknięcie 20-calowej rury było przyczyną rozszczelnienia i wybuchu w fabryce we Flixborough (Wielka Brytania, 1974), wskutek którego zginęło 28 osób, a 36 zostało rannych, choć hipoteza ta nie została ostatecznie potwierdzona. Niespodziewana reakcja chemiczna w instalacjach fabryki w Seveso (Włochy, 1976) doprowadziła uwolnienia tetrachlorodibenzoparadioksyny, która poszkodowała ponad 700 osób, a straty materialne oszacowano na ponad 72 mln ECU, <http://www.ciop.pl/18388.html> (dostęp: 2.09.2010).

³⁵ Podobnie jak w przypadku katastrofy Seveso, znaczne straty katastrofy w Bhopal miały swoje źródło w ułożeniu fabryki na terenie gęsto zaludnionym. Tego ryzyka można było, i należało, uniknąć. Skutki tej katastrofy to około 16 tys. ofiar śmiertelnych i około 100 tys. osób z ciężkimi przypadkami utraty zdrowia. Ewakuacja około 200 tys. osób zapobiegła jeszcze bardziej tragicznym skutkom tej katastrofy, <http://www.ciop.pl/18388.html> (dostęp: 2.09.2010).

³⁶ Wśród przyczyn katastrofy w Czarnobylu (ZSRR, 1986 r.) wymienia się ewidentny błąd operatora, http://www.archiwum.ekologia.pl/2006/przyczyny_katastrofy_w_czarnobylu.html (dostęp: 2.09.2010).

³⁷ Topniejący śnieg po bardzo obfitych opadach uszkodził obwałowania osadników i zbiorników szlamów poflotacyjnych w kompleksie wydobywczo-produkcyjnym złota Aurul (Rumunia, 2000 r.). Odpady zawierające duże ilości cyjanidów przedostały się do Cisy, a następnie do Dunaju, powodując poważną dewastację środowiska wodnego. W Czechowicach-Dziedzicach (Polska, 1971 r.) piorun uderzył w kopułę zbiornika rafinerii, który stanął w płomieniach. Mimo pożaru tego zbiornika, nadal przetłaczano z niego ropę na oddział destylacji; nadal przetłaczano ropę naftową z cystern kolejowych. Nie podjęto w porę odpowiednich decyzji. Wskutek błędów nastąpiły kolejne wybuchy i pożar rozprzestrzenił się. W wyniku katastrofy zginęło 37 osób, ponad 100 zostało ciężko poparzonych i odniosło inne obrażenia, <http://www.ciop.pl/18388.html> (dostęp: 2.09.2010).

narzędzi kontroli ryzyka katastroficznego można jedynie ograniczyć prawdopodobieństwo wystąpienia katastrofy i powagę jej skutków, nie można jej jednak wykluczyć.

Uznając, że fizyczne narzędzia kontroli katastrof nie są wystarczające dla zapobiegnięcia kryzysowi finansowemu w przedsiębiorstwie na skutek ich zajścia, przedsiębiorstwo powinno rozważyć kontrolowanie ryzyka katastroficznego za pomocą narzędzi finansowania. Kontrola finansowa ryzyka ekologicznego przedsiębiorstwa obejmuje dwa niewykluczające się sposoby finansowania ryzyka: zatrzymanie ryzyka (retencja) oraz transfer ryzyka³⁸.

Przedsiębiorstwo zatrzymuje ryzyko, jeżeli z jego rachunku ekonomicznego wynika, iż jest w stanie wszelkie możliwe koszty i straty wynikające z ryzyka pokryć ze środków własnych. Efektywność tej metody kontroli ryzyka zależy od specyfiki ryzyka – sprawdza się ona bowiem w odniesieniu do ryzyka o wysokiej częstotliwości i małej dotkliwości³⁹. Oznacza to, że retencja nie jest właściwym sposobem zapobiegania kryzysowi finansowemu w przedsiębiorstwie, stanowiącemu skutek katastrofy.

Transfer ryzyka może przybrać różną formę (np. ubezpieczenia, transakcji hedgingowych czy też przeniesienia ryzyka na kontrahenta). Uproszczone zasady doboru instrumentów zarządzania ryzykiem, sformułowane w tzw. modelu „Risk Matrix”, postulują, aby w przypadku ryzyka o niskiej częstotliwości i wysokiej dotkliwości (takie cechy charakteryzują ryzyko wystąpienia katastrofy zredukowane przez stosowanie fizycznych narzędzi jego kontroli) jako metodę kontroli obrać ubezpieczenie⁴⁰.

Należy jednak podkreślić, że możliwość zastosowania ubezpieczenia w ochronie przedsiębiorstwa przed stratami stanowiącymi konsekwencję katastrofy jest uzależniona od aktualnej oferty zakładów ubezpieczeń. Te zaś nie zawsze są skłonne przejmować ryzyko katastrof. Gdy więc rozpatrzenie ofert zakładów ubezpieczeń wskazuje na brak możliwości kontrolowania ryzyka katastroficznego zagrażającego przedsiębiorstwu, oraz gdy w przypadku konkretnego przedsiębiorstwa nie istnieje możliwość transferu tegoż ryzyka za pomocą transakcji hedgingowych lub innych form transferu, należy rekomendować unikanie tego typu ryzyka.

³⁸ Zob. D. Dziawgo: *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na rynku międzynarodowym*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 32.

³⁹ M. Gorczyńska: *Ubezpieczenie gospodarcze jako forma zabezpieczenia przed wystąpieniem ryzyka w przedsiębiorstwie*, praca doktorska, maszynopis, Katowice 2002, s. 29-30.

⁴⁰ Zob. *Construction Risk Management, International Risk Management Institute, Supplement 77*. November 2004, s. I. A. 15, cyt. za: M. Wieczorek-Kosmala: *Wpływ ubezpieczeń gospodarczych na rynkową wartość dodaną przedsiębiorstwa*. Fundacja WARTY i Kredyt Banku „Razem możemy więcej”, Warszawa 2009, s. 135.

Podsumowanie

Katastrofy oddziałują na przedsiębiorstwo w sposób dwutorowy: bezpośrednio i pośrednio (poprzez modyfikację jego otoczenia). Straty przedsiębiorstwa, stanowiące konsekwencje katastrofy, są różnorodne i zazwyczaj na tyle poważne, że inicjują kryzys finansowy w przedsiębiorstwie, co zagraża jego trwaniu. Jeżeli prawdopodobieństwo wystąpienia katastrofy jest wysokie, przedsiębiorstwo powinno unikać tego typu ryzyka. W przypadku podjęcia ryzyka katastroficznego należy dokonywać jego fizycznej redukcji za pomocą narzędzi prewencji (katastrofy wewnętrzne), jak i represji (katastrofy wewnętrzne i zewnętrzne). Nigdy jednak kontrola ryzyka katastroficznego nie powinna ograniczać się do kontroli fizycznej – prawidłowy system kontroli tego typu ryzyka powinien zawierać element finansowania poprzez transfer. Gdy nie istnieją możliwości transferu ryzyka katastroficznego, przedsiębiorstwo powinno go unikać. W przeciwnym wypadku z pewnością przedsiębiorstwo stanie w obliczu kryzysu finansowego, spowodowanego realizacją ryzyka katastroficznego (niepewność dotyczy jedynie momentu wystąpienia katastrofy).

CATASTROPHIC RISK AND FINANCIAL CRISIS IN AN ENTERPRISE

Summary

Catastrophes can influence enterprises in direct and indirect way (by modifying enterprises environment). Losses, being catastrophe consequences, are multiply and usually serious enough to induce financial crisis in an enterprises, that in turn may result in enterprises bankruptcy. If possibility of catastrophe occurrence is high, an enterprise should avoid catastrophic risk. In case of undertaking, catastrophic risk should be reduced by using physical tool of prevention (internal catastrophes risk) and repression (internal and external catastrophes risk). Catastrophic risk control should never be limited to using physical risk control tools – right catastrophic risk control system should include the element of financing this kind of risk by transferring it. If there is no possibility of transferring catastrophic risk an enterprises should avoid it. If not, it certainly, uncertainty goes for only the issue of the moment of catastrophe occurrence, an enterprise experiences financial crisis being catastrophe's outcome.

Maria Gorczyńska
Monika Wieczorek-Kosmala

APLIKACJA MODELI DYSKRYMINACYJNYCH W STRATEGIACH PRZECIWDZIAŁANIA SYTUACJOM KRYZYSOWYM W PRZEDSIĘBIORSTWIE

Wprowadzenie

Centralnym problemem w formułowaniu strategii przeciwdziałania sytuacjom kryzysowym jest umiejętność diagnozy kryzysu. W tym celu przedsiębiorstwa mogą wykorzystywać metody analityczne, w szczególności zaś metody z zakresu analizy finansowej, gdyż koncentrują się one wprost na ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Zastosowanie tradycyjnej analizy wskaźnikowej ma swoje zalety, ale i pewne ograniczenia, które stały się impulsem do poszukiwania rozwiązań bardziej zaawansowanych statystycznie i przyjmujących postać tzw. modeli dyskryminacyjnych.

Celem niniejszego artykułu jest ocena możliwości aplikacji takich modeli w strategiach przeciwdziałania sytuacjom kryzysowym właśnie w obrębie diagnostyki kryzysu, rozumianej jako zestaw narzędzi służących odczytywaniu sygnałów o pogorszeniu sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. W artykule przedstawiono znaczenie takiej diagnostyki w strategiach przeciwdziałania sytuacjom kryzysowym, ze szczególnym uwzględnieniem znaczenia tradycyjnej analizy wskaźnikowej. W dalszej części omówiono krótko zasady konstrukcji modeli dyskryminacyjnych i przedstawiono przykładowe modele wypracowane przez praktykę światową i polską. Artykuł zamykają rozważania dotyczące potencjal-

nych przeszkód, jakie mogą napotkać przedsiębiorstwa aplikujące modele dyskryminacyjne dla generowania sygnałów ostrzegawczych.

1. Diagnostyka kryzysu jako podstawa strategii przeciwdziałania sytuacjom kryzysowym

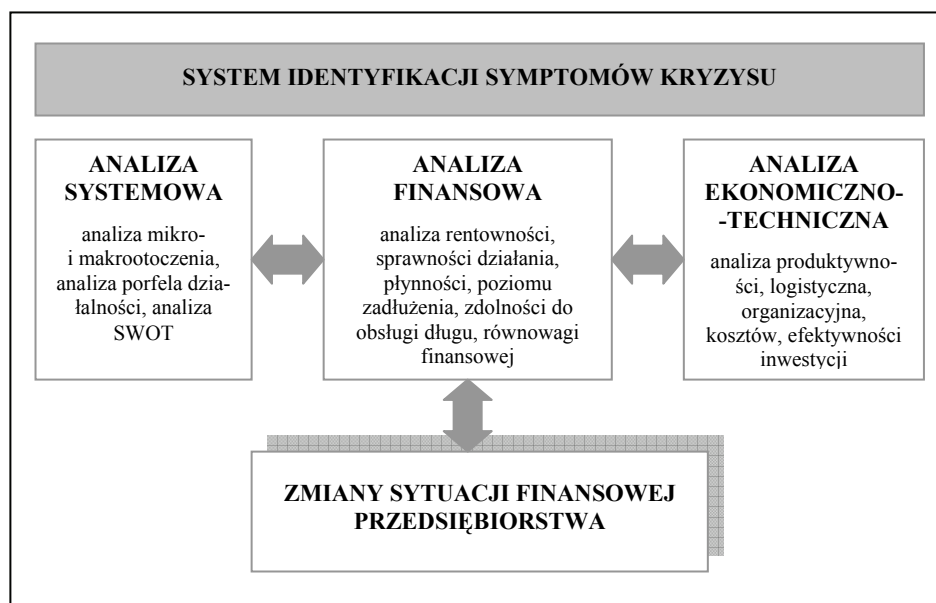
Poprzez strategię należy rozumieć jasno sformułowane kierunki działań, które mają prowadzić do osiągnięcia zamierzonego celu przedsiębiorstwa. Punktem wyjścia dla tworzenia strategii jest wizja zarządzających przedsiębiorstwem, która jasno wytycza cel główny i cele częściowe działania przedsiębiorstwa. Mając jasno wyznaczone cele, można przejść do ustalenia kierunków podejmowanych działań, które stworzą strategię przedsiębiorstwa.

W ogólnej strategii przedsiębiorstwa, podporządkowanej głównemu celowi jego działania, powstają tzw. strategie częściowe, które odnoszą się do poszczególnych obszarów działalności przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwo działające w stale zmieniającym się otoczeniu jest nieustannie narażone na występowanie różnych zagrożeń, które powodują możliwość wystąpienia zakłóceń w prowadzonej przez niego działalności. Zagrożenia te mogą powstać w obszarze inwestycyjnym, operacyjnym, finansowym oraz na linii stałych zależności łączących te obszary, a zakłócenia powstałe w ich następstwie mogą stać się źródłem sytuacji kryzysowej. Z tego względu jest uzasadnione formułowanie strategii częściowych, obejmujących przeciwdziałanie sytuacjom kryzysowym, powstałym na skutek realizacji różnych zagrożeń.

Strategie przeciwdziałania sytuacjom kryzysowym koncentrują się w głównej mierze na diagnostyce zjawisk kryzysowych¹. Diagnostyka ta natomiast dotyczy budowy systemu identyfikacji różnych zagrożeń indukowanych zarówno przez przedsiębiorstwo (jego wnętrze), jak i otoczenie, w którym działa. Ów system identyfikacji zagrożeń w działaniu powinien integrować różne narzędzia pozwalające na analizę wszelkich dostępnych informacji. Zdaniem A. Zelek narzędziami tymi są analiza strategiczna, finansowa i ekonomiczno-techniczna² (por. rysunek 1). Odpowiednia konfiguracja tych narzędzi w ramach strategii przeciwdziałania sytuacjom kryzysowym, pozwoli generować sygnały o zakłóceniach czy nieprawidłowościach występujących w różnych obszarach działalności przedsiębiorstwa i w jego otoczeniu.

¹ Termin „diagnostyka kryzysu” jest używany np. przez: A. Zelek: *Zarządzanie kryzysem w przedsiębiorstwie. Perspektywa strategiczna*. ORGMASZ, Warszawa 2003, s. 72.

² Ibidem, s. 73, 75.



Rys. 1. Miejsce analizy finansowej w systemie identyfikacji symptomów kryzysu

Źródło: Na podstawie: A. Zelek: *Zarządzanie kryzysem w przedsiębiorstwie. Perspektywa strategiczna*. ORGMASZ, Warszawa 2003, s. 75.

Przyjmując, że kryzys w działalności przedsiębiorstwa i zakłócenia powstałe w jego następstwie ostatecznie objawiają się pogorszeniem kondycji finansowej, można uznać, że analiza finansowa jest głównym filarem strategii przeciwdziałania sytuacjom kryzysowym w zakresie jego diagnostyki, co zaznaczono na rysunku 1. Stanowisko jest uzasadnione faktem, że to właśnie analiza finansowa operuje narzędziami, które pozwalają oceniać zmiany zachodzące w obrębie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Z racji tego, że zmiany te są skutkiem działania samego przedsiębiorstwa, jak i zmienności otoczenia, w którym działa, sygnały generowane przez analizę strategiczną oraz analizę ekonomiczno-techniczną pełnią rolę uzupełniającą, pozwalając na wyjaśnienie zmian obserwowanych z zastosowaniem analizy finansowej.

Diagnostyka kryzysu w ramach strategii przeciwdziałania sytuacjom kryzysowym, która jest oparta na wymienionych wyżej rodzajach analiz, pozwala na generowanie informacji o zakłóceniach i zagrożeniach działalności przedsiębiorstwa. Sygnały mocne są generowane wówczas, gdy wybrana zmienna osiągnie poziom granicy tolerancji bądź nastąpi odchylenie tej zmiennej od wyznaczonej normy. Sytuacje takie są impulsem do podejmowania decyzji korygujących. Sygnały słabe cechuje natomiast wielość interpretacji, co wywołuje niejasne sytu-

acje decyzyjne³. Jednym z kluczowych elementów budowy strategii w przeciwdziałaniu sytuacjom kryzysowym jest zatem odpowiedź na pytanie, jakie sygnały ostrzegawcze wskazują na powstanie sytuacji kryzysowej.

2. Charakterystyka sygnałów generowanych w ramach klasycznej analizy finansowej

Tworząc system diagnozy kryzysu w ramach strategii przeciwdziałania sytuacjom kryzysowym, każde przedsiębiorstwo powinno tworzyć bazę informacji, która będzie generować systemy ostrzegania o występowaniu sytuacji kryzysowych w przedsiębiorstwie. Zasoby informacyjne mogą mieć charakter informacji jakościowych, które wynikają z obserwacji otoczenia przedsiębiorstwa lub ilościowych, które występują w postaci wskaźnika finansowego lub zbioru tych wskaźników. Wykorzystanie analizy finansowej w budowie systemów diagnozy kryzysu wymaga wyznaczenia odpowiednich parametrów finansowych oraz zestawu miar (wskaźników) oceny działalności przedsiębiorstwa. Wymaga to dużej wiedzy interdyscyplinarnej.

W ramach analizy finansowej sygnały ostrzegawcze są generowane na podstawie informacji płynących ze zmian określonych wskaźników finansowych (i ewentualnie niefinansowych)⁴. W szczególności mogą one wynikać z analizy pojedynczej informacji lub zbioru informacji dotyczących działania przedsiębiorstwa.

W ramach analizy finansowej przedsiębiorstwo może stosować wiele różnych metod oceny sytuacji finansowej. Zastosowanie określonej metody analitycznej dla diagnozy sytuacji kryzysowej wymaga uwzględnienia takich czynników, jak wielkość przedsiębiorstwa, forma własności, forma prawna, zakres prowadzonej rachunkowości, zasięg działalności oraz branża, w której działa przedsiębiorstwo. Najbardziej rozpowszechnioną metodą jest klasyczna analiza wskaźnikowa, w ramach której dokonuje się oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa w określonych obszarach problemowych. Obszary te (ujęte wyżej na rysunku 1) dotyczą w szczególności oceny rentowności, sprawności działania, płynności finansowej, zadłużenia i zdolności do jego obsługi, a także oceny wypłacalności w ramach badania relacji majątkowo-kapitałowych.

³ Por. A. Zelek: Op. cit., s. 74; I.H. Ansoff: *Zarządzanie strategiczne*. PWE, Warszawa 1985, s. 84, 237.

⁴ R. Siedlecki, T. Słoiński: *Finansowe sygnały ostrzegawcze w przedsiębiorstwie*. W: *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*. Tom 2. Red. D. Zarzecki. Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Szczecin 2006, s. 423.

Określenie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa na podstawie klasycznej analizy wskaźnikowej daje możliwość identyfikacji symptomów pojawiającej się sytuacji kryzysowej w przedsiębiorstwie. W tym celu niezbędna jest jednak odpowiednio skonstruowana baza wskaźników finansowych. Baza ta powinna być tworzona z zachowaniem porównywalności wskaźników w dwóch podstawowych przekrojach:

- metodologia budowy wskaźnika branego pod uwagę w ocenie symptomu sytuacji kryzysowej,
- ustalenie wartości wskaźnika oznaczającej zaistnienie symptomu sytuacji kryzysowej (czyli określenie tzw. granicy tolerancji).

W zakresie metodologii budowy wskaźników przedsiębiorstwo powinno zdecydować, które wskaźniki (i o jakiej postaci) będą monitorowane w celu poszukiwania sygnałów o zagrożeniach. To wiąże się także z precyzyjnym określeniem danych finansowych, na podstawie których ustala się wartość wskaźnika⁵.

Następnie koniecznym jest wyznaczenie granic tolerancji wartości poszczególnych wskaźników, które mogą przyjmować postać wartości minimalnych, maksymalnych bądź maksymalnego odchylenia od wartości pożądanej. Przekroczenie granic tolerancji oznacza mocny sygnał alarmowy uzasadniający podjęcie odpowiednich decyzji korygujących. W ustalaniu granic tolerancji przedsiębiorstwo może odnieść się do zalecanych wzorcowych wartości wskaźników. O wiele lepszym rozwiązaniem jest jednak wyznaczenie granic tolerancji uwzględniających specyfikę branży (sektora), w której przedsiębiorstwo prowadzi działalność.

Ocena symptomów sytuacji kryzysowej na podstawie analizy wskaźnikowej powinna także odnosić się do analizy trendów zmian wartości wskaźników. Wysokie tempo zmian w kierunku niepożądanym jest istotną informacją z uwagi na szybkość podejmowania działań korygujących.

Zastosowanie klasycznej analizy wskaźnikowej w strategiach przeciwdziałania sytuacjom kryzysowym posiada jednak pewne wady. Poważnym problemem jest ryzyko błędnej oceny sygnału alarmowego, a więc oceny czy zagrożenie wystąpiło, czy też nie. Problem wynika przede wszystkim z faktu, że wnioskowanie jest oparte na konkretnym mierniku i odnosi się w związku z tym do konkretnego obszaru działalności. Co więcej, sygnały generowane przez pojedyncze wskaźniki mogą być sprzeczne, co dodatkowo utrudnia identyfikację sygnałów ostrzegawczych. Dla przykładu, w przedsiębiorstwach korzystających

⁵ Problem dotyczy porównywalności danych finansowych. Podstawą ustalania wskaźników są dane ujęte w sprawozdaniach finansowych, więc koniecznym jest upewnienie się, że dane te mają identyczną nośność informacyjną.

z efektu dźwigni finansowej, sygnał o pogorszeniu w sferze zadłużenia będzie często z natury rzeczy równoczesny z sygnałem o polepszeniu w sferze rentowności działania.

Ta podstawowa niedoskonałość aplikacji klasycznej analizy finansowej stała się impulsem do poszukiwania innych metod oceny symptomów pogorszenia kondycji finansowej przedsiębiorstwa, opartych na połączeniu analizy wskaźnikowej i metod statystycznych. Buduje się tzw. modele dyskryminacyjne, które znalazły powszechne uznanie w ramach predykcji upadłości (bankructwa) przedsiębiorstw. Jeżeli przyjąć, że ostatecznym skutkiem kryzysu jest upadłość przedsiębiorstwa, aplikacja takich modeli w ramach diagnozy sytuacji kryzysowej jest w pełni uzasadniona.

3. Zasady konstrukcji modeli dyskryminacyjnych

Model dyskryminacyjny⁶ to statystyczna technika używana do klasyfikacji i obserwacji jednej z kilku apriorycznie utworzonych grup (przestrzeni). Modele takie były pierwotnie stosowane w naukach biologicznych i społecznych⁷. W odniesieniu do badania sytuacji finansowej przedsiębiorstw, modele dyskryminacyjne znalazły szerokie zastosowanie w zakresie predykcji upadłości (bankructwa) przedsiębiorstw. Podstawowym celem konstrukcji modeli dyskryminacyjnych jest stworzenie syntetycznego miernika oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa.

W konstrukcji modeli dyskryminacyjnych wychodzi się z założenia, że przedsiębiorstwo jest obiektem złożonym, który można charakteryzować za pomocą wielu zmiennych. W szczególności takimi zmiennymi opisowymi mogą być składniki sprawozdań finansowych lub dane rynkowe, ewentualnie wskaźniki finansowe będące ilorazem lub iloczynem dwóch lub więcej zmiennych.

Konstrukcja modeli dyskryminacyjnych opiera się na przyporządkowaniu przedsiębiorstw (obserwacji) do dwóch (lub więcej) grup (tzw. podprzestrzeni). Następnie dokonuje się zbioru informacji dotyczących obiektów obserwacji w każdej grupie. Model dyskryminacyjny ma na celu stworzenie funkcji liniowej kombinacji wybranych cech (zmiennych) opisujących grupy obiektów, tak by funkcja ta najlepiej różnicowała stworzone grupy. W rezultacie, powstała funkcja dyskryminacyjna pozwala na transformację wielu indywidualnych zmien-

⁶ Ogół tych modeli dzieli się często na jedno- i wielowymiarowe. W odniesieniu do tych drugich, często używa się akronimu MDA (*multiple* bądź *multivariate discriminant analysis*).

⁷ I.E. Altman: *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporation Bankruptcy*. „The Journal of Finance” Sep. 1968, Vol. 23, No. 4, s. 591.

nych w jeden miernik o charakterze agregatowym⁸. Liniowa funkcja dyskryminacyjna Z przyjmuje następującą postać⁹:

$$Z = v_1 X_1 + v_2 X_2 + \dots + v_n X_n$$

gdzie:

$v_1, v_2, \dots, v_n$ – współczynniki funkcji dyskryminacyjnej,

$X_1, X_2, \dots, X_n$ – mierniki (wskaźniki) przyjęte do funkcji dyskryminacyjnej.

Współczynniki funkcji dyskryminacyjnej bywają nazywane wagami i stanowią odzwierciedlenie podziału przestrzeni obserwacji na dwie grupy (podprzestrzenie). W modelach prognozowania upadłości przedsiębiorstw jedną z grup stanowią przedsiębiorstwa o słabej kondycji finansowej, które są zagrożone upadłością, drugą natomiast przedsiębiorstwa o dobrej kondycji finansowej, niezagrożone upadłością. W każdej z tych grup dokonuje się obserwacji, przy czym grupy te muszą być wyraźnie oddzielone i zewnętrznie spójne. Modele dyskryminacyjne zawsze opierają się na przestrzeni zredukowanej i kluczowym problemem związanym z ich konstrukcją jest redukcja przestrzeni do takiego wymiaru, aby podział na podprzestrzenie był możliwie najlepiej dokonany¹⁰.

Modelowa postać funkcji dyskryminacyjnej pokazuje, że przy jej konstrukcji istotny jest również problem doboru mierników (wskaźników). Problem dotyczy zarówno wyboru ich ilości, jak i kryteriów poddanych ocenie w związku z wyborem tych mierników. Jako ogólne zalecenie w tym zakresie można przyjąć, że mierniki powinny być słabo skorelowane, wówczas funkcja dyskryminacyjna będzie nadawała się do wykorzystania przy minimalnej liczbie mierników wchodzących w jej skład. Ważne jest także określenie wartości wskaźników pozwalających odróżnić przedsiębiorstwa zagrożone upadłością od tych niezagrożonych¹¹.

Ogół modeli dyskryminacyjnych często dzieli się na modele jednowymiarowe i wielowymiarowe. W modelach jednowymiarowych przyjmuje się założenie, że każda zmienna jest analizowana oddzielnie, tzn. dla konkretnych wskaźników ustala się wartość rozgraniczającą, służącą do oddzielenia grupy przedsiębiorstw, którym grozi i nie grozi upadłość. Wadą takich modeli jest jed-

⁸ Ibidem, s. 592.

⁹ Por. Ibidem, s. 592; R. Kowalak: *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa w badaniu zagrożenia upadłością*. ODDK, Gdańsk 2008, s. 203.

¹⁰ Por. R. Kowalak: Op. cit., s. 203.

¹¹ Ibidem, s. 222; I.H. Altman: *Financial Ratios...*, op. cit., s. 592; Z. Wang: *Financial Ratio Selection for Default Rating Modeling: A Model-Free Approach and Its Empirical Performance*. „Journal of Applied Finance” 2004, Vol. 14, No. 1, s. 20.

nak problem sprzeczności kwalifikacji, wynikający z faktu, że jeden ze wskaźników nakazuje kwalifikować przedsiębiorstwo do grupy bankrutów, zaś inny nie. Problem ten może zostać wyeliminowany przy zastosowaniu modeli wielowymiarowych. W modelach takich analizie poddaje się co najmniej dwa wskaźniki, które muszą charakteryzować się rozkładem normalnym, być niezależne i posiadać dużą zdolność dyskryminacyjną. Jest to warunek optymalizacji funkcji dyskryminacyjnej w takim znaczeniu, że jej wykorzystanie w odniesieniu do innej grupy przedsiębiorstw (niż poddane badaniu), pozwoli na prawidłową klasyfikację.

Z punktu widzenia jakości modelu dyskryminacyjnego istotny jest również dobór próby przedsiębiorstw tworzących przestrzeń obserwacji. Idealną sytuacją byłoby badanie wszystkich przedsiębiorstw prowadzących działalność np. w danym kraju bądź w danej branży. Znaczna liczba obserwacji tworzyłaby jednak istotną barierę w badaniach, w szczególności z uwagi na niedostępność wszystkich danych finansowych. R. Kowalak formułuje listę założeń, które powinny być przestrzegane przy konstrukcji przestrzeni obserwacji¹². Po pierwsze, badania powinny uwzględniać dane jak najbardziej aktualne. Po wtóre, przedsiębiorstwa w próbie powinny być jednolite pod względem branży (przy czym w modelach niebranżowych należy zadbać o odpowiedni przekrój branżowy próby), czasu prowadzonej działalności (przy czym zaleca się, by próba obejmowała przedsiębiorstwa działające co najmniej przez okres trzech lat), a także pod względem wartości aktywów.

Zastosowanie analizy dyskryminacyjnej pozwala zredukować wielowymiarową przestrzeń określonej liczby zmiennych do jednej zmiennej agregatywnej. Wynik funkcji dyskryminacyjnej odnosi się do wartości wzorcowych i na tej podstawie ocenia się prawdopodobieństwo bankructwa przedsiębiorstwa.

Modele dyskryminacyjne znajdują zastosowanie przede wszystkim w ramach analiz empiryczno-indukcyjnych, wykorzystując zależności stwierdzone na podstawie zgromadzonego materiału statystycznego, co wynika zresztą z przedstawionych wyżej zasad konstrukcji modelu. Modele dyskryminacyjne mogą jednak znaleźć zastosowanie również we wnioskowaniu logiczno-dedukcyjnym, gdzie zakłada się, iż zagrożenie sytuacją kryzysową można ocenić na podstawie analizy określonych zmiennych, odzwierciedlających aktualną sytuację finansową przedsiębiorstwa. W takim właśnie zakresie modele dyskryminacyjne mogą znaleźć zastosowanie w diagnostyce kryzysu, a sygnałem sytuacji kryzysowej będzie pogorszenie kondycji finansowej, odzwierciedlone wynikiem wybranej funkcji.

¹² R. Kowalak: Op. cit., s. 233-235.

4. Przegląd wybranych światowych i polskich modeli dyskryminacyjnych

Początki poszukiwania statystycznego miernika oceny sytuacji finansowej datuje się na 1966 r. i od tamtej pory powstało bardzo wiele modeli dyskryminacyjnych, różniących się w zakresie doboru wskaźników finansowych w zakresie zarówno kryteriów oceny, jak i ilości stosowanych mierników. W 1966 r. powstał jednowymiarowy model W.H. Beaver, który przeprowadził badania na próbie 79 przedsiębiorstw upadłych i 79 przedsiębiorstw o dobrej kondycji finansowej. Uznał, że w predykcji upadłości największe znaczenie mają następujące wskaźniki:

- nadwyżka finansowa do kapitału obcego (zobowiązań ogółem),
- zysk netto do kapitału całkowitego,
- kapitał obcy do kapitału całkowitego,
- aktywa bieżące do zobowiązań bieżących,
- aktywa pracujące do kapitału całkowitego,
- aktywa obrotowe do kosztów operacyjnych pomniejszonych o amortyzację.

Dla każdego z tych wskaźników zbadano błąd szacunku i wykazano, iż ryzyko niewypłacalności jest tym wyższe, im niższa jest płynność aktywów i im mniejsze jest saldo przepływów pieniężnych. Ryzyko bankructwa rośnie natomiast wraz ze wzrostem udziału kapitału obcego w finansowaniu majątku i wzrostem kosztów operacyjnych¹³.

Jednowymiarowy model W.H. Beaver stał się podstawą do konstrukcji bardziej złożonych modeli wielowymiarowych. W tabeli 1 zestawiono podstawowe cechy najbardziej popularnych światowych wielowymiarowych modeli dyskryminacyjnych, uwzględniając postać funkcji dyskryminacyjnej i zasady jej interpretacji.

Niewątpliwie najbardziej znanym jest model E.I. Altmana, który opierał się na badaniach próby 66 przedsiębiorstw amerykańskich, z których 33 upadły, a pozostałe 33 nadal funkcjonowały na rynku. Analizowane przedsiębiorstwa zostały wybrane przy uwzględnieniu kryterium branży (przedsiębiorstwa produkcyjne) i wartości sumy bilansowej. Autor w trakcie kolejnych badań modyfikował pierwotną postać modelu, w której redukował zbiór najbardziej diagnostycznych wskaźników analitycznych, a także dostosował funkcje dyskryminacji do spółek nienotowanych na giełdzie¹⁴, a następnie dla przedsiębiorstw operują-

¹³ Por. A. Zelek: Op. cit., s. 120; R. Kowalak: Op. cit., s. 207-208.

¹⁴ Modyfikacja ta nastąpiła w 1983 r. i była spowodowana trudnościami w obliczaniu rynkowej wartości kapitału własnego w spółkach nienotowanych na giełdzie. Postać zmodyfikowaną modelu E.I. Altmana zaprezentowano m.in. w: R. Kowalak: Op. cit., s. 240.

cych na rynkach wschodzących i w sektorze nieprodukcyjnym¹⁵. W przypadku klasycznego modelu Altmana skuteczność danego modelu została określona na podstawie horyzontu czasowego przed momentem upadłości, a trafność klasyfikacji na rok przed upadłością wyniosła 95% i spadała znacząco w dłuższym horyzoncie czasowym¹⁶.

Tabela 1

Postać wybranych światowych modeli dyskryminacyjnych

Model	Postać funkcji dyskryminacyjnej
1	2
Model E.I. Altmana (1968)	$Z_H = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + X_5,$ gdzie: X_1 – kapitał pracujący do aktywów ogółem, X_2 – zysk zatrzymany do sumy aktywów, X_3 – EBIT do sumy aktywów, X_4 – wartość rynkowa kapitału własnego do wartości księgowej zobowiązań, X_5 – przychody ze sprzedaży do sumy aktywów. Interpretacja: $Z_H < 1,81$ bardzo wysoka możliwość bankructwa, $1,81 < Z_H < 2,99$ nieokreślona możliwość bankructwa, $Z_H > 2,99$ niewielka możliwość bankructwa
Model G.L.V. Springate'a (1978)	$Z_S = 1,03X_1 + 3,07X_2 + 0,66X_3 + 0,4X_4,$ gdzie: X_1 – kapitał pracujący do aktywów ogółem, X_2 – EBIT do aktywów ogółem, X_3 – zysk przed opodatkowaniem do zobowiązań bieżących, X_4 – przychody do aktywów ogółem. Interpretacja: $Z_S < 0,862$ bardzo wysoka możliwość bankructwa

¹⁵ Szerzej: E.I. Altman: *Corporate Distress Prediction Models in a Turbulent Economic and Basel II Environment*, September 2002, <http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/Cor-Distress.pdf> (dostęp: 25.10.2010).

¹⁶ Trafność klasyfikacji na dwa lata przed bankructwem wynosiła 72%, na trzy lata przed 48%, na cztery lata 36%, a na pięć lat przed zaledwie 29%. R.W. Russ, W.W. Achilles, A.C. Greendfield: *The Altman Z-score Revisited*. "Journal of International Finance and Economics" 2009, Vol. 9, No. 4, s. 59-74.

cd. tabeli 1

1	2
Model J.G. Fulmera (1994)	$Z_F = 5,528X_1 + 0,212X_2 + 0,073X_3 + 1,27X_4 - 0,12X_5 + 2,335X_6 + 0,575X_7 + 1,083X_8 + 0,894X_9 - 6,075,$ gdzie: X_1 – zysk netto do aktywów ogółem, X_2 – sprzedaż do aktywów ogółem, X_3 – zysk przed opodatkowaniem do kapitałów własnych, X_4 – przepływy gotówkowe do zobowiązań ogółem, X_5 – zobowiązania do aktywów ogółem, X_6 – zobowiązania bieżące do aktywów ogółem, X_7 – logarytm aktywów materialnych, X_8 – kapitał pracujący do zobowiązań, X_9 – logarytm EBIT do odsetek. Interpretacja: $Z_F < 0$ bardzo wysoka możliwość bankructwa

Źródło: Na podstawie: A. Holda: *Zasada kontynuacji działalności i prognozowanie upadłości w polskich realiach gospodarczych*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2006, s. 119-124 i 153-156; E.I. Altman, E. Hotchkiss: *Trudności finansowe a upadłość firm*. CeDeWu, Warszawa 2007, s. 231.

Na tej podstawie można wysnuć wniosek, iż im dłuższy horyzont czasowy podlegający diagnozie, tym trudniej za pomocą modelu dyskryminacyjnego przewidywać ryzyko upadłości. Słabą stroną modelu I.H. Altmana jest także założenie o niezmienności relacji ekonomicznych, co jest nierealne w obecnych warunkach gospodarczych i dodatkowo umniejsza jakość predykcji bankructwa. Niemniej jednak pomysł konstrukcji modeli dyskryminacyjnych oparty na zasadach zastosowanych przez I.H. Altmana doczekał się licznych modyfikacji i ulepszeń, czego dowodem są liczne modele dyskryminacyjne powstałe w późniejszych okresach.

Gordon L.V. Springate zaproponował model, który również oparty jest na analizie dyskryminacyjnej i uwzględnia 4 spośród 19 wstępnie wybranych wskaźników, które według autora modelu najlepiej oceniały „szanse” upadłości. Springate wykazał skuteczność swojego modelu na poziomie 83%-88%. W modelu J.G. Fulmera natomiast funkcja dyskryminacyjna uwzględnia aż 9 wskaźników finansowych, które badano dla próby 60 przedsiębiorstw. Model ten wykazuje najwyższą skuteczność: 98% dla przedsiębiorstw znajdujących się rok przed upadłością i 81% w przypadku prognozy powyżej jednego roku¹⁷.

¹⁷ A. Zelek: Op. cit., s. 125-126.

Modele dyskryminacyjne znalazły się również w centrum zainteresowania polskich analityków, bowiem modele sprawdzające się w warunkach gospodarki amerykańskiej nie przystawały do realiów polskich. Najpopularniejsze polskie modele, wraz z postacią funkcji dyskryminacyjnej i zasadami jej interpretacji, zebrano w tabeli 2.

Tabela 2

Postać wybranych polskich modeli dyskryminacyjnych

Model	Postać funkcji dyskryminacyjnej i zasady interpretacji jej wyniku
1	2
Model E. Mączyńskiego (1994)	$W = 1,5X_1 + 0,08X_2 + 10X_3 + 5X_4 + 0,3X_5 + 0,1X_6,$ gdzie: X_1 – zysk brutto plus amortyzacja do zobowiązań ogółem, X_2 – aktywa ogółem do zobowiązań ogółem, X_3 – zysk brutto do aktywów ogółem, X_4 – zysk brutto do obrotów, X_5 – zapasy do obrotów, X_6 – obroty do aktywów ogółem. Interpretacja: $W < 0$ bardzo wysoka możliwość bankructwa, $0 < W < 1$ nieokreślona możliwość bankructwa, $1 \leq W < 2$ stabilna sytuacja finansowa, niewielkie ryzyko bankructwa, $W \geq 2$ bardzo dobra sytuacja finansowa, brak ryzyka bankructwa
Model J. Gajdki i D. Stosa (1995)	$ZG = 0,7732059 - 0,0856425X_1 + 0,0007747X_2 + 0,9220985X_3 + 0,6535995X_4 - 0,594687X_5,$ gdzie: X_1 – przychody ze sprzedaży do aktywów ogółem, X_2 – zobowiązania krótkoterminowe do dziennego kosztu wytworzenia produkcji sprzedanej, X_3 – zysk netto do aktywów ogółem, X_4 – zysk brutto ze sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży, X_5 – zobowiązania ogółem do aktywów ogółem. Interpretacja: $ZG > 0,45$ przedsiębiorstwo nie jest zagrożone bankructwem
Model Z. Holdy (1996)	$ZH = 0,605X_1 + 0,681X_2 - 0,00969X_3 - 0,000672X_4 + 0,157X_5,$ gdzie: X_1 – aktywa bieżące do zobowiązań bieżących, X_2 – zobowiązania ogółem do aktywa ogółem, X_3 – zysk netto do aktywów ogółem, X_4 – zobowiązania bieżące (przeciętne) do kosztu sprzedanych wyrobów, X_5 – przychody ogółem do aktywów ogółem.

cd. tabeli 2

1	2
	Interpretacja: $ZH < -0,3$ wysokie ryzyko bankructwa, $-0,3 \leq ZH \leq 0,1$ strefa niedookreśloności (wynik w tym przedziale wskazuje na wysokie ryzyko błędu predykcji), $ZH > 0,1$ niskie ryzyko bankructwa

Źródło: Na podstawie: A. Holda: Op. cit., s. 119-124, 153-156; *Analiza finansowa w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem*. Red. M. Walczak. Difin, Warszawa 2007, s. 430-435; E. Nowak: *Analiza sprawozdań finansowych*. PWE, Warszawa 2008, s. 262-264.

Stworzenie jednej funkcji prognostycznej, która w realiach polskich zachowałaby swoje walory prognostyczne przez długi okres jest bardzo trudne¹⁸. Prezentowane w tabeli 2 modele powstały w latach 1994-1997, a więc w okresie pierwszych lat gospodarki wolnorynkowej. Model zaproponowany przez E. Mączyńską jest jednym z najpopularniejszych i znajduje powszechne zastosowanie w diagnozowaniu zagrożenia przedsiębiorstwa upadłością. Zaproponowana przez E. Mączyńską postać funkcji dyskryminacyjnej jest oparta na autorskim modelu jednowymiarowym, nazywanym „szybkim testem”. Model Gajdki i Stosa został opracowany na próbie 40 przedsiębiorstw. Skuteczność modelu została określona na poziomie 93% w stosunku do firm na rok przed upadkiem. Nie zostały natomiast przedstawione wyniki trafności kwalifikacji w dłuższym horyzoncie czasowym. Poprawność oszacowań wyników w modelu Hołdy została natomiast ustalona na poziomie 92,5% na rok przed bankructwem¹⁹.

Przedstawiony wyżej przegląd kilku najpopularniejszych światowych i polskich modeli dyskryminacyjnych, opracowanych dla predykcji zagrożenia upadłością, skłania do kilku wstępnych wniosków. Po pierwsze, modele te różnią się ilością badanych wskaźników i wysokością współczynników dyskryminacji przypisywanych tym samym wskaźnikom. Można więc – nawet bez szeroko zakrojonych badań – stwierdzić, że w odniesieniu do konkretnego przedsiębiorstwa różne modele mogą wskazywać na występowanie lub brak zagrożenia upadłością, a więc mogą generować sprzeczne sygnały²⁰. Wydaje się również, że

¹⁸ S. Nahotko: *Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach zagrożenia upadłością*. AJG, Bydgoszcz 2004, s. 122-125.

¹⁹ Szerzej zobacz: A. Zelek: Op. cit., s. 129-130; Ibidem, s. 91.

²⁰ W odniesieniu do modeli światowych R. Kowalak dokonał zestawienia mierników stosowanych w modelach dyskryminacyjnych. Wyniki tego zestawienia wskazują, że niektóre mierniki są stosowane w wielu modelach (np. aktywa bieżące do zobowiązań bieżących, kapitał pracujący do aktywów ogółem, zysk netto do sumy aktywów). Każdy z analizowanych modeli przypisuje im jednak inną wagę w funkcji dyskryminacyjnej. Por. R. Kowalak: Op. cit., s. 219-221.

stopień komplikacji modelu i jego wiarygodność są ze sobą skorelowane²¹. Wysoką dokładność uzyskuje się w zaawansowanych statystycznie modelach, takich jak np. model Ohlsona, który należy do modeli logitowych²². Zarysowane wstępnie problemy nakazują uważniej zrewidować możliwości zastosowania modeli dyskryminacyjnych, szczególnie wielowymiarowych, w diagnostyce kryzysu w ramach strategii przeciwdziałania sytuacjom kryzysowym.

5. Wyznaczniki zastosowania modeli dyskryminacyjnych w strategiach przeciwdziałania sytuacjom kryzysowym

Stosowanie modeli dyskryminacyjnych, stworzonych do predykcji bankructwa przedsiębiorstwa, jest bez wątpienia pożądane w diagnostyce kryzysu. Modele te bywają określane mianem systemów wczesnego ostrzegania, bowiem z wyprzedzeniem generują sygnały o pogorszeniu sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, wyrażonej odpowiednią wartością miernika agregatowego. Możliwe jest podjęcie działań korygujących, ponieważ sygnały są generowane z wyprzedzeniem.

Aby zastosowanie modeli dyskryminacyjnych jako narzędzi diagnostyki sytuacji kryzysowych było w pełni efektywne, muszą zostać spełnione określone warunki odnoszące się do konstrukcji samego modelu. Po pierwsze, model musi być weryfikowalny, aby wskazywał możliwie najbardziej prawdopodobne zagrożenia. Istotny jest więc poziom jego sprawdzalności w długim okresie, przy możliwie niezmiennych warunkach otoczenia. Po drugie, bardzo ważne jest również konkretne zdefiniowanie pojęcia stanu nieprawidłowego (niepożądanego). W przypadku modeli dedykowanych predykcji zagrożenia upadłością, problematycznym jest rozumienie pojęcia upadłości (czy jest to znaczenie legislacyjne, czy też ekonomiczne)²³. Warunkiem koniecznym jest także generowanie sygnałów z wyprzedzeniem czasowym, możliwie długim, tak by przedsiębiorstwo miało czas na podjęcie działań naprawczych.

²¹ Poparciem tego stanowiska mogą być wyniki badań A. Zelek, która zestawiała kilka wiodących modeli światowych oraz polskich, a także uznała, że modele o wysokiej i bardzo wysokiej skuteczności cechuje najczęściej wysoki bądź bardzo wysoki stopień trudności. Por. A. Zelek: Op. cit., s. 137.

²² J.A. Ohlson: *Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy*. "Journal of Accounting Research" 1980, Vol. 18, No. 1, s. 117-119. Zob. również R. Kowalak: Op. cit., s. 244-245.

²³ Szerzej: S. Mazurek, D. Zarzecki: *Upadłość w teorii i praktyce – zarys problemu*. W: *Zarządzanie finansami...*, op. cit., s. 391-401.

Pomimo dużej popularności modeli dyskryminacyjnych, wiele lat doświadczeń w ich aplikacji wskazuje na liczne ograniczenia ich praktycznego zastosowania²⁴. Pierwszym z ograniczeń jest brak dokładnego zdefiniowania czynników wpływających na upadłość przedsiębiorstwa. Analizując konstrukcję poszczególnych modeli, należy stwierdzić, że w danym modelu określona wartość wskaźnika może być interpretowana jako zagrożenie, zaś w innym jako poziom właściwy. Nie bez znaczenia jest też kwestia doboru próby, która posłużyła stworzeniu funkcji dyskryminacyjnej. Często funkcja dyskryminacyjna powstaje na podstawie analizy wskaźników firm publikujących pełne sprawozdania finansowe. Problem ten nabiera szczególnego znaczenia, gdy weźmie się pod uwagę fakt, że od modeli dyskryminacyjnych oczekuje się możliwości ich aplikacji w odniesieniu do różnych przedsiębiorstw działających na rynku, a więc pewnego ich uniwersalizmu.

Przeprowadzony wyżej przegląd modeli dyskryminacyjnych wskazuje również, że często autorzy określają przedział tzw. szarej strefy, a więc obszar niedookreśloności wyników funkcji dyskryminacyjnej. Dla przedsiębiorstw, które znajdują się w tej strefie niedookreśloności, dany model dyskryminacyjny nie stanowi skutecznego narzędzia diagnostycznego.

Bardzo poważnym problemem jest opieranie modeli na danych z przeszłości (a więc ujęcie *ex post*), co oznacza brak uwzględnienia dynamiki procesów zachodzących w otoczeniu. Wydaje się, że w odniesieniu do popularnych polskich modeli dyskryminacyjnych problem ten się wzmacza. Modele te bowiem powstały w pierwszych latach funkcjonowania gospodarki wolnorynkowej i realia działalności przedsiębiorstw istotnie zmieniły się od tamtego czasu.

Wśród wad, a zarazem ograniczeń zastosowania modeli dyskryminacyjnych wskazuje się również często na:

- brak uwzględniania w modelach tzw. danych jakościowych, czyli niewymiernych (np. znaczenia kapitału intelektualnego),
- opieranie się na danych sprawozdawczych, które w pewnym stopniu mogą być skutkiem tzw. rachunkowości kreatywnej (np. w związku z możliwościami wyboru niektórych rozwiązań dopuszczonych prawem rachunkowości),
- występowanie kilku wskaźników o różnej wadze interpretacyjnej tzw. wartości prawidłowych i nieprawidłowych²⁵.

Wskazane wyżej problemy związane z właściwą i efektywną aplikacją modeli dyskryminacyjnych w strategiach przeciwdziałania sytuacjom kryzysowym

²⁴ T. Korol, B. Prusak: *Upadłość przedsiębiorstw a wykorzystanie sztucznej inteligencji*. CeDeWu, Warszawa 2009, s. 120-123.

²⁵ Por. T. Korol, B. Prusak: *Op. cit.*, s. 86, 120-123; S. Nahotko: *Op. cit.*, s. 120-125.

wskazują, że przedsiębiorstwa powinny stosować je ostrożnie. Ponieważ bez wątpienia należą one do metod profesjonalnych, należałoby je rekomendować dla przedsiębiorstw dużych, dysponujących odpowiednimi instrumentami analitycznymi i wykwalifikowaną w tym zakresie kadrą.

Podsumowanie

Modele dyskryminacyjne są popularnym narzędziem oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa w aspekcie zagrożenia upadłością. Z założenia modele takie obejmują różne sfery działalności przedsiębiorstwa, a więc pozwalają na wielowymiarową ocenę. Niewątpliwie posługiwanie się pojedynczym, agregatowym miernikiem oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa posiada wiele zalet. Zaliczyć można do nich przede wszystkim istotne uproszczenie oceny zagrożenia i jasność generowanego sygnału. Pogarszanie się wartości funkcji dyskryminacyjnej można bowiem traktować jako sygnał ostrzegawczy, stwarzający impuls do poszukiwania przyczyn tego pogorszenia i podjęcia odpowiednich działań korygujących.

W świetle przedstawionych wyżej wad modeli dyskryminacyjnych, należy jednak stwierdzić, że dla wielu przedsiębiorstw ich aplikacja może być problematyczna. Wydaje się, że problemem podstawowym jest tutaj wiara w uniwersalność wybranego modelu, stająca się podstawą do zaufania w generowane przez niego sygnały. W przeciwnym razie należy jednak rekomendować aplikację tradycyjnej, klasycznej analizy wskaźnikowej, gdzie istnieje stosunkowo duża łatwość wyznaczenia granic tolerancji poszczególnych wskaźników branych pod uwagę w diagnostyce kryzysu.

AN APPLICATION OF DISCRIMINANT MODELS IN CORPORATE ANTI-CRISIS STRATEGIES

Summary

A proper diagnosis is under-pinning each anti-crisis strategy. Such diagnosis implies various analytical tools that help to construct an effective and functional early warning system. The paper aims at assessing the utility of one of such tools – discrimi-

nant models that are based on financial ratio analysis and statistical methods. The general rules of construction of discriminant models are presented together with a brief characteristic of sample models, including the Polish ones. The paper discusses main advantages and disadvantages that may arise while implementing discriminant models in anti-crisis strategies.

Gabriela Łukasik

METODY OGRANICZENIA NEGATYWNYCH KONSEKWENCJI KRYZYSU FINANSOWEGO Z UWZGLĘDNIENIEM OCZEKIWAŃ INTERESARIUSZY

Wprowadzenie

Kluczowym problemem prawidłowego funkcjonowania przedsiębiorstwa w zmieniającym się otoczeniu jest zapewnienie zrównoważonego rozwoju, z uwzględnieniem skoordynowanych zmian systemowych pozwalających na osiągnięcie i utrzymanie przewagi konkurencyjnej na rynku. Konieczność rozwoju wynika nie tylko ze zmian otoczenia, ale i z oczekiwań różnych grup interesariuszy, w tym szczególnie oczekiwań właścicieli. Wymaga to prawidłowego oraz nieustannego zarządzania wartością przedsiębiorstwa w warunkach ryzyka i niepewności, z uwzględnieniem perspektywy wartości dla interesariuszy (stakeholders). Współczesne teorie przedsiębiorstwa eksponują problemy ryzyka i niepewności oraz różnych postaw podmiotów gospodarczych, z uwzględnieniem możliwości ograniczenia jego negatywnych konsekwencji lub zamierzonego wykorzystania szans z tym związanych (aktywne zarządzanie ryzykiem). Przyjęcie odpowiedniej strategii przez przedsiębiorstwa wobec ryzyka decyduje o ograniczeniu narażenia na kryzys finansowy i podjęcia działań przywracających równowagę finansową oraz zapewniających utrzymanie na rynku. Kryzys jest bowiem szczególnie sytuacją ryzykowną w przedsiębiorstwie i wymaga rozważenia w kontekście zarządzania ryzykiem. Stąd podejmowanie działań i metod ograniczających negatywne konsekwencje sytuacji kryzysowych na różnych etapach rozwoju przedsiębiorstwa nabiera szczególnego znaczenia.

1. Identyfikacja kryzysu finansowego i czynników decydujących o jego powstaniu

Najogólniej kryzysem można określić taką sytuację ryzykowną w przedsiębiorstwie, w której występują istotne zakłócenia w jego funkcjonowaniu, niepozwalające na prawidłowe realizowanie podstawowych celów i zabezpieczenie przetrwania na rynku. Kryzys może być wynikiem braku przystosowania przedsiębiorstwa do zmian otoczenia oraz wyborów naruszających jego równowagę wewnętrzną. Konsekwencją kryzysu jest trwała utrata wiarygodności i związane z tym zagrożenie płynności finansowej, wynikającej m.in. z zakłóceń w przepływach pieniężnych.

W teorii zarządzania kryzys rozpatruje się najczęściej w kontekście zarządzania zmianą, traktowaną jako moment przełomu, przesilenia, decydującego zwrotu, który może przynieść zarówno pozytywne, jak i negatywne konsekwencje, stwarzając nowe szanse i zagrożenia.

Kryzys można również przenieść na grunt rozważań o cykliczności rozwoju przedsiębiorstwa (cykl życia), z wyróżnieniem fazy powstania, wzrostu, dojrzałości i kryzysu. W takim rozumieniu fazę kryzysu można przewidzieć i równocześnie wcześniej ocenić możliwości przeciwdziałania negatywnym konsekwencjom. Stąd też kryzys wymuszający przeprowadzenie istotnych zmian w przedsiębiorstwie pozwala przywrócić go do poziomu równowagi, rozpoczynając nowy proces rozwoju (wejście na nową ścieżkę rozwoju). Kryzys jest tą fazą życia przedsiębiorstwa, którą cechują pogarszające się wyniki finansowe, wzrastające potrzeby kapitałowe i zwiększająca się asymetria informacji. Nie oznacza to jednak, że kryzys nie może występować w każdej fazie rozwoju, co może wymuszać podejmowanie szczególnych działań ograniczających negatywne tego konsekwencje.

W literaturze wyróżnia się trzy podejścia do problemu kryzysu finansowego w rozumieniu trudności finansowych i niewypłacalności, tj. niewypłacalność ekonomiczną, techniczną i upadłościową¹. Niewypłacalność ekonomiczna wiąże się z naruszeniem podstawowych czynników decydujących o kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa zarówno w rozumieniu wartości ekonomicznej (ekonomicznej wartości dodanej), jak i wartości rynkowej. Niewypłacalność ekonomiczna w kontekście wartości ekonomicznej oznacza sytuację, w której:

- wpływy nie pokrywają wydatków, łącznie z zabezpieczeniem interesów kapitałodawców,
- osiągnięta stopa zysku mierzona zyskami operacyjnymi odbiega od kosztu kapitału (WACC) w rozumieniu średniej oczekiwanej stopy zwrotu przez wszystkie grupy kapitałodawców,
- zostaje naruszona równowaga interesów różnych grup.

¹ Por. E.F. Brigham, L.C. Gapenski: *Zarządzanie finansami*. T. 2. PWE, Warszawa 2000, s. 35.

Przedsiębiorstwa mogą w tych warunkach kontynuować działalność dopóki wierzyciele są w stanie dostarczyć kapitał a właściciele akceptują spadek stopy dochodu (często poniżej stóp rynkowych). W rozumieniu wartości rynkowej kryzys będzie decydować o spadku wiarygodności rynkowej i dodatkowym ryzyku kapitałodawców. Na rynku następuje bowiem rzeczywista weryfikacja prawidłowości wyborów przedsiębiorstwa. Niewypłacalność techniczna oznacza czasowy brak płynności (kryzys gotówkowy), dający jednak szanse na pozyskanie środków pieniężnych, realizację zobowiązań i przetrwanie na rynku. Niewypłacalność w sensie upadłościowym występuje, gdy wartość zobowiązań przewyższa wartość rynkową aktywów, co może wymuszać podjęcie radykalnych działań naprawczych i ewentualną likwidację przedsiębiorstwa. Takie rozumienie kryzysu można łączyć z wyróżnieniem trzech podstawowych etapów jego powstania, tj.:

1. Kryzys strategiczny związany z brakiem koncepcji rozwoju przedsiębiorstwa i stosowaniem zbyt agresywnych strategii finansowych.
2. Kryzys rentowności, czyli utraty zdolności do generowania dochodów.
3. Kryzys płynności decydujący o braku gotówki do realizacji bieżących zobowiązań².

Problem kryzysu finansowego wymaga również oceny w kontekście zabezpieczenia oczekiwań różnych grup interesariuszy (wewnętrznych i zewnętrznych) i związanej z tym społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa. Wymaga to zabezpieczenia prawa interesariuszy do informacji, w tym głównie informacji o zagrożeniach, czynnikach zwiększonego ryzyka i przewidywanych działaniach ograniczających negatywne ich konsekwencje, zgodnie z podstawowymi założeniami ładu korporacyjnego.

Prawidłowe ograniczenie negatywnych konsekwencji kryzysu finansowego wymaga oceny przyczyn ich powstania. Przyczyny kryzysu można rozpatrywać w dwóch układach, z wyróżnieniem czynników zewnętrznych (egzogenicznych) związanych ze zmianą warunków otoczenia, często niezależnych od przedsiębiorstwa i czynników wewnętrznych, będących konsekwencją wyborów i postaw podmiotów gospodarczych. Czynniki zewnętrzne wynikają ze zmienności warunków działania przedsiębiorstwa, w powiązaniu z wahaniami podstawowych wielkości makroekonomicznych, stopy inflacji, przebiegu cyklu koniunkturalnego czy też zmian parametrów rynku rzeczowego (ceny produktów) i rynku finansowego (kursu walutowego, stopy procentowej, indeksu kursu akcji). Źródłem zagrożenia dla przedsiębiorstwa mogą być także zmiany porządku prawnego (np. ograniczenie swobody decyzyjnej), nowe obciążenia fiskalne,

² Por. *Finanzierung im Unternehmenslebenszyklus*. Hrsg. W. Portisch. Oldenburg Verlag, München 2008, s. 372-378.

dotatkowe świadczenia socjalne. Przedsiębiorstwo może w różnym stopniu dostosowywać się do zmiennych warunków otoczenia w zależności od indywidualnych zdolności adaptacyjnych, elastyczności działania, umiejętności przewidywania i oceny spodziewanych zmian warunków zewnętrznych (np. umiejętności ocen prognostycznych). Kryzys może być brakiem reakcji na zmiany otoczenia, przyjmowania biernej postawy, niewłaściwej oceny jego konsekwencji, czy też brakiem właściwych mechanizmów ochrony przed ujemnymi konsekwencjami. Na rynku rzeczowym kapitałochłonne przedsiębiorstwa o wysokim stopniu dźwigni operacyjnej są silniej ekspozowane na skutki zmian popytu. Zmniejsza się bowiem sfera bezpieczeństwa między rzeczywistym a krytycznym zakresem jego działalności. Przy wysokim poziomie dźwigni operacyjnej osiągnięcie progu rentowności jest możliwe przy założeniu dużego wolumenu produkcji. Typ i wielkość ryzyka zmian parametrów rynku finansowego zależy od zakresu prowadzonej przez podmiot działalności, struktury kapitału, wielkości aktywów finansowych, rodzaju pozycji bilansowych w walucie obcej. Różna będzie więc ekspozycja przedsiębiorstwa na ryzyko wzrostu lub spadku kursów walutowych i stopy procentowej.

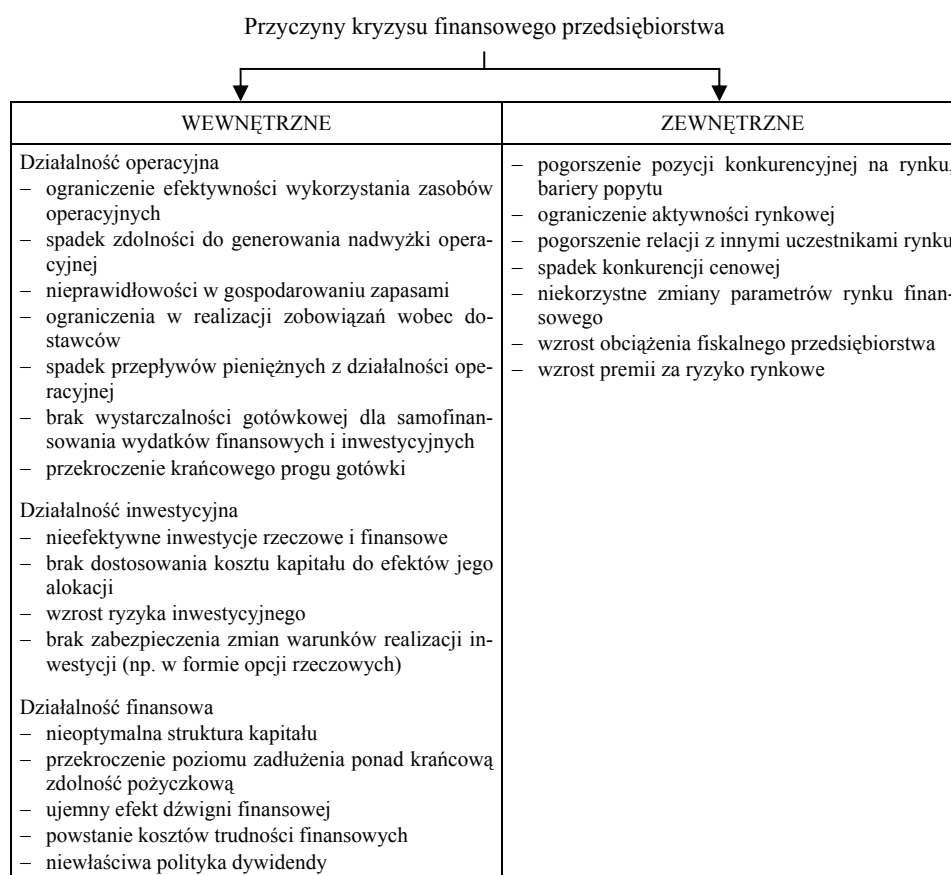
Symptomy kryzysu ujawniają się we wszystkich obszarach działalności przedsiębiorstwa, tj. operacyjnej, finansowej i inwestycyjnej. W każdym z nich można wyróżnić wewnętrzne czynniki, które wywierają wpływ na powstanie sytuacji kryzysowej. Czynniki powstania kryzysu w działalności operacyjnej są związane zarówno z ryzykiem zmian wyniku finansowego z działalności operacyjnej, jak i z ograniczeniem operacyjnych przepływów pieniężnych (z możliwością wystąpienia przepływów ujemnych). Wynika to głównie z pogorszenia efektywności wykorzystania zasobów operacyjnych, niekorzystnych zmian relacji: koszty – wolumen produkcji – zysk operacyjny, działania poniżej księgowego progu rentowności i kasowego (krytycznego) progu gotówki. Działalność operacyjna jest obszarem działalności przedsiębiorstwa, która głównie może decydować o kryzysie finansowym, gdy przepływy pieniężne nie gwarantują realizacji bieżących zobowiązań, co może naruszyć równowagę pieniężną, szczególnie w odniesieniu do przedsiębiorstw, które napotykają na bariery kapitałowe i wygospodarowanie wewnętrznej nadwyżki finansowej (nadwyżki operacyjnej) może decydować o szansach przetrwania.

W działalności inwestycyjnej główne przyczyny kryzysu wiążą się z realizacją nieefektywnych inwestycji rzeczowych (o ujemnym NPV) i finansowych wraz ze wzrostem ryzyka inwestycyjnego. Najczęściej wiąże się to z ograniczonymi możliwościami prognozowania spodziewanych korzyści z inwestycji w powiązaniu z oczekiwaniami kapitałodawców, brakiem zabezpieczenia zmian warunków realizacji projektów inwestycyjnych (np. w opcjach rzeczowych).

W obszarze działalności finansowej przyczyny kryzysu dotyczą zwiększonego ryzyka struktury kapitału, przekroczenia dopuszczalnego poziomu zadłużenia (ponad krańcową zdolność pożyczkową), ujemnego efektu dźwigni finansowej, niekorzystnej struktury zadłużenia z punktu widzenia terminów wymagalności.

Wzrost zadłużenia zwiększa ryzyko wystąpienia trudności finansowych i dodatkowych kosztów z tym związanych. Koszty trudności finansowych można zdefiniować jako bezpośrednie i pośrednie koszty związane z przejściem w stan upadłości (bankructwa) lub brakiem wypłacalności. Występowanie ryzyka niewypłacalności powoduje, że wartość firmy spada po przekroczeniu krytycznego progu zadłużenia, bo odsetkowe korzyści tarczy podatkowej są redukowane przez koszty związane z ryzykiem bankructwa³.

Strukturę podstawowych źródeł kryzysu finansowego przedstawia rysunek 1.



Rys. 1. Struktura źródeł kryzysu finansowego

³ Por. R.A. Brealey, S.C. Myers: *Podstawy finansów przedsiębiorstw*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 665-673.

2. Rodzaje i zakres sposobów ograniczenia skutków kryzysu finansowego

Metody ograniczenia kryzysu zależą od tego, na jakim etapie jego powstania znajduje się przedsiębiorstwo i jakie są jego przyczyny, czy chodzi o zmiany strukturalne pozwalające przywrócić równowagę finansową w dłuższej perspektywie czy też zabezpieczenie bieżącej wypłacalności i ograniczenie konsekwencji ryzyka trwałej utraty płynności finansowej. Odrębnym problemem na każdym etapie powstania kryzysu jest pozyskanie dodatkowego kapitału (długo- i krótkoterminowego) z wykorzystaniem dostępnych instrumentów rynku finansowego i sektora bankowego.

Najszerszym i skutecznym sposobem ograniczenia negatywnych konsekwencji kryzysu, przywrócenia równowagi finansowej i zapewnienia dalszego funkcjonowania na rynku jest restrukturyzacja przedsiębiorstwa. Sposób i zakres jej przeprowadzenia zależy nie tylko od głębokości kryzysu, szans przywrócenia pozycji rynkowej, prawnych form organizacji przedsiębiorstw, struktury własnościowej, ale także od przyczyn powstania kryzysu oraz od wpływu otoczenia i jego zmian na funkcjonowanie przedsiębiorstwa. Stąd też wyróżnia się:

- restrukturyzację kreatywną, związaną z oddziaływaniem na zmiany otoczenia, poszukiwaniem nowej pozycji na rynku,
- restrukturyzację antycypacyjną jako wykorzystanie możliwości dostosowania się do zmian otoczenia,
- restrukturyzację sanacyjną dla zachowania działalności przedsiębiorstwa i najlepszego zaspokojenia oczekiwań różnych grup interesów.

Restrukturyzacja może być traktowana głównie jako odpowiedź na kryzys strategiczny (strukturalny) przedsiębiorstw. Wymaga to zawsze przeprowadzenia szerokiej analizy i oceny przedsiębiorstwa (analizy *due diligence*), umożliwiającej rozpoznanie obszarów ryzyka, jego mocnych i słabych stron, perspektyw rozwojowych w powiązaniu z analizą branży, w której podmiot funkcjonuje.

Z punktu widzenia przedmiotu restrukturyzacji można wyróżnić: restrukturyzację finansową mającą na celu zmiany w strukturze kapitałodawców, restrukturyzację aktywów i związaną z tym restrukturyzację produktową oraz restrukturyzację własnościową.

Restrukturyzacja finansowa obejmuje szeroki zakres działań pozwalających na osiągnięcie takiej struktury zadłużenia, a tym samym i kapitału, które umożliwiłyby terminową spłatę bieżących zobowiązań (utrzymanie wypłacalności), finansową reorientację strategiczną, odzyskanie zaufania (wsparcia) wierzycieli

i innych grup interesów⁴. W restrukturyzacji finansowej powinny uczestniczyć różne grupy kapitałodawców, z wyróżnieniem zarówno właścicieli, wierzycieli, jak i kontrahentów (głównie dostawców).

Właściciele mogą akceptować decyzje w zakresie:

- naruszenia kapitału podstawowego i zmniejszenia wartości tytułów własnościowych (np. wartość nominalnej akcji),
- wnoszenia niezbędnych dopłat (głównie o charakterze sanacyjnym),
- wprowadzenia nowych właścicieli ze zmianą rozkładu ośrodków decyzyjnych i przysługujących praw majątkowych i korporacyjnych,
- zmian polityki dywidendy.

Udział wierzycieli w procesach restrukturyzacji finansowej może wiązać się z:

- restrukturyzacją zadłużenia, konwersją wierzytelnościami,
- renegocjowaniem warunków realizacji zobowiązań,
- zmianą formy i wysokości oprocentowania,
- wprowadzeniem dodatkowych zabezpieczeń wierzytelności lub pełną realizacją dotychczasowych zabezpieczeń,
- wprowadzeniem dodatkowych klauzul zabezpieczających,
- sanacyjnym finansowaniem kredytowym.

Restrukturyzacja zadłużenia będzie zależeć od rodzaju wierzytelności i miejsca pozyskania kapitału pożyczkowego z wykorzystaniem pośredniego lub bezpośredniego finansowania. Szersze możliwości stwarza finansowanie z udziałem banku, oparte na indywidualnych umowach kredytowych, szczególnie w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo jest znanym klientem, z dłuższą historią kredytową. Bieżąco prowadzony monitoring kredytowy jako element aktywnej kontroli ryzyka stwarza szersze możliwości redukcji asymetrii informacji. Bank może wykorzystać różne formy zabezpieczenia kredytu (głównie w formie zabezpieczeń rzeczowych) z możliwością zastosowania tzw. klauzuli negatywnej, zabezpieczającej pozycję prawną kredytodawcy w stosunku do ewentualnych wierzycieli, bezwzględnej rezygnacji z zaciągania kredytów w innych bankach w okresie spłaty zadłużenia.

W warunkach bezpośredniego finansowania rynkowego przez rozproszonych wierzycieli możliwości restrukturyzacji zadłużenia są znacznie utrudnione (a nawet niemożliwe do wykonania), z ewentualną możliwością wykupu pożyczkowych papierów wartościowych, nową ich emisją (z wykorzystaniem np. obligacji wymiennych). Należy również zwrócić uwagę na udział dostawców w procesie restrukturyzacji, akceptujących: zmiany polityki kredytowej wobec

⁴ Szerzej: S. Slatter, D. Lovett: *Restrukturyzacja firmy. Zarządzanie przedsiębiorstwem w sytuacjach kryzysowych*. WIG-Press, Warszawa 2001.

przedsiębiorstwa, wydłużenie terminów płatności, wzrost limitów kredytowych, rezygnację z oprocentowania zobowiązań lub łagodzenie zasad oceny ryzyka kredytowego.

Restrukturyzacja aktywów może być rozpatrywana nie tylko w aspekcie zmian relacji między aktywami trwałymi i obrotowymi, ale i w szerszym kontekście restrukturyzacji produktowej, dywersyfikacji produkcji lub pogłębienia jej specjalizacji. Działania w tym zakresie powinny wiązać się:

- ze sprzedażą, wydzierżawieniem lub wynajęciem składników majątkowych, które nie są w pełni wykorzystywane,
- z utworzeniem spółki „córkę” i przekazaniem jej aktywów (łącznie ze zobowiązaniami) w celu odseparowania ich od aktywów spółki „matki”,
- z wyodrębnieniem aktywów w ramach procesów sekurytyzacji,
- z redukcją zapasów,
- z wykorzystaniem szans windykacji należności,
- z możliwością szerszego wykorzystania factoringu (dla należności prawidłowych) lub rynku długów (dla należności przedterminowych).

Restrukturyzacja własnościowa zmienia strukturę ośrodków decyzyjnych przedsiębiorstwa, tworząc nowy układ władzy, z różną rolą i pozycją aktualnych właścicieli. W tym obszarze można wyróżnić procesy fuzji i przejęć, z wykorzystaniem efektu synergii i efektu skali, optymalnym wykorzystaniem zasobów oraz uzyskaniem dodatkowego potencjału strategicznego. Ważną techniką restrukturyzacji własnościowej jest wykup wspomagany długiem (*leveraged buy out*) wraz z jego odmianą, jaką jest wykup menedżerski (MBO). Wykupom może towarzyszyć znaczny wzrost zadłużenia, bowiem grupa inwestorów lub kadra menedżerów zaciągają dług na wykup przedsiębiorstwa, finansując większość zakupu ze środków zewnętrznych. Podstawowym celem przejęcia przedsiębiorstwa przez inwestorów wywodzących się z kadry kierowniczej jest zwiększenie jego wartości, przy zachowaniu kontroli nad procesem zarządzania.

W procesie restrukturyzacji istotną rolę odgrywa możliwość włączenia wszystkich grup interesów w ramach tzw. Turnaround management, z uwzględnieniem:

- wykorzystania strategicznych czynników sukcesu,
- koncepcji restrukturyzacji, z wyróżnieniem zmian strukturalnych,
- zabezpieczenia stabilnego wzrostu dochodowości przedsiębiorstwa z wykorzystaniem mocnych stron jego działalności⁵.

Działania w tym zakresie opierają się na trzech głównych filarach: koncepcji, doświadczeniu, fachowej wiedzy grupy wykonawczej. Wymaga to właściwej

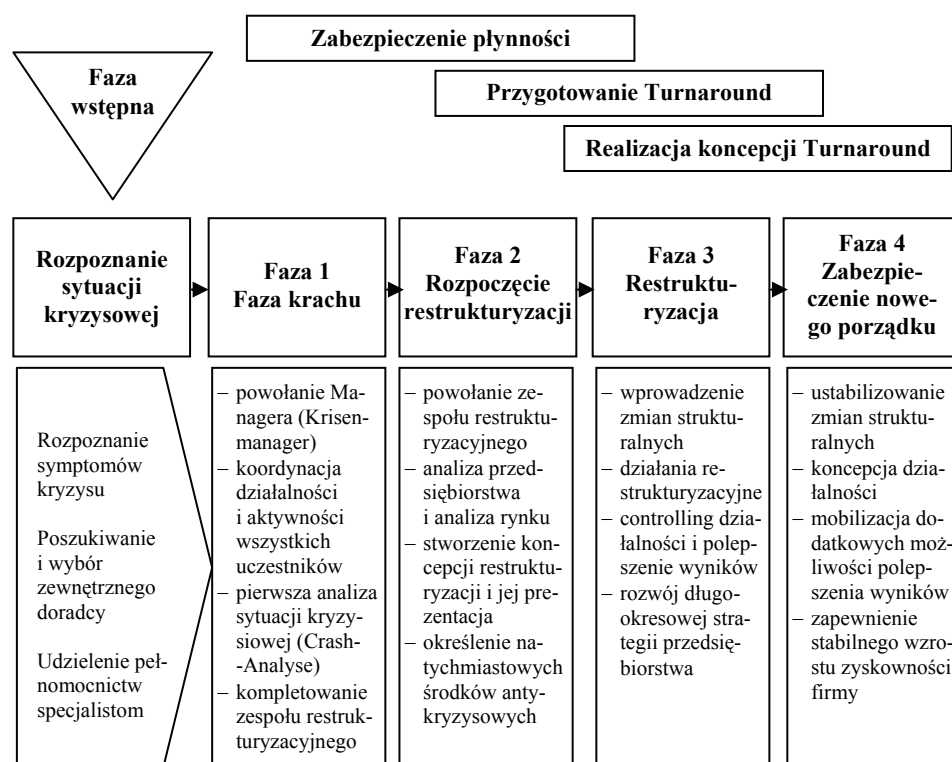
⁵ Szerzej: P. Faulhaber, N. Landwehr: *Turnaround Management w praktyce. Jak wykorzystać kryzys w przedsiębiorstwie by odrodziło się na nowo*. CeDeWu, Warszawa 2005.

komunikacji z otoczeniem, z udziałem wszystkich kapitałodawców, mających znaczny wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstwa. Nierzadko tworzy się powiązania grupy interesów z wiodącą rolą banku podstawowego oraz udziałem zarówno innych wierzycieli, jak i podstawowych dostawców często reprezentujących wspólne interesy. Wierzyciele mogą być w różnym stopniu powiązani ze sobą i mogą postępować w sposób partnerski. Podstawą ocen i przygotowania restrukturyzacji jest odpowiedź na trzy zasadnicze pytania:

1. Jakie są przyczyny powstania kryzysu?
2. Jakie zmiany są niezbędne dla dalszego prawidłowego funkcjonowania?
3. Czy istnieje wola i chęć przeprowadzenia zmian w przedsiębiorstwie?

Prowadzone analizy, uwzględniające główne czynniki kształtowania wartości, stanowią podstawę całościowej koncepcji zmian w przedsiębiorstwie z uruchomieniem również procesów controllingu.

Szczegółowy zakres koncepcji Turnaround przedstawia rysunek 2.



Rys. 2. Fazy zarządzania Turnaround

Źródło: P. Faulhaber, N. Landwehr: *Turnaround Management w praktyce. Jak wykorzystać kryzys w przedsiębiorstwie by odrodziło się na nowo*. CeDeWu, Warszawa 2005.

W warunkach kryzysu finansowego przedsiębiorstwa i w celu ograniczenia jego konsekwencji, niezależnie od procesów restrukturyzacji, konieczne są działania pozwalające poprawić jego rentowność i ograniczyć ewentualne straty bilansowe. W tym obszarze niezbędne są oceny możliwości wzrostu nadwyżki finansowej stanowiącej potencjalne źródło zwrotu i obsługi pozyskanego kapitału. Wymaga to opracowania i wykorzystania strategii kosztowej, produktowej i cenowej, wpływających na wynik finansowy z działalności operacyjnej, w powiązaniu z pozycją marketingową i strategią uzyskiwania przewagi konkurencyjnej. Źródeł zmian wyniku operacyjnego w obszarze przychodów ze sprzedaży należy doszukiwać się w analizie rynku, z uwzględnieniem bariery popytowej, cenowej, elastyczności produktów oraz identyfikacji szans i zagrożeń występujących w otoczeniu, w powiązaniu również z atrakcyjnością konkretnej branży oraz jej perspektyw rozwojowych. Należy podkreślić, że we współczesnych przedsiębiorstwach klasyczne strategie produktowe, eksponujące strukturę portfela produktów i jego atrybuty (asortyment, jakość) są zastępowane strategiczną analizą klientów firmy, kształtowania prawidłowych relacji z najbardziej opłacalnymi klientami. Jak słusznie stwierdził P. Kotler⁶ firmy zorientowane na klienta tworzą nie tylko produkty, ale również nowe rynki. Jest to szczególnie ważne w sytuacjach kryzysowych wymagających szerszej rynkowej ekspansji przedsiębiorstwa i kreacji przychodów ze sprzedaży poprzez analizę potrzeb klientów, zgodnie z tezą, że uzyskanie przewagi konkurencyjnej jest warunkiem wejścia na drogę rozwoju.

Drugi obszar działania przedsiębiorstwa w zakresie oddziaływania na wynik finansowy stanowi obszar kosztów produkcji, w powiązaniu ze strukturą aktywów, specyfiką sfery realnej oraz reakcją kosztów na zmiany wielkości produkcji. W tym zakresie wykorzystuje się wartość poznawczą zależności: koszty – wolumen produktu – zysk operacyjny (*cost – volume – profit analyse – CVP*). Istotne jest uwzględnienie pozycji przedsiębiorstwa (aktualnej i przyszłościowej) wobec progu rentowności (punktu krytycznego) oraz ocena stopnia bezpieczeństwa na rynku. Pozwala to również kształtować strukturę produktów realizowanych przez przedsiębiorstwo poprzez wyróżnienie produktów o najwyższej jednostkowej marży pokrycia i ograniczenia udziału produktów o niskiej marży jednostkowej. Oceny te mogą wyznaczać kierunki rozwoju przedsiębiorstwa i możliwości umocnienia jego pozycji konkurencyjnej.

Należy również wyróżnić konieczność wykorzystania analizy przepływów pieniężnych do oceny realnych możliwości samofinansowania w warunkach kryzysu. Wymaga to retrospektywnej oceny dotychczasowych przepływów pie-

⁶ P. Kotler: *Marketing*. Rebis, Warszawa 2005, s. 70.

nieżnych, głównie w obszarze działalności operacyjnej oraz szacowania przyszłych przepływów, z uwzględnieniem ewentualnych nowych obszarów działalności i wprowadzonych zmian strukturalnych. Szczególną rolę mogą odgrywać krótkoterminowe prognozy gotówki, uwzględniające:

1. Preliminowanie obrotów gotówkowych jako aktywnego instrumentu w sterowaniu wpływami i wydatkami podmiotu gospodarczego, stanowiącego podstawę do zachowania płynności.
 2. Działania w zakresie możliwości i potrzeb pozyskania dodatkowego zasilenia finansowego w sytuacji prognozowanego braku środków pieniężnych (możliwość wykorzystania różnych krótkoterminowych źródeł finansowania).
 3. Minimalne poziomy gotówki dla realizacji niezbędnych zobowiązań bieżących.
- Przedsiębiorstwa będące w kryzysie finansowym cechuje najczęściej działanie poniżej punktu krytycznego gotówki, co powoduje występowanie ujemnych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej.

3. Instrumenty rynkowego pozyskiwania kapitału w warunkach kryzysu finansowego

Szczególną rolę w sytuacji kryzysowej odgrywa możliwość pozyskiwania dodatkowego kapitału, a tym samym kapitałodawców skłonnych zaakceptować trudności finansowe i dodatkowe ryzyko z tym związane. Wiąże się to z możliwością pozyskiwania środków zarówno ze strony aktualnych właścicieli i wierzycieli, jak i dostępu do kapitału nowych podmiotów z sektora bankowego i rynku papierów wartościowych.

Pozyskanie kapitału nierzadko warunkuje powodzenie podejmowanych procesów restrukturyzacji.

Dostęp do kapitału zależy od stopnia rozwoju rynku finansowego w zakresie możliwości wykorzystania zarówno instrumentów ochrony przed ryzykiem, jak i świadomego wchodzenia w sytuacje ryzykowne, w tym w obszar kryzysu finansowego. Należy tu wyróżnić następujące możliwości:

- emisja obligacji o znacznie obniżonej ocenie ratingowej, tzw. obligacje śmieciowe,
- emisja hybrydowych papierów wartościowych, pozwalających inwestorom na elastyczne kształtowanie ich pozycji wobec emitentów,
- wykorzystanie specyficznej kategorii, tzw. kapitału ryzyka (*venture capital*), gdzie inwestor udzielając wsparcia finansowego przedsiębiorstwu w kryzysie finansowym, liczy w przyszłości na dochody wyższe od innych lokat kapitałowych. Jest to forma aktywnej postawy wobec ryzyka, świadome po-

dejmowanie ryzyka i jego skutków, łącząca często klasyczne finansowanie obce z czasową współwłasnością inwestora (przejmowanie tytułów własnościowych), z aktywnym uczestnictwem w zarządzaniu.

Rynek obligacji przedsiębiorstw stosowanych w sytuacjach ryzykownych dzieli się na dwa segmenty, tj. obligacje o charakterze inwestycyjnym i spekulacyjnym. Obligacje, którym obniżono ocenę inwestycyjną dzielą się na dwie kategorie. Pierwsza grupa zawiera te papiery dłużne, których emitent zdecydował się na znaczny wzrost zadłużenia w wyniku wykupu z wykorzystaniem dźwigni finansowej (LBO) lub zmianę struktury kapitału. W skład drugiej grupy wchodzi obligacje emitenta w sytuacji trwałej utraty wiarygodności. Są to papiery wartościowe bez zabezpieczenia i bez możliwości zmuszenia emitenta do utworzenia funduszu amortyzacyjnego z przeznaczeniem na ich wykup. Rozwój rynku finansowego umożliwia wykorzystanie bardziej złożonych konstrukcji, w szczególności w przypadku, gdy płatności odsetkowe stanowią zagrożenie dla jego płynności. W tej sytuacji można emitować obligacje z obniżonym kuponem, które pozwalają emitentowi na uniknięcie gotówkowych płatności kuponowych i dostosowanie realizacji zobowiązań do faktycznej zdolności płatniczej. Można wyróżnić trzy rodzaje struktur obligacji z odroczonym kuponem – z karencją płatności odsetkowych, z rosnącym kuponem, z kuponem hybrydowym i prawem wyboru pomiędzy wypłatą odsetek a wydaniem wierzycielowi obligacji o tym samym oprocentowaniu i wartości nominalnej równej wysokości niezapłaconych odsetek⁷.

Zakres hybrydowych papierów wartościowych może być różny, z wykorzystaniem różnych kombinacji obligacji z instrumentami pochodnymi, warrantami, akcjami. Instrumenty hybrydowe są często stosowane w celu ochrony przed utratą kontroli nad przedsiębiorstwem ze strony dotychczasowych właścicieli i ograniczenia ryzyka rozproszenia ośrodków decyzyjnych. Pozwalają przekroczyć dopuszczalny (bezpieczny) poziom zadłużenia, stwarzając możliwości przesunięcia w czasie realizacji zobowiązań, w zależności od możliwości wychodzenia z sytuacji kryzysowej.

Instrumenty hybrydowe mogą przyjąć różne formy, m.in.:

- obligacji zamiennych,
- obligacji łączonych z warrantem,
- obligacji z indeksowaną główną należnością,
- obligacji połączonych z instrumentami pochodnymi, np. obligacji z opcjami na wiarygodność kredytową emitenta, gdzie stopa procentowa zmienia się w zależności od klasyfikacji ryzyka obligacji,

⁷ Por. F.J. Fabozzi: *Rynek obligacji, analiza i strategię*. WIG-Press, Warszawa 2000, s. 176-180.

- obligacji wymiennych i odwrotnych obligacji zamiennych. Wymienne obligacje są papierami wartościowymi, wyemitowanymi przez jeden podmiot gospodarczy zamieniane na akcje zwykle drugiego podmiotu⁸.

Należy również podkreślić możliwość emisji szczególnych instrumentów finansowania warunkowego, które pozwalają na rynkach rozwiniętych łączyć pozyskiwanie kapitału z zabezpieczeniem ryzyka. Jest to zwłaszcza ważne w procesie realizacji przedsięwzięć rozwojowych o podwyższonym poziomie ryzyka. Stworzona jest szansa dostępu do tzw. kapitału warunkowego (pozabilansowego) dostępnego w przypadku powstania szczególnych (konkretnie określonych) zdarzeń, które mogą powodować powstanie strat. Jest to równocześnie forma integracji różnych segmentów rynku kapitałowego, instrumentów pochodnych i rynku ubezpieczeniowego.

Dostęp do kapitału warunkowego wymaga poniesienia przez przedsiębiorstwo kosztu nabycia opcji na kapitał warunkowy. Pozyskanie kapitału warunkowego powoduje faktycznie transfer ryzyka na inwestorów na rynku kapitałowym, dostarczycieli tego kapitału. Przejmują oni w części ryzyko niewypłacalności przedsiębiorstwa na skutek podjęcia zbyt ryzykownych przedsięwzięć⁹.

Należy także zwrócić uwagę na instrumenty umożliwiające zabezpieczenie przed ryzykiem utraty wiarygodności partnera transakcji, co wiąże się ze sprzedażą (lub zakupem) instrumentu z ekspozycją na ryzyko kredytowe, przy równoczesnym oddzieleniu tego ryzyka od instrumentu bazowego. Są to więc instrumenty będące kombinacją pożyczkowego papieru wartościowego o określonej stopie zwrotu i wbudowanego w tę strukturę instrumentu pochodnego pozwalającego zarządzać ryzykiem, z możliwością jego transferu do drugiej strony umowy (lub innych uczestników rynku). W tej sytuacji istnieje możliwość powiązania płatności kuponowych z jakością kredytową długu bazowego. Jest to więc ważny papier wartościowy zwiększający szanse pozyskania kapitału w sytuacji realizowania ryzykownych przedsięwzięć, z trudną do oceny tendencją zmian wiarygodności kapitałobiorcy.

4. Postępowanie upadłościowe jako szansa ograniczenia negatywnych konsekwencji kryzysu

Wybory przedsiębiorstwa nie zawsze pozwalają na jego utrzymanie na rynku. Szczególną formą ekonomicznej selekcji przedsiębiorstw w sytuacji trwałej

⁸ Szerzej: Ch.W. Smithson, C.W. Smith, D.S. Wilford: *Zarządzanie ryzykiem finansowym*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2000, s. 493-513, 509-510, 602-603.

⁹ A. Duliniec: *Finansowanie przedsiębiorstwa*. PWE, Warszawa 2007, s. 147-152.

niewypłacalności i braku realnych szans przywrócenia wypłacalności jest instytucja upadłości. Istotą upadłości jest zapewnienie wierzycielom należytej ochrony prawnej oraz zaspokojenie roszczeń. Zapewnienie ochrony jest konieczne w warunkach, gdy zachodzi niebezpieczeństwo, że zaspokojenie jednych wierzycieli (z bardziej wartościowych aktywów) będzie połączone z ograniczeniami roszczeń dla innych podmiotów.

Upadłość stanowi sytuację, w której dłużnik staje się niewypłacalny wobec wierzycieli, a stan niewypłacalności został potwierdzony prawomocnym orzeczeniem sądu, co oznacza również pozbawienie (lub ograniczenie) praw zarządzania i dysponowania majątkiem. Jest to więc szczególny rodzaj ekonomicznego przymusu wobec dłużnika,

Obowiązujące rozwiązania prawne w tym zakresie regulują:

- skutki ogłoszenia upadłości,
- sposoby dochodzenia roszczeń od dłużników,
- zasady postępowania naprawczego wobec przedsiębiorstw zagrożonych niewypłacalnością¹⁰.

Należy podnieść szczególne zapisy prawne odnoszące się do sytuacji finansowej przedsiębiorstwa postawionego w stan upadłości, a mianowicie:

- następuje wymagalność wszystkich zobowiązań pieniężnych z chwilą ogłoszenia upadłości,
- następuje konwersja zobowiązań niepieniężnych na pieniężne oraz ich natychmiastowa wymagalność,
- dopuszcza się rewizję umów oraz czynności dokonywanych przez upadłego przed ogłoszeniem upadłości (wstrzymanie płatności odsetkowych),
- istnieje możliwość kompensaty zobowiązań dłużnika ze zobowiązaniami wierzyciela, pomimo braku upływu terminu wymagalności¹¹.

Konieczne jest rozróżnienie dwóch form postępowania upadłościowego: tzw. upadłości układowej i upadłości likwidacyjnej. W pierwszej sytuacji stwarza się możliwość zawarcia układu z wierzycielami, gdy istnieje szansa, że zostaną oni tą drogą zaspokojeni w wyższym stopniu niż przy upadłości likwidacyjnej. Dłużnik zachowuje zarząd nad majątkiem, wierzyciele są zaspokojeni zgodnie z zawartym układem, a działalność operacyjna jest nadal prowadzona¹². Upadłość likwidacyjna pozwala na realizację zobowiązań wobec wierzycieli poprzez sprzedaż majątku dłużnika, z wcześniejszą oceną, że ten sposób gwarantuje zaspokojenie roszczeń w wyższym stopniu w porównaniu z ewentualnym po-

¹⁰ Ustawa Prawo upadłościowe i naprawcze z dnia 28 lutego 2003 r. Dz.U. 2003, nr 60.

¹¹ Ibidem.

¹² Szerzej: R. Adamus: *Prawo naprawcze przedsiębiorcy*. LexisNexis, Warszawa 2009, s. 208 i nast.

stępowaniem układowym. Dłużnik w tym przypadku traci samodzielność decyzyjną, a tym samym prawo do zarządzania majątkiem, a działalność operacyjna jest zawieszona lub zatrzymana. W tej sytuacji niezbędna jest wycena przedsiębiorstwa dla ustalenia wartości ze sprzedaży majątku, pozwalającej w największym stopniu zaspokoić roszczenia wierzycieli. Konieczna jest wycena nie tylko przedsiębiorstwa jako całości, ale i zorganizowanych części lub wyróżnionych składników majątkowych, z dominacją majątkowych metod wyceny. Należy jednak podkreślić fakt, że pełna likwidacja przedsiębiorstwa i związana z tym sprzedaż aktywów wymaga oceny, czy bardziej uzasadniona jest sprzedaż „po kawałku” czy też zorganizowanej całości (wszystkich aktywów). Likwidacja przedsiębiorstw podejmowana w sposób racjonalny może następować wówczas, gdy wartość aktywów jako zorganizowanej całości jest niższa od wartości poszczególnych elementów tych aktywów sprzedawanych oddzielnie¹³.

W postępowaniu upadłościowym obowiązują dwie zasady:

- dominacji grupowego interesu wierzycieli (ograniczenie uprawnień niektórych wierzycieli dla dobra pozostałych),
- najlepszego wykorzystania majątku dla zaspokojenia wierzycieli.

Pozwala to realizować podstawowe funkcje aktualnych rozwiązań systemowych, tj.:

- windykacyjną, polegającą na zaspokojeniu w najwyższym stopniu wierzycieli przedsiębiorstwa,
- profilaktyczną, zmniejszającą ryzyko efektu domina w wyniku ograniczenia niewypłacalności i niewywiązania się ze zobowiązań,
- sanacyjną i oddłużeniową, pozwalającą na naprawę przedsiębiorstwa i ograniczenie dalszego zagrożenia niewypłacalnością,
- wychowawczą, kształtującą poprzez system sankcji właściwe postawy przedsiębiorców (rzetelne wzorce zachowań).

Występuje swobodny wybór postępowania upadłościowego przez dłużnika lub wierzyciela oraz mniej sformalizowanego postępowania naprawczego. Zawsze istnieje jednak niebezpieczeństwo, że upadłość będzie szczególną formą rozgrzeszenia dłużnika z braku realizacji zobowiązań, szczególnie gdy majątek wykazuje niewielką wartość rynkową. Nie bez znaczenia są także względy społeczne pozwalające zachować miejsca pracy, zgodnie z ideą społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa wobec wszystkich grup interesariuszy.

¹³ Zob. J. Gajdka: *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 180.

Podsumowanie

W polskiej gospodarce, w której wykorzystuje się rynkowe mechanizmy zachowań, problem zarządzania finansami przedsiębiorstwa w zmiennych warunkach otoczenia nabiera szczególnego znaczenia. Jest to również problem nie tylko dążenia do przetrwania przedsiębiorstwa, ale i poszukiwania narzędzi oraz metod zarządzania w sytuacjach kryzysowych w powiązaniu z koncepcją kształtowania jego wartości (w rozumieniu wartości ekonomicznej i rynkowej). Podstawą właściwego zarządzania przedsiębiorstwem w sytuacji kryzysowej jest ocena czynników jej powstania z wyróżnieniem czynników zewnętrznych i wewnętrznych. Te ostatnie należy rozpatrywać w podstawowych obszarach działalności przedsiębiorstwa, tj. działalnościach: operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej. Znajomość przyczyn powstania kryzysu pozwala na wykorzystanie właściwych metod i narzędzi ograniczenia negatywnych jego konsekwencji. Wiąże się to również z wyróżnieniem kryzysu strategicznego, kryzysu rentowności i kryzysu płynności wymagających odrębnych metod działania. Szczególną rolę odgrywa restrukturyzacja przedsiębiorstwa w aspekcie restrukturyzacji finansowej, majątkowej i własnościowej. Powodzenie restrukturyzacji wymaga włączenia wszystkich grup interesariuszy w przygotowanie całościowej koncepcji zmian w przedsiębiorstwie oraz dostępu do kapitału, a tym samym kapitałodawców akceptujących trudności finansowe i dodatkowe ryzyko z tym związane. Ważną rolę w tym zakresie odgrywają instrumenty hybrydowe, pozwalające inwestorom przyjąć odpowiednią pozycję wobec kapitałobiorcy.

W warunkach jednak braku możliwości utrzymania przedsiębiorstwa na rynku niezbędne jest wykorzystanie instytucji upadłości zarówno w rozumieniu upadłości układowej, jak i likwidacyjnej, ze świadomością społecznej odpowiedzialności wobec interesariuszy.

THE NEGATIVE CONSEQUENCES OF FINANCIAL CRISIS REDUCTION METHODS REGARDING THE STAKEHOLDERS' EXPECTATIONS

Summary

In the Polish economy, where the market behavior mechanisms are developing, the problems of corporate financial management in changing market conditions acquire

growing importance. This problem is not only connected with company's determination to survive but also with searching tools and methods of management that can be used in the crisis situations. This article concentrates on the financial aspects of the crisis, presenting the analysis of its main causes and the characteristics of its negative consequences reduction methods. The financial market instruments used to acquire capital in times of the crisis and the rules and conditions of bankruptcy proceedings are also described.

Monika Wieczorek-Kosmala

KONCEPCJA ZARZĄDZANIA CIĄGŁOŚCIĄ DZIAŁANIA (BCM) – WALORY APLIKACYJNE Z PERSPEKTYWY ROZWIĄZAŃ ANTYKRYZYSOWYCH

Wprowadzenie

Kryzys przedsiębiorstwa może być wywołany przez różnorodne czynniki natury endogenicznej bądź egzogenicznej. Czynniki takie (nazywane zapalnikami kryzysu) prowadzą do rozwoju sytuacji kryzysowej w przedsiębiorstwie, która objawia się zazwyczaj narastaniem trudności finansowych. Sytuacja kryzysowa może natomiast prowadzić do kryzysu właściwego przedsiębiorstwa, rozumianego jako stan, w którym dochodzi do trwałego zachwiania jego równowagi i zagrożenia bytu ekonomicznego¹.

W literaturowych ujęciach definicyjnych kryzysu przedsiębiorstwa akcentuje się często dwa kluczowe atrybuty kryzysu. Po pierwsze, kryzys niesie ze sobą element zaskoczenia, wynikający z jego nieplanowego charakteru. Po drugie, kryzys negatywnie oddziałuje na przedsiębiorstwo, wywołując zakłócenia w jego działalności, które często potęgują się w czasie i mogą doprowadzić do upadku przedsiębiorstwa². Jednocześnie podkreśla się, że każde przedsiębiorstwo, które znajdzie się w sytuacji kryzysowej powinno podjąć odpowiednie działania, które pozwolą zapobiec jej rozwojowi i wystąpieniu kryzysu właściwego. Zda-

¹ Por. B. Wieczerzyńska: *Kryzys w przedsiębiorstwie*. CeDeWu, Warszawa 2009, s. 18.

² Por. definicje kryzysu sformułowane w: R. Oldcorn: *Management*. MacMillan, London 1989, s. 237; R. Barton: *Crisis Management*. Oxford Press Publishers, Oxford 1993, s. 12; A. Zelek: *Strategie biznesu. Od klasyki do postmodernizmu w zarządzaniu*. Wydawnictwo Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu, Szczecin 2008, s. 290-291.

niem A. Zelek, możliwości zażegnania kryzysu w przedsiębiorstwie są zależne od prawidłowej identyfikacji jego przyczyn oraz zastosowania odpowiednich rozwiązań antykryzysowych³.

Celem opracowania jest przybliżenie jednej z koncepcji, której wdrożenie w przedsiębiorstwie jest niewątpliwie przejawem podejmowania działań antykryzysowych. Jest to koncepcja zarządzania ciągłością działania, określana dalej jako koncepcja BCM (*Business Continuity Management*). Koncepcja ta dotyczy postępowania w sytuacji wystąpienia zdarzenia, które może w poważny i długotrwały sposób zagrozić przedsiębiorstwu poprzez zakłócenie jego działalności, a ostatecznie doprowadzić do przerwania jego bytu ekonomicznego.

Artykuł przedstawia ideową ewolucję koncepcji BCM, wraz z zarysem współcześnie postępującego procesu standaryzacji w jej ramach. Koncentrując uwagę na walorach aplikacyjnych koncepcji BCM i rozwiązaniach jednego z wiódących standardów, artykuł prezentuje modelowe ujęcie procedur konstytuujących postępowanie w warunkach sytuacji kryzysowych. Podniesiono także problem zakresu koherencji koncepcji BCM z procesem zarządzania ryzykiem w rozumieniu tradycyjnym.

1. Ewolucja koncepcji BCM – od paradygmatu technologii do paradygmatu wartości

W odniesieniu do koncepcji zarządzania ciągłością działania (BCM) w literaturze funkcjonuje kilka ekwiwalentnie używanych pojęć. Można spotkać pojęcie planowania ciągłości działania (BCP – *Business Continuity Planning*) bądź też pojęcia, w których używa się określenia „uzdrowienie” zamiast „ciągłość działania” (np. *Business Recovery Management* bądź *Business Recovery Planning*)⁴. Abstrahując tutaj od sporu o właściwą terminologię, przytoczone wyżej pojęcia doskonale ukazują główne problemy, wokół których koncentruje się koncepcja BCM. Po pierwsze, w centrum uwagi koncepcji BCM jest utrzymanie ciągłości działania podmiotu w sensie jego zdolności do kontynuowania operacji (działania) po wystąpieniu tzw. incydentu wywołującego kryzys. Postuluje się przy tym, by – w miarę możliwości – podmiot taki dążył do przywrócenia skali działania sprzed incydentu wywołującego kryzys. Po drugie, koncepcja przywrócenia ciągłości działania wymaga stworzenia odpowiednich planów na tę

³ A. Zelek: Op. cit., s. 291.

⁴ Por. R. Heath: *A Crisis Management Perspective of Business Continuity*. In: *The Definitive Handbook of Business Continuity Management*. Ed. A. Hiles. 2nd ed., John Wiley & Sons, Chichester 2007, s. 48.

okoliczność. Incydent wywołujący kryzys jest tutaj rozumiany jako zdarzenie, które wywołuje przerwę w działalności podmiotu (i w tym sensie przerywa ciągłość jego działania).

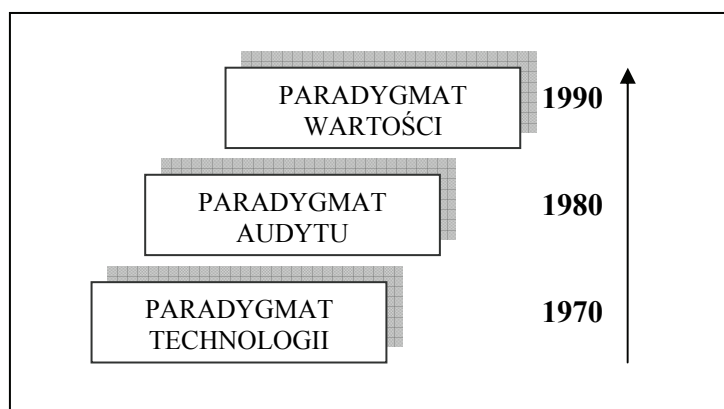
Przedstawiona wyżej w ogólnym zarysie idea koncepcji BCM ma swoje źródła w branży informatycznej, gdzie w centrum uwagi znajdowała się zdolność przedsiębiorstwa do kontynuacji działania w przypadku zawodności systemów informatycznych. Planowanie ciągłości działania koncentrowało się wówczas na ochronie materialnych i niematerialnych aktywów przedsiębiorstwa związanych z jego infrastrukturą informacyjną. Incydenty wywołujące kryzys utożsamiano głównie z zagrożeniami natury fizycznej (np. pożary, katastrofy naturalne). Takie postrzeganie koncepcji BCM jest charakterystyczne dla lat 70. minionego stulecia. W latach 80. koncepcja BCM koncentrowała się głównie na spełnieniu wymogów, jakie pojawiły się w zakresie właściwej ochrony systemów informacyjnych przedsiębiorstw. Niektóre z tych wymogów miały charakter legislacyjny, inne natomiast były wynikiem inicjatyw samego przedsiębiorstwa (w ramach działań z zakresu tzw. ładu korporacyjnego⁵). Koncepcja BCM mocno koncentrowała się na problemach z zakresu audytu (kontroli) wykonywania odpowiednio sformułowanych regulacji zewnętrznych bądź wewnętrznych. W centrum zainteresowania nadal pozostawały głównie techniczne aspekty działania (z uwzględnieniem sposobu, w jaki przedsiębiorstwo może zachować ciągłość działania na drodze zabezpieczenia kluczowych obszarów działalności) oraz zagrożenia natury fizycznej. W okresie prymatu audytu, wyraźnie można wyodrębnić dwie fazy działań. Pierwsza dotyczy planowania w zakresie zmniejszenia ryzyka wystąpienia incydentów wywołujących kryzys, druga natomiast dotyczy tworzenia planu przetrwania i odtworzenia skali działania przedsiębiorstwa po zdarzeniu kryzysowym.

W latach 90. ubiegłego stulecia zmieniło się postrzeganie idei koncepcji BCM i ta reorientacja trwa do dziś. Uwaga nie jest już skoncentrowana na określonych sferach działalności przedsiębiorstwa i konkretnych rodzajach zagrożeń, lecz na ujęciu holistycznym, postrzegającym przedsiębiorstwo jako całość. Koncepcja BCM stanowi przejaw integracji zarówno technologicznych, jak i społecznych systemów przedsiębiorstwa, gdyż uwzględnia interesy różnych grup interesariuszy (w szczególności jego pracowników). W ujęciu holistycznym, koncepcja BCM jest postrzegana jako jedno z narzędzi kreacji wartości dodanej w przedsiębiorstwie (a nie jedynie jako sfera działań generująca koszty)⁶.

⁵ Termin „ład korporacyjny” jest tutaj używany w odniesieniu do całości zasad i norm dotyczących szeroko rozumianego zarządzania organizacją.

⁶ Szeroko na temat ewolucji koncepcji BCM piszą: D. Elliot, E. Swartz, B. Herbane: *Business Continuity Management. A Crisis Management Approach*. Routledge, London 2002, s. 10 i nast.

Przedstawiony wyżej zarys koncepcji BCM przekonuje, że w kolejnych latach zmianie ulegał przede wszystkim główny motyw podejmowania działań, a zarazem sposób umiejscowienia tej koncepcji w działalności przedsiębiorstwa. Na rysunku 1 przedstawiono stadialny model rozwoju koncepcji BCM, z uwzględnieniem paradygmatu charakteryzującego poszczególne etapy tego rozwoju.

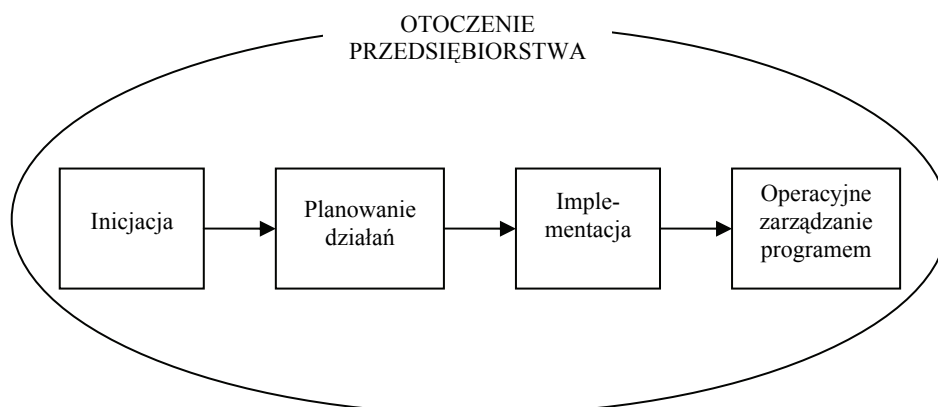


Rys. 1. Ewolucja koncepcji BCM – wiodące paradygmaty

Źródło: D. Elliot, E. Swartz, B. Herbane: Op. cit., s. 10.

Należy przy tym podkreślić, że impulsem do odejścia od paradygmatu technologii do paradygmatu audytu było wprowadzenie regulacji określających wymagania dotyczące zabezpieczenia ciągłości działania. Odejście od paradygmatu audytu na rzecz paradygmatu wartości należy traktować natomiast jako nadanie koncepcji BCM znaczenia zarządczego i aspektu procesowego.

Współczesne ujęcia i zakres definicyjny koncepcji BCM wyraźnie nawiązują do paradygmatu wartości, uwzględniając źródła tej wartości wynikające głównie z kształtowania przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa. W postrzeganiu rangi zdolności do zachowania ciągłości działania zakłada się, że przedsiębiorstwo jest częścią otoczenia, które cechuje zmienność i niepewność. Proces ciągłości działania kształtują nie tylko określone regulacje o charakterze zewnętrznym i wewnętrznym (co dominowało w paradygmacie audytu), ale i wpływ interesariuszy. Sam proces ciągłości działania ma wymiar nie tylko wewnętrzny, ale i zewnętrzny (strategiczny) właśnie w aspekcie kreacji wartości przedsiębiorstwa. Proces ten konstytuuje określona sekwencja działań, co przedstawiono na rysunku 2.



Rys. 2. Modelowa sekwencja działań w ramach koncepcji BCM

Źródło: Ibidem, s. 2.

W wymiarze aplikacyjnym ta modelowa sekwencja działań w ramach koncepcji BCM podlega współcześnie procesowi standaryzacji. Wiele organizacji publikuje dokumenty, w których są ujęte zalecenia dotyczące kształtowania rozwiązań w ramach koncepcji BCM, w dużej mierze uwarunkowane rodzajem prowadzonej działalności⁷.

2. Przykład zakresu standaryzacji działań w ramach koncepcji BCM w ujęciu aplikacyjnym

Jednym z najpopularniejszych standardów dotyczących wdrażania koncepcji BCM w przedsiębiorstwie jest tzw. Good Practice Guidelines 2008: A Management Guide to Implementing Global Good Practice in Business Continuity Management⁸, opracowany przez The Business Continuity Institute (BCI), organizację powołaną w Wielkiej Brytanii w 1994 r. Główny cel swojej działalności organizacja ta formułuje jako promowanie sztuki i nauki BCM na całym świecie. W szczególności Instytut zajmuje się działalnością edukacyjną i rozwojem kadr (środowiska praktyków BCM), profesjonalizacją działań w zakresie BCM (w tym na drodze certyfikacji kompetencji), jak również inicjowaniem, rozwojem, oceną i przekazywaniem myśli w zakresie BCM, formułowaniem

⁷ Przegląd takich standardów można odnaleźć w pracy: T.T. Kaczmarek, G. Ćwiek: *Ryzyko kryzysu a ciągłość działania*. Difin, Warszawa 2009, s. 36-47.

⁸ Szczegółowy tekst Standardu jest dostępny na stronie internetowej BCI: <http://www.thebci.org> (dostęp: 20.08.2010).

standardów i dobrych praktyk postępowania w zakresie wdrażania tej koncepcji zarządczej⁹.

Standard Good Practice Guidelines 2008 (określany dalej akronimem GPG) ma na celu ukazanie ogólnego zarysu i wskazówek dotyczących dobrych praktyk w zakresie wdrażania BCM w różnych organizacjach. Standard został stworzony z zamysłem wykorzystywania go w działalności praktyków zarządzania ciągłością działania, jak również zarządzających ryzykiem czy audytorów i ma charakter zaleceń zaawansowanych. Jednocześnie standard GPG ma charakter uniwersalny, gdyż – według jego twórców – prezentowane zalecenia mogą być stosowane w każdej organizacji, bez względu na jej rozmiar i sektor działalności, czy przestrzenny zakres działania i formę organizacyjno-prawną.

W standardzie GPG koncepcję BCM zdefiniowano jako holistyczny proces zarządczy, w ramach którego identyfikuje się potencjalne zagrożenia funkcjonowania danej organizacji oraz wskazuje ramy dla budowania odporności i zdolności do efektywnej odpowiedzi przedsiębiorstwa na incydent wywołujący kryzys, co ma zapewnić zabezpieczenie interesów kluczowych interesariuszy, zachowanie reputacji i zdolność do kreacji wartości¹⁰. Definicja koncepcji BCM, sformułowana w przedmiotowym standardzie, w pełni odzwierciedla zatem współczesny paradygmat wartości przedsiębiorstwa. Jednocześnie podkreśla się, że BCM musi być w pełni zintegrowana z każdą sferą działalności przedsiębiorstwa i zakorzeniona w procesie zarządzania przedsiębiorstwem. Ogólnie sformułowany cel BCM dotyczy zdolności do przetrwania w przypadku utraty części bądź całości zdolności do prowadzenia działalności operacyjnej, włączając w to utratę zarówno aktywów (wyposażenia), jak i kapitału ludzkiego¹¹.

W strukturze standardu GPG wyróżniono sześć odrębnych sekcji, z których każda porusza inny aspekt wdrażania koncepcji BCM. W sekcji pierwszej standard formułuje ogólne zalecenie stworzenia w przedsiębiorstwie tzw. polityki BCM. Polityka taka (najlepiej w formie odrębnego dokumentu) ma z założenia ujmować ogólne ramy koncepcji BCM w danej organizacji oraz uwzględniać główny cel działania tej organizacji¹². W sekcji drugiej standard porusza szerszy problem konieczności zrozumienia specyfiki organizacji, w której koncepcja BCM ma zostać wdrożona. W szczególności dotyczy to aplikacji narzędzi pozwalających na identyfikację i ocenę skali oddziaływania incydentów wywołujących kryzys. W sekcji trzeciej standard postuluje określenie strategii działań w zakresie

⁹ Ibidem.

¹⁰ *Good Practice Guidelines 2008: A Management Guide to Implementing Global Good Practice in Business Continuity Management*, Sekcja 1, s. 5.

¹¹ Por. Ibidem.

¹² Por. *Good Practice Guidelines...*, op. cit., Sekcja 1, s. 11.

BCM, ze szczególnym uwzględnieniem czasu reakcji w obliczu sytuacji kryzysowej. W sekcji czwartej natomiast standard formułuje wzorcowe postępowanie w obliczu sytuacji kryzysowej, co przyjmuje postać konstrukcji konkretnych planów działania. Sekcja piąta standardu odnosi się do konieczności weryfikacji przyjętych planów (najlepiej na drodze treningu w zakresie ich implementacji), co ma przysłużyć się utrwaleniu przyjętych rozwiązań, a także umożliwić ich rewizję i uaktualnienie w razie konieczności. Wymienione sekcje standardu GPG tworzą zarazem sekwencję działań zalecanych w ramach koncepcji BCM¹³.

Należy zauważyć, że sekwencje działań zalecane przez standard GPG są w dużym zakresie zbieżne z tym, co proponuje proces zarządzania ryzykiem, który przecież również odnosi się do postępowania względem zagrożeń działalności różnych podmiotów. Problem jest na tyle istotny, że już w treści standardu GPG odniesiono się do elementów różnicujących oba sposoby postępowania. Na tym gruncie warto dokonać wzajemnego pozycjonowania obu koncepcji postępowania wobec zagrożeń działalności, co pozwoli następnie uwypuklić dystynktywne elementy koncepcji BCM.

3. Koncepcja BCM a zarządzanie ryzykiem – poszukiwanie obszarów koherencji

Wzajemne relacje pomiędzy koncepcją BCM i procesem zarządzania ryzykiem są przedmiotem dyskusji w środowisku praktyków obu dyscyplin. Istnieją stanowiska, że oba podejścia są ze sobą ściśle powiązane i równoważne, ponieważ ciągłość działania jest również komponentem zarządzania ryzykiem, jak i stanowiska próbujące hierarchizować oba podejścia¹⁴. W tym drugim aspekcie, koncepcja BCM jest często uważana za subdyscyplinę zarządzania ryzykiem¹⁵, co jest częściowo uzasadnione specyfiką zagrożeń znajdujących się w centrum zainteresowania koncepcji BCM (tylko zagrożenia wywołujące przerwę w działalności), jak i faktem późniejszych narodzin tej koncepcji względem idei procesu zarządzania ryzykiem.

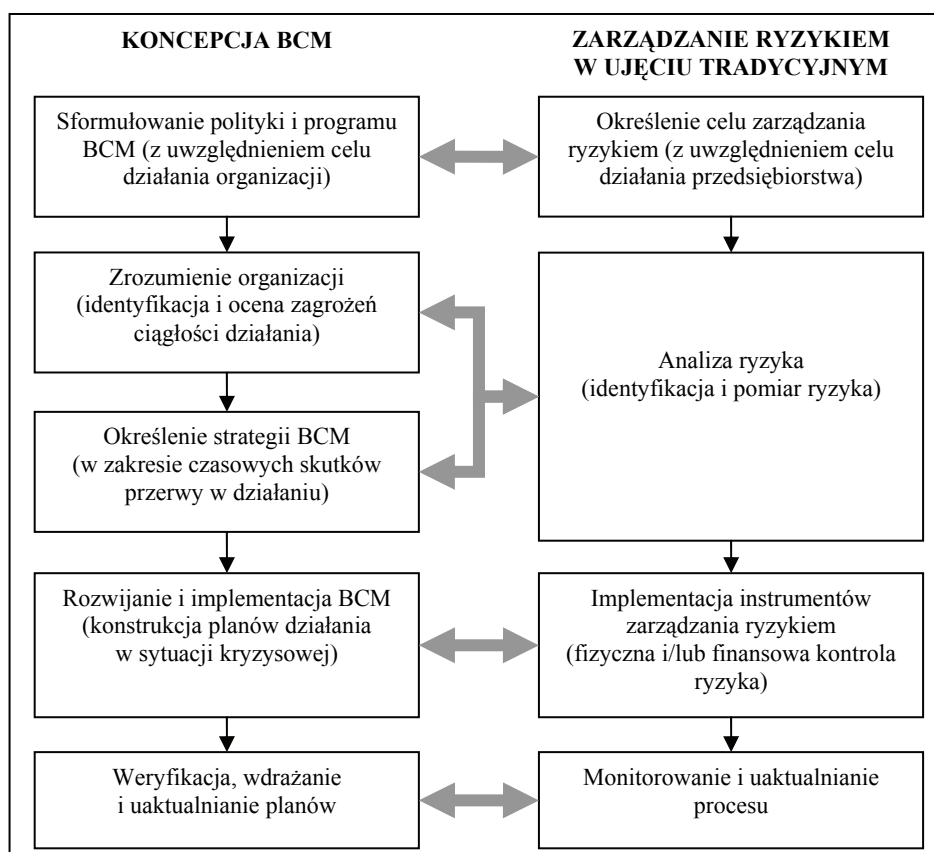
¹³ Syntetyczny opis zaleceń Standardu GPG w ramach poszczególnych sekcji ujęto w: A. Hiles: *Business Continuity Management: How to Prepare for the Worst*. In: *Approaches to Enterprise Risk Management*. Bloomsbury Information 2010, s. 85-89; T. Blunden, J. Thirlwell: *Mastering Operational Risk*. Prentice Hall – Pearson, Harlow 2010, s. 199-213.

¹⁴ Zobacz: A. McCrackan: *Is Business Continuity a Subset of Risk Management?* Continuity Central – Portal Publishing, <http://www.continuitycentral.com/feature0178.htm> (dostęp: 15.11.2010).

¹⁵ Por. B.L. Geelen-Baass, J.M.K. Johnstone: *Building Resiliency: Ensuring Business Continuity is on the Health Care Agenda*. "Australian Health Review" Feb 2008, No. 32, Vol. 1, s. 162.

Zasadnym wydaje się postulowanie traktowania obu koncepcji jako działań uzupełniających się w daleko idący sposób. Poniżej zostaną zaprezentowane podstawowe argumenty uzasadniające takie stanowisko, mające dowieść wręcz konieczności integracji obu podejść w interesie przedsiębiorstwa.

Po pierwsze, koncepcja BCM oraz proces zarządzania ryzykiem opierają się na bardzo zbliżonej sekwencji działań (por. rysunek 3), szczególnie gdy porówna się proces zarządzania ryzykiem w ujęciu tradycyjnym, w którym ryzyko utożsamia się z zagrożeniem¹⁶.



Rys. 3. Porównanie sekwencji działań w ramach procesu zarządzania ciągłością działania (konceptcja BCM) i procesu zarządzania ryzykiem w ujęciu tradycyjnym

¹⁶ Takie ujęcie procesu zarządzania ryzykiem można odnaleźć w pracy: C.A. Williams Jr., R.M. Heins: *Risk Management and Insurance*. McGraw-Hill, New York, St. Louis, San Francisco 1989, s. 4 i nast. W ujęciach aktualnych podkreśla się strategiczny wymiar zarządzania ryzykiem, w którym ryzyko jest utożsamiane nie tylko z zagrożeniem, ale także z szansą. Takie ujęcie zaprezentowano m.in. w: A. Damodaran: *Ryzyko strategiczne. Podstawy zarządzania ryzykiem*. Wydawnictwa Akademickie i Profesjonalne, Akademia L. Koźmińskiego, Warszawa 2009, s. 33-34.

Na rysunku 3 zestawiono sekwencję działań, postulowaną przez standard GPG, z sekwencją działań konstytuujących proces zarządzania ryzykiem, jaki można odnaleźć w pracy C.A. Williamsa Jr. i R.M. Heinsa¹⁷. Warto tutaj dodać, że proces zarządzania ryzykiem również ewoluuje i w ostatnim czasie jest przedmiotem standaryzacji, zmierzającej w tym samym kierunku, co standaryzacja koncepcji BCM, a więc sformułowania zaleceń i ogólnych ram wzorcowych dla podejmowania działań w ramach tego procesu¹⁸. Ujęte na rysunku 3 zestawienie ukazuje, że oba podejścia są zbieżne w wielu punktach, a porządek sekwencji podejmowanych jest podporządkowany tej samej logice.

W zaleceniach standardu GPG przedstawiono porównanie koncepcji BCM oraz procesu zarządzania ryzykiem w zakresie wybranych parametrów (por. rysunek 4).

ZARZĄDZANIE CIĄGŁOŚCIĄ DZIAŁANIA (KONCEPCJA BCM)		ZARZĄDZANIE RYZYKIEM
tw. Business Impact Analysis (BIA), który jest ściśle określonym postępowaniem	PODSTAWOWA METODA	analiza ryzyka (jego identyfikacja i pomiar)
skutki i czas (moment wystąpienia i okres oddziaływania)	PODSTAWOWE PARAMETRY	skutki i prawdopodobieństwo
zagrożenia powodujące przerwanie ciągłości działania	RODZAJ ZAGROŻEŃ	wszystkie rodzaje zagrożeń
zagrożenia o rozmiarze zagrażającym przetrwaniu organizacji (choć zakres działań BCM może dotyczyć też zagrożeń o mniejszej skali oddziaływania)	ROZMIAR SKUTKÓW	każdy rozmiar skutków (i powstałych w związku z tym kosztów)
zorientowane tylko na zdarzenia incydentalne, głównie pozostające poza „kompetencjami” organizacji (poza jej wpływem)	ZAKRES	zorientowane przede wszystkim na zarządzanie ryzykiem (zagrożeniami) kluczowymi dla realizacji celu działania przedsiębiorstwa
nagle, gwałtowne zdarzenia (choć zakres działań BCM może być stosowany również w odniesieniu do zagrożeń stadialnych)	INTENSYWNOŚĆ	wszelkie zdarzenia, od stadialnych do nagłych

Rys. 4. Porównanie zarządzania ryzykiem i zarządzania ciągłością działania z uwzględnieniem wybranych kryteriów

Źródło: Na podstawie: *Good Practice Guidelines...*, op. cit., Sekcja 1, s. 7.

¹⁷ C.A. Williams Jr., R.M. Heins: Op. cit., s. 18.

¹⁸ W Polsce spopularyzowano: amerykański standard Enterprise Risk Management – Integrated Framework, opracowany przez The Committee of Sponsoring Organisations of the Treadway Commission (nazywany COSO) w 2004 r. oraz brytyjski A Risk Management Standard, opracowany przez AIRMIC, ALARM, IRM w 2002 r. Oba standardy doczekały się tłumaczenia na język polski i łączy je postrzeganie zarządzania ryzykiem w ujęciu współczesnym. Zob. *A Risk Management Standard*. AIRMIC, ALARM, IRM, 2002, <http://www.airmic.com> (dostęp: 01.09.2009); *Enterprise Risk Management – Integrated Framework. Executive Summary*. COSO, 2004, <http://www.coso.org> (dostęp: 20.08.2010).

Zapewne założeniem tego zestawienia było ukazanie głównych obszarów różnicujących oba podejścia. Uważna analiza jego treści prowadzi jednak do wniosku, że ukazano przede wszystkim elementy pozytywnie wyróżniające koncepcję BCM na tle procesu zarządzania ryzykiem.

W aspekcie rodzaju zagrożeń, rozmiaru skutków, zakresu danego podejścia oraz intensywności zagrożeń branych pod uwagę, koncepcja BCM ma wymiar węższy niż proces zarządzania ryzykiem. Koncepcja BCM koncentruje się bowiem wyłącznie na zagrożeniach o określonych cechach, prowadzących do przerwania ciągłości działania podmiotu. Należy jednak zauważyć, że proces zarządzania ryzykiem również odnosi się do takich zagrożeń.

W aspekcie podstawowej metody identyfikacji zagrożeń oraz ich parametryzacji, koncepcja BCM postuluje aplikację konkretnej procedury, znanej jako BIA (*Business Impact Analysis*), w której mocno akcentowanym elementem jest czas trwania przerwy w działaniu. Proces zarządzania ryzykiem nie odcina się od znaczenia czynnika czasu w zakresie analizy ryzyka, wskazując na konieczność uwzględnienia pośrednich skutków ryzyka, ujawniających się wraz z upływem czasu¹⁹. Co więcej, postulat ten odnosi się do oddziaływania nie tylko zagrożeń powodujących przerwę w działalności. Zwraca się tutaj uwagę, że często zrealizowanie się danego zagrożenia z początku nie wywołuje znacznych skutków, dopiero w odleglejszej perspektywie czasowej stwarza poważne obciążenie finansowe dla przedsiębiorstwa (np. konieczność pokrycia roszczeń odszkodowawczych osób trzecich z tytułu odpowiedzialności cywilnej).

Warto również zwrócić uwagę, że w standardzie GPG odniesiono się do wzajemnego pozycjonowania obu podejść. Uznaje się je za działania równoległe, wskazując, że w odniesieniu do konkretnych obszarów działania podmiotu zastosowanie znajduje bądź koncepcja BCM ze swoim instrumentarium, bądź też proces zarządzania ryzykiem z instrumentami fizycznej i finansowej kontroli ryzyka²⁰. Takie stanowisko można potraktować jako dowód, że standard wyraźnie opiera się na założeniu odmienności obu podejść.

Biorąc pod uwagę powyższe rozważania, należy stwierdzić, że różnicowanie obu podejść nie wydaje się słuszne. Zarówno zarządzanie ryzykiem, jak i koncepcja BCM są w wielu aspektach spójne, a ewentualne różnice w formułowaniu zakresu poszczególnych sekwencji działań mogą i wręcz powinny podlegać in-

¹⁹ Skutki takie objawiają się przede wszystkim poprzez deprecjację aktywów niematerialnych i w ten sposób oddziałują na pogorszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa (np. pogorszenie jego reputacji, utrata kontraktów rynkowych). Por. L. Spedding, A. Rose: *Business Risk Management Handbook. A Sustainable Approach*. Elsevier, Oxford 2008, s. 11-12; C.A. Williams Jr., M.L. Smith, P.C. Young: *Zarządzanie ryzykiem a ubezpieczenia*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 143-144.

²⁰ *Good Practice Guidelines...*, op. cit., Sekcja 1, s. 21.

tegracji. Prawdą jest, że w ramach koncepcji BCM zostały wypracowane charakterystyczne metody postępowania w zakresie analizy zagrożeń oraz sposobu postępowania w przypadku ich wystąpienia. Z racji tego, że mają one istotny walor aplikacyjny, zostaną niżej przedstawione w szerszym ujęciu. Ich implementacja w ramach procesu zarządzania ryzykiem może bowiem znacząco zwiększyć efektywność działań podejmowanych względem różnych rodzajów zagrożeń, nie tylko tych wywołujących przerwę w działaniu.

4. Dystynktywne komponenty aplikacyjne w koncepcji BCM

W ramach analizy ryzyka w koncepcji BCM znajduje zastosowanie metoda określana jako BIA (*Business Impact Analysis*), o czym wspomniano wyżej. Metoda ta cechuje się specyfiką uwzględnienia oddziaływania czasu. Dotyczy ona analizy ryzyka na poziomie menadżerskim, przeprowadzanej w sposób tradycyjny, a więc w zakresie oceny zagrożeń pod względem ilościowym i jakościowym, z uwzględnieniem ich skutków, rozumianych jako rozmiar strat. Dla metody BIA jest jednak charakterystyczne analizowanie rozmiaru strat w aspekcie czasowym na podstawie dokładnie sprecyzowanych miar²¹.

Pierwsza z tych miar dotyczy określenia czasu wymaganego dla odtworzenia skali działania przedsiębiorstwa, liczonego od momentu wystąpienia incydentu wywołującego przerwę w działaniu. Miara ta jest określana akronimem MTO (*Maximum Tolerable Outage*) bądź MTPD (*Maximum Tolerable Period of Disruption*). Ustalenie MTO wymaga określenia:

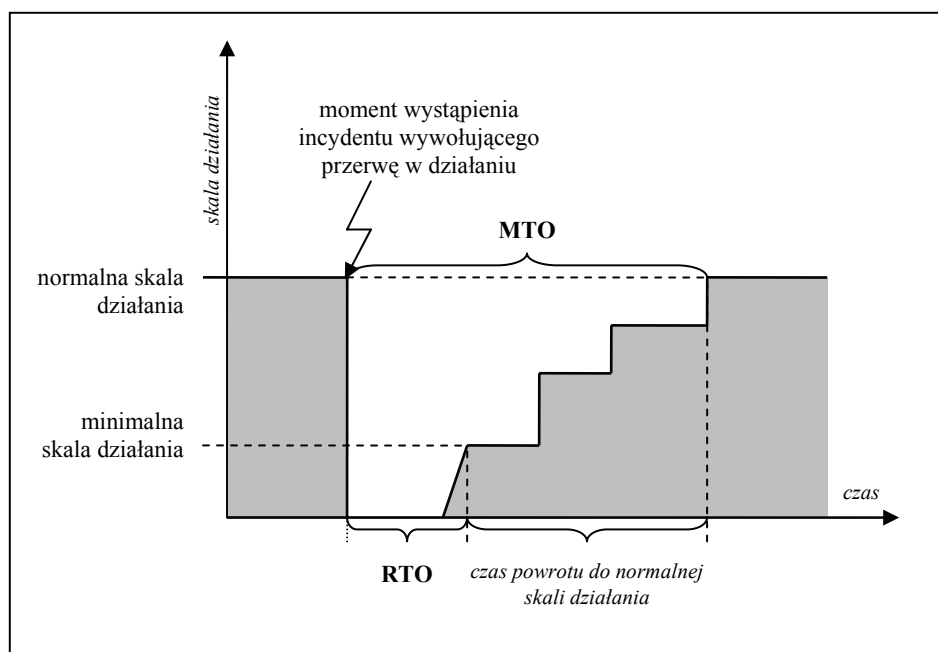
- a) maksymalnego czasu, w jakim od momentu wystąpienia incydentu wywołującego kryzys można podjąć aktywność,
- b) minimalnego poziomu działalności przedsiębiorstwa, który musi występować w czasie oddziaływania tego incydentu i powrotu do skali działania,
- c) długości czasu niezbędnego, by powrócić do normalnej skali operacji (rozumianej jako skala prowadzonej działalności przed oddziaływaniem incydentu wywołującego kryzys).

Wydawać by się mogło, że przedsiębiorstwo powinno dążyć do minimalizacji MTO. Podkreśla się jednak, że im krótszy ten okres, tym kosztowniejszy jest powrót do normalnej skali działania. Z tego względu postuluje się, by MTO było określane z należytą uwagą i starannością²².

²¹ Por. T. Blunden, J. Thirlwell: Op. cit., s. 203; P. Barnes: *Business Impact Analysis*. In: *The Definitive Handbook of...*, op. cit., s. 152 i nast.

²² P. Barnes: Op. cit., s. 156.

Kolejną miarą czasu, stosowaną w koncepcji BCM, jest tzw. RTO (*Recovery Time Objective*), parametr, który określa czas wymagany dla ponownego podjęcia działalności, mierzony od momentu wystąpienia incydentu inicjującego przerwę w działaniu. Jest to w istocie okres niezbędny dla przywrócenia działalności podmiotu (i późniejszą kontynuację tej działalności) na pewnym minimalnym poziomie. RTO jest zawsze okresem krótszym niż MTO i ze wskazanych wyżej powodów kosztowych okresy te nie powinny być zbliżone. Zasady pomiaru MTO i RTO przedstawiono na rysunku 5.



Rys. 5. Długość MTO (Maximum Tolerable Outage) i RTO (Recovery Time Objective)

Źródło: Na podstawie: M. Cornish: *The Business Continuity Planning Methodology*. In: *The Definitive Handbook of...*, op. cit., s. 113.

W ramach koncepcji BCM zostały również wypracowane charakterystyczne zasady postępowania, aplikowane w przypadku wystąpienia incydentu wywołującego przerwę w działaniu. Owe zasady postępowania przyjmują postać planu utrzymania ciągłości działania i są istotnie powiązane z miarami czasu kolejnych „stadiów” przerwy w działalności definiowanych poziomem skali działania podmiotu, przedstawionych na rysunku 5.

Z tej perspektywy plan utrzymania ciągłości działania konstyтуują trzy kluczowe elementy składowe, przyjmujące postać planów szczegółowych²³. Pierwszy stanowi plan dotyczący działań, które należy podjąć niezwłocznie po wystąpieniu incydentu wywołującego przerwę w działaniu. Plan ten w szczególności dotyczy działań związanych z ratowaniem życia ludzkiego oraz (jeżeli możliwe) działań związanych z ograniczeniem szkód (również w otoczeniu). Plan ten określa się najczęściej jako ER (*Emergency Response*).

Drugi element to plan działań niezbędnych do uniknięcia lub pozwalających na zmniejszenie źródeł, rozmiarów i skutków incydentu wywołującego przerwę w działaniu. Plan taki określa się najczęściej jako IM (*Incident Management*). Podkreśla się przy tym rangę komunikowania działań w czasie wdrażania tego planu zarówno z interesariuszami przedsiębiorstwa, jak i mediami.

Ostatni, trzeci element, stanowi plan dotyczący zdolności do przywrócenia skali działania podmiotu sprzed incydentu wywołującego przerwę w działaniu, tak by możliwe było przywrócenie dotychczasowego poziomu działania oraz pozycji w otoczeniu rynkowym. Plan ten bywa określany jako BR (*Business Recovery*).

Należy podkreślić, że plany te nie są wprowadzane sekwencyjnie, lecz jednocześnie. Zaleca się, by plany szczegółowe były formułowane w przejrzysty i komunikatywny sposób, w szczególności w formie graficznej, z jasnym delegowaniem kompetencji (a więc określeniem kto i w jakim czasie powinien podjąć konkretne działania).

Standard GPG formułuje zalecenie, by plany działania w ramach BCM konstruować w podziale na plany strategiczne, taktyczne i operacyjne. Na szczeblu strategicznym proponuje się opracowywanie tzw. IMP (*Incident Management Plan*), który precyzuje, w jaki sposób w sytuacji kryzysowej powinien zachowywać się zarząd przedsiębiorstwa. W założeniu standardu GPG, taki plan może dotyczyć nie tylko incydentów wywołujących sytuację kryzysową z powodu przerwy w działaniu, ale wszelkich incydentów zakłócających działanie przedsiębiorstwa (np. zagrożenie wrogim przejęciem). Jest to zatem plan działań, które na szczeblu zarządczym należy podjąć w określonych (zidentyfikowanych uprzednio) sytuacjach.

Plany taktyczne dotyczą natomiast utrzymania ciągłości działania, tzw. BCP (*Business Continuity Plan*), tj. procesów i procedur, które mają dopomóc w utrzymaniu (przywróceniu) ciągłości działania, z uwzględnieniem funkcjono-

²³ W literaturze można spotkać odmienne nazwy tychże planów, jednak zawsze są wyodrębnione podobne ich zakresy funkcjonalne. W tym miejscu jest prezentowana koncepcja i nazewnictwo zaproponowane przez: M. Cornish: *The Business Continuity Planning Methodology*. In: *The Definitive Handbook of...*, op. cit., s. 115.

wania przedsiębiorstwa w otoczeniu. Plany operacyjne natomiast to tzw. ARP (*Activity Resumption Plans*), które wskazują w jaki sposób na poziomie poszczególnych działów przedsiębiorstwa organizować powrót do normalnej skali działania²⁴. Standard GPG zwraca przy tym uwagę, iż plany przygotowywane w ramach wdrażania koncepcji BCM będą różniły się w zależności od organizacji, której dotyczą. Z tego względu proponowane rozwiązania cechuje duży stopień ogólności.

5. Możliwości aplikacji koncepcji BCM w działalności przedsiębiorstwa w sferze rozwiązań antykryzysowych

Koncepcja BCM jest postępowaniem, które może znaleźć zastosowanie w różnorodnych jednostkach. Zarówno w piśmiennictwie, jak i w standardzie GPG często w odniesieniu do podmiotów mogących ją wdrożyć używa się ogólnych określeń (np. organizacja), co podkreśla uniwersalizm tej koncepcji. Przedsiębiorstwa są więc tylko jednym z wielu podmiotów, którym filozofia BCM może się przysłużyć.

Odwołując się do przedstawionej na wstępie ewolucji koncepcji BCM, można by dodać, że współcześnie w ramach paradygmatu wartości rozszerza się możliwość jej aplikacji również i w sensie przedmiotowym. Pierwotnie, koncepcja BCM dotyczyła przede wszystkim podejmowania działań w sytuacji kryzysowej wywołanej incydentami natury fizycznej, oddziałującymi niespodziewanie i powodującymi skutki o znacznym rozmiarze (np. ryzyko katastroficzne). Założenia koncepcji BCM mogą jednak znaleźć zastosowanie w przedsiębiorstwie również i w odniesieniu do sytuacji kryzysowych niebędących skutkiem zagrożeń o charakterze nagłym. Przykładem może być tutaj pogorszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, wywołane np. utratą rynku zbytu czy wzmagającymi się trudnościami zachowania płynności finansowej. Wydaje się godnym polecenia, by przedsiębiorstwo starało się aplikować tutaj zalecenia koncepcji BCM w zakresie formułowania precyzyjnych planów działania wdrażanych w takich okolicznościach, co niewątpliwie przyczyniłoby się do unikania chaosu de-

²⁴ *Good Practice Guidelines...*, op. cit., Sekcja 4, s. 5. Należy zauważyć, że plany strategiczne (IMP) są merytorycznie odpowiednikami planów IM, zaś plany taktyczne (BCP) oraz operacyjne (ARP) są merytorycznie odpowiednikami planu BR. Standard GPG nie formułuje wyraźnie odrębnych zaleceń dotyczących planu działania tuż po wystąpieniu zdarzenia inicjującego kryzys (czyli odpowiednika planu ER), choć stworzenie takiego planu jest zalecane w ramach filozofii koncepcji BCM.

cyzyjnego, niekoniecznie pozytywnych w perspektywie długookresowej. W takim zakresie wdrażanie idei koncepcji BCM nosi niewątpliwie znamiona działań antykryzysowych, gdyż może powstrzymać rozwój sytuacji kryzysowej prowadzącej do kryzysu właściwego. Uwagę na szersze możliwości aplikacji koncepcji BCM kierują zresztą same zalecenia standardu GPG, wskazując na uniwersalność proponowanych działań względem różnych rodzajów zagrożeń, również zarządczych.

Koncepcja BCM ma również istotne walory aplikacyjne z racji proponowanej metody analizy ryzyka. Sformalizowany sposób postrzegania rozwoju (ewolucji) sytuacji kryzysowej, wraz z określonymi miarami czasu odnoszącymi się do podejmowania działań w czasie przerwy w działaniu (MTO i RTO) pozwalają przedsiębiorstwu uświadomić sobie skalę oddziaływania różnorodnych incydentów wywołujących trudności. Metoda BIA (*Business Impact Analysis*) kładzie duży nacisk na analizę czasowego rozwoju wypadków (a więc łańcucha następstw, jakie mogą występować w wyniku pojawienia się określonego incydentu, nieraz o pozornie mało istotnej skali oddziaływania). Wydaje się, że podejmowanie jakichkolwiek działań antykryzysowych (również wykraczających poza metody proponowane w ramach koncepcji BCM), wymaga uważnej analizy czasowego rozwoju wypadków.

Aplikacja koncepcji BCM jest jednak niewątpliwie kosztowna. Samo stworzenie planów odznaczających się dużą użytecznością jest pracochłonne. Plany takie wymagają również okresowej rewizji (pod kątem ich aktualności), co w warunkach burzliwego otoczenia jest w pełni uzasadnione. Ponadto, plany takie z założenia powinny podlegać weryfikacji również na drodze symulacji warunków ich wdrażania (np. trening sposobu wykonywania planu w warunkach symulacji konkretnego zagrożenia). Jest to kolejnym źródłem kosztów²⁵. Problem jest o tyle istotny, iż korzyści z przygotowania planów BCM są jedynie korzyściami potencjalnymi, koszty natomiast są realne i wymierne.

Podsumowanie

Koncepcja BCM jest ciekawą propozycją działań pozwalających na powstrzymanie rozwoju sytuacji kryzysowych w przedsiębiorstwie. W szczególności, koncepcja posiada liczne walory aplikacyjne w odniesieniu do nagłych i intensywnie oddziałujących zagrożeń, mogących prowadzić do przerwy w działalno-

²⁵ Por. D. Paton: *Business Continuity During and After Disaster: Building Resilience Through Continuity Planning and Management*. "Journal of Management" 2009, No. 2, s. 6.

ści. Może także z powodzeniem znaleźć zastosowanie również i w odniesieniu do zagrożeń oddziałujących na sytuację finansową przedsiębiorstwa wynikających z błędów zarządczych (np. zagrożenie utraty płynności finansowej).

Z uwagi na problem aplikacji tej koncepcji w przedsiębiorstwie, interesującym jest wątek współlistnienia koncepcji BCM i procesu zarządzania ryzykiem. Obie propozycje działań mają wiele wspólnych płaszczyzn, a metody działania w zakresie analizy ryzyka i planów utrzymania ciągłości działania mogą z powodzeniem uzupełniać kanon metod proponowanych w ramach procedury zarządzania ryzykiem. Właściwym działaniem byłaby wręcz integracja obu metod, także z uwagi na aspekt kosztowy.

Stanowisko takie jest dodatkowo uzasadnione faktem, że aplikacja wyłączenie koncepcji BCM nie daje przedsiębiorstwu możliwości skutecznego działania antykryzysowego względem wszelkich sytuacji kryzysowych. Aplikacja narzędzi BCM (związanych z analizą ryzyka i metodą planów zachowania ciągłości działania) może natomiast istotnie podnieść jakość działań w zakresie zarządzania ryzykiem.

Narzędzia BCM mogą również skutecznie wypełnić lukę, jaka powstaje w przedsiębiorstwie w odniesieniu do zagrożeń, których skutki podlegają retencji z konieczności, tzn. zagrożeń, wobec których nie ma możliwości aplikacji innych skutecznych metod zarządzania ryzykiem. Metody koncepcji BCM (w zakresie analizy ryzyka i planów działania) mogą przedsiębiorstwu pomóc w przygotowaniu się na działanie w warunkach wystąpienia takich zagrożeń i dzięki temu stwarzają realne możliwości przewyżczenia ich skutków w określonej perspektywie czasowej.

THE CONCEPT OF BUSINESS CONTINUITY MANAGEMENT – POSITIVE ASPECTS FROM THE PERSPECTIVE OF ANTI-CRISIS SOLUTIONS

Summary

The article aims at presenting the idea of Business Continuity Management (hereafter: BCM) together with indicating and justifying its application in a company. BCM forms a set of activities that are recommended in the event of an incident causing business interruption occurrence which is here perceived as a crisis-rising phenomenon. The article discusses the evolution of BCM concept with regard to the value paradigm and

currently observed standardisation procedures. Furthermore, the article presents a typical sequence of activities within BCM. These activities are a subject for a comparative analysis with the risk management approach. In the last part, the article discusses core benefits springing from the possible applications of BCM in a company.

Joanna Błach

POLITYKA INFORMACYJNA SPÓŁEK PUBLICZNYCH WOBEC RYZYKA NIESKUTECZNEJ EMISJI AKCJI

Wprowadzenie

Immanentną cechą rynku kapitałowego jest asymetria informacji, a jej znaczenie wzrasta w związku z rozwojem gospodarki i przejściem do fazy określonej terminem kapitalizmu informacyjnego. Problem luki informacyjnej występującej pomiędzy uczestnikami rynku kapitałowego, w tym między emitentami instrumentów finansowych a inwestorami, staje się szczególnie istotny w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo zamierza pozyskać kapitał własny w drodze publicznej emisji akcji, ponieważ asymetria informacji może przyczynić się do powstawania trudności w procesie gromadzenia kapitału. Ryzyko nieskutecznej emisji akcji wzrasta szczególnie w okresie pogorszenia sytuacji na rynku kapitałowym w związku z oddziaływaniem kryzysu gospodarczego.

Emitent świadomy zagrożenia wynikającego z niekorzystnych warunków rynkowych powinien dążyć do redukcji ryzyka emisji akcji. Jednym z możliwych rozwiązań jest prowadzenie polityki informacyjnej przedsiębiorstwa w taki sposób, aby zachęcić inwestorów do zakupu oferowanych akcji.

Celem artykułu jest prezentacja podstawowych działań podejmowanych przez przedsiębiorstwo w ramach prowadzonej polityki informacyjnej w kontekście ograniczania ryzyka nieskutecznej akcji z uwzględnieniem najważniejszych czynników kształtujących decyzje przedsiębiorstwa w tym obszarze.

1. Problem występowania asymetrii informacji na rynku kapitałowym

Podstawowym warunkiem sprawnego funkcjonowania rynku kapitałowego jest wysoka efektywność informacyjna, przejawiająca się w szybkości i pełności odzwierciedlenia wszystkich dostępnych informacji w cenach walorów będących przedmiotem obrotu¹. Problem efektywności informacyjnej rynku kapitałowego jest szczególnie istotny obecnie, gdy współczesna gospodarka stała się gospodarką informacyjną. Współcześnie informacja jest traktowana jako podstawowy przedmiot pracy, umożliwiający wzrost produktywności i konkurencyjności jednostek gospodarczych. Wzrost znaczenia informacji w procesie podejmowania decyzji, nie tylko gospodarczych, wiąże się z paradygmatem społeczeństwa informacyjnego oraz pojęciem kapitalizmu informacyjnego (informacjonalizmu)².

Informacja jest podstawą podejmowania decyzji na rynku kapitałowym. Dostęp do informacji jest głównym prawem akcjonariuszy, a przekazywanie wymaganych informacji jest podstawowym obowiązkiem emitenta instrumentów finansowych.

Hipoteza pełnej efektywności informacyjnej rynku kapitałowego zakłada pełny, szybki i równy dostęp do informacji dla wszystkich inwestorów oraz brak kosztów związanych z obiegiem informacji. Jednak w praktyce gospodarczej występują liczne ograniczenia w dostępie do informacji, prowadzące do asymetrii informacji (nierównowagi informacyjnej, luki informacji)³. To niekorzystne

¹ Jedną z podstawowych teorii jest hipoteza efektywności informacyjnej rynku kapitałowego sformułowana przez E.F. Fama. Rynek efektywny to taki rynek, na którym ceny zawsze w pełni odzwierciedlają wszystkie dostępne informacje, w związku z czym zmiany cen aktywów finansowych muszą mieć charakter losowy. Wyróżnia się trzy formy efektywności informacyjnej rynku: (1) słaba – ceny odzwierciedlają tylko informacje historyczne, (2) średnia – ceny odzwierciedlają nie tylko informacje historyczne, ale także wszystkie inne informacje dostępne publicznie, (3) silna – w wycenie aktywów finansowych są uwzględniane wszystkie dostępne informacje publiczne i prywatne. Więcej na temat hipotezy efektywności w: D. Sukacz: *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*. CeDeWu, Warszawa 2005, s. 69-82; P. Siwek: *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*. CeDeWu, Warszawa 2005, s. 101-136; M. Bojańczyk: *Menedżerowie i właściciele na rynku kapitałowym*. Difin, Warszawa 2010, s. 187.

² Pojęcie społeczeństwa informacyjnego zostało wprowadzone w 1963 r. przez Tadao Umesao dla oznaczenia społeczeństwa, które nieustannie przetwarza informacje. Więcej na ten temat: M. Castells: *Spółeczeństwo sieci*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008; T. Białobłocki, J. Moroz, M. Nowina-Konopka, L.W. Zacher: *Spółeczeństwo informacyjne*. WAiP, Warszawa 2008; *Spółeczeństwo informacyjne. Aspekty funkcjonalne i dysfunkcjonalne*. Red. L. Haber, M. Niezgoda. Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2006.

³ Asymetria informacji może dotyczyć relacji zachodzących pomiędzy różnymi stronami: właścicielami przedsiębiorstwa a menedżerami, inwestorami a przedsiębiorstwem, klientami a przedsiębiorstwem, akcjonariuszami mniejszościowymi a większościami, inwestorami indywidualnymi

zjawisko, będące immanentną cechą rynku kapitałowego, przejawiające się w różnym dostępie do informacji poszczególnych uczestników rynku prowadzi do nieefektywnej alokacji kapitału.

W kontekście problemu pozyskiwania kapitału własnego w drodze publicznej emisji akcji, największe znaczenie ma problem asymetrii informacji występujący pomiędzy przedsiębiorstwem (menedżerami) a aktualnymi i potencjalnymi inwestorami (akcjonariuszami). Menedżerowie (*insiders*) mają bieżący dostęp do systemu księgowego przedsiębiorstwa, znają szczegółowe warunki podejmowania decyzji oraz perspektywy dotyczące rozwoju przedsiębiorstwa i jego sytuacji finansowej w przyszłości. W związku z czym mają przewagę nad inwestorami, których dostęp do informacji na temat aktualnej sytuacji przedsiębiorstwa i jego planów jest ograniczony zwykle do danych publikowanych w związku z obowiązkami informacyjnymi, udostępnianych z pewnym opóźnieniem czasowym.

Problem asymetrii informacji, występujący między właścicielami przedsiębiorstwa a jego kadrą zarządzającą, wynika bezpośrednio ze stosunku agencji⁴. W dużych przedsiębiorstwach zachodzi zjawisko oddzielenia funkcji własności od funkcji kontroli. Rozproszona i zmienna struktura własności spółek publicznych skutkuje koniecznością zatrudnienia profesjonalnych menedżerów do zarządzania przedsiębiorstwem w imieniu jego właścicieli. Menedżerowie powinni podejmować decyzje zarządcze w taki sposób, aby sprzyjały realizacji głównego celu przedsiębiorstwa definiowanego jako maksymalizacja korzyści dla jego właścicieli⁵. Jednak czasami menedżerowie mogą kierować się swoim partykularnym interesem, niezgodnym z głównym celem przedsiębiorstwa. Rozdrobniona struktura własności utrudnia akcjonariuszom sprawowanie efektywnej kontroli nad działaniami kadry zarządzającej, co prowadzi do powstawania kon-

alnymi a instytucjonalnymi. Pierwsza praca z zakresu asymetrii informacji została opublikowana w 1970 r. przez G.A. Akerlofa i dotyczyła nierównowagi informacyjnej występującej pomiędzy sprzedającym a kupującym na rynku samochodów używanych. Por. G. A. Akerlof: *The Market for Lemons: Quality, Uncertainty, and the Market Mechanism*. „Quarterly Journal of Economics” 1970, No. 84, s. 488-500.

⁴ Teoria agencji traktuje przedsiębiorstwo jako układ kontraktów pomiędzy różnymi podmiotami. Każda z grup dąży do maksymalizacji swojej użyteczności, co w konsekwencji może prowadzić do występowania konfliktu interesów. Konflikty mogą występować pomiędzy: (1) właścicielami-menedżerami, (2) właścicielami-wierzycielami, (3) przedsiębiorstwo-klienci. Więcej informacji na ten temat w: J. Mizerka, A. Skowroński: *Podejście opcyjne w analizie kosztów agencji*. W: *Finanse przedsiębiorstwa*. Red. P. Karpuś. UMCS, Lublin 2006, s. 326-329; A.C. Shapiro, S.D. Balbirer: *Modern Corporate Finance*. Prentice-Hall, Upper Saddle River 2000, s.16-17; M. Bojańczyk: Op. cit., s. 96.

⁵ Maksymalizacja korzyści dla akcjonariuszy może wynikać ze wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa oraz z okresowo otrzymywanej dywidendy. Por. H.K. Baker, G.E. Powell: *Understanding Financial Management*. Blackwell Publishing, Oxford 2005, s. 11-12; A.C. Shapiro, S.D. Balbirer: Op. cit., s.19-20.

fliktu agencji⁶. W celu ograniczenia tego niekorzystnego zjawiska są wprowadzane mechanizmy kontroli menedżerów, przy czym obok kontroli sprawowanej przez właścicieli (poprzez działania aktywnych akcjonariuszy oraz członków rad nadzorczych), systematycznie wzrasta dyscyplinująca rola rynku kapitałowego (realizowana poprzez sformułowanie warunków dostępu do rynku publicznego, nakładanie obowiązków informacyjnych i zasad ładu korporacyjnego oraz kształtowanie relacji inwestorskich).

Asymetria informacji może mieć charakter asymetrii ex-ante (występującej przed podjęciem decyzji o finansowaniu przedsiębiorstwa i przekazaniu środków) oraz asymetrii ex-post (występującej po zawarciu umowy między kapitałodawcą a przedsiębiorstwem)⁷.

Asymetria ex-ante jest związana z problemem negatywnej selekcji i występuje w sytuacji, w której inwestor nie jest w stanie ocenić szansy powodzenia projektów inwestycyjnych będących przedmiotem finansowania, wszystkie projekty traktuje więc w ten sam sposób, stosując zasadę ograniczonego zaufania. W wyniku takiego postępowania, w grupie odrzuconych projektów mogą znaleźć się te, których szanse osiągnięcia sukcesu są wysokie, a w grupie zaakceptowanych – takie, których prawdopodobieństwo sukcesu jest znikome. W celu ograniczenia negatywnych skutków asymetrii ex-ante, inwestor powinien każdorazowo przeprowadzać szczegółową analizę projektów inwestycyjnych, co jednak prowadzi do powstawania dodatkowych kosztów związanych z ich weryfikacją. Koszty te będą obciążać również przedsiębiorstwo w związku z koniecznością przedstawienia dokumentacji wymaganej przez inwestorów.

Z kolei asymetria ex-post jest związana z pojęciem hazardu moralnego (pokusy nadużycia) i pojawia się już po dostarczeniu środków finansowych przez kapitałodawcę, w sytuacji, w której przedsiębiorstwo może podjąć działania niepożądane z punktu widzenia interesów inwestora⁸. To z kolei wymusza na kapitałodawcach podjęcie działań z zakresu monitorowania sposobu wykorzystania środków przez przedsiębiorstwo. Brak możliwości kontrolowania działań przed-

⁶ Konflikt agencji prowadzi do powstawania kosztów, które są definiowane jako różnica między wartością przedsiębiorstwa zarządzanego przez właściciela a wartością identycznego przedsiębiorstwa zarządzanego przez wynajęty zarząd. Koszty agencji to bezpośrednie koszty (koszty monitorowania działalności menedżerów, programy motywacyjne oparte na opcjach menedżerskich) lub pośrednie (spadek efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa). Por. H.K. Baker, G.E. Powell: Op. cit., s. 14-15.

⁷ Por. G. Łukasik: *Konflikty interesów uczestników rynku kapitałowego i ich wpływ na wybory przedsiębiorstwa*. W: *Rynki finansowe*. Red. H. Mamcarz. UMCS, Lublin 2006, s. 302; M. Stradomski: *Zarządzanie strukturą zadłużenia przedsiębiorstwa*. PWE, Warszawa 2004, s. 31.

⁸ Więcej informacji na temat skutków asymetrii informacji w: G. Łukasik: Op. cit., s. 302; M. Stradomski: Op. cit., s. 31 i nast.; P. Ciżkowicz: *Rozwój finansowy a rola państwa*. Zeszyty FOR, Warszawa 2008, s. 7-8.

siębiorstwa może prowadzić do pogorszenia sytuacji kapitałodawców. Na skutek występowania asymetrii informacji kapitałodawcy mogą osiągać stopę zwrotu nieadekwatną do ponoszonego ryzyka ze względu na ograniczone możliwości wzrostu wartości kapitału własnego skutkujące niższą wyceną rynkową przedsiębiorstwa⁹.

Niezależnie od momentu występowania asymetrii informacji (ex-post czy ex-ante), jej negatywne konsekwencje zagrażają zarówno inwestorom, jak i emitentom instrumentów finansowych. W przypadku kapitałodawców asymetria informacji skutkuje obniżoną efektywnością realizowanych inwestycji, przejawiającą się w stopie zwrotu nieadekwatnej do poziomu ponoszonego ryzyka. Z kolei w przypadku przedsiębiorstwa pozyskującego środki finansowe, asymetria informacji może utrudniać zgromadzenie kapitału (obecnie lub w przyszłości) o parametrach odpowiadających jego potrzebom kapitałowym (w zakresie wysokości środków finansowych, poziomu kosztu kapitału czy momentu jego udostępnienia).

2. Problem ryzyka nieskutecznej emisji akcji

Problem asymetrii informacji ma szczególne znaczenie dla przedsiębiorstw zamierzających pozyskać kapitał w drodze publicznej emisji akcji, tak pierwszej (*Initial Public Offering*, IPO), jak i kolejnych (*Secondary Public Offering*, SPO)¹⁰. Publiczna emisja akcji jest jednym z częściej wykorzystywanych sposobów pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa. Znaczna popularność tej formy finansowania działalności przedsiębiorstw wynika z jej licznych zalet, wśród których wymienia się: dostęp do dużej liczby inwestorów oferujących

⁹ Por. J. Kubiak: *Zmiany w zakresie obowiązków informacyjnych przedsiębiorstw a asymetria informacji*. W: *Kierunki zmian w finansach przedsiębiorstwa*. Red. J. Sobiech. Zeszyty Naukowe nr 142, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego, Poznań 2010, s. 660-661.

¹⁰ IPO (*Initial Public Offering*) – w szerokim rozumieniu to oferta publiczna związana z wprowadzeniem instrumentów finansowych po raz pierwszy do obrotu publicznego, przedmiotem IPO mogą być nowo emitowane akcje (pierwotna oferta publiczna) lub akcje wcześniej wyemitowane na rynku niepublicznym (pierwsza oferta publiczna), por. art. 4, pkt 3 i 5, Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (w skrócie Ustawa o ofercie publicznej i spółkach publicznych) – Dz.U. 2005, nr 184, poz. 1539 z późn. zm. SPO (*Secondary Public Offering, Follow-Ons, Seasoned Offering*) – w szerokim ujęciu to kolejne oferty publiczne realizowane (1) w celu podwyższenia kapitału własnego (w przypadku nowo emitowanych akcji – kolejna subskrypcja akcji) lub (2) zmiany struktury własności (w przypadku istniejących już walorów – kolejna sprzedaż akcji). Na potrzeby niniejszego opracowania przyjęto wąskie definicje IPO i SPO odnoszące się do publicznych emisji nowych akcji (pierwszej i kolejnych) związanych z pozyskiwaniem kapitału własnego ze źródeł zewnętrznych.

znaczące kwoty kapitału, zwiększenie wiarygodności i prestiżu przedsiębiorstwa ułatwiające pozyskanie dodatkowego kapitału w przyszłości, wzrost rozpoznawalności firmy przekładający się na wzrost przychodów ze sprzedaży czy też możliwość wprowadzenia systemów motywacyjnych związanych z emitowanymi walorami¹¹.

Jednak podmiot decydujący się na publiczną emisję akcji powinien być świadomy potencjalnych problemów z nią związanych. Trudności te dotyczą m.in.: konieczności przeprowadzenia zmian organizacyjnych (np. przekształcenia w spółkę akcyjną czy zmiany stosowanych standardów rachunkowości), zastosowania zasad ładu korporacyjnego¹², poddania się ocenie ze strony inwestorów i instytucji rynku kapitałowego czy przestrzegania skomplikowanych procedur i warunków dopuszczenia do obrotu publicznego, w tym rynku giełdowego¹³. Inne zagrożenia są związane z: potencjalnymi zmianami struktury własności, wysokim kosztem pozyskiwanego kapitału, ograniczeniem oddziaływania efektu dźwigni finansowej i tarczy podatkowej (w związku ze zmniejszeniem relatywnego udziału długu w strukturze kapitału) czy koniecznością wypełniania obowiązków informacyjnych¹⁴.

Na sytuację przedsiębiorstwa zamierzającego pozyskać kapitał własny w drodze publicznej emisji akcji wpływa również zjawisko określane terminem *lemon problem*¹⁵, polegające na tym, iż inwestorzy zakładają, że wszystkie spółki zamierzające wyemitować swoje akcje są przewartościowane. Inwestorzy dokonują oceny atrakcyjności inwestycji w akcje na podstawie porównania ceny emisyjnej oferowanych walorów z ich wartością wewnętrzną¹⁶ i z reguły akcep-

¹¹ Więcej na temat korzyści i zagrożeń wynikających z publicznej emisji akcji w: M. Poślad, S. Thiel, T. Zwoliński: *Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany*. KPWIG, Warszawa 2006, s. 27-34; P. Barrow: *Raising Finance. A Practical Guide to Starting, Expanding and Selling Your Business*. Kogane Page, London 2004, s. 57; *Wybrane determinanty rozwoju rynku akcji i korporacyjnych instrumentów dłużnych w Polsce*. Red. A. Grąt, P. Sobolewski. NBP, Warszawa 2005, s. 23-24.

¹² Więcej informacji na temat ładu korporacyjnego w pkt. 3.2.

¹³ Publiczną emisję akcji regulują przepisy m.in.: Kodeksu spółek handlowych, Ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych, Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, Ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, a także regulacje statutowe oraz uchwały normatywne Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA (GPW SA) czy Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych SA (KDPW SA).

¹⁴ Więcej informacji na temat obowiązków informacyjnych w pkt. 3.2.

¹⁵ Por. J. Draho: *The IPO Decisions. Why and How Companies Go Public*. Edward Elgar, Cheltenham 2004, s. 26.

¹⁶ Wartość wewnętrzną (teoretyczną) akcji jest definiowana jako bieżąca wartość oczekiwanego przez inwestora strumienia dochodów w postaci zysków kapitałowych i dywidendy. Por. W. Dębski: *Rynek finansowy i jego mechanizmy*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 212-214.

tużą cenę emisyjną równą lub niższą od wartości wewnętrznej. Ustalenie ceny emisyjnej na odpowiednim poziomie – uwzględniającym potrzeby kapitałowe spółki i jednocześnie zachęcającym inwestorów do dokonania zakupu, jest więc jednym z kluczowych czynników sukcesu emisji akcji. Niewłaściwe ustalenie parametrów emisji, w tym ceny emisyjnej i momentu emisji, może prowadzić do powstania ryzyka nieskutecznej emisji akcji.

Ryzyko to wynika z niewystarczającego popytu na nowo emitowane akcje ze strony inwestorów i jest ściśle związane z sytuacją na rynku kapitałowym oraz asymetrią informacji występującą pomiędzy jego uczestnikami. Z regulacji Kodeksu Spółek Handlowych wynika definicja tego typu ryzyka – emisja akcji dochodzi do skutku, gdy w terminie 3 miesięcy od dnia rozpoczęcia subskrypcji inwestorzy zapiszą się na taką liczbę nowych akcji, która w uchwale walnego zgromadzenia o podwyższeniu kapitału zakładowego w drodze emisji akcji została wskazana jako liczba minimalna. W przeciwnym przypadku emisja akcji jest nieskuteczna, a wartość kapitału zakładowego spółki pozostaje na niezmiennym poziomie¹⁷.

Ryzyko nieskutecznej emisji akcji może być także związane z sytuacją, w której inwestorzy dokonają zapisu na minimalną, wymaganą uchwałą liczbę akcji, jednak zgromadzony kapitał będzie niewystarczający w porównaniu do potrzeb finansowych i planów inwestycyjnych przedsiębiorstwa. W takiej sytuacji przedsiębiorstwo będzie zmuszone poszukać dodatkowych źródeł finansowania, które mogą być mniej korzystne z punktu widzenia jego docelowej struktury kapitału.

Podsumowując, emisja akcji zakończy się sukcesem wtedy, gdy inwestorzy obejmą i opłacą wszystkie oferowane przez spółkę akcje, po ustalonej wcześniej cenie, co umożliwi zgromadzenie kapitału we właściwym momencie i w wysokości odpowiadającej potrzebom finansowym i planom inwestycyjnym przedsiębiorstwa.

Realizacja ryzyka nieskutecznej emisji akcji wywołuje liczne negatywne konsekwencje w postaci kosztów bezpośrednich i pośrednich, m.in.: straty finansowe związane z poniesionymi kosztami emisji, obniżenie wiarygodności i prestiżu emitenta, skutkujące niższą wyceną rynkową przedsiębiorstwa i utrudnieniami w pozyskiwaniu kapitału w przyszłości, wyższe koszty kapitału w związku z koniecznością poszukiwania dodatkowych źródeł finansowania, ograniczenie lub przełożenie w czasie planowanych projektów inwestycyjnych prowadzące do obniżenia efektywności i konkurencyjności przedsiębiorstwa.

Świadomość występowania ryzyka nieskutecznej emisji akcji jest niezwykle istotna ze względu na wysokie koszty ponoszone przez przedsiębiorstwo,

¹⁷ Por. art. 438, Kodeks spółek handlowych z dnia 15 września 2000 r. Dz.U. 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.

związane z organizacją procedury emisyjnej, jak również stosunkowo długi czas jej realizacji, skutkujący tym, iż warunki rynkowe w momencie oferty sprzedaży akcji mogą być odmienne od warunków rynkowych aktualnych w momencie podejmowania decyzji (uchwały walnego zgromadzenia) o podwyższeniu kapitału zakładowego w drodze publicznej emisji akcji. W związku z czym, emitenci akcji powinni dążyć do redukcji tego ryzyka.

W Polsce są dostępne różnorodne instrumenty ograniczania ryzyka nieskutecznej emisji akcji, przy czym poszczególne metody różnią się warunkami i kosztami zastosowania oraz poziomem skuteczności¹⁸. W teorii wskazuje się, iż emisja akcji powinna być przeprowadzana wtedy, gdy luka informacyjna pomiędzy przedsiębiorstwem a inwestorami jest najmniejsza, co pozwala pozyskać kapitał w wysokości odpowiadającej potrzebom kapitałowym przedsiębiorstwa przy relatywnie niskim koszcie pozyskiwanego kapitału. Oznacza to, że niezależnie od decyzji przedsiębiorstwa o zastosowaniu wybranych instrumentów redukcji ryzyka, ryzyko nieskutecznej emisji akcji może być skutecznie ograniczane przez odpowiednio prowadzoną politykę informacyjną przedsiębiorstwa, której celem będzie kształtowanie pozytywnego nastawienia inwestorów do oferowanych akcji.

3. Elementy polityki informacyjnej przedsiębiorstwa

3.1. Pojęcie i zakres polityki informacyjnej przedsiębiorstwa

O sukcesie emisji akcji decyduje wiele zróżnicowanych czynników, zarówno wynikających z decyzji przedsiębiorstwa, jak i zupełnie niezależnych, o charakterze zewnętrznym¹⁹. Jednym z czynników wewnętrznych, uwzględniającym jednak regulacje nałożone przez ustawodawstwo oraz instytucje nadzorujące rynek kapitałowy, jest polityka informacyjna przedsiębiorstwa zarówno w zakresie wypełniania obowiązków informacyjnych, jak i ujawnień dobrowolnych (ponadobowiązkowych).

¹⁸ Dostępne metody redukcji ryzyka to: wyłączenie prawa poboru, emisja widelkowa, kapitał docelowy, warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego, umowa o objęcie akcji w trybie subskrypcji prywatnej, umowa o organizację emisji, umowa o submisję. Więcej na temat metod i instrumentów ograniczania ryzyka nieskutecznej emisji akcji w: J. Błach: *Rola emisji akcji w podwyższaniu kapitału własnego przedsiębiorstwa*. W: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*. Red. G. Łukasik. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2007, s.144-153.

¹⁹ Więcej na temat czynników sukcesu emisji akcji w: J. Błach: *Op. cit.*, s. 113-130.

Polityka informacyjna jest jednym z elementów polityki przedsiębiorstwa, obejmującej różne obszary jego działania, m.in.: politykę finansową, politykę personalną, politykę marketingową, politykę w obszarze badań i rozwoju czy w zakresie produkcji²⁰. Na potrzeby niniejszego opracowania polityka informacyjna przedsiębiorstwa będzie definiowana jako kompleksowa koncepcja funkcjonowania i planowania działalności przedsiębiorstwa w obszarze pozyskiwania, gromadzenia i przetwarzania informacji, przygotowywania raportów wewnętrznych i zewnętrznych zawierających informacje niezbędne w procesie podejmowania decyzji gospodarczych, jak również w zakresie przekazywania informacji i komunikowania się zarówno wewnątrz przedsiębiorstwa, jak i w relacjach z otoczeniem. Nowoczesna polityka informacyjna powinna polegać nie tylko na przekazywaniu danych o charakterze historycznym, ale także na odbiorze i analizie sygnałów płynących z otoczenia oraz dostosowaniu przekazywanych komunikatów, tak aby były czytelne dla odbiorców i sprzyjały osiągnięciu zamierzonego celu. Działania prowadzone w ramach polityki informacyjnej przedsiębiorstwa nie mogą być sprzeczne z ogólną koncepcją jego funkcjonowania i powinny wspierać realizację głównego celu przedsiębiorstwa.

Z powyższych rozważań wynika, iż polityka informacyjna przedsiębiorstwa dotyczy różnych aspektów jego działalności, a zadania podejmowane w tym obszarze w związku z funkcjonowaniem przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym stanowią jeden z elementów szerszej koncepcji zarządzania strategicznego. Polityka informacyjna przedsiębiorstwa może być analizowana według różnych kryteriów klasyfikacyjnych. Biorąc pod uwagę zasięg polityki informacyjnej, wyróżnia się obszar komunikacji wewnętrznej (kadra zarządzająca – pracownicy) oraz obszar komunikacji zewnętrznej (przedsiębiorstwo – podmioty otoczenia).

Działania informacyjne przedsiębiorstwa związane z pozyskiwaniem środków na rynku kapitałowym są prowadzone głównie w obszarze komunikacji zewnętrznej, która może być realizowana w ramach relacji inwestorskich²¹. Głównym celem relacji inwestorskich jest kształtowanie takiego wizerunku emitenta, który umożliwi rzetelną wycenę jego wartości i ułatwi pozyskanie kapitału na rynku publicznym.

²⁰ Por. A. Karmańska: *Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej*. Difin, Warszawa 2009, s. 38.

²¹ Relacje inwestorskie (*Investor Relations*, IR) są definiowane jako element zarządzania strategicznego, obejmujący finanse, komunikację, marketing oraz prawo papierów wartościowych, który umożliwia efektywną, dwukierunkową komunikację między przedsiębiorstwem a społecznością inwestorską, w efekcie przyczyniając się do rzetelnej wyceny papierów wartościowych przez rynek. Działania w obszarze IR mogą być realizowane poprzez wydzielony ze struktury przedsiębiorstwa dział relacji inwestorskich lub przez zatrudnioną do tego celu wyspecjalizowaną agencję Public Relations lub Investor Relations. Por. D.A. Niedziółka: *Relacje inwestorskie*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 4. Więcej na ten temat także w: A.M. Krug: *Relacje inwestorskie w nowoczesnej spółce giełdowej*. Poligraf, Brzezia Łąka 2010.

W ramach relacji inwestorskich są realizowane obowiązki informacyjne przedsiębiorstwa, wynikające z regulacji prawnych w zakresie funkcjonowania publicznego rynku kapitałowego oraz działania związane z przekazywaniem informacji dodatkowej, przekraczającej wymagany prawnie zakres. Przy czym obowiązki informacyjne przedsiębiorstwa zmieniają się wraz ze zmianą jego statusu, stąd wyróżnia się wymagania informacyjne w okresie przed upublicznieniem spółki, a następnie po uzyskaniu zgody na wprowadzenie walorów do obrotu publicznego i notowania na rynku giełdowym.

Z kolei w ramach ponadobowiązkowej polityki informacyjnej spółka może stosować różne sposoby komunikacji z otoczeniem, wykorzystując do tego celu komunikację bezpośrednią²² lub pośrednią opartą na teorii sygnalizacji²³.

Polityka informacyjna spółek publicznych²⁴, zgodnie z rekomendacjami Rady Giełdy zawartymi w kodeksie Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW, powinna charakteryzować się przejrzystością i efektywnością, a także być prowadzona przy użyciu zarówno tradycyjnych, jak i nowoczesnych narzędzi oraz technik komunikacji, które zapewnią szybkość, bezpieczeństwo i efektywny dostęp do informacji²⁵. Prowadzona w taki sposób polityka informacyjna przedsiębiorstwa w obszarze komunikowania się z uczestnikami rynku kapitałowego jest podstawą budowy kapitału zaufania do emitenta instrumentów finansowych, w kontekście oceny jego wiarygodności i zdolności do generowania wymaganej stopy zwrotu z inwestycji²⁶. W przypadku emitentów akcji, zaufanie inwestorów opiera się na przekonaniu, że spółka jest zdolna do osiągania takich

²² W ramach prowadzonej polityki informacyjnej przedsiębiorstwo może wykorzystywać zróżnicowane metody i narzędzia komunikacji korporacyjnej – tradycyjne (np. spotkania z inwestorami i analitykami, konferencje inwestorskie, prezentacje i seminaria, informacje prasowe, raporty analityczne, prospekty emisyjne, broszury i biuletyny korporacyjne) oraz nowoczesne (np. strona internetowa spółki, elektroniczne newslettery, telekonferencje i wideokonferencje).

²³ Więcej na temat teorii sygnalizacji w pkt. 3.3.

²⁴ Spółka publiczna to spółka, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepisów Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Por. art. 4, pkt 20 Ustawy o ofercie publicznej ..., op. cit.

²⁵ Część I, pkt 1 kodeksu Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW, załącznik do Uchwały Nr 17/1249/2010 Rady Giełdy z dnia 19 maja 2010 r.

²⁶ Zaufanie jest definiowane jako mechanizm oparty na założeniu, że innych członków danej społeczności cechuje uczciwe i kooperatywne zachowanie, oparte na wspólnie wyznawanych normach (wynikających z tradycji, kultury, religii), dzięki czemu jest możliwa współpraca w trakcie realizacji wspólnych interesów. Zaufanie na rynku kapitałowym może być analizowane w różnych perspektywach i może obejmować: (1) zaufanie do funkcjonowania rynku, (2) zaufanie do uczestników rynku, (3) zaufanie do regulacji i instytucji nadzorujących rynek, (4) wiarę w możliwość zyskownego inwestowania. Więcej: K. Żądło: *Budowa kapitału zaufania*. W: *Zmienność rynków a wartość przedsiębiorstw*. Red. A. Szablewski. Poltext, Warszawa 2010, s. 182 i nast. oraz W.M. Grudzewski, I. K. Hejduk, A. Sankowska, M. Wańtuchowicz: *Sustainability w biznesie czyli przedsiębiorstwo przyszłości. Zmiany paradygmatów i koncepcji zarządzania*. Poltext, Warszawa 2010, s. 56 i nast.

wyników finansowych w przyszłości, które zapewnią wzrost wartości rynkowej akcji i umożliwią wypłatę dywidendy. Jednak o zaufaniu inwestorów do emitenta decydują nie tylko dane finansowe. Istotne znaczenie mają informacje dotyczące osób zaangażowanych w działalność przedsiębiorstwa (założyciele, kadra zarządzająca, członkowie zarządu i rady nadzorczej), informacje określające cel, misję i strategię działania oraz system wartości przedsiębiorstwa czy też informacje na temat przestrzegania zasad ładu korporacyjnego lub społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa.

Informacje przekazywane przez przedsiębiorstwo muszą spełniać określone warunki pod względem jakości i częstotliwości komunikacji²⁷. Oznacza to, że komunikacja nie może być sporadyczna, czyli prowadzona tylko w związku z istotnymi wydarzeniami, np. wyłącznie w okresie przygotowania emisji akcji. Komunikacja przedsiębiorstwa z uczestnikami rynku kapitałowego nie może być również selektywna, tzn. kierowana wyłącznie do wybranych odbiorców, np. inwestorów instytucjonalnych z pominięciem pozostałych grup interesariuszy. Podsumowując, informacje na temat przedsiębiorstwa powinny więc być systematycznie przekazywane do różnych grup uczestników rynku kapitałowego, m.in. do: inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych, analityków finansowych, doradców inwestycyjnych, mediów finansowych i branżowych, instytucji nadzorujących rynek kapitałowy, pracowników, klientów i partnerów biznesowych emitenta. Przy czym sposób komunikowania się z poszczególnymi grupami interesariuszy powinien być dostosowany do oczekiwań odbiorców informacji oraz do potrzeb przedsiębiorstwa.

3.2. Polityka informacyjna spółki publicznej w zakresie regulowanym przepisami prawa

Obowiązki informacyjne spółek publicznych wynikają z aktów prawnych dotyczących rynku kapitałowego, w których określono zakres informacji podlegających upublicznieniu. Przy czym treść i forma obowiązkowo ujawnianych informacji różni się w zależności od etapu przekształcania przedsiębiorstwa w spółkę giełdową. Pierwszy etap obejmuje okres poprzedzający dematerializację akcji i przekształcenie w spółkę publiczną. Drugi etap dotyczy okresu, w którym spółka przechodzi dematerializację akcji i ubiega się o dopuszczenie i wprowadzenie do obrotu giełdowego. Trzeci etap obejmuje okres funkcjonowania spółki w obrocie giełdowym²⁸.

²⁷ Por. K. Żądło: Op. cit., s. 182 i nast.

²⁸ Por. M. Baranowski: *Spółki akcyjne w obrocie giełdowym*. W: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*. Red. G. Łukasik. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2007, s. 172.

Na pierwszym etapie obowiązki informacyjne przedsiębiorstwa, ubiegającego się o status spółki publicznej, dotyczą przede wszystkim sporządzenia przez emitenta i przedstawienia do zatwierdzenia w Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) dokumentu informacyjnego (prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego), przygotowywanego w ściśle określonej formie, według jednolitych zasad obowiązujących w państwach członkowskich Unii Europejskiej²⁹. W prospekcie emisyjnym są prezentowane informacje istotne dla oceny sytuacji gospodarczej, finansowej i majątkowej emitenta oraz jego perspektyw rozwojowych, jak również praw i obowiązków związanych z oferowanymi akcjami³⁰. Prospekt emisyjny jest więc podstawowym dokumentem, na podstawie którego jest przeprowadzana oferta publiczna oraz jest głównym źródłem informacji dla inwestorów. Dlatego istotne jest nie tylko to, aby jego zakres i forma odpowiadała wymogom prawa, ale także to, aby treści zostały przedstawione w sposób czytelny dla inwestorów, zachęcając ich do nabycia akcji.

Po zatwierdzeniu prospektu emisyjnego³¹ obowiązki informacyjne emitenta ulegają zmianie i dotyczą udostępniania informacji o oferowanych akcjach³². Zatwierdzona, ostateczna wersja prospektu zostaje udostępniona do wiadomości publicznej w terminie umożliwiającym zapoznanie się inwestorom z jego treścią, jednak nie później niż w dniu rozpoczęcia subskrypcji akcji³³. Przy czym

²⁹ Ustawa o ofercie publicznej i spółkach publicznych w zakresie zawartości prospektu emisyjnego odwołuje się do rozporządzenia Komisji Wspólnoty Europejskiej nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. w sprawie implementacji dyrektywy 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady odnośnie do informacji zamieszczanych w prospekcie emisyjnym, formy prospektu emisyjnego, zamieszczania informacji przez odwołania, publikacji prospektu emisyjnego oraz rozpowszechniania informacji o charakterze reklamowym.

³⁰ Dyrektywa Komisji o prospekcie określa minimalny zakres wymaganych informacji, jednak emitenci papierów wartościowych sami mogą decydować o dodatkowych danych rozszerzających prezentowane informacje oraz o kolejności przedstawiania informacji i graficznej formie prospektu. Szczegółowe informacje na temat zawartości prospektu emisyjnego i zasad jego sporządzania można znaleźć w: *Droga na giełdę...*, op. cit., s. 187-400.

³¹ KNF wydaje decyzję o zatwierdzeniu prospektu emisyjnego w terminie 20 dni roboczych od dnia złożenia wniosku. Por. art. 31 Ustawy o ofercie publicznej..., op. cit.

³² Por. M. Baranowski: Op. cit., s. 174.

³³ Por. art. 45, ust. 2 Ustawy o ofercie publicznej..., op. cit. Regulacje prawne przewidują kilka sposobów udostępniania prospektu emisyjnego (emitent powinien wybrać co najmniej jeden z nich): (1) zamieszczenie dokumentu informacyjnego w jednej lub kilku gazetach ogólnopolskich; (2) bezpłatne udostępnienie drukowanej wersji prospektu emisyjnego w siedzibie giełdy, w siedzibie emitenta i agenta emisji oraz punktach obsługi klienta instytucji finansowych biorących udział w subskrypcji akcji spółki; (3) publikacja elektronicznej wersji prospektu emisyjnego w Internecie, na stronie internetowej emitenta, giełdy lub podmiotów biorących udział w organizacji procedury emisyjnej.

istotne wydarzenia, mające wpływ na sytuację emitenta, wymagają każdorazowo przeprowadzenia aktualizacji treści prospektu³⁴.

Po rozpoczęciu procedury ubiegania się o dopuszczenie akcji spółki do obrotu giełdowego, obowiązki informacyjne ulegają dalszym modyfikacjom. Spółka publiczna ma obowiązek przekazywania do organów nadzoru informacji poufnych oraz informacji bieżących i okresowych³⁵. Zgodnie z obowiązującymi regulacjami prawnymi, spółki publiczne mają obowiązek niezwłocznie poinformować w pierwszej kolejności instytucje nadzorcze: KNF oraz GPW, a po upływie 20 minut podać do publicznej wiadomości informacje, dotyczące istotnych zdarzeń mogących mieć wpływ na wycenę rynkową akcji³⁶.

Z kolei raporty okresowe (kwartalne i roczne) powinny zawierać: sprawozdania finansowe z działalności spółki³⁷, opisy istotnych zdarzeń oraz stanowiska zarządu, jak również ujawnienia dotyczące znaczących inwestorów czy specjalnych praw przysługujących akcjonariuszom. Dodatkowo, raport

³⁴ Termin ważności prospektu emisyjnego w formie jednolitego dokumentu wynosi 12 miesięcy od daty udostępnienia do publicznej wiadomości. Dokument aktualizujący prospekt powinien być przekazany do KNF niezwłocznie i nie później niż w terminie 24 godzin od momentu zaistnienia zdarzeń lub okoliczności mogących w istotny sposób wpłynąć na ocenę sytuacji finansowej emitenta. Każdy z aneksów wymaga zatwierdzenia przez KNF w terminie 7 dni od daty zgłoszenia. Por. art. 49, ust. 1 i art. 51 Ustawy o ofercie publicznej..., op. cit.

³⁵ Obowiązki informacyjne spółek publicznych, dotyczące rodzaju, zakresu i formy raportów okresowych i bieżących, określa Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz.U. 2009, nr 33, poz. 259), zmienione Rozporządzeniem Ministra Finansów z 6 sierpnia 2009 r. (Dz.U. 2009, nr 131, poz. 1080). W rozporządzeniu zawarto maksymalne terminy przekazywania sprawozdań okresowych. Nieprzestrzeganie przepisów związanych z obowiązkami informacyjnymi prowadzi do powstania odpowiedzialności cywilnej i może stanowić podstawę odpowiedzialności odszkodowawczej w przypadku podjęcia błędnej decyzji inwestycyjnej na skutek naruszenia obowiązków informacyjnych spółek publicznych. Więcej na ten temat w: T. Sójka: *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*. Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2008, s. 140-300.

³⁶ W ramach raportów bieżących spółka powinna więc informować rynek kapitałowy o: zbyciu lub nabyciu aktywów znacznej wartości, utracie w wyniku zdarzenia losowego aktywów o znacznej wartości, zawarciu lub rozwiązaniu umowy o wartości ponad 10% wartości kapitałów własnych spółki, nabyciu lub zbyciu własnych papierów wartościowych, zamiarze połączenia, podziału lub przekształcenia emitenta, wyborze audytora, odwołaniu, powołaniu członka zarządu, rady nadzorczej oraz przyznaniu lub zmianie ratingu na zlecenie emitenta. Por. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych..., op. cit.

³⁷ W 2005 r. Unia Europejska wprowadziła Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) jako jedynie obowiązujące standardy sporządzania sprawozdań finansowych dla spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych. Więcej na ten temat: A. Karmańska: Op. cit. oraz A.M. Krug: Op. cit.

roczny³⁸ powinien zawierać ocenę audytora oraz oświadczenie emitenta o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego.

Raportowanie na temat przestrzegania zasad ładu korporacyjnego (*Corporate Governance*)³⁹ ze względu na jego istotność może stanowić odrębny przedmiot zainteresowania polityki informacyjnej spółek publicznych. Zgodnie z obowiązującymi od 1 lipca 2010 r. regulacjami zawartymi w dokumencie *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*⁴⁰ oraz zapisami wprowadzonymi do Regulaminu Giełdy, spółki giełdowe mają obowiązek niezwłocznego zawiadomienia rynku o ewentualnych naruszeniach dobrych praktyk. Na rynku regulowanym są obowiązkowe wszystkie dobre zasady, a spółki nie mogą wybierać tych, które chcą stosować. Wynika to z faktu, iż dobre praktyki są traktowane przez Radę Giełdy jako wytyczne, które muszą przestrzegać wszystkie notowane spółki⁴¹.

³⁸ Raporty roczne aktualnie przygotowywane przez spółki publiczne zawierają: (1) dane finansowe oraz informacje dotyczące ogólnej sytuacji gospodarczej przedsiębiorstwa, (2) dane ilościowe oraz informacje opisowe, (3) informacje obowiązkowe oraz informacje dodatkowe, (4) dane historyczne uzupełnione o prognozy rozwoju sytuacji przedsiębiorstwa w przyszłości. Więcej na temat raportu rocznego i jego znaczenia w polityce informacyjnej przedsiębiorstwa w: M. Marcinkowska: *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.

³⁹ Ład korporacyjny to zbiór zasad określających sposób i tryb postępowania oraz relacje i podział kompetencji między organami zarządzającymi a właścicielskimi spółki. Celem ładu korporacyjnego jest zapewnienie równowagi pomiędzy interesami wszystkich podmiotów związanych z funkcjonowaniem przedsiębiorstwa. Zasady ładu korporacyjnego obejmują przepisy prawa stanowionego, statuty i wewnętrzne regulaminy przedsiębiorstw, kodeksy etyczne oraz kodeksy *Corporate Governance* opracowywane przez organizacje zajmujące się promocją ładu korporacyjnego w praktyce gospodarczej np. OECD. W Polsce podstawowe regulacje w zakresie nadzoru korporacyjnego są zawarte w Kodeksie Spółek Handlowych, aktach prawnych regulujących funkcjonowanie rynku publicznego oraz w kodeksie *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW* (2010) przyjętym przez Radę Giełdy. Więcej na temat nadzoru korporacyjnego m.in. w: M. Jerzemowska: *Nadzór korporacyjny*. PWE, Warszawa 2002; K. Lis, H. Sterniczek: *Nadzór korporacyjny*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005; T. Kulesza: *Nadzór korporacyjny a zarządzanie spółką kapitałową*. Lexis Nexis, Warszawa 2002; J. Jeżak: *Ład korporacyjny*. C.H. Beck, Warszawa 2010.

⁴⁰ Kodeks *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW* (2010) składa się z czterech części. Część I zawiera rekomendacje o charakterze ogólnym, których naruszenie nie wymaga raportowania. Zasady zawarte w części II, III i IV mają charakter obowiązkowy, a ich naruszenie wymaga niezwłocznego raportowania. Część II dotyczy dobrych praktyk realizowanych przez zarządy spółek giełdowych, część III obejmuje dobre praktyki stosowane przez członków rad nadzorczych, a IV – dobre praktyki stosowane przez akcjonariuszy. Por. *Dobre praktyki...*, op. cit.

⁴¹ W przypadku naruszenia którejkolwiek z obowiązkowych zasad, jednorazowo lub trwale, emitent ma obowiązek opublikować raport, w którym zamieści informacje na temat zasady, która została złamana, przyczyn i okoliczności wystąpienia takiej sytuacji oraz działań podejmowanych w celu redukcji ryzyka niestosowania zasad ładu korporacyjnego w przyszłości. Zastosowano tutaj mechanizm „przestrzegaj lub tłumacz się” (*comply or explain*). Spółka powinna też niezwłocznie poinformować rynek, gdy sytuacja ulegnie zmianie i dana zasada zacznie być przestrzegana. Więcej na ten temat w: *Droga na giełdę...*, op. cit., s. 440-452.

Kodeks dobrych praktyk przygotowano w celu umacniania transparentności spółek publicznych, poprawy jakości komunikacji emitentów z uczestnikami rynku kapitałowego oraz zwiększenia ochrony praw akcjonariuszy, również w tych obszarach, które nie podlegają regulacjom prawnym. Korzyści wynikające ze stosowania dobrych praktyk dotyczą nie tylko inwestorów, ale przede wszystkim emitentów, którzy poprzez wzrost wyceny rynkowej swoich walorów mogą ograniczać koszt pozyskiwanego kapitału własnego⁴².

Podsumowując dotychczasowe rozważania oraz biorąc pod uwagę możliwości pozyskiwania kapitału własnego na rynku publicznym, wypełnianie obowiązków informacyjnych przez przedsiębiorstwo może mieć wpływ na poziom ryzyka nieskutecznej emisji akcji zarówno w przypadku pierwszej emisji publicznej (przygotowanie i publikacja prospektu, spełnienie wymagań związanych z dopuszczeniem do rynku regulowanego), jak i w przypadku kolejnych emisji (przekazywanie raportów bieżących i okresowych, przygotowanie i publikacja kolejnego dokumentu informacyjnego). Przy czym, znaczenie odpowiednio prowadzonej polityki informacyjnej wzrasta w przypadku przygotowywania kolejnej publicznej emisji akcji w warunkach pogorszenia koniunktury na rynku kapitałowym.

3.3. Dobrowolna komunikacja przedsiębiorstwa z otoczeniem

Przedsiębiorstwo w ramach prowadzonej polityki informacyjnej może wykorzystywać różne formy komunikacji pośredniej lub bezpośredniej. Komunikacja pośrednia opiera się na założeniach teorii sygnalizacji⁴³, zgodnie z którą inwestorzy ze względu na lukę informacyjną traktują komunikaty na temat decyzji zarządu odnośnie do poziomu wypłacanej dywidendy, czy w zakresie wyboru źródeł finansowania jako sygnały świadczące o przyszłej sytuacji finansowej

⁴² Badania empiryczne wskazują na pozytywną zależność pomiędzy poziomem asymetrii informacji a łaodem korporacyjnym. Przestrzeganie rygorystycznych zasad ładu korporacyjnego sprzyja redukcji asymetrii informacji, kształtując pozytywne nastawienie inwestorów do przedsiębiorstwa, zwiększając szanse na sukces emisji akcji. Por. F.A. Gul, H. Qiu: *Legal Protection, Corporate Governance and Information Asymmetry in Emerging Markets*. February 2002, (dostęp – baza internetowa: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=298169>) oraz K. Kanagaretnam, G.J. Lobo, D.J. Whalen: *Does Good Corporate Governance Reduce Information Asymmetry Around Quarterly Earnings Announcements?* "Journal of Accounting and Public Policy" 2007, Vol. 26, No. 4, s. 497-522.

⁴³ Pionierskie prace z zakresu teorii sygnalizacji pojawiły się wraz z rozwojem badań nad problemem zjawiska asymetrii informacji, które przeczyły założeniom modelu Millera i Modiglianiego o doskonałości rynków. Prekursorem badań w tym zakresie był Michael Spence, który w 1973 r. opublikował pracę zawierającą fundamentalne założenia teorii sygnalizacji. Por. M. Spence: *Job Market Signalling*. „Quarterly Journal of Economics” 1973, Vol. 87, No. 3, s. 355-374.

przedsiębiorstwa i stosunku kadry zarządzającej do tych prognoz⁴⁴. Wykorzystywanie teorii sygnalizacji do komunikowania się z rynkiem kapitałowym, może być jednak nieefektywne. W związku z czym jest rzadko stosowane w praktyce gospodarczej i powinno być traktowane jako komplementarny, a nie substytucyjny sposób przekazywania informacji wobec komunikacji bezpośredniej⁴⁵.

Prowadząc komunikację bezpośrednią, przedsiębiorstwo zamierzające pozyskać kapitał własny na rynku publicznym (w krótszej lub dłuższej perspektywie czasowej) powinno dokonać rozpoznania kluczowych źródeł informacji wykorzystywanych przez inwestorów w procesie podejmowania decyzji o zakupie akcji, a następnie zadbać o zasilanie tych źródeł w aktualne informacje (poprzez formalne i nieformalne kanały komunikacji), sprzyjające kształtowaniu pozytywnego wizerunku spółki.

Obok prospektów i raportów okresowych i bieżących, będących elementami obowiązkowych ujawnień (które jednak mogą zawierać informacje dodatkowe), inwestorzy chętnie korzystają z artykułów publikowanych w prasie fachowej czy internecie oraz raportów i analiz przygotowywanych przez niezależnych analityków finansowych, doradców inwestycyjnych czy agencje ratingowe. Oznacza to, że w ramach prowadzonej polityki informacyjnej spółki publiczne powinny zadbać o dobre i stałe kontakty z tą grupą uczestników rynku kapitałowego, ze względu na moc jej oddziaływania na decyzje inwestorów. Niezależni analitycy finansowi na podstawie otrzymanych od emitenta danych przeprowadzają ocenę sytuacji finansowej spółki i opłacalności inwestycji w akcje spółki, przekazując potencjalnym inwestorom stosowne rekomendacje. Podobną rolę pełnią kontakty z mediami, które są głównym pośrednikiem w przekazywaniu informacji o emitencie i ofercie akcji do inwestorów, w szczególności inwestorów indywidualnych. Media, pełniąc rolę niezależnego eksperta, przekazują informacje inwestorom, jednocześnie wspierają wiarygodność i budują zaufanie do emitenta, ograniczając ryzyko nieskutecznej emisji akcji.

⁴⁴ Zgodnie z założeniami teorii sygnalizacji, jako pozytywne sygnały, skutkujące wzrostem wartości rynkowej akcji, są traktowane informacje dotyczące zwiększenia wartości wypłacanej dywidendy, wypłaty dywidendy dodatkowej czy realizacji operacji wykupu akcji własnych jako alternatywa dywidendy gotówkowej (wypłata dywidendy wyższej od oczekiwanej). W zakresie wyboru źródeł finansowania jako pozytywne są oceniane informacje na temat zwiększenia zadłużenia przedsiębiorstwa, przy niezmienionej strukturze własności. Negatywnie oceniane i mogące prowadzić do spadku wartości rynkowej akcji są informacje związane z obniżeniem wartości wypłacanej dywidendy oraz podwyższeniem kapitału własnego w drodze emisji akcji skutkującym rozproszeniem i zmianą dotychczasowych ośrodków decyzyjnych w strukturze własności.

⁴⁵ Por. J. Ang, Y. Cheng: *The Endogeneity of Information Asymmetry and Corporate Financing Decisions*. October 2006, s. 7-8, (dostęp – baza internetowa: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=970134>).

W trakcie prowadzenia kampanii promocyjnej, związanej z przygotowywaną emisją akcji na rynku publicznym, istotne jest także komunikowanie się z głównymi partnerami biznesowymi (dostawcami i odbiorcami), ze względu na zmianę pozycji przedsiębiorstwa. Rosnący prestiż i wiarygodność przedsiębiorstwa, wynikające z upublicznienia spółki oraz wzmocnienia jej sytuacji finansowej pozyskanym kapitałem własnym, powinien przekładać się na wzrost pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa, poprawę warunków realizacji dostaw czy łatwiejszy dostęp do źródeł kapitału obcego, w tym kredytu handlowego. Ten aspekt polityki informacyjnej przedsiębiorstwa nie jest więc bezpośrednio związany z redukcją ryzyka nieskutecznej emisji akcji, jednak może w pozytywny sposób wpływać na sytuację finansową emitenta i jego pozycję rynkową.

Osobny problem stanowi komunikacja wewnętrzna dotycząca informowania pracowników przedsiębiorstwa o planowanej emisji akcji i kolejnych etapach upublicznienia spółki. Celem polityki informacyjnej przedsiębiorstwa w tym zakresie jest kształtowanie pozytywnego nastawienia pracowników spółki do prowadzonych działań. Znaczenie tego typu działań wzrasta w sytuacji, w której jedna z transz oferowanych akcji jest skierowana do pracowników przedsiębiorstwa w ramach realizacji programów motywacyjnych. Odpowiednia akcja informacyjna powinna więc zachęcić pracowników do zakupu akcji przedsiębiorstwa, ograniczając ryzyko nieskutecznej emisji akcji.

Kształt polityki informacyjnej przedsiębiorstwa w zakresie informacji ponadobowiązkowej powinien więc wynikać ze szczegółowej analizy kosztów i korzyści związanych z komunikowaniem się przez przedsiębiorstwo z rynkiem kapitałowym. W grupie kosztów należy uwzględnić koszty bezpośrednie związane z przygotowaniem i rozpowszechnieniem publikacji⁴⁶ oraz koszty pośrednie związane z zagrożeniem niewłaściwego wykorzystania tych informacji. Do najważniejszych korzyści zalicza się ograniczenie kosztu kapitału, wzrost wyceny rynkowej akcji, poprawę płynności akcji oraz zwiększenie szans na pozyskanie dodatkowego kapitału w przyszłości.

Podsumowanie

Kształt polityki informacyjnej spółki publicznej wynika z oddziaływania dwóch sił – wewnętrznych decyzji przedsiębiorstwa w zakresie sposobu, metody

⁴⁶ W celu ograniczenia kosztów publikacji przedsiębiorstwo może zdecydować się na wykorzystanie obowiązkowych raportów i dokumentów do przekazywania informacji ponadobowiązkowych.

i zakresu komunikacji z otoczeniem z jednej strony, a z drugiej strony – regulacji prawnych dotyczących metod sporządzania i zakresu sprawozdań finansowych, obowiązków informacyjnych spółek publicznych oraz zasad ładu korporacyjnego. Na kształt polityki informacyjnej przedsiębiorstwa wpływają także powszechnie stosowane zasady komunikowania się z uczestnikami rynku kapitałowego niebędące efektem regulacji prawnych, ale wynikające z przyjętych norm postępowania.

Działania podejmowane w ramach polityki informacyjnej różnią się w zależności od sytuacji przedsiębiorstwa. Inny zakres informacji jest wymagany w przypadku przeprowadzania pierwszej publicznej emisji akcji przez przedsiębiorstwo debiutujące na rynku giełdowym, inny – w przypadku kolejnych emisji, gdy inwestorzy mają możliwość bieżącego analizowania sytuacji finansowej przedsiębiorstwa w związku z notowaniem jego walorów na rynku giełdowym.

Nie bez znaczenia dla polityki informacyjnej przedsiębiorstwa jest także sytuacja na rynku kapitałowym w okresie przygotowywania i realizacji oferty sprzedaży akcji. Duża liczba konkurencyjnych emisji akcji w tym samym czasie wymusza przeprowadzenie rozbudowanej kampanii promocyjnej przyciągającej uwagę inwestorów. O zakresie i sposobie komunikowania się przedsiębiorstwa z otoczeniem rynkowym decyduje również docelowa grupa odbiorców informacji oraz dostępne techniki i narzędzia komunikacji korporacyjnej.

Niezależnie od wymienionych czynników kształtujących politykę informacyjną przedsiębiorstwa, niezmienny pozostaje jej cel – likwidacja asymetrii informacyjnej występującej pomiędzy przedsiębiorstwem a potencjalnymi inwestorami, prowadząca do ograniczenia ryzyka nieskutecznej emisji akcji.

THE INFORMATION POLICY OF PUBLIC COMPANIES IN THE CONTEXT OF THE RISK OF INEFFECTIVE SHARES ISSUE

Summary

The asymmetric information observed on the capital market is one of the main reasons of the risk of ineffective shares issue which affects each company planning to acquire equity capital on the public market. The risk of ineffective shares issue increases in times of economic crisis due to deteriorating conditions on the capital market. Com-

pany planning to issue shares on the public market must be aware of this threat and take actions in order to reduce this risk. There are several methods of risk reduction. One of these is the information policy of the company reducing the information gap between the issuer and the potential investors, enhancing investors to buy the offered shares and in this way – limiting the risk of ineffective shares issue.

The main objective of this paper is to present the most important aspects of the information policy of the company in the context of the ineffective shares issue risk reduction.

Maria Gorczyńska

ZNACZENIE ZARZĄDZANIA GOTÓWKĄ DLA ZACHOWANIA PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ W SYTUACJI KRYZYSOWEJ

Wprowadzenie

Płynność finansowa to zdolność przedsiębiorstwa do osiągnięcia przepływów pieniężnych umożliwiających regulowanie wymagalnych zobowiązań i pokrywanie niespodziewanych wydatków gotówkowych. Definicja ta zakłada wypłacalność krótkoterminową, czyli konieczność posiadania przez przedsiębiorstwo aktywów łatwo zamienialnych na gotówkę oraz rezerw środków pieniężnych i papierów wartościowych. Zarządzanie płynnością finansową to utrzymywanie tych zasobów na optymalnym dla przedsiębiorstwa poziomie¹. Horyzont czasowy rozpatrywania płynności finansowej jest jednak zróżnicowany i zależy od terminów wymagalności zobowiązań. Zarządzający przedsiębiorstwem powinni zwrócić szczególną uwagę, zgodnie z przyjętą definicją, na bieżącą zdolność do regulowania zobowiązań, ponieważ bardzo często staje się ona warunkiem koniecznym do regulowania zobowiązań o dłuższym horyzoncie czasowym.

Zachowanie płynności finansowej w przedsiębiorstwie, przede wszystkim w sytuacji kryzysowej, staje się nadrzędnym celem zarządzania przedsiębiorstwem. Pojawienie się problemów w obszarze płynności finansowej w tej sytuacji może skutkować nieodwracalnymi zakłóceniami w obszarze równowagi

¹ Por. D. Wędzki: *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*. Oficyna Ekonomiczna Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych sp. z o.o., Kraków 2002, s. 33-34.

finansowej przedsiębiorstwa, co może prowadzić nawet do jego upadłości. Zarządzający przedsiębiorstwem podejmując decyzje w zakresie utrzymywania płynności finansowej, powinni wiele uwagi poświęcić analizie posiadanych aktywów obrotowych, a w szczególności możliwości ich upłynniania. Dotyczy to kwestii związanych z:

- poziomem zapasów oraz kosztami upłynniania zapasów,
- poziomem i jakością należności oraz metodami i kosztami ściągania należności,
- poziomem inwestycji krótkoterminowych oraz możliwościami zamiany ich na gotówkę i kosztami z tym związanymi.

Należy podkreślić, iż zarządzanie w tych obszarach wymaga bardzo dużej wiedzy, ponieważ zarówno zbyt wysokie stany płynnych aktywów obrotowych przedsiębiorstwa, jak i zbyt niskie, mogą być przyczyną dodatkowych kosztów przedsiębiorstwa – kosztów utraconych korzyści oraz kosztów transakcyjnych². Kwestia płynności tych zasobów majątkowych wpływa natomiast na możliwość regulowania zobowiązań przedsiębiorstwa w terminach wymagalności.

Celem artykułu jest zwrócenie szczególnej uwagi na problem zarządzania gotówką w aspekcie zachowania płynności finansowej w sytuacji kryzysowej przedsiębiorstwa. Zarządzanie gotówką w wąskim znaczeniu odnosi się do ustalenia jej optymalnego poziomu, który zapewnia utrzymywanie gotówki w przedsiębiorstwie zgodnie z trzema motywami: transakcyjnym, spekulacyjnym i ostrożnościowym³.

Pierwszy z nich jest związany z zapotrzebowaniem na środki pieniężne dla prowadzenia działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. Wielkość zasobów gotówkowych w tym przypadku jest zależna od wielkości produkcji i sprzedaży, czyli od aktywności gospodarczej przedsiębiorstwa, a także koniunktury gospodarczej. Posiadanie pewnej rezerwy gotówkowej wydaje się być konieczne, ponieważ wpływy i wydatki nie są za każdym razem zsynchronizowane. Sytuacja taka nasila się w momencie występowania sytuacji kryzysowej.

Drugim powodem utrzymywania rezerwy gotówkowej w przedsiębiorstwie jest kwestia dysponowania wolnymi zasobami gotówkowymi w celu zainwestowania ich w korzystne przedsięwzięcia (motyw spekulacyjny). Zarządzający

² T. Jewartowski: *Czynniki kształtujące poziom płynnych aktywów w przedsiębiorstwie. Implikacje dla strategii zarządzania ryzykiem oraz polityki dywidendy*. W: *Gospodarowanie majątkiem obrotowym w przedsiębiorstwie*. Red. D. Krzezińska. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2008, s.143.

³ Por. D.R. Emery, J.D. Finnerty, J.D. Stowe: *Corporate Financial Management*. 2nd ed. Pearson/Prentice Hall, Upper Saddle River 2004, s. 685.

przedsiębiorstwem podejmują decyzje co do wielkości utrzymywanych środków pieniężnych na podstawie zmieniającego się poziomu stóp procentowych. Motyw ten jest także związany z kwestią możliwości zakupu elementów składowych zapasów, takich jak surowce i materiały po niższych cenach.

Trzeci motyw utrzymywania środków pieniężnych w przedsiębiorstwie – motyw ostrożnościowy – jest związany z występowaniem nieoczekiwanych zdarzeń, które pociągają za sobą konieczność szybkiego dokonania wydatku pieniężnego. Im mniej przewidywalne są przepływy pieniężne danej firmy, tym wyższe powinny być zasoby gotówkowe, co nabiera szczególnego znaczenia w sytuacji kryzysowej przedsiębiorstwa.

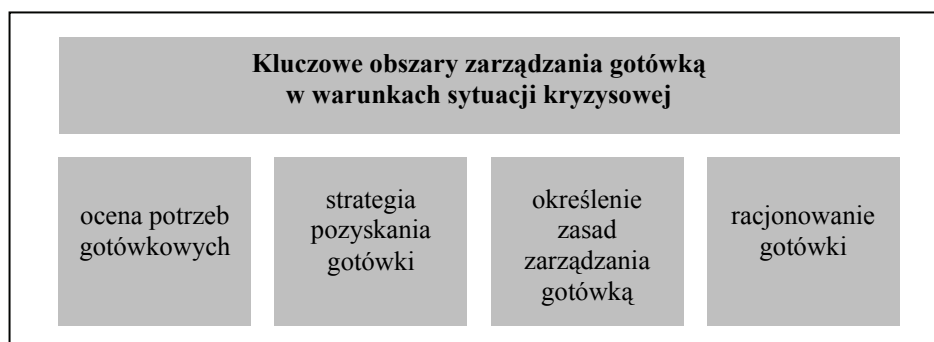
Zarządzanie gotówką w szerszym znaczeniu obejmuje także strategie pozyskiwania gotówki. Ten aspekt jest ściśle powiązany z zarządzaniem należnościami, zapasami, z możliwościami pozyskiwania źródeł finansowania krótkoterminowego oraz kwestią podejmowania nowych inwestycji.

Należy więc stwierdzić, iż posiadanie gotówki w przedsiębiorstwie jest efektem podejmowanych decyzji w dwóch obszarach. Pierwszy dotyczy kształtowania zasobów gotówkowych w wyniku prowadzonej działalności gospodarczej, a drugi jest związany z zarządzaniem poszczególnymi aktywami przedsiębiorstwa. Te dwa aspekty są ściśle powiązane z zachowaniem płynności finansowej przedsiębiorstwa.

1. Charakterystyka zarządzania gotówką w sytuacji kryzysowej przedsiębiorstwa

W warunkach wystąpienia sytuacji kryzysowej przedsiębiorstwo powinno automatycznie przystąpić do organizacji restrukturyzacji finansowej w zakresie zapewnienia wystarczającej ilości gotówki. W warunkach kryzysu palącego zarządzanie gotówką staje się najważniejszym działaniem, bez którego przedsiębiorstwo nie będzie w stanie podjąć innych działań restrukturyzacyjnych. W szczególności, uwaga zarządu powinna koncentrować się na kilku głównych obszarach, które przedstawiono na rysunku 1⁴.

⁴ S. Slatter, D. Lovett: *Restrukturyzacja firmy. Zarządzanie przedsiębiorstwem w sytuacjach kryzysowych*. WIG-Press, Warszawa 2001, s. 113.



Rys. 1. Zarządzanie gotówką w warunkach sytuacji kryzysowej

Ocena potrzeb gotówkowych wymaga przygotowania szczegółowego prognozowania wydatków gotówkowych w krótkim terminie. Prognozowanie wpływów i wydatków gotówkowych może przyjąć formę planu finansowego, najczęściej określanego mianem planu kasowego lub preliminarza gotówkowego. Preliminarz gotówkowy może być sporządzany jako preliminarz gotówki dziennej lub tygodniowej. Horyzont czasowy sporządzania takiego planu może także obejmować okresy dłuższe, np. miesięczne. Plan ten składa się z trzech części. Pierwsza z nich obejmuje realizację należności i regulowanie zobowiązań przedsiębiorstwa, czyli wszystkie wpływy i wydatki firmy. Preliminarz obejmuje więc wszystkie przychody gotówkowe oraz wszystkie wydatki z wyjątkiem wydatków, które nie wymagają wypłaty gotówki (np. amortyzacja). Druga część obejmuje ustalenie salda środków pieniężnych wynikających z przepływów finansowych. Z kolei trzecia część obejmuje ustalenie źródeł finansowania niedoborów gotówki lub wskazanie możliwości lokowania wolnych środków pieniężnych w przedsiębiorstwie. Plan ten może być bardziej rozbudowany tam, gdzie są uwzględniane poszczególne wpływy i wydatki; przyjmuje wówczas postać analityczną; może być również bardziej syntetyczny, tzn. obejmować całe grupy wpływów, wydatków firmy⁵.

Planowanie obrotu gotówką wymaga bardzo dokładnych informacji na temat przyszłych operacji finansowych przedsiębiorstwa i dlatego pracownik odpowiedzialny za zbieranie niezbędnych danych musi aktywnie współpracować

⁵ Szerzej na temat idei i zasad konstrukcji preliminarza obrotów gotówkowych zobacz: E.F. Brigham, J.F. Houston: *Fundamentals of Financial Management*. 12th ed. South-Western Cengage Learning, Australia 2009, s. 498-501; A.C. Shapiro, S.D. Ballbier: *Modern Corporate Finance. A Multidisciplinary Approach to Value Creation*. Prentice Hall, Upper Saddle River 2000, s. 79-83; J.B. Vinturella, S.M. Erickson: *Raising Entrepreneurial Capital*. Elsevier Butterworth-Heinemann, Amsterdam 2004, s. 317-320; L.J. Gitman, J. Madura: *Introduction to Finance*. Addison-Wesley, Boston 2001, s. 425-432.

z innymi działami, jeśli proces planowania ma być skuteczny. Zaleca się, by prognozowanie wpływów i wypływów gotówki było oparte wyłącznie na płatnościach w pełni udokumentowanych⁶. Źródła finansowania krótkoterminowego należy dokładnie przypisać do podmiotu, który udostępnił to finansowanie, aby można było ustalić, czy w danej instytucji finansującej jest jeszcze możliwe renegotjowanie terminów spłaty zadłużenia. Jeżeli w planowaniu gotówki uwzględniane będą wpływy z przychodów ze sprzedaży prognozowanej, należy wziąć pod uwagę realistyczny lub pesymistyczny wariant kształtowania się przychodów ze sprzedaży. Podobną taktykę należy przyjąć względem wszelkich innych prognozowanych wielkości, bowiem w interesie przedsiębiorstwa leży poważne traktowanie zaistniałej sytuacji. Tworzenie preliminarza gotówkowego zmniejsza więc ryzyko utraty płynności finansowej poprzez świadome i racjonalne gospodarowanie środkami pieniężnymi, szczególnie w sytuacji kryzysowej⁷.

Kolejnym obszarem, na którym muszą skupić się zarządzający to strategia pozyskiwania gotówki. Opierając się na urealnionych planach wpływów i wypływów gotówki opracowanych w ramach oceny potrzeb gotówkowych, przedsiębiorstwo może zastanowić się nad działaniami, które pozwolą poprawić przepływy pieniężne. Działania takie powinny przyjąć formę planu, wyraźnie określającego kolejne kroki postępowania, z uwzględnieniem wariantów postępowania w każdym z możliwych scenariuszy rozwoju sytuacji. Przygotowanie takiej strategii działania wymaga w miarę dokładnego oszacowania możliwych korzyści i kosztów z nimi związanych. Zidentyfikowanie, rozpoznanie, zweryfikowanie wszystkich dostępnych strategii pozwala odpowiednio je uszeregować według stopnia ważności. Dopiero na tej podstawie można uszczegółowić prognozę przepływów gotówkowych o efekt możliwych strategii działania i podejmowanych w jej ramach inicjatyw.

Po opracowaniu strategii pozyskania gotówki i urealnieniu budżetu gotówkowego, przedsiębiorstwo powinno podjąć działania zapewniające przestrzeganie wypracowanych zaleceń. Dbając o efektywność podjętych działań, jest wymagane jasne sprecyzowanie zasad zarządzania gotówką, a w szczególności:

- a) zastosowania silnej kontroli gotówkowej,
- b) wyznaczenia osób odpowiedzialnych za zarządzanie gotówką,
- c) wprowadzenia systemu przygotowywania regularnych prognoz i sprawozdań⁸.

⁶ S. Slatter, D. Lovett: *Restrukturyzacja firmy...*, op. cit., s. 114.

⁷ M. Sierpińska, T. Jachna: *Metody podejmowania decyzji finansowych, analiza przykładów i przypadków*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 211.

⁸ S. Slatter, D. Lovett: *Restrukturyzacja firmy...*, op. cit., s. 116

Ostateczna postać systemu kontroli gotówki jest zależna od rozmiaru i skali działania przedsiębiorstwa. W każdym wypadku jednak w warunkach sytuacji kryzysowej powinna istnieć możliwość ścisłej, codziennej kontroli wypełniania uprzednio sformułowanych zaleceń i ewentualnych odchyleń od przyjętego planu. W małych i średnich przedsiębiorstwach jest możliwe scentralizowanie działań w zakresie zarządzania gotówką, natomiast w przedsiębiorstwach dużych, w szczególności działających globalnie, jest konieczna implementacja systemów zhierarchizowanych. W tej sytuacji dla prawidłowego zarządzania gotówką może być zastosowany tzw. *cash pooling*⁹. Wdrożenie tej metody przede wszystkim pozwala na uzyskanie korzyści odsetkowych oraz na zsynchronizowanie planowania finansowego, a także poprawia płynność finansową grupy kapitałowej. Jest to metoda optymalizacji wykorzystania zasobów gotówkowych, będących w dyspozycji poszczególnych przedsiębiorstw, które należą do grupy kapitałowej¹⁰. W takim przypadku przedsiębiorstwo powinno dokonać centralizacji działań w zakresie wydatkowania gotówki oraz dokładnie przypisać prawa do autoryzacji dokonywanych płatności. Ogół podejmowanych działań powinien prowadzić do pełnej spójności kontroli gotówki z krótkoterminową prognozą przepływu środków pieniężnych.

Kolejnym istotnym elementem wdrażania nadzwyczajnych zasad kontroli gotówki jest dbałość o kompetencje osób, którym powierzy się zadanie czuwania nad przepływami środków pieniężnych. Osoby takie powinny ponadto być świadome swojej roli i rangi zadań, jakie im powierzono w kontekście oddziaływania sytuacji kryzysowej, w której znalazło się przedsiębiorstwo.

Wdrażanie nadzwyczajnych zasad kontroli gotówki wymaga również wdrożenia systemu planowania i raportowania stanów gotówki, niezależnie od preliminarza gotówkowego¹¹. Raporty powinny przedstawiać aktualną sytuację i być przygotowane w taki sposób, by było możliwe porównanie informacji w nich ujętych z informacjami w preliminarzu. Istotne odchylenia mogą pojawiać się w początkowej fazie podjętych działań i zawsze powinny zostać znalezione ich przyczyny. Sprecyzowanie przyczyn pozwala automatycznie na urealnienie posiadanych zasobów gotówkowych, co z kolei wpływa na ustalenie stanu płynności finansowej.

⁹ Szerzej na temat *cash pooling*: M. Dąbrowska: *Usługa cash pool – efektywne zarządzanie wspólną płynnością finansową w grupie kapitałowej*. W: *Aktywne zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa*. Red. K. Kreczmańska-Gigol. Difin, Warszawa 2010, s. 133-144 oraz P. Russel: *Cash pooling jako metoda zarządzania płynnością finansową*. W: *Podstawy zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa*. Red. T. Cicirko. SGH, Warszawa 2010, s. 195-202.

¹⁰ Polskie przedsiębiorstwa będące w grupach kapitałowych w latach 2008 i 2009 bardzo chętnie wykorzystywały *cash pooling*, co wynikało z kryzysu finansowego, a przez to utrudnionego dostępu do kredytów bankowych; M. Dąbrowska: *Usługa cash pool...*, op. cit., s. 143.

¹¹ S. Slatter, D. Lovett: *Restrukturyzacja firmy...*, op. cit., s. 117.

Racjonowanie gotówki jest szczególnie istotne w przedsiębiorstwach funkcjonujących jako grupy kapitałowe oraz przedsiębiorstwach wielozakładowych. Istotną przesłanką racjonowania gotówki jest niemożność wprowadzenia centralizacji działań (ze względów praktycznych). Wówczas racjonowanie staje się narzędziem umożliwiającym odgórną kontrolę realizacji przyjętych założeń.

Racjonowanie gotówki można uznać za efektywne, jeżeli na szczeblu centralnym wdroży się mechanizm autoryzowania płatności uwzględnionych w prognozie, a w razie wystąpienia deficytu wpływów gotówkowych w porównaniu z prognozą, wartość autoryzowanych wydatków gotówkowych zostanie automatycznie zmniejszona. System powinien uwzględniać istnienie pewnej rezerwy gotówki na poziomie każdej kontrolowanej jednostki na nieprzewidziane wydatki. Taka sytuacja będzie sprzyjała prawidłowemu regulowaniu zobowiązań poszczególnych jednostek.

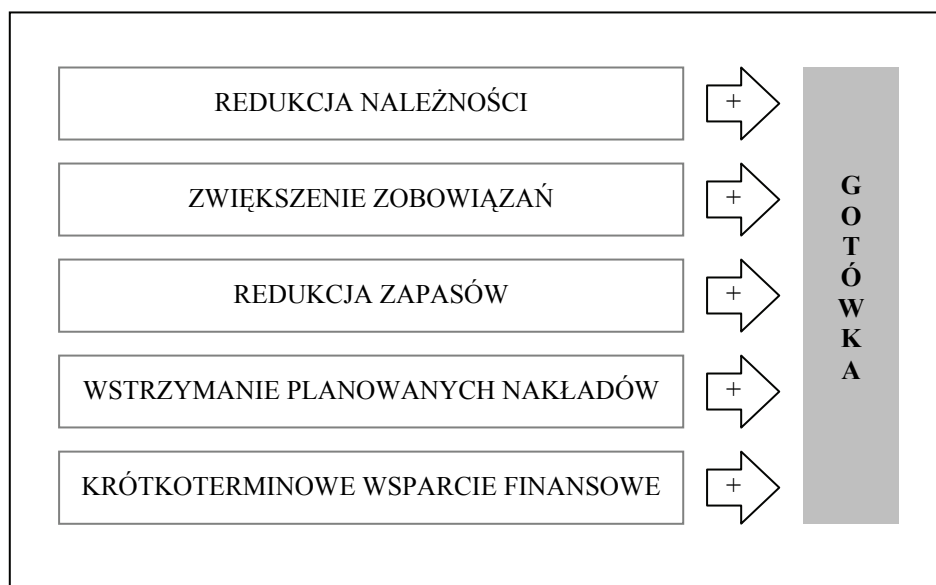
Wszystkie przedstawione wyżej działania w zakresie krótkoterminowego zarządzania gotówką w sytuacji kryzysowej, muszą być spójne. Tylko wówczas bowiem występuje możliwość zażegnania problemów wynikających z zachowania terminów regulowania zobowiązań bieżących.

2. Aspekty krótkoterminowego zwiększenia poziomu gotówki w sytuacji kryzysowej przedsiębiorstwa

Omówiony wyżej proces krótkoterminowego zarządzania gotówką prowadzi do ujawnienia bieżącego lub zagrażającego w najbliższym czasie deficytu pomiędzy potrzebami gotówkowymi a wpływami gotówki. Sytuacja taka może automatycznie wskazać na problem zachowania płynności finansowej. Wtedy przedsiębiorstwo powinno rozważyć wszelkie możliwe rozwiązania, pozwalające zwiększyć wpływy gotówki, a co za tym idzie poprawić poziom płynności finansowej.

Z punktu widzenia zarządzania majątkiem i kapitałem obrotowym, przedsiębiorstwo może tutaj wykorzystać kilka technik zarządczych, które zestawiono na rysunku 2¹².

¹² Przedsiębiorstwo może wykorzystać również inne techniki pozyskania gotówki, takie jak deinvestycje, jednak nie są to strategie krótkoterminowe. Por. S. Slatter, D. Lovett: *Restrukturyzacja firmy...*, op. cit., s. 118.



Rys. 2. Źródła pozyskania gotówki w sytuacji kryzysowej

Decyzje dotyczące udzielania odroczenia terminu zapłaty, jak i wydłużanie tych terminów, są ściśle powiązane z problemami utrzymania płynności finansowej przedsiębiorstwa. Zarządzający zdają sobie sprawę, że pozyskanie nowych klientów i utrzymanie dotychczasowych jest uzależnione od terminów zapłaty za sprzedane towary i usługi. Z kolei możliwości uregulowania zobowiązań własnych przedsiębiorstwa dawcy odroczonego terminu są limitowane terminami płatności odbiorców¹³. Dlatego też przedsiębiorstwo może poprawić wpływ gotówkowe skrupulatniej zarządzając należnościami. Przedsiębiorstwo powinno rozpocząć restrukturyzację finansową od windykacji zaległych należności. Występowanie należności przeterminowanych i wątpliwych jest częstym problemem, prowadzącym do zagrożenia płynności finansowej. W szczególności uzasadnione jest powołanie w przedsiębiorstwie specjalnego zespołu, który w ramach windykacji należności będzie rozstrzygał spory, ustalał nowe terminy płatności oraz odzyskiwał należności. Jednocześnie powinno się opracować procedury zapobiegające ponownym trudnościom w tej sferze. Ponadto przedsiębiorstwo powinno wykorzystać wszelkie dostępne możliwości zmniejszenia rotacji należności, wykorzystując techniki właściwe dla tego obszaru zarządczego

¹³ Por. E. Adamowicz: *Uwarunkowania zarządzania należnościami w przedsiębiorstwach transportowych*. Red. E. Urbańczyk. Kreos, Szczecin 2004, s. 800.

(np. sterowanie opustami – warunkami płatności, faktoring)¹⁴. Zmiana koncepcji polityki kredytowej w sytuacji kryzysowej jest bezwzględnie konieczna, ponieważ niedostosowanie warunków kredytowania do sytuacji podmiotu gospodarczego jest podstawową przesłanką do zachwiania płynności finansowej w przypadku braku możliwości ściągnięcia należności od podmiotów gospodarczych.

Kolejnym aspektem pozyskania środków finansowych dla poprawy sytuacji przedsiębiorstwa w kontekście płynności finansowej jest kwestia wydłużenia terminów płatności zobowiązań oraz pozyskanie kolejnych odroczonej terminów płatności. W ten sposób przedsiębiorstwo może także poprawić dyspozycyjność gotówkową. Jest to technika trudna do wdrożenia, gdyż wydłużanie terminów płatności może być negatywnie postrzegane przez partnerów rynkowych. Możliwe jest podjęcie renegotiacji wcześniej uzgodnionych terminów płatności, a w razie rozstrzygnięć korzystnych dla przedsiębiorstwa konieczne jest rygorystyczne przestrzeganie nowych uzgodnień. Zalecana jest również strukturyzacja dostawców pod kątem warunków współpracy z nimi, by wyłonić tych, z którymi można podjąć negocjacje. Przedsiębiorstwo może także weryfikować uzgodnienia z dostawcami pod kątem jednoznaczności zapisów i w razie braku klarownych rozstrzygnięć proponować ich doprecyzowanie, dążąc jednocześnie do wydłużenia przyszłych terminów płatności. Z punktu widzenia organizacji regulowania zobowiązań, warto prześledzić stosowane procedury regulowania zobowiązań. Może bowiem okazać się, że przedsiębiorstwo płaci swoje zobowiązania z niepotrzebnym wyprzedzeniem, co w sytuacji napięć płatniczych nie powinno występować. Sytuacja taka automatycznie wydłuża cykl konwersji gotówki, co jest niekorzystnym zjawiskiem w sytuacji kryzysowej przedsiębiorstwa. Należy jednak podkreślić, iż podejmowanie kroków w celu wydłużenia terminów zapłaty wiąże się z możliwością powstania dodatkowych kosztów. Zarządzający firmą powinni więc na bieżąco kalkulować opłacalność podejmowanych działań, bo co prawda sytuacja wydłużenia terminów płatności szczególnie w sytuacji kryzysowej poprawi poziom płynności, ale może też być przyczyną narastającej wartości zobowiązań, które w dłuższym okresie utrzymywania się sytuacji kryzysowej staną się niemożliwe do spłacenia.

Kolejnym aspektem jest odpowiednie zarządzanie zapasami, które również może stać się źródłem gotówki w przedsiębiorstwie, głównie poprzez jej uwolnienie. W warunkach sytuacji kryzysowej jest uzasadniona weryfikacja stanu zapasów z uwagi na zapasy przestarzałe technologicznie lub wykazujące nie-

¹⁴ Szerzej na temat optymalizacji systemów opustów, racjonalności pozostałych instrumentów polityki kredytowej, takiej jak warunków płatności, limitu kredytów zabezpieczeń w D. Wędzki: *Teoria zintegrowanego zarządzania kredytem handlowym w przedsiębiorstwie*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2000, s. 99-139.

wielką dynamikę sprzedaży. Ten rodzaj działań z pewnością spowoduje pogorszenie wyników działalności. Należy przyjąć odpowiednie strategie działań w zakresie wyprzedaży zarówno zbędnych surowców i materiałów, jak i wyrobów gotowych oraz rozważyć udział wyspecjalizowanych podmiotów w takich przedsięwzięciach (np. firm organizujących aukcje i wyprzedaże). W odniesieniu do usprawnienia działań bieżących warto rozważyć sposób zarządzania łańcuchem dostaw. Ta kwestia poprawiająca zasoby rezerw gotówkowych niesie za sobą ryzyko powstania dodatkowych kosztów, które należy porównać z innymi źródłami pozyskania środków pieniężnych przez przedsiębiorstwo.

Należy także podkreślić, iż w warunkach rozwoju sytuacji kryzysowej w związku z pojawieniem się napięć płatniczych, restrukturyzacja finansowa powinna uwzględnić także przegląd wszystkich nakładów inwestycyjnych i innych wydatków, by wyłonić te, których nie trzeba koniecznie ponosić¹⁵. Technika ta dotyczy również zawieszania wszelkich innych wydatków, np. finansowania kampanii reklamowej czy szkoleń, a także dążenia do obniżki wszelkich kosztów stałych (np. wynagrodzeń). Warto pamiętać, że strategie obniżki kosztów przynoszą efekty po upływie pewnego czasu. Polityka bieżącego inwestowania w sytuacji kryzysowej powinna ograniczać się tylko do minimum niezbędnego funkcjonowania firmy na rynku. Kumulowanie kolejnych wydatków inwestycyjnych nie tylko zmniejsza poziom gotówki w przedsiębiorstwie, ale także może powodować powstanie kolejnych zobowiązań, co oczywiście będzie miało wpływ na dalsze zmniejszenie płynności finansowej i konieczność podejmowania coraz bardziej restrykcyjnych działań w obszarze zarówno kredytowania odbiorców, jak i sterowania poziomem zapasów w przedsiębiorstwie. W konsekwencji może wywrzeć wpływ na poziom sprzedaży w przedsiębiorstwie.

Powyższe kwestie zwiększenia poziomu gotówki w przedsiębiorstwie w celu poprawy płynności finansowej w sytuacji kryzysu mogą stać się mało efektywne. Jeżeli po wdrożeniu omówionych wyżej działań, związanych z wewnętrznym pozyskiwaniem gotówki, przedsiębiorstwo nie jest w stanie przetrwać bez dodatkowych funduszy, konieczne jest aplikowanie o fundusze zewnętrzne. Pozyskanie kapitału pożyczkowego przez przedsiębiorstwa borykające się z napięciami płatniczymi jest trudne. Najczęściej dawcy kapitału obcego nie są zainteresowani współpracą z takim przedsiębiorstwem z powodu wysokiego ryzyka kredytowego. A nawet jeśli decydują się na zaoferowanie wsparcia finansowego dla przedsiębiorstwa, to takie źródło finansowania staje się bardzo kosztowne i często wymagające bardzo solidnych zabezpieczeń jego spłaty. Należy jednak podkreślić, iż uzyskanie w ten sposób zasobów gotówkowych nie pozostaje bez

¹⁵ S. Slatter, D. Lovett: *Restrukturyzacja firmy...*, op. cit., s. 123.

znaczenia na poziom płynności finansowej. Przedsiębiorstwo w tej sytuacji może także zwrócić się o wsparcie finansowe do inwestorów (dawców kapitału własnego) i głównych partnerów rynkowych. Bardzo istotne jest tutaj komunikowanie zamierzeń, które powinno dążyć do przekonania dawców dodatkowego kapitału o słuszności podejmowanych działań restrukturyzacyjnych i w możliwie największym stopniu urealniać ich efekty.

Podsumowanie

Problem właściwego zarządzania gotówką staje się w warunkach sytuacji kryzysowej istotnym problemem zarządzania krótkoterminowego. Do momentu wystąpienia sytuacji kryzysowej przedsiębiorstwa często nie przykładają aż takiej uwagi do monitorowania poziomu gotówki, tym bardziej do zabezpieczenia płynności finansowej poprzez prawidłowe zarządzanie gotówką.

Wystąpienie sytuacji kryzysowej całkowicie zmienia pogląd przedsiębiorstwa na ten element zarządzania krótkoterminowego, a tym samym kwestię utrzymywania płynności finansowej. Filozofia myślenia zarządu zmienia się i na pierwszy plan wysuwa się kwestia zachowania płynności na drodze oszczędzania oraz pozyskiwania gotówki. Problem jest o tyle ważniejszy, że często kryzys pojawia się w przedsiębiorstwie niespodziewanie i może bardzo szybko popsuć nastroje różnych grup interesu względem przedsiębiorstwa. Taki stan rzeczy zwiększa oczywiście zakres problemów zarządczych i nie stwarza warunków do stabilizacji działalności.

Przedstawione aspekty zarządzania gotówką umożliwiają przedsiębiorstwu poprawę płynności finansowej, co ma znaczenie zwłaszcza w sytuacji kryzysowej przedsiębiorstwa. Szczególne zwrócenie uwagi na ocenę potrzeb gotówkowych przedsiębiorstwa, strategię bieżącego pozyskiwania środków pieniężnych, tworzenie zasad zarządzania gotówką oraz racjonowanie gotówki staje się podstawową kwestią dla utrzymywania pożądanego poziomu płynności finansowej w sytuacji kryzysowej przedsiębiorstwa. Sytuacja taka wymaga oczywiście także bieżącego sterowania poszczególnymi elementami cyklu konwersji gotówki, takimi jak należności, zobowiązania oraz zapasy. Poziom należności wiąże się ściśle z polityką kredytową prowadzoną przez podmiot gospodarczy, a poziom zobowiązań bieżących z polityką kredytową, jaka jest prowadzona przez kontrahentów w stosunku do przedsiębiorstwa. W sytuacji kryzysowej przedsiębiorstwa jest bezwzględnie wymagana zmiana polityki kredytowej, która będzie dopasowana do zaistniałej sytuacji, jak i konieczność bieżącej weryfikacji stanu już

powstałych należności. W sytuacji kryzysowej przedsiębiorstwo dla utrzymania płynności finansowej może być zmuszone do wynegocjowania wydłużonych terminów płatności.

Przedsiębiorstwa znajdujące się w sytuacji kryzysowej nie są w stanie utrzymać pełnej zgodności pomiędzy otrzymywaniem należności a terminami spłaty zobowiązań bieżących, dlatego też potrzebują rezerw środków pieniężnych. Dla utrzymania płynności finansowej jest wymagane także upłynnianie zapasów dla powstania rezerwy środków pieniężnych, jak i zmniejszenie inwestycji bieżących do minimalnego poziomu niezbędnego dla funkcjonowania przedsiębiorstwa. Sytuacja taka pozwoli przede wszystkim na zachowanie posiadanej gotówki, jak i na niepowstawanie kolejnych zobowiązań, które będą miały wpływ na płynność finansową przedsiębiorstwa. Należy więc stwierdzić, iż prawidłowe zarządzanie gotówką w sytuacji kryzysowej przedsiębiorstwa może mieć kluczowy wpływ na zachowanie płynności finansowej.

THE IMPORTANCE OF CASH MANAGEMENT FOR LIQUIDITY MAINTENANCE IN TERMS OF CRISIS

Summary

Cash becomes a core asset if the company faces a crisis leading to liquidity problems. The paper discusses the possible activities the company should undertake while managing cash with regard to liquidity. Such activities involve the assessment of cash needs, defining strategies of acquiring cash, defining the rules of cash management and implementation of cash rationing. Also, the paper revises the tasks and consequences of the possible cash acquiring techniques covering reduction of receivables and inventories, increase in current liabilities, postponement of investment and short-term financial support. The problems raised in the paper were discussed with regard to the impact of crisis which implies a higher degree of strictness within each of the discussed cash management issues.

Monika Wieczorek-Kosmala

PROSPEKTYWNE I RETROSPEKTYWNE FINANSOWANIE RYZYKA A ESKALACJA KRYZYSU W PRZEDSIĘBIORSTWIE

Wprowadzenie

W rozważaniach dotyczących przyczyn pojawienia się kryzysu w działalności przedsiębiorstwa wskazuje się na wiele różnorodnych jego źródeł o charakterze endogenicznym i egzogenicznym. Wymienia się zarówno błędy w sferze zarządzania przedsiębiorstwem, oddziaływanie czynników makroekonomicznych, niekorzystne zmiany na rynku, jak też czynniki o charakterze losowym¹. Tak pojmowane źródła kryzysu w pełni odpowiadają źródłom ryzyka w działaniu, zatem jest uzasadnione stwierdzenie, że kryzys przedsiębiorstwa może mieć swoje źródło w zrealizowaniu się ryzyka, w szczególności takiego, które wywołuje ujemne skutki². Wystąpienie ryzyka jest czynnikiem sprawczym kryzysu i zapoczątkowuje jego eskalację. Tempo eskalacji kryzysu jest zależne od rozległości skutków ryzyka, co więcej – może się wzmacniać, jeżeli reakcje (działania) przedsiębiorstwa podejmowane w związku ze zrealizowaniem się ryzyka, będą niewłaściwe bądź podjęte z opóźnieniem. W tym kontekście nabiera znaczenia problem finansowania ryzyka, co odbywa się poprzez zastosowanie odpowiednich metod pozwalających na niwelowanie jego ujemnych skutków.

¹ Listę takich czynników w podziale na wewnętrzne i zewnętrzne zaprezentowano m.in. w: A. Zelek: *Zarządzanie kryzysem w przedsiębiorstwie. Perspektywa strategiczna*. ORGMASZ, Warszawa 2003, s. 52; R. Kowalak: *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa w badaniu zagrożenia upadłością*. ODDK, Gdańsk 2008, s. 33.

² Współcześnie coraz częściej zwraca się uwagę na to, że ryzyko wywołuje zarówno pozytywne, jak i negatywne skutki, a zarządzanie ryzykiem powinno uwzględniać tę dwoistą naturę ryzyka. Por. np.: A. Damodaran: *Ryzyko strategiczne. Podstawy zarządzania ryzykiem*. Wharton School Publishing, Akademia Leona Koźmińskiego, Warszawa 2009, s. 31.

Celem niniejszego artykułu jest uzasadnienie tezy, że implementacja metod finansowania ryzyka wpływa na eskalację kryzysu w przedsiębiorstwie, który może pojawić się na skutek zrealizowania się ryzyka. Kierunek i natężenie tego wpływu ma natomiast związek z rodzajem metod finansowania ryzyka, które zostaną zastosowane. Uzasadnienie powyższej tezy wymaga osadzenia rozważań w odniesieniu do podziału metod finansowania ryzyka na prospektywne i retrospektywne. Należy przy tym zaznaczyć, że artykuł prezentuje poglądy, które nie mają charakteru rozstrzygnięć ostatecznych i stanowią jedynie przyczynek do podjęcia dyskusji dotyczącej właściwej klasyfikacji metod finansowania ryzyka w obliczu współczesnych kierunków ich ewolucji.

1. Metody finansowania ryzyka w ujęciu funkcjonalnym i rodzajowym

W dyscyplinie zarządzania ryzykiem podkreśla się rangę identyfikacji ryzyka w działaniu, która odnosi się do rozpoznania ryzyka w kontekście jego częstotliwości i dotkliwości. Umiejętna identyfikacja ryzyka umożliwia przedsiębiorstwu konstruowanie programu działań wobec ryzyka. Działania te przyjmują postać aplikacji określonych metod zarządzania ryzykiem³ oddziałujących bądź na przyczynę, bądź też na skutek ryzyka. W tradycyjnym ujęciu ogół metod zarządzania ryzykiem dzieli się na metody kontroli ryzyka i metody finansowania ryzyka. Metody kontroli ryzyka pozwalają zmniejszyć częstość i dotkliwość ryzyka, dlatego bywają nazywane metodami redukcji ryzyka. Do tej grupy metod należą prewencja (zapobieganie) oraz represja (tłumienie).

Metody finansowania ryzyka zapewniają dopływ środków finansowych na pokrycie ujemnych skutków ryzyka. Metody te są komplementarne względem metod kontroli ryzyka, ponieważ nie można założyć, że dzięki implementacji prewencji i represji jest możliwe całkowite wyeliminowanie ujemnych skutków ryzyka. Z punktu widzenia finansów przedsiębiorstwa, wystąpienie ryzyka powoduje zakłócenia w przepływie środków finansowych. Skala i kierunek tych zakłóceń są uzależnione od rodzaju ryzyka⁴. O ujemnych skutkach ryzyka nale-

³ Należy zwrócić uwagę, iż w literaturze podejmującej zagadnienia z zakresu zarządzania ryzykiem używa się zamiennie określeń „instrumenty” i „metody” zarządzania bądź manipulowania ryzykiem. W niniejszym artykule używa się określenia „metody” z racji przekonania, że jest to lepsze określenie w obliczu postępującej współcześnie ewolucji możliwych rozwiązań, głównie w zakresie wzrostu ich złożoności.

⁴ Wychodząc naprzeciw współczesnemu postrzeganiu ryzyka (a więc że jest to szansa i zagrożenie) każde z tych odchyłeń (in plus, in minus) powoduje zakłócenia w przepływach środków pieniężnych względem przepływów planowanych.

ży mówić w szczególności w takich sytuacjach, gdy przedsiębiorstwo staje w obliczu konieczności pokrycia dodatkowych nakładów bądź też nie uda mu się uzyskać oczekiwanych wpływów.

Na tym gruncie można stwierdzić, że podstawowa funkcja, jaką pełnią metody finansowania ryzyka, dotyczy niwelowania zakłóceń w przepływie środków pieniężnych, powstałych na skutek wystąpienia ryzyka. Funkcja ta określa zarazem kierunki rozważania roli tych metod względem rozwoju sytuacji kryzysowej w przedsiębiorstwie. Niwelowanie zakłóceń w przepływach środków pieniężnych może bowiem przełożyć się na:

- a) zapobieżenie eskalacji kryzysu, gdy zastosowanie określonej metody finansowania ryzyka będzie skutkowało pełnym pokryciem finansowych następstw ryzyka (czyli pełnym wyrównaniem odchyleń w przepływach środków pieniężnych),
- b) zahamowanie lub spowolnienie eskalacji kryzysu, jeżeli zastosowanie określonej metody finansowania ryzyka będzie skutkowało częściowym pokryciem finansowych następstw ryzyka (a więc częściowym wyrównaniem odchyleń w przepływach środków pieniężnych).

Rozważając metody finansowania ryzyka w ujęciu rodzajowym, należy zauważyć, że grupa tych metod nie jest homogeniczna. Ze względu na to, jaki podmiot ostatecznie ponosi skutki ryzyka, można dokonać ich podziału na metody retencji oraz transferu ryzyka i jest to podział, który należy uznać za tradycyjny. Metody retencji ryzyka dotyczą sytuacji, w której to przedsiębiorstwo ponosi skutki ryzyka towarzyszącego jego działalności. W rezultacie samodzielnie pokrywa (niweluje) ewentualne ujemne skutki ryzyka, co wiąże się z pozyskaniem źródeł kapitału na ten cel. Metody transferu ryzyka dotyczą natomiast sytuacji, w której skutki ryzyka towarzyszącego działalności przedsiębiorstwa ponosi podmiot trzeci. Podstawą przeniesienia ryzyka jest zazwyczaj kontrakt, na mocy którego podmiot trzeci jest zobowiązany do wyrównania ujemnych skutków określonego ryzyka powstałych w określonych okolicznościach.

Należy jednak zauważyć, że współcześnie taki podział metod finansowania ryzyka staje się dyskusyjny. Pojawiają się bowiem nowe metody, które można uznać za innowacyjne, a które cechuje łączenie zarówno retencji, jak i transferu ryzyka. Grupa tych innowacyjnych metod bywa nazywana metodami alternatywnymi i określana akronimem ART (*Alternative Risk Transfer*)⁵,

⁵ Pojęcie ART jest stosowane zarówno w odniesieniu do innowacyjnych metod finansowania ryzyka, które dotyczą świadomego kompilowania retencji i transferu w pożądanych proporcjach, jak i do innowacji dotyczących jedynie sposobu transferu ryzyka na podmioty trzecie na rynku ubezpieczeń i reasekuracji. Szerzej na temat zakresu tego pojęcia w świetle poglądów prezentowanych w literaturze zob.: M. Wieczorek-Kosmala: *Przegląd metod finansowania ryzyka w przedsiębiorstwie*. W: *Ryzyko w finansach i bankowości*. Red. B. Filipiak, M. Dylewski. Difin, Warszawa 2010, s. 300 i nast.

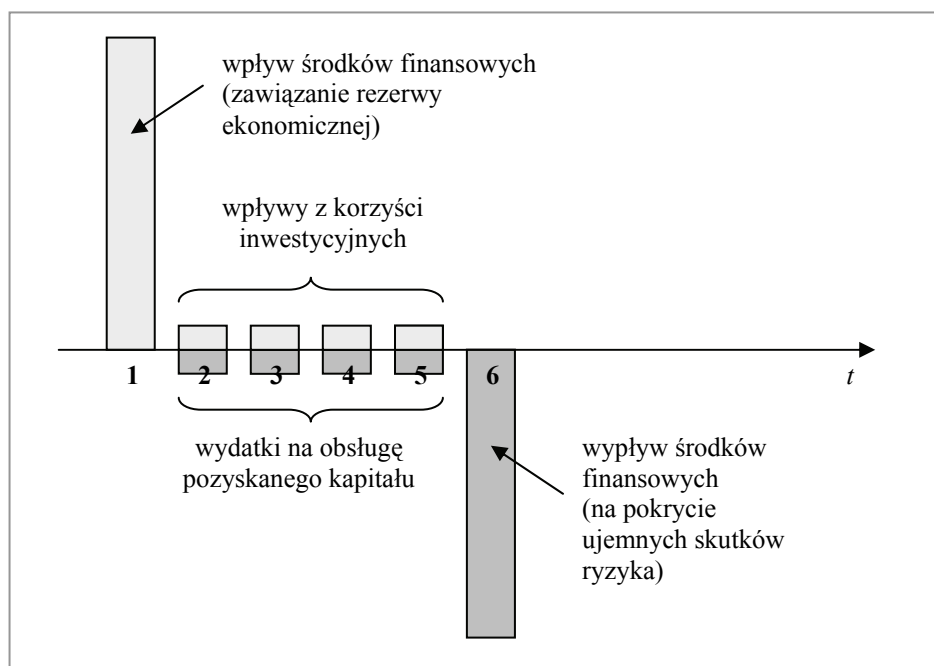
co ma – jak się wydaje – podkreślić ich odmiennosć względem tradycyjnie postrzeganych metod retencji i transferu ryzyka w rozumieniu czystym (pełnym).

W świetle powyższego, wydaje się uzasadnioną propozycja podziału metod finansowania ryzyka z uwagi na kryterium mechanizmu leżącego u podstaw gromadzenia środków na niwelowanie skutków ryzyka. Należy wówczas wyróżnić metody prospektywne i retrospektywne. Różnice pomiędzy mechanizmem gromadzenia środków w ramach obu rodzajów metod można przedstawić w ujęciu modelowym, co pozwoli uwypuklić ich implikacje w odniesieniu do eskalacji kryzysu w przedsiębiorstwie.

2. Prospektywny mechanizm finansowania ryzyka w ujęciu modelowym

Prospektywne finansowanie ryzyka występuje wówczas, gdy środki finansowe przeznaczone na niwelowanie ujemnych skutków ryzyka, zasilają przedsiębiorstwo przed wystąpieniem tych skutków (jest to tzw. *pre-loss funding*). Mechanizm ten – co do zasady – opiera się na gromadzeniu rezerw o charakterze ekonomicznym⁶. Środki gromadzone w rezerwach ekonomicznych mogą pochodzić z różnych źródeł – takich samych, jak te zasilające normalną działalność przedsiębiorstwa. Mogą więc być gromadzone na drodze samofinansowania bądź pochodzić z zewnątrz (w postaci kapitału obcego bądź własnego). Model prospektywnego finansowania ryzyka uwzględnia przy tym konieczność ewentualnej obsługi pozyskanego kapitału. Jeżeli ryzyko się zrealizuje i wywoła ujemne skutki o określonym rozmiarze, wówczas zgromadzona rezerwa zostaje wykorzystana. Jeżeli jednak ryzyko nie wystąpi, środki finansowe związane w rezerwie zostają uwolnione.

⁶ Rezerwy te mogą być oczywiście rezerwami księgowymi, ale niekoniecznie.



Rys. 1. Przepływ środków finansowych w prospektywnym mechanizmie finansowania ryzyka

W ujęciu modelowym mechanizm finansowania prospektywnego przedstawiono na rysunku 1, uwzględniając charakter przepływów środków pieniężnych od momentu zawiązania do momentu wykorzystania rezerwy ekonomicznej. W okresie $t = 1$ przedsiębiorstwo zawiązuje rezerwę ekonomiczną, wykorzystując wpływ środków finansowych z wybranego źródła zasilania finansowego. W okresach od $t = 2$ do $t = 5$ przedsiębiorstwo notuje ujemne przepływy środków finansowych w związku z obsługą kapitału pozyskanego na utworzenie rezerwy ekonomicznej. Zakładając, że kapitał zgromadzony w rezerwie ekonomicznej nie jest bezproduktywny i podlega inwestowaniu (na rynku finansowym), w okresie $t = 2$ do $t = 5$ mogą wystąpić dodatnie przepływy środków pieniężnych z tytułu korzyści inwestycyjnych. Na rysunku 1 zarówno wpływy z tytułu korzyści, jak i wydatki z tytułu obsługi pozyskanych środków finansowych przedstawiono jako równe w kolejnych okresach. W rzeczywistości ich wartość może oczywiście podlegać wahaniom. W okresie $t = 6$ przedsiębiorstwo notuje natomiast ujemny przepływ środków finansowych związanych z koniecznością pokrycia ujemnych skutków ryzyka. Trzeba zauważyć, że wielkość środków zawiązanych w rezerwie oraz wielkość ujemnych skutków ryzyka, które należy pokryć – może być różna.

Zakłada się, iż stosowanie metod finansowania ryzyka, opierających się na mechanizmie prospektywnym, jest intencjonalne. Oznacza to, że decyzja o wykorzystaniu konkretnej metody opartej na mechanizmie prospektywnym oraz o docelowym rozmiarze tworzonej w jej ramach rezerwy ekonomicznej jest przemyślana, a co więcej oparta na wnioskach z etapu identyfikacji ryzyka.

Prospektywny mechanizm finansowania ryzyka co do zasady jest zalecany w odniesieniu do ryzyka o wysokiej częstości, gdyż to wzmacnia przewidywalność skutków ryzyka i pozwala lepiej zaplanować wielkość rezerwy ekonomicznej. Ryzyko to powinno również charakteryzować się niską dotkliwością, by stosowanie mechanizmów prospektywnych było efektywne.

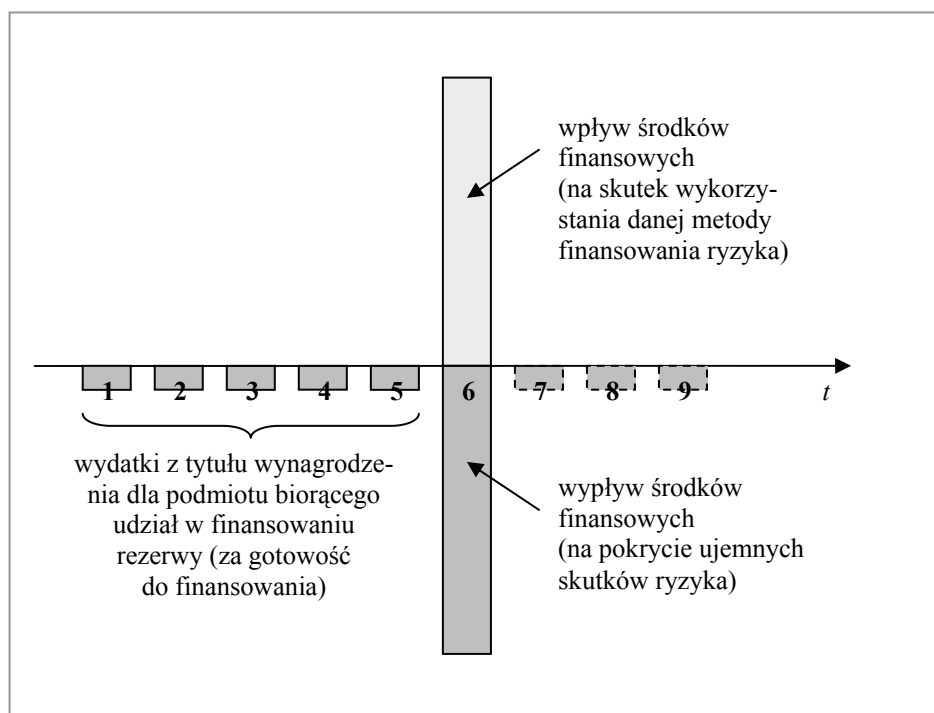
Mechanizm prospektywnego finansowania ryzyka rodzi pewne konsekwencje dla przedsiębiorstwa, wynikające z konieczności zawiązania kapitału na określony czas. Z punktu widzenia wpływu aplikacji metod finansowania ryzyka, opartych na mechanizmie prospektywnym, na eskalację kryzysu w przedsiębiorstwie, należy zauważyć, że istnieje ryzyko:

- a) niezgromadzenia wystarczających środków przed wystąpieniem ryzyka,
- b) niewłaściwego oszacowania rozmiarów skutków ryzyka i jego następstw, a co za tym idzie wysokości rezerwy ekonomicznej.

W obu przypadkach środki zgromadzone w rezerwie ekonomicznej będą niewystarczające dla zniwelowania ujemnych skutków ryzyka. Sytuacja taka może spowodować eskalację kryzysu w przedsiębiorstwie, szczególnie w sytuacji braku innych możliwości sfinansowania ryzyka (a więc równoczesnej aplikacji innych metod, które mogłyby przynajmniej częściowo substytuować brak kapitału).

3. Retrospektywny mechanizm finansowania ryzyka w ujęciu modelowym

Retrospektywne finansowanie ryzyka oznacza, że środki finansowe napływają do przedsiębiorstwa po wystąpieniu ryzyka i mają służyć pokryciu (niwelowaniu) jego ujemnych skutków (jest to tzw. *post-loss funding*). Środki płyną – co do zasady – z wcześniej uzgodnionego źródła i na uzgodnionych wcześniej zasadach. Mechanizm retrospektywnego finansowania ryzyka w ujęciu modelowym przedstawiono na rysunku 2.



Rys. 2. Przepływ środków finansowych w retrospektywnym mechanizmie finansowania ryzyka

W okresach od $t = 1$ do $t = 5$ w przedsiębiorstwie będą występowały ujemne przepływy środków pieniężnych związane z opłatą (wydatkiem) za warunkową dostępność środków. Warunkiem dostępności środków jest tutaj wystąpienie ujemnych skutków dokładnie zdefiniowanego ryzyka. W okresie $t = 6$ w przedsiębiorstwie występuje ujemny przepływ środków pieniężnych związanych z niwelowaniem ujemnych skutków ryzyka. Jednocześnie, notuje się wpływ środków finansowych z wcześniej uzgodnionego źródła. Począwszy od okresu $t = 7$ przedsiębiorstwo może nadal notować ujemne środki przepływów pieniężnych, związane z obsługą danego źródła finansowania, co jednak jest zależne od rozwiązań stosowanych w ramach konkretnej metody finansowania ryzyka.

Z ekonomicznego punktu widzenia retrospektywny mechanizm finansowania jest ekwiwalentem mechanizmu leżącego u podstaw opcji put na dodatkowy kapitał. Jeżeli ryzyko się zrealizuje i wywoła ujemne skutki, przedsiębiorstwo realizuje opcję na kapitał, co oznacza, że pozyskuje go na wcześniej uzgodnionych zasadach. Jeżeli ryzyko nie zrealizuje się w oznaczonym czasie (zarazem czasie ważności opcji), opcja wygasa. W zamian za prawo do korzystania z kapi-

tału w określonych okolicznościach przedsiębiorstwo ponosi koszt wynagrodzenia dawcy kapitału za gotowość, co stanowi ekwiwalent premii opcyjnej⁷.

Z punktu widzenia oddziaływania metod finansowania ryzyka opartych na mechanizmie retrospektywnym na eskalację kryzysu, należy zauważyć, że istnieje ryzyko niewywiązania się drugiej strony kontraktu z ustalonych zobowiązań:

- a) w ogóle bądź w części, w aspekcie wysokości otrzymanych środków finansowych,
- b) terminowo, w aspekcie szybkości dostępu do kapitału.

W pierwszym przypadku zastosowana metoda finansowania ryzyka w ogóle nie spełni swojej funkcji, gdyż kapitał nie napłynie do przedsiębiorstwa bądź napłynie w wysokości niższej niż się spodziewano, a tym samym niższej niż potrzeba. W drugim przypadku źródłem problemów może być opóźnienie otrzymania kapitału, co może spowodować narastanie trudności finansowych w przedsiębiorstwie. Istnieje ryzyko, że problem częściowej wysokości otrzymanych środków nastąpi równocześnie z opóźnieniem (na przykład w sytuacji sporu prawnego między stronami umowy), co może wręcz spotęgować eskalację kryzysu w przedsiębiorstwie.

4. Współczesne przykłady retrospektywnych i prospektywnych metod finansowania ryzyka

Współcześnie podział metod finansowania ryzyka na retencję i transfer mocno się zaciera, co zaznaczono wyżej. Narodziła się grupa innowacyjnych metod, których funkcjonowanie opiera się na równoczesnym zastosowaniu retencji i transferu ryzyka. Wiele z tych metod zakłada, że mechanizm transferu ryzyka uruchamia się dopiero wówczas, gdy wyczerpią się zdolności retencji ryzyka w przedsiębiorstwie. Takie innowacyjne rozwiązania bywają określane mianem ART, co doskonale podkreśla ich ideę: mają stanowić z założenia alternatywę dla tradycyjnie pojmowanej retencji i transferu ryzyka, proponując ich łączne stosowanie. Metody ART posiadają kilka cech dystynktywnych, z których za najważniejsze należy uznać:

- a) wielowymiarowość, co oznacza że metody te zakładają niwelowanie skutków ryzyka w perspektywie wieloletniej i w odniesieniu do wielu zagrożeń jednocześnie, szczególnie tych uznawanych za nieubezpieczalne,

⁷ Ekwiwalent opcji put na kapitał przedstawiono w: Ch. Culp: *Structured Finance and Insurance. The ART of Managing Capital and Risk*. John Wiley & Sons, Hoboken 2006, s. 122-123.

- b) wysoki stopień kastomizacji – w ramach konkretnej metody standardem jest jedynie pewien wzorcowy sposób jej funkcjonowania, wszystkie pozostałe elementy są ustalane indywidualnie, z uwzględnieniem specyfiki funkcjonowania i konkretnych potrzeb danego przedsiębiorstwa⁸.

W tabeli 1 zestawiono krótkie charakterystyki współczesnych metod finansowania ryzyka opartych na mechanizmie prospektywnym, uwzględniając kryterium rodzajowe (metody transferowe, retencyjne, alternatywne).

Tabela 1

Przykłady metod finansowania ryzyka opartych na mechanizmie prospektywnym

Nazwa metody	Rodzaj metody	Istotne charakterystyki
rezerwa celowa	retencyjna	– zawiązanie rezerwy kapitałowej z przeznaczeniem na pokrycie ujemnych skutków ryzyka, – może odnosić się do konkretnego rodzaju ryzyka bądź ujemnych skutków ryzyka jako całości, – uwzględnia też rezerwy księgowe
samoubezpieczenie	retencyjna	– zawiązanie rezerwy kapitałowej z przeznaczeniem na pokrycie ujemnych skutków ryzyka, które szacuje się z zastosowaniem tych samych metod, co w dyscyplinie ubezpieczeń, – rezerwa dotyczy konkretnego rodzaju ryzyka (odrębne rezerwy na poszczególne rodzaje ryzyka)
keptyw	alternatywna	– ekwiwalent zaawansowanej rezerwy ekonomicznej, – rezerwa kapitału gromadzona na takich samych zasadach jak samoubezpieczenie, z tym że dodatkowo rezerwa ta zostaje „wyodrębniona” ze struktur przedsiębiorstwa w tym znaczeniu, że dysponuje nią zewnętrzny, specjalnie w tym celu utworzony podmiot (keptyw), – podmiot ten jest w pełni zależny kapitałowo od przedsiębiorstwa, które go tworzy
<i>finite risk</i> prospektywny	alternatywna	– ekwiwalent rezerwy ekonomicznej tworzonej w celu pokrycia skutków ryzyka (przewidywanych), – tworzona rezerwa kapitału jest gromadzona na odrębnym rachunku (tzw. <i>experience account</i>), – rezerwą zarządza ubezpieczyciel lub reasekurator (na mocy zawartego kontraktu)

Z tabeli 1 wynika, że na prospektywnym mechanizmie finansowania ryzyka są oparte metody retencyjne i część metod alternatywnych, które stanowią w zasadzie bardziej zaawansowane formy gromadzenia środków finansowych. Dokonano przy tym rozróżnienia typowych rezerw ekonomicznych od samoubez-

⁸ Szerzej na ten temat zobacz: *The Picture of ART*, Swiss Re, Sigma 1/2003, s. 23; R.P. Hartwig, C. Wilkinson: *An Overview of Alternative Risk Transfer Market*. In: *Handbook of International Insurance. Between Global Dynamics and Local Contingencies*. Ed. J.D. Cummins, B. Vernard. Springer, New York 2007, s. 927.

pieczenia i jego szczególnej formy – keptywu. W literaturze amerykańskiej wyraźnie odróżnia się samoubezpieczenie od innych form rezerw ekonomicznych. O samoubezpieczeniu (tzw. *self-insurance*) mówi się tylko wówczas, gdy tworzone rezerwy ekonomiczne z założenia mają stanowić ekwiwalent ubezpieczenia⁹. Oznacza to, że wielkość takich właśnie rezerw szacuje się z zastosowaniem technik ubezpieczeniowych. Chodzi przede wszystkim o uwzględnienie wpływu prawa wielkich liczb, co od razu wskazuje, w odniesieniu do jakich zagrożeń samoubezpieczenie jest rozwiązaniem uzasadnionym (wysoka częstość ryzyka zwiększa przewidywalność). Tworzeniu tych rezerw towarzyszy również reżim podobny do stosowanego przez ubezpieczycieli w zakresie dostępności zawiązanych w rezerwie środków. Keptyw traktuje się zaś jako szczególną formę zaawansowanego samoubezpieczenia. Tu idea tworzenia rezerwy na skutki ryzyka przybiera formę ukonstytuowanego, niezależnego organizacyjnie, lecz zależnego kapitałowo zakładu ubezpieczeń lub reasekuracji, który finalnie pokrywa skutki ryzyka. Keptyw jako zależny zakład ubezpieczeń może oferować ochronę również i dla innych podmiotów (nie tylko przedsiębiorstwa, które go utworzyło), co jest uzasadnione z punktu widzenia dyspersji ryzyka (leżącej u podstaw ubezpieczeniowego mechanizmu transferowania ryzyka)¹⁰.

Bardzo specyficzną formą gromadzenia rezerw ekonomicznych jest budowanie programów typu *finite risk*. Programy te są stosowane na rynku reasekuracji, a niektóre z nich stosują również przedsiębiorstwa. W Polsce jednak takie możliwości są bardzo mało znane. Nazwa programów wzięła się od tego, że finansowanie ryzyka ma zawsze charakter ograniczony pewnym limitem (stąd używanie określenia „*finite*”, co oznacza skończony, ograniczony). Tak zwany prospektywny *finite risk* służy zabezpieczaniu ryzyka spodziewanego, w rezultacie czego przedsiębiorstwo wpłaca na specjalny rachunek (tzw. *experience account*) z góry ustalone składki. Zgromadzone środki podlegają inwestowaniu, a w przypadku wystąpienia ryzyka są uruchamiane niezbędne środki. W sytuacji, gdyby środki te okazały się niewystarczające, ubezpieczyciel bądź reasekurator, który jest stroną umowy, wypłaci brakującą kwotę. W kolejnych okresach trwania programu przedsiębiorstwo będzie jednak opłacało zwiększoną składkę, co ustala się w taki sposób, by saldo specjalnego rachunku zbilansowało się do dnia

⁹ Por. definicje samoubezpieczenia ujęte w: E.J. Vaughan, T. Vaughan: *Fundamentals of Risk and Insurance*. John Wiley & Sons, New York 2003, s. 42-43; C.A. Williams Jr., R. Heins: *Risk Management and Insurance*. McGraw-Hill, New York, St Louis, San Francisco 1989, s. 227; G.E. Rejda: *Principles of Risk Management and Insurance*. Addison Wesley Longman, International Ed., s. 48.

¹⁰ Różne rodzaje keptywów (*captive*) zostały przedstawione m.in. w: E. Banks: *Alternative Risk Transfer. Integrated Risk Management through Insurance, Reinsurance and the Capital Markets*. John Wiley & Sons, Chichester 2008, s. 94-98; Ch. Culp: *Structured...*, op. cit., s. 365-374.

zakończenia programu. Prospektywny *finite risk* jest zatem formą rezerwy ekonomicznej, która ma niejako wbudowany mechanizm zabezpieczenia niewystarczalności środków (przy czym to zabezpieczenie również ma określony limit)¹¹.

Istnieją również retrospektywne programy *finite risk*. Podstawowe ich charakterystyki, obok innych metod opartych na retrospektywnym mechanizmie finansowania ryzyka, zebrano w tabeli 2.

Tabela 2

Przykłady metod finansowania ryzyka opartych na mechanizmie retrospektywnym

Nazwa metody	Rodzaj metody	Istotne charakterystyki
<i>finite risk</i> retrospektywny	alternatywna	– ekwiwalent rezerwy ekonomicznej tworzonej w celu pokrycia skutków ryzyka, które się zrealizowało, ale nie jest znana całkowita rozciągłość jego następstw, – tworzona rezerwa kapitału jest gromadzona na odrębnym rachunku (tzw. <i>experience account</i>), – rezerwą zarządza ubezpieczyciel lub reasekurator (na mocy zawartego kontraktu)
kapitał warunkowy	alternatywna	– ekwiwalent opcji na kapitał własny bądź obcy, którego dopływ jest uzależniony od jednoczesnego wystąpienia ściśle określonych rodzajów ryzyka (losowego i finansowego), – kapitał jest udostępniany przedsiębiorstwu na wcześniej uzgodnionych warunkach, za wcześniej uzgodnioną opłatą
transfer ubezpieczeniowy	transferowa	– kontrakt z ubezpieczycielem, na mocy którego skutki określonych rodzajów ryzyka będą pokrywane z funduszy gromadzonych i zarządzanych przez ubezpieczyciela, – ceną kontraktu jest płatność składki ubezpieczeniowej
transfer nieubezpieczeniowy	transferowa	– wszelkiego typu inne kontrakty, na mocy których przedsiębiorstwo transferuje określone ryzyko na inny podmiot w tym sensie, że podmiot ten będzie finansował ujemne skutki ryzyka (np. instrumenty pochodne w funkcji hedgingowej)
MMPs (<i>multi-line and multi-year products</i>)	alternatywna	– szczególnego typu wieloletni kontrakt, na mocy którego dokonuje się agregacji różnych zagrożeń (zarówno ubezpieczalnych, jak i nieubezpieczalnych), również agregacji w zakresie płatności składki
MTPs (<i>multi-trigger products</i>)	alternatywna	– szczególnego typu wieloletni kontrakt, na mocy którego następuje finansowe zabezpieczenie skutków określonych dwóch lub więcej zagrożeń, ale tylko w sytuacji, gdy zagrożenia te zrealizują się równocześnie

¹¹ Szerzej: R.P. Hartwig, C. Wilkinson: Op. cit.; A. Liwacz, S. Mazurkiewicz: *Alternatywne do ubezpieczeń gospodarczych metody finansowania ryzyka w Unii Europejskiej*. W: *Finanse i bankowość a wejście Polski do Unii Europejskiej*. Szkoła Główna Handlowa, Warszawa-Pułtusk 1999, s. 339 i nast.; Ch. Culp: *The ART of Risk Management. Alternative Risk Transfer, Capital Structure and the Convergence of Insurance and Capital Markets*. John Wiley & Sons, New York 2002, s. 385; E. Banks: Op. cit., s. 70-85.

Retrospektywny program *finite risk* różni się od prospektywnego przede wszystkim tym, że jest stosowany w odniesieniu do ryzyka, które nastąpiło, ale przedsiębiorstwu nie jest jeszcze znana ostateczna skala jego skutków. Istnieją na przykład szkody o charakterze katastroficznym, których skutki związane z roszczeniami osób trzecich będą znane dopiero w kolejnych okresach. Przedsiębiorstwo może jednak z wyprzedzeniem zabezpieczyć przyszłe potencjalne finansowe zobowiązania, tworząc właśnie program retrospektywnego *finite risk*. Zasady działania programu są podobne do *finite risk* prospektywnego, z tym że zamiast okresowo opłacanych składek przedsiębiorstwo przekazuje na specjalnie wyodrębnione konto kwotę spodziewanych roszczeń. Środki na koncie dodatkowo zasilają ewentualne dochody z inwestycji zgromadzonego kapitału. Na koniec trwania programu dokonuje się zbilansowania salda – w razie braków przedsiębiorstwo dopłaca, zaś ewentualna nadwyżka środków często jest dzielona pomiędzy strony umowy¹².

Retrospektywny mechanizm finansowania ryzyka leży także u podstaw finansowania kapitałem warunkowym¹³. Polega ono na nabywaniu przez przedsiębiorstwo opcji na kapitał własny (tzw. *equity contingent capital*) bądź obcy (tzw. *debt contingent capital*). Mechanizm finansowania oparty jest na nabywaniu wyemitowanych przez przedsiębiorstwo papierów wartościowych (udziałowych bądź dłużnych) przez podmiot będący dostawcą kapitału, na wcześniej uzgodnionych warunkach. Dostawca kapitału zazwyczaj upływnia te środki na rynku kapitałowym. Przedsiębiorstwo otrzymuje zaś niezbędne środki finansowe na pokrycie skutków ryzyka. Należy podkreślić, że uruchomienie tego mechanizmu finansowania jest warunkowe w tym sensie, że muszą zaistnieć wyraźnie ustalone okoliczności (dotyczące nie tylko faktu wystąpienia ryzyka, ale i jego określonych finansowych następstw, np. pogorszenie rentowności działania)¹⁴.

Na retrospektywnym mechanizmie finansowania ryzyka jest oparty również ubezpieczeniowy i nieubezpieczeniowy transfer ryzyka. Warunkiem dopływu środków finansowych jest wystąpienie ryzyka o określonych kontraktowo skut-

¹² Ten rodzaj programów jest częściej stosowany przez przedsiębiorstwa niż programy prospektywne. Istnieje nawet kilka „nazwanych” kontraktów stanowiących rodzaje programów retrospektywnych *finite risk* – tzw. LPT (*Loss Portfolio Transfer*), ADC (*Adverse Development Cover*), RALC (*Retrospective Aggregate Loss Cover*). Odpowiedni rodzaj kontraktu dobiera się w zależności od rodzaju spodziewanych szkód i przewidywanego rozwoju szkodowości, co rzutuje na zakres odpowiedzialności ubezpieczyciela lub reasekuratora jako partnera kontraktu. Szerzej zob.: E. Banks: Op. cit., s. 75; Ch. Culp: *Structured...*, op. cit., s. 558-560; Ch Culp: *The ART...*, op. cit., s. 387-395.

¹³ Finansowanie kapitałem warunkowym jest pojęciem odmiennym od warunkowego podwyższania kapitału.

¹⁴ Graficznie mechanizm finansowania w ramach kapitału warunkowego przedstawiono w: E. Banks: Op. cit., s. 137.

kach. W zamian za gotowość do pokrycia skutków ryzyka przedsiębiorstwo z reguły opłaca premię (składkę). Wyjątkiem są tu może jedynie instrumenty pochodne inne niż opcje.

Ostatnie dwie z przedstawionych w tabeli 2 metod stanowią w zasadzie zaawansowane formy kontraktów ubezpieczeniowych. W przypadku tzw. MMPs innowację stanowi wieloletniość kontraktu i agregacja wszystkich jego elementów, również w zakresie rodzajów ryzyka, którego skutki mają być finansowane. Umożliwia to przeniesienie również i ryzyka tradycyjnie nieubezpieczalnego. Umowy typu MTPs są w tym względzie jeszcze bardziej zaawansowane, gdyż w ich ramach następuje pokrycie skutków wyraźnie określonych dwóch (ewentualnie trzech) rodzajów ryzyka, z których tylko jedno jest ubezpieczalne. Warunkiem uruchomienia finansowania jest równoczesne zrealizowanie się obu rodzajów ryzyka. To powoduje, że te kontrakty są dobrym rozwiązaniem dla przedsiębiorstw dużych, które bez trudu zdołałyby samodzielnie (w ramach retencji ryzyka) pokryć skutki każdego z zabezpieczanych rodzajów ryzyka, a dopiero nadzwyczajny splot okoliczności, powodujący ich koincydencję, może stać się źródłem eskalacji kryzysu w tym przedsiębiorstwie¹⁵.

Podsumowanie

Postępująca współcześnie ewolucja metod finansowania ryzyka nakazuje odejść od tradycyjnego ich podziału na metody retencji i transferu ryzyka, na rzecz podziału na metody prospektywne i retrospektywne, biorąc pod uwagę różnicujący je mechanizm gromadzenia środków finansowych. Metody te mogą w istotny sposób wpływać na niwelowanie różnic w przepływie środków finansowych w przedsiębiorstwie na skutek wystąpienia ryzyka.

Metody oparte na mechanizmie prospektywnym powodują, że przedsiębiorstwo godzi się na odkładanie bieżących środków na przygotowanie odpowiedniej rezerwy kapitału na wypadek skutków ryzyka. Z punktu widzenia możliwej eskalacji kryzysu w przedsiębiorstwie, którą mogą zapoczątkować właśnie wahania w przepływach środków na skutek wystąpienia ryzyka, zastosowanie metod opartych na mechanizmie prospektywnym jest uzasadnione, choć ryzykowne. Ryzyko dotyczy przede wszystkim sytuacji, w której zgromadzona rezerwa okaże się niewystarczająca.

¹⁵ Szerzej na temat kontraktów MMPs i MTPs zob.: *Alternative Risk Transfer (ART) for Corporations: A Passing Fashion of Risk Management for the 21st Century?* Swiss Re, Sigma 2/1999, s. 24; E. Banks: Op. cit., s. 105-108.

Metody oparte na mechanizmie retrospektywnym powodują, że przedsiębiorstwo – zawierając odpowiednie kontrakty – przygotowuje dopływ środków na niwelowanie różnic w przepływie środków na skutek ryzyka. Z punktu widzenia możliwej eskalacji kryzysu w przedsiębiorstwie, również i takie rozwiązania są uzasadnione, głównie z powodu antycypacji zdarzeń, jakie mogą wystąpić w przedsiębiorstwie w sytuacji braku kapitału. Kiedy eskalacja kryzysu się rozpocznie i pogarsza się kondycja finansowa przedsiębiorstwa, bardzo trudno jest pozyskać dodatkowy kapitał ze źródeł tradycyjnych. Istnieje jednak ryzyko, że wybrana metoda retrospektywnego finansowania zawiedzie w przypadku nieterminowego dopływu środków bądź otrzymania środków w wysokości niższej niż spodziewana.

Należy zauważyć, że wiele spośród alternatywnych metod finansowania ryzyka wydaje się wychodzić naprzeciw wadom tradycyjnie postrzeganych metod retencji i transferu ryzyka. W przypadku metod retencji jest to wspomniane wyżej poważne ryzyko niezgromadzenia kapitału w wystarczającej wysokości. Aplikacja takich metod jak keptyw bądź programy *finite risk* mogą to ryzyko wyeliminować w znacznym zakresie. Keptyw może bowiem dokonywać dalszego zabezpieczenia ryzyka na drodze reasekuracji, zaś programy *finite risk* uwzględniają uzupełnianie niedoboru środków przez partnerów umowy.

Podstawowym problemem aplikacji instrumentów opartych na transferze ryzyka (szczególnie ubezpieczeniowym) jest ich koszt. Stąd też agregacja ryzyka w wymiarze przedmiotowym i czasowym sprzyja obniżeniu składki, zaś warunkowanie odpowiedzialności partnera kontraktu równoczesnym wystąpieniem określonych zagrożeń (dzieje się tak w kontraktach MTPs oraz w kapitale warunkowym) istotnie zmniejsza prawdopodobieństwo uruchomienia mechanizmu finansowania.

W świetle powyższych wniosków wydaje się, że przedsiębiorstwa świadome możliwej eskalacji kryzysu na skutek zrealizowania się ryzyka, powinny uwzględniać istnienie alternatywnych metod finansowania ryzyka obok metod tradycyjnych (czyli retencji i transferu w rozumieniu czystym). Metody takie mogą bowiem okazać się zarówno korzystniejsze z punktu widzenia kosztowego, jak i z punktu widzenia ich funkcjonalności.

PROSPECTIVE AND RETROSPECTIVE RISK FINANCING METHODS AND ESCALATION OF A CRISIS IN A COMPANY

Summary

Risk occurrence results in the volatility of company's cash flows and thus affects its financial stability and may lead to crisis. The paper aims at presenting the possible risk financing methods that a company may imply in order to reduce the cash flows volatility and thus diminish or prevent the crisis escalation.

From a company's perspective, risk financing methods should be divided into two main groups – prospective and retrospective ones. Prospective risk financing methods include arrangements that are created on a pre-loss basis, whereas the retrospective ones – on a post-loss basis. In order to justify this concept, which is a novel one, the paper provides the model of prospective and retrospective risk financing with regard to cash flows patterns. Based on the proposed distinction, numerous contemporary methods of risk financing were discussed, including retention and transfer as traditional ones and alternative methods (so called ART) as innovative ones.

Janusz Cichy

KREDYTOWANIE DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA W WARUNKACH KRYZYSU

Wprowadzenie

Gospodarka każdego kraju rozwija się cyklicznie. Pewne jest, że każde przedsiębiorstwo w swojej długoletniej działalności będzie narażone na spowolnienie gospodarcze, nierzadko przeradzające się w kryzys. Skutkuje to wzrostem ryzyka działalności wywołanego przez spadek popytu, niekorzystne wahania kursów walut, problemy z pozyskaniem kapitału. Przedsiębiorstwa jako podmioty sfery realnej nie są w stanie efektywnie funkcjonować bez wsparcia ze strony banków komercyjnych. Wsparcie to może mieć charakter doradczy, ale głównie polega na dostarczaniu środków pieniężnych. Problem w tym, że w sytuacjach kryzysowych spada zdolność kredytowa przedsiębiorstw, a to uniemożliwia prowadzenie przez banki aktywnej działalności kredytowej. Naprzeciw potrzebom potencjalnych kredytobiorców i we współpracy z bankami wychodzi państwo, które oferuje wiele instrumentów ograniczających ryzyko kredytowe i zachęcających banki do wywiązywania się ze swojej podstawowej funkcji, jaką jest pośrednictwo kredytowe. Tak też stało się w ostatnich dwóch latach, kiedy w wyniku kryzysu na rynkach finansowych przedsiębiorstwa polskie odczuły spowolnienie gospodarcze.

1. Zdolność kredytowa przedsiębiorstwa w warunkach kryzysu

W gospodarce wolnorynkowej funkcjonuje wiele przedsiębiorstw, które można podzielić według różnych kryteriów, a do najistotniejszych zalicza się

formę prawną¹ oraz wielkość². Podział według takich kryteriów jest ważny z uwagi na znaczenie dostępu do obcych źródeł finansowania, który stanowi istotny problem decyzyjny w działalności każdego przedsiębiorstwa jako podmiotu sfery realnej. Inne możliwości pozyskania wolnego kapitału ma spółka akcyjna, często będąca przedsiębiorstwem dużym, giełdowym, a inne, ograniczone, ma przedsiębiorstwo małe, nierzadko rodzinne, funkcjonujące jako spółka cywilna, czy przedsiębiorstwo indywidualne. Im większy podmiot, tym lepsza jest jego pozycja w kontaktach z kapitałodawcami i łatwiejszy dostęp do finansowania obcego. Natomiast przedsiębiorstwa małe mają utrudniony dostęp do kapitału z powodu kosztów finansowania, niewystarczającej zdolności kredytowej, czy wymaganych zabezpieczeń.

W warunkach rozwiniętego rynku finansowego wachlarz instrumentów finansowania jest bardzo bogaty, a przedsiębiorstwa mogą korzystać z kredytu kupieckiego, leasingu, emisji papierów wartościowych, czy kredytu bankowego. Gdy warunki makroekonomiczne są korzystne ze wzrostową tendencją PKB, podmioty rynku finansowego wręcz zachęcają do korzystania z ich oferty. Inaczej sytuacja wygląda w okresie kryzysu, gdy przedsiębiorcy poszukują obcych źródeł finansowania, a rynek finansowy patrzy na te poszukiwania niechętnie, zachęcając nawet kredytobiorców do wcześniejszej spłaty zobowiązań finansowych.

Spowolnienie gospodarcze, nierzadko przeradzające się w kryzys, przyczynia się do obniżania lub utraty zdolności kredytowej wielu przedsiębiorstw, a to utrudnia pozyskanie środków ze źródeł zewnętrznych. Przy ograniczonym dostępie do kapitału przedsiębiorstwa w szerszym zakresie wymuszają stosowanie kredytów kupieckich, nawet niezgodne z wcześniejszymi ustaleniami z kontrahentami. Mechanizm ten jest również stosowany przez odbiorców ich towarów, co jest przyczyną pojawienia się trudności finansowych nawet u podmiotów niemających dotąd problemów z terminowym regulowaniem zobowiązań.

Sytuacje kryzysowe zmuszają przedsiębiorstwa do korygowania swoich prognoz gospodarczych i zdolności do obsługi bieżącego zadłużenia. Aby kontynuować działalność i nie utracić płynności finansowej, głównym priorytetem przedsiębiorstw powinno być poszukiwanie nie tylko różnych źródeł finansowania, ale także znalezienie sposobów poprawy zarządzania już posiadanymi środkami finansowymi. Strategiczną decyzją przedsiębiorstwa jest wybór odpowied-

¹ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny. Dz.U. 1964, nr 16, poz. 93 z późn. zm.; Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych. Dz.U. 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.; Ustawa z dnia 25 września 1981 r. o przedsiębiorstwach państwowych. Dz.U. 1981, nr 24, poz. 122, z późn. zm.

² Ustawa z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej. Dz.U. 2004, nr 173, poz. 1807, z późn. zm.

niego banku, który w kontaktach z przedsiębiorstwem powinien być elastyczny i oferować ofertę instrumentów, pasującą do okoliczności gospodarczych. Jednak ich dobór, niezależnie od sytuacji makroekonomicznej, jest uzależniony od kilku kryteriów, takich jak:

- dostępność i szybkość pozyskania źródła finansowania,
- jego koszt pozyskania i obsługi,
- elastyczność źródła finansowania,
- ryzyko wzrostu zadłużenia, a tym samym wyższego oprocentowania,
- okres zwrotu środków pieniężnych.

Uzależnienie przedsiębiorstw od zasilania zewnętrznego, mimo licznych zalet, jest obciążone ryzykiem. Nie chodzi tylko o ryzyko finansowania, związane ze zmianami stóp procentowych czy kursów walutowych, ale także o reakcję banków i innych instytucji finansowych na ewentualne niekorzystne zmiany makroekonomiczne, których efektem może być spowolnienie gospodarcze, a nawet kryzys. Jego konsekwencją są nie tylko problemy finansowe przedsiębiorstw, ale także podmiotów ich finansujących.

2. Polityka kredytowa banków w warunkach kryzysu

Kryzys gospodarczy, którego skutkiem jest wychładzanie gospodarki, spadek popytu wewnętrznego, wzrost kursu walutowego czy spadek zamówień z zagranicy, z jednej strony wpływa na politykę rynkową banków, a z drugiej naraża przedsiębiorstwa na nieczęsto uwzględniane ryzyko, jakim jest ryzyko instytucji finansowej, z którą współpracuje. W sytuacji kryzysu banki stoją przed problemem kontynuacji akcji kredytowej, takiej aby była bezpieczna dla niego i umożliwiła funkcjonowanie przedsiębiorstwa. Pomoc banku powinna być adekwatna do wyzwań, jakie stawia przed przedsiębiorstwami załamanie rynku, czy kryzys. W zależności od prowadzonej działalności, bank powinien tak dobrać paletę instrumentów finansowych skierowanych do przedsiębiorstwa, by jak najlepiej ukierunkować go na przezwyciężenie skutków kryzysu. Głównie chodzi o instrumenty wspomagania płynności, ale również o sprawny rachunek bieżący, zarządzanie należnościami i zobowiązaniami czy racjonalizowanie kosztów działalności. Jednak pomimo różnych zaleceń, uwarunkowania ekonomiczne prowadzenia działalności zmuszają banki do zaostrzenia swojej polityki kredytowej.

Gospodarka nie jest w stanie szybko przezwyciężyć kryzysu bez stałego dopływu środków finansowych na działalność bieżącą i rozwojową. Dlatego też

Komisja Nadzoru Finansowego postulowała w ubiegłym roku większe skupienie się banków na finansowaniu działalności przedsiębiorstw, oczywiście o zdrowych podstawach ekonomicznych, a w dalszej kolejności konsumpcji gospodarstw domowych i rozszerzaniu portfela kredytów mieszkaniowych. Banki jednak w sytuacjach kryzysowych ograniczają kredytowanie, pomimo iż oficjalnie deklarują chęć wspierania gospodarki, głównie ze względu na rosnący koszt kapitału oraz problemy z płynnością. Takie też są odczucia przedsiębiorstw, które sygnalizują utrudniony dostęp do kapitału, uzależniony nie tylko od zdolności kredytowej i efektywności inwestycji.

Gdy kryzys przejawia się na rynkach finansowych, banki ograniczają kredytowanie ze względu na rosnący koszt finansowania oraz ewentualne problemy z płynnością. Fakt ten powoduje zmianę kryteriów oceny i wzrost ceny kredytu. Z kolei, gdy kryzys dociera do sfery realnej, przedsiębiorstwa mając problemy z popytem, notują coraz gorsze wyniki finansowe, co przekłada się na wzrost ryzyka kredytowego. Banki mając organiczną awersję do ryzyka (związanego ze sferą realną, czego nie można powiedzieć o ryzykownych inwestycjach na rynkach finansowych), ograniczają kredytowanie. Reasumując, na samym końcu tych rozważań jest przedsiębiorstwo, na którym skupia się kryzys zarówno w sferze realnej gospodarki, jak i na rynkach finansowych.

Badając zdolność kredytową, banki muszą oceniać nie tylko kondycję ekonomiczną potencjalnego kredytobiorcy, ale również zmieniające się warunki otoczenia, bo one wpływają na powodzenie podejmowanych przedsięwzięć inwestycyjnych. W obszarze analizy otoczenia zawsze, a w okresie kryzysu szczególnie, znajdują się kontrahenci, ryzyko wzrostu kosztów finansowania, gama produktów oraz ich konkurencyjność. Czynniki te muszą być oceniane rzetelnie i odpowiedzialnie, a ryzyko kalkulowane w sposób realistyczny. I nie można się dziwić wzmoczonej czujności banków, które kredytują przedsiębiorstwa zważywszy na fakt, że są one podmiotami prywatnymi, których działalność kredytowa jest oparta przede wszystkim na kapitale obcym.

Nie jest też tajemnicą, iż na wsparcie kapitałowe w większym zakresie mogą liczyć przedsiębiorstwa duże, często o strategicznym znaczeniu dla banku i oddziału, który go obsługuje. Wynika to:

- z większej przejrzystości informacji, co wpływa na niższą ryzykowność i korzystniejszy rating,
- wyższych generowanych przez bank dochodów pozaodsetkowych z obsługi przedsiębiorstwa,
- silniejszej konkurencji między bankami, w wyniku organizowanych przez duże przedsiębiorstwa przetargów na kredyty,

- niższej pracochłonności obsługi związanej z monitorowaniem kredytu, ze względu na rozliczanie kredytu na podstawie faktur wykonawców³.

W okresie kryzysu niezwykle trudno jest oszacować kondycję finansową przedsiębiorstwa w perspektywie kilku lat, dlatego ważne jest aby to same przedsiębiorstwa już na etapie decyzyjnym rzetelnie oceniały podejmowane ryzyko inwestycyjne, bo to one są w pierwszej kolejności na nie narażone. Perspektywistycznym rozwiązaniem, szczególnie w okresie kryzysu, jest specyficzna usługa doradcza nazywana niezależną oceną sytuacji kredytobiorcy lub niezależnym przeglądem przedsiębiorstwa⁴. Przeglądu takiego dokonuje doradca finansowy w siedzibie spółki, który poprzez codzienny kontakt z kadrami zarządzającą dokonuje przeglądu przyczyn leżących u podstaw problemów i oferuje realne rozwiązania. Problemy te mogą mieć charakter zarówno zewnętrzny, jak i wewnętrzny. Do pierwszych można zaliczyć zagrożenie zyskowności, niekorzystne komentarze analityków, naruszenie warunków kredytowych, skracanie przez dostawców terminów płatności, czy odchodzenie odbiorców do konkurencji. Sygnałami wewnętrznymi są spadek rentowności, niewłaściwe prognozy lub ich brak oraz niewłaściwe reagowanie na spadek wartości spółki⁵. W kompetencji doradcy jest również wskazanie instytucji finansowej gotowej sfinansować planowane inwestycje, przygotować odpowiedni wniosek oraz wynegocjować finansowe warunki kredytowania.

Narodowy Bank Polski systematycznie od kilku lat prowadzi badania ankietowe, przeprowadzone wśród przewodniczących komitetów kredytowych, dotyczące prowadzonej polityki kredytowej. Ankieta jest kierowana do 30 banków, w których udział kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w łącznym portfelu kredytowym sektora bankowego wynosi 80%. Z danych opublikowanych przez NBP wynika, iż w okresie od II kwartału 2008 r. do IV kwartału 2009 r. banki zaostrzyły kryteria udzielania kredytów dla przedsiębiorstw poprzez podniesienie marż kredytowych, pozaodsetkowych kosztów kredytu, zmniejszyły maksymalną kwotę kredytowania, a także zwiększyły wymagania dotyczące zabezpieczeń. Skrócono również maksymalny okres kredytowania⁶. W okresie kryzysu banki często wypowiadają lub renegocjują zawarte umowy, nawet odmawiają kredytowania przedsiębiorstwom posiadającym dobrą historię kredytową⁷. Politykę kredytową banków w latach 2007-2009 ukazuje poniższa tabela.

³ M. Echaust: *Gdzie te pieniądze*. „Gazeta Bankowa” 2009, nr 18, s. 31.

⁴ B. Pawiński, P. Bukowiński: *Niezależna ocena sytuacji kredytobiorcy*. „Bank” 2009, nr 3, s. 66.

⁵ Ibidem.

⁶ *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. Kwartalne raporty NBP za okresy kwartalne lat 2008-2009*.

⁷ M. Echaust: Op. cit., s. 33.

Tabela 1

Polityka kredytowa banków w latach 2007-2009

	06/ 2007	09/ 2007	12/ 2007	03/ 2008	06/ 2008	09/ 2008	12/ 2008	03/ 2009	06/ 2009	09/ 2009	12/ 2009
Kredyty dla przedsiębiorstw											
Kredyty mieszkaniowe											
Kredyty konsumpcyjne											
	łagodzenie										
	neutralnie										
	zaostrenie										

Źródło: Raport o sytuacji finansowej banków w 2009 roku. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego 2010, s. 20.

Tabela 1 ukazuje, iż w drugiej połowie 2008 r. oraz w trzech pierwszych kwartałach 2009 r. banki zaostrzyły politykę kredytową względem przedsiębiorstw. Taki konserwatyzm w kredytowaniu przedsiębiorstw może się przyczynić do rozwoju usług faktoringowych. Przyczyn rozwoju faktoringu może być więcej. Po pierwsze, firmy faktoringowe nie są obciążone regulacjami prawa bankowego, a więc mogą podchodzić bardziej elastycznie do zdolności kredytowej przedsiębiorstwa. Po drugie, faktoring to finansowanie należności powstających w wyniku transakcji handlowej, a więc wystawiona faktura świadczy o aktywności gospodarczej klienta, a przychody są warunkiem koniecznym jego istnienia. Wreszcie, po trzecie, już na etapie podpisywania umowy faktoringowej następuje badanie zdolności kredytowej kontrahentów faktoranta. Pozytywna ocena zdolności sprzyja nawiązaniu kontaktów handlowych i, co jest bardzo ważne, na korzystnych warunkach finansowych. Dłużnik otrzymuje dłuższe terminy płatności, a wierzyciel ma zapewnione finansowanie.

Warunkiem efektywnego wspomagania przedsiębiorstw przez instytucje faktoringowe jest ich duża aktywność gospodarcza, zarówno na rynku krajowym, jak i zagranicznym, która w okresie spowolnienia gospodarczego stoi pod znakiem zapytania. A fakt ten może się przyczynić do pogorszenia sytuacji ekonomiczno-finansowej faktorantów, co wymusi na faktorach ostrzejszą weryfikację zdolności faktoringowej, a nawet konieczność odmowy finansowania. Również koszt pieniądza oraz ostrzejsze wymogi instytucji ubezpieczających kredyty kupieckie nie są bez znaczenia. Tym bardziej, iż już w ostatnim kwartale 2008 r. towarzystwa ubezpieczeniowe ograniczały portfele i redukowały przyznane

wcześniej limity. Jest to o tyle dramatyczne dla przedsiębiorstw, iż factorzy uzależniają zaangażowanie od wcześniejszego ubezpieczenia należności handlowych. Ograniczanie ubezpieczania należności powoduje spadek obrotów faktoringowych, a szczególnie faktoringu właściwego. Odcięcie limitów faktoringowych może grozić nawet upadłością⁸.

Dostępu do faktoringu nie ułatwia też Polski Związek Faktorów, który w ogłoszonych już w listopadzie 2008 r. Zasadach bezpiecznego prowadzenia transakcji faktoringowych rekomendował następujące zasady oceny ryzyka transakcji faktoringowych, do których zaliczył:

- koncentrację na jednym odbiorcy maksymalnie na poziomie 30% wszystkich finansowanych wierzytelności danego klienta,
- zaliczkowanie maksymalnie do kwoty 90% finansowanych wierzytelności,
- cedowanie na faktora wszystkich należności wobec danego odbiorcy – brak zgody na nabywanie pojedynczych faktur,
- nieakceptowanie powiązań kapitałowych i personalnych między faktorantami i ich dłużnikami,
- wymóg udzielenia pełnomocnictwa faktorom, gdy klient korzysta z kilku usług, w celu wzajemnego pozyskiwania informacji o odbiorcach,
- wykluczenie z faktoringu transakcji posiadających cechy indywidualne⁹.

Stosowanie powyższych wymogów ogranicza dostęp do faktoringu wielu przedsiębiorstwom. Szansą dla nich jest powstawanie małych instytucji faktoringowych, nienależących do PZF, które mogą stosować elastyczne procedury, dopasowywać usługę do potrzeb konkretnego przedsiębiorstwa, zarządzać wierzytelnościami, dokonywać oceny potencjalnego kontrahenta i ryzyka związanego z udzielaniem kredytu kupieckiego.

Mimo barier, jakie stoją przed szerszym wykorzystaniem faktoringu, szczególnie w okresie recesji, jest to forma finansowania korzystniejsza niż kredyt bankowy, ponieważ bardziej uzależnia decyzję finansowania od skali sprzedaży potencjalnego klienta oraz zabezpiecza przed rosnącym ryzykiem niewypłacalności dłużnika, dając poczucie bezpieczeństwa finansowego.

3. Ocena działalności kredytowej banków w latach 2008-2009 w Polsce

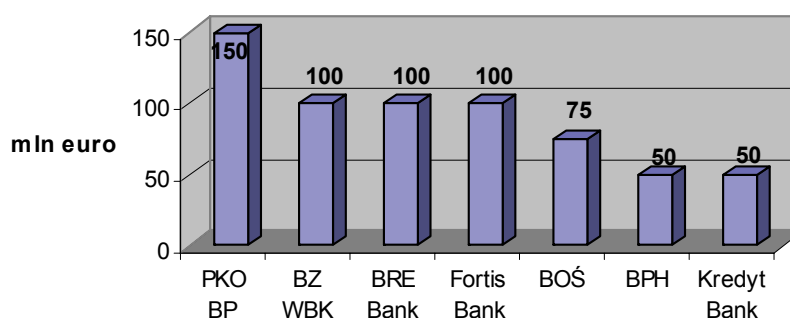
W okresie kryzysu na rynkach finansowych banki są szczególnie narażone na rosnący koszt finansowania oraz problemy z płynnością. Powoduje to ograni-

⁸ M. Matusiak: *Wiarygodność w cenie*. „Bank” 2009, nr 2, s. 61.

⁹ *Zasady bezpiecznego prowadzenia transakcji faktoringowych*. Polski Związek Faktorów.

czenie działalności kredytowej, a występująca w niektórych bankach nadwyżka środków pieniężnych często jest lokowana w bezpiecznych, skarbowych lub Narodowego Banku Polskiego, papierach wartościowych. Jednak inwestycje takie nie przekładają się bezpośrednio na korzyści w sferze realnej. Niechlubnym przykładem może być ING Bank Śląski SA, w którym w 2009 r. udział kredytów ogółem w sumie bilansowej wynosił 45% (kredytów dla przedsiębiorstw 30%), a udział środków ulokowanych w papierach wartościowych oraz lokatach międzybankowych to 49%¹⁰.

Aby poprawić płynność i zdolność do udzielania kredytów, polskie banki w 2009 r. zaciągnęły pożyczki w Europejskim Banku Inwestycyjnym na łączną kwotę 2,5 mld zł. Powodem tego był utrudniony dostęp do kapitału za granicą oraz zmniejszenie finansowania polskich banków przez banki matki.



Rys.1 Umowy podpisane przez banki z EBI w 2009 r.

Źródło: <http://www.forsal.pl> (dostęp: 02.11.2010).

Korzyścią dla przedsiębiorstw zaciągających kredyty finansowane z EBI jest ich mniejszy koszt. W umowie z EBI banki pozyskujące finansowanie zobowiązały się do niższej ceny kredytu, a to przełożyło się na niższe oprocentowanie kredytu o 0,3-0,5 punktu proc. w stosunku do standardowej oferty.

Pomimo wsparcia przez EBI akcja kredytowa skierowana do przedsiębiorstw w latach 2008-2009 uległa ograniczeniu, co ukazuje poniższa tabela.

¹⁰ W IV kwartale 2007 r. udział kredytów ogółem w sumie bilansowej wynosił tylko 31% (kredytów dla przedsiębiorstw tylko 24,5%), a papierów wartościowych i depozytów w innych bankach aż 62%. Pomimo kryzysu udział kredytów wzrasta, ale nie wynika to z ekspansywnej polityki kredytowej, tylko ze strategii zarządu, dla którego celem była zmiana struktury aktywów. ING Bank Śląski SA, Wyniki finansowe za 4 kwartał 2009 r. Warszawa 17 lutego 2010.

Tabela 2

Struktura podmiotowa i przedmiotowa kredytów dla sektora niefinansowego (w mld zł)

	2005	2006	2007	2008	2009
Ogółem, w tym	258,5	322,8	427,6	593,4	627,9
gospodarstwa domowe	136,4	183,4	254,2	368,6	412,5
instytucje niekomercyjne	0,9	1,0	1,6	2,2	2,7
przedsiębiorstwa	121,2	138,3	171,7	222,6	212,7
– działalność bieżąca	66,1	74,4	90,6	111,5	99,7
– kredyty inwestycyjne	38,6	42,7	46,8	64,1	64,7
– finansowanie nieruchomości	16,6	21,3	34,3	47,0	48,3

Źródło: *Raport o sytuacji banków w 2009 roku*. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010, s. 25,

Wartość nominalna kredytów dla sektora niefinansowego wzrosła o 5,8% z 593,4 mld zł w 2008 r. do 627,9 mld zł w 2009 r. Tabela 2 ukazuje spadek wartości kredytów dla przedsiębiorstw z 222,6 mld zł w 2008 r. do 212,7 mld zł w 2009 r. Udział kredytów dla przedsiębiorstw w całym portfelu kredytowym wyniósł 33,9% i spadł w porównaniu do roku poprzedniego o 3,6 punktu proc. Należy dodać, iż faktyczny spadek wartości kredytów dla sektora przedsiębiorstw był wyższy, a taki poziom kredytów to efekt zamiany zobowiązań z tytułu walutowych transakcji pochodnych na kredyty¹¹.

Spadek wartości portfela kredytów dla przedsiębiorstw był wynikiem, z jednej strony zaostrzenia polityki kredytowej, a z drugiej obniżenia popytu na kredyty ze strony części przedsiębiorstw, które wiązało się z małym popytem krajowym i zagranicznym, co pociągnęło za sobą ograniczenie produkcji i weryfikację planów inwestycyjnych. Największy spadek dotyczył kredytów na działalność bieżącą (o 10,5%), podczas gdy w przypadku wartości kredytów inwestycyjnych i na finansowanie nieruchomości odnotowano marginalny wzrost. Wzrost ten nie wynikał z rosnącego popytu na tego rodzaju kredyty, a jedynie z uruchamiania transz zgodnie z wcześniej podpisanymi umowami kredytowymi.

Ograniczanie akcji kredytowej jest potwierdzone przez badania przeprowadzone w 2008 r. na próbie dużych przedsiębiorstw, które wykazały, że prawie 10% firm boryka się z problemem odmowy udzielania im kredytów bankowych.

¹¹ *Raport o sytuacji banków w 2009 roku*. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010, s. 26.

W lepszej sytuacji znajdują się małe i średnie przedsiębiorstwa, które korzystają z usług banków spółdzielczych¹².

Na spadek wartości kredytów dla przedsiębiorstw w sektorze bankowym nałożyła się inna niekorzystna tendencja, tzn. wzrost należności w sytuacji zagrożonej, co jeszcze bardziej zniechęciło banki do zwiększenia akcji kredytowej (tabela 3).

Tabela 3

Wartość kredytów zagrożonych dla przedsiębiorstw oraz ich procentowy udział w danej kategorii

	2007		2008		2009	
	mld zł	[%]	mld zł	[%]	mld zł	[%]
Kredyty zagrożone sektora przedsiębiorstw	11,6	6,7	13,5	6,1	24,3	11,4
Działalność bieżąca	7,1	7,9	7,2	6,5	12,6	12,7
Działalność inwestycyjna	2,6	5,6	3,6	5,6	6,9	10,7
Nieruchomości	1,8	5,3	2,8	5,9	4,7	9,8

Źródło: Raport o sytuacji banków w 2009 roku..., op. cit., s. 43.

Wartość kredytów zagrożonych sektora przedsiębiorstw w 2009 r. wynosiła 24,3 mld zł i była większa o 80% niż w 2008 r., a ich udział w portfelu wzrósł z 6,1% do 11,4%. Taki wzrost kredytów w sytuacji zagrożonej był wynikiem pogorszenia sytuacji ekonomiczno-finansowej części przedsiębiorstw na skutek niekorzystnych zmian makroekonomicznych, zbyt ekspansywnej strategii rozwoju w okresie prosperity gospodarczej, a także błędów przy zawieraniu transakcji instrumentami pochodnymi. Wzrost wartości kredytów zagrożonych miał odzwierciedlenie w wartości rezerw/odpisów utworzonych, których wartość w 2009 r. wzrosła o ponad 50% w porównaniu z 2008 r. O ile ich wartość w 2008 r. wynosiła 16,49 mld zł, o tyle już rok później było to 25,31 mld zł.

4. Działania rządu zwiększające aktywność kredytową banków

Banki oferują wiele instrumentów finansowych, pozwalających szybko zmniejszyć negatywne efekty spowolnienia gospodarczego. Jednak w sukurs

¹² E. Gostomski: *Trudniejszy pieniądz*. „Gazeta Bankowa” 2009, nr 12, s. 12.

bankom przychodzi państwo, które w czasach kryzysu, jest odpowiedzialne za łagodzenie negatywnych skutków gospodarczych.

Już w listopadzie 2008 r. rząd przyjął Plan stabilności i rozwoju, którego zadaniem było pobudzenie akcji kredytowej, wykorzystując poręczenia, dopłaty do kredytów i gwarancje. Takie działania jak:

- udzielanie poręczeń przez BGK i fundusze poręczeniowe na zasadach określonych w programie rządowym,
 - wdrożenie nowych produktów: poręczenia wadium, faktorigu, leasingu, inwestycji kapitałowych, gwarancji dobrego wykonania kontraktu,
 - rozszerzenie grupy beneficjentów poręczeń,
 - podwyższenie maksymalnej kwoty poręczenia,
 - budowa systemu lokalnych i regionalnych funduszy poręczeniowych z udziałem kapitałowym jednostek samorządu terytorialnego,
- umożliwiły częściowe ograniczenie ryzyka kredytowego finansowanych podmiotów.

Plan stabilności i rozwoju przewidywał kwotę w wysokości 81,3 mld zł do wykorzystania na działania związane z pobudzaniem polskiej gospodarki (tabela 4).

Tabela 4

Działania dla gospodarki zawarte w Planie stabilności i rozwoju

Działanie	Impuls w 2009 r.
Wzrost limitu poręczeń i gwarancji dla gospodarki oraz rynku finansowego	40 mld zł
Wykreowanie dodatkowej, bezpiecznej akcji kredytowej dla małych i średnich przedsiębiorstw	20 mld zł
Przyspieszenie inwestycji współfinansowanych z UE poprzez wzrost wydatków kwalifikowanych certyfikowanych do KE	16,8 mld zł
Wcześniejsza zaliczka od KE na wdrażanie środków unijnych	3 mld zł
Wspieranie inwestycji w odnawialne źródła energii z NFOŚiGW	1,5 mld zł
Razem	81,3 mld zł

Źródło: *Plan stabilności i rozwoju. Wzmocnienie gospodarki Polski wobec światowego kryzysu finansowego*. KPRM, 30 listopada 2008.

Realizację znacznej części tych zadań powierzono Bankowi Gospodarstwa Krajowego, co było możliwe dzięki nowelizacji Ustawy o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa oraz niektóre osoby prawne¹³ oraz Ustawy o Banku Gospodarstwa Krajowego¹⁴. Zgodnie z nowelizacją umożliwiono podniesienie kapitału BGK poprzez udzielenie mu pożyczek podporządkowanych lub objęcia wyemitowanych przez ten bank dłużnych papierów wartościowych. Wyższy kapitał miał być podstawą do udzielania przez BGK poręczeń, których zadaniem miało być wykreowanie, do kwoty 20 mld zł, dodatkowego zaangażowania banków w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw.

Poręczenia były skierowane głównie do małych i średnich przedsiębiorstw posiadających zdolność kredytową, zaciągających kredyty obrotowe do 3 lat oraz kredyty inwestycyjne z terminem spłaty 6 lat. Maksymalna kwota jednostkowego poręczenia była planowana na poziomie 5 mln zł, nie więcej jednak niż 70% kredytu¹⁵. Są instrumentem stymulującym ekspansję kredytową banków, a Skarb Państwa przejmując ryzyko związane ze spłatą zobowiązań kredytowych, przyczynia się do mniejszego obciążenia współczynnika wypłacalności banków. Głównym celem poręczeń, zgodnie z planami rządowymi, było rozwinięcie akcji kredytowej, nawet przy ograniczeniach kapitałowych banków.

Poręczenia to istotny instrument wspierania polskiej przedsiębiorczości – tak uważa ponad połowa przedsiębiorstw¹⁶. Rządowe zamiary były w tym obszarze bardzo ambitne, jednak rzeczywistość dotycząca udzielanych poręczeń kredytów już nie. Zgodnie z planami rządowymi BGK miał udzielać poręczenia we własnym imieniu i na własny rachunek. To spowodowało, że BGK podszedł do tego problemu w sposób rynkowy. Zagrożeniem dla rozwoju tej formy wsparcia była niemożliwość objęcia poręczeniem całej wartości kredytu, a także wysoki koszt poręczeń, na poziomie 2% wartości kredytu oraz dodatkowe koszty związane z procesem udzielenia poręczenia. Wreszcie rozbudowana sprawozdawczość zniechęcała MSP do większego korzystania z tej formy pomocy.

Równocześnie, aby zwiększyć dostępność kredytów, przyjęto projekt Ustawy o udzielaniu przez Skarb Państwa wsparcia instytucjom finansowym, którą uchwalono w lutym 2009 r.¹⁷. Beneficjentami wsparcia są banki krajowe, spół-

¹³ Ustawa z dnia 2 kwietnia 2009 r. o zmianie ustawy o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa oraz niektóre osoby prawne, Ustawy o Banku Gospodarstwa Krajowego oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2009, nr 65, poz. 545).

¹⁴ Dz.U. 2009, nr 195, poz. 1503.

¹⁵ K. Kluza: *Czy banki zagwarantują?* „Bank” 2009, nr 1, s. 25.

¹⁶ <http://www.pkpplewiatan.pl> (dostęp: 08.11.2010).

¹⁷ Ustawa z dnia 12 lutego 2009 r. o udzielaniu przez Skarb Państwa wsparcia instytucjom finansowym. Dz.U. 2009, nr 39, poz. 308. Pierwotnie ustawa miała obowiązywać do końca 2009 r., ale w listopadzie 2009 r. sejm przedłużył obowiązywanie ustawy do końca 2010 r.

dzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, domy maklerskie i krajowe zakłady ubezpieczeń. Ustawa dopuszcza wsparcie w formie gwarancji Skarbu Państwa, pożyczek skarbowych papierów wartościowych oraz sprzedaży skarbowych papierów wartościowych z odroczonym terminem płatności, a jej zapisy miały pomóc w utrzymaniu płynności płatniczej.

Aby zwiększyć popyt inwestycyjny, plan zakładał również stymulację inwestycji finansowanych przez UE. Na ten cel zwiększono środki do prawie 17 mld zł, a także usprawniono proces postępowania o udzielenie zamówienia publicznego dla podmiotów ubiegających się o wykonawstwo w tych projektach. Banki mogą brać czynny udział w tych zadaniach poprzez udzielanie finansowania pomostowego lub wkładu własnego. Dodatkowo NFOŚiGW był uprawniony do udzielania dopłat do kredytów komercyjnych na komunalne inwestycje środowiskowe w ramach Funduszu Spójności. Działalność Funduszu zwiększała dodatkowy potencjał kredytowy do 1,5 mld zł.

W dobie kryzysu rządowe wsparcie było faktem, a Plan zawierał wiele instrumentów pobudzania gospodarki, głównie poprzez zapewnienie przedsiębiorstwom dostępu do kapitału obcego, czy to od banków krajowych czy funduszy unijnych. Ważne jest tylko, aby wszelka pomoc rządowa dla przedsiębiorstw skłoniła banki do rozwoju akcji kredytowej, szczególnie w segmencie małych i średnich przedsiębiorstw.

Podsumowanie

Banki nie chcą zgadzać się z zarzutami przedsiębiorstw, dotyczących ich restrykcyjnej polityki kredytowej. Według nich akcja kredytowa jest na poziomie zadawalającym, a wymagania względem potencjalnych kredytobiorców wynikają z wymogów ostrożnościowych. Jednak powinny one być świadome, że poprawa koniunktury gospodarczej z utrudnionym dostępem do kredytu obrotowego jest praktycznie niemożliwa. Istotne jest, aby działalność banków była wspomagana przez właściwe uregulowania prawne i ofertę instrumentów, które przyczynią się do zmniejszenia podejmowanego przez bank ryzyka. Bank musi mieć na uwadze, iż przedsiębiorstwo nie jest petentem, tylko partnerem w relacjach biznesowych, a wzajemne zaufanie to warunek konieczny współpracy. Z drugiej strony przedsiębiorstwa również muszą być świadome, że większość banków to instytucje prywatne, które oprócz roli, jaką pełnią w gospodarce, są również podmiotami nastawionymi na zysk przy akceptowalnym ryzyku. Zatem w okresie kryzysu, nie tylko właściwe podejście banków do kredytowania, ale

również akceptacja przez przedsiębiorstwa bardziej restrykcyjnych warunków kredytowania oraz wyższych kosztów jest warunkiem koniecznym, aby zintensyfikować proces kredytowania.

PROVIDING CREDIT FOR THE ACTIVITY OF THE COMPANY IN CONDITIONS OF THE CRISIS

Summary

The development of each economy is cyclical. It is certain, that each company in its long-term history will be affected by the economic slowdown, often transforming into the crisis.

This crisis situation leads to an increase in the level of business risk caused by the decrease in demand, unfavorable fluctuations in exchange rates and problems with acquiring corporate funds. Companies as subjects of the real economy are not able to function effectively without support given by the commercial banks. This assistance can be offered in a form of consultancy services, however the most important part of banking support is connected with providing funds. Unfortunately, in times of crisis the creditworthiness of companies is decreasing, so the lending activity of the commercial banks is limited. To help potential borrowers, the government cooperates with commercial banks in order to create number of instruments reducing the credit risk and enhancing banking system to realize its main function – financial intermediation. This type of government actions have been observed for last two years, when Polish companies were affected by the economic slowdown caused by the financial crisis.

The main objective of this paper is to present the lending activity of the banking system in times of decreasing credit standing of companies caused by the economic crisis, together with the analysis of the government activity which main priority is to reduce the adverse effect of the macroeconomic changes.

Daniel Szewieczek

CZYNNIKI I DECYZJE KSZTAŁTUJĄCE STRUKTURĘ PORTFELA POLIS PRZEDSIĘBIORSTWA UBEZPIECZENIOWEGO PROWADZĄCEGO UBEZPIECZENIA NA ŻYCIE W WARUNKACH KRYZYSU

Wprowadzenie

Ubezpieczyciele oferujący i obsługujący ubezpieczenia na życie opierają stabilność prowadzonych procesów finansowych przede wszystkim na regularnych wpływach składek z uprzednio zawartych umów ubezpieczenia długoterminowego oraz na zasileniach składowych będących efektem odnawiania umów ubezpieczenia średnio- i krótkoterminowego na kolejne okresy. Składki ubezpieczeniowe, będące głównym przychodem przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego, stanowią następnie źródło pokrycia kosztów operacyjnych ubezpieczyciela, kosztów tworzenia rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, a także kosztów wypłacanych świadczeń. Wszelkie zaburzenia zarówno w ilości zawieranych i obsługiwanych umów, jak i w regularności wpływów z tytułu składek mogą zachwiać równowagą finansową podmiotu ubezpieczeniowego. Zaburzenia takie są najczęściej obserwowane w okresach kryzysowych, kiedy spadek tempa wzrostu gospodarczego wpływa na ograniczenie zatrudnienia w przedsiębiorstwach oraz ograniczenie tempa wzrostu funduszu płac. Jednocześnie w okre-

sie kryzysu gospodarczego spada skłonność gospodarstw domowych do zawierania umów długoterminowego ubezpieczenia na życie, skutkujących najczęściej zobowiązaniem ubezpieczającego do regularnej, wieloletniej alokacji części dochodu rozporządzalnego do ubezpieczyciela zgodnie z warunkami zawartej umowy. Ubezpieczyciel, przewidując reakcje ubezpieczających w warunkach kryzysowych, steruje strukturą oferowanych i obsługiwanych ubezpieczeń tak, aby w przypadku znaczącego ubytku polis w portfelach, będącego efektem rezygnacji klientów, móc utrzymać płynność finansową oraz zarządzać rentownością prowadzonych operacji ubezpieczeniowych i finansowych.

Warunkami kryzysowymi z punktu widzenia kształtowania portfela ubezpieczeniowego przez przedsiębiorstwo ubezpieczeniowe, oferujące ubezpieczenia na życie, są zatem okoliczności, w których na skutek ograniczenia zasileń składowych, będących efektem zmniejszającej się ilości zawieranych umów oraz zaprzestania lub nieregularności opłacania składek przez ubezpieczających, ubezpieczyciel dostosowuje strukturę portfela obsługiwanych umów tak, aby zachowując płynność finansową, było możliwe sterowanie rentownością portfeli dla zachowania wypłacalności przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego.

Dodatkowym uwarunkowaniem o charakterze kryzysowym, wpływającym na stabilność działania ubezpieczyciela, są możliwe zakłócenia oraz kryzysy na rynkach finansowych, mające negatywny wpływ na rentowność i płynność inwestycji dokonywanych przez podmioty ubezpieczeniowe. Dotyczy to zarówno lokowania aktywów stanowiących pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, jak i lokowania środków własnych. Pogorszone wyniki działalności lokacyjnej są jedną z podstawowych przyczyn rezygnacji ubezpieczających z kontynuacji umów ubezpieczenia na życie.

Przedsiębiorstwo prowadzące ubezpieczenia na życie podejmuje wielokierunkowe działania oraz decyzje wywołujące konsekwencje finansowe dla przeciwdziałania skutkom realizacji czynników i procesów kryzysowych. Działania proaktywne i adaptacyjne koncentrują się głównie na:

- dostosowywaniu portfeli ubezpieczeniowych do możliwości oferowania ubezpieczeń na życie o znacznej elastyczności w opłacaniu składek,
- oferowaniu ubezpieczeń o podstawowym charakterze ochronnym jako alternatywy dla ubezpieczeń inwestycyjnych, w których wartość kapitału zgromadzonego w ramach polisy w silnym stopniu jest uzależniona od wahań rynkowej wyceny instrumentów lokacyjnych w okresach kryzysów na rynkach finansowych,
- wspieraniu i rozwijaniu współpracy ubezpieczeniowo-bankowej w ramach bancassurance, co przyczynia się w znacznym stopniu do dywersyfikacji

form gromadzenia kapitału przez gospodarstwa domowe i ułatwia przepływ oszczędności pomiędzy usługami bankowymi a ubezpieczeniowymi.

Szczególne znaczenie dla stabilności zasobów i przepływów pieniężnych w ramach ubezpieczeń na życie w okresach kryzysów na rynkach finansowych należy przypisać kształtowaniu zakresu funkcjonalnego i produktowego bancassurance. Wynika to z faktu, iż w czasie kryzysu oszczędności gospodarstw domowych mogą podlegać przesunięciom z narażonych na większe ryzyko rynkowe form lokowania kapitału w ramach ubezpieczeń na życie na stabilne formy lokat bankowych oferowanych w porozumieniach ubezpieczeniowo-bankowych. Mechanizm taki powoduje, że kapitał gromadzony przez gospodarstwo domowe pozostaje pod zarządzaniem określonej grupy finansowej lub związku ubezpieczeniowo-bankowego, zmienia się natomiast produktowa forma gromadzenia kapitału i zostaje ograniczony poziom ekspozycji kapitału na ryzyko rynkowe.

1. Szczególny charakter finansowych aspektów działalności zakładu ubezpieczeń na życie

Zakłady ubezpieczeń na życie prowadzą szczególny rodzaj działalności, polegającej na świadczeniu ochrony ubezpieczeniowej, której przedmiotem są dobra osobiste osoby ubezpieczonej. Szczególny charakter świadczenia usług ubezpieczeniowych w zakresie ubezpieczeń na życie wynika również z długoterminowego zakresu większości tych usług oraz oparciu kalkulacji ceny ochrony ubezpieczeniowej na założeniach przyszłego przebiegu zdarzeń losowych dotyczących życia, zdrowia i zdolności do pracy osób ubezpieczonych.

Elementem podstawowym, przyczyniającym się do powstania i kontynuacji procesów finansowych w zakładzie ubezpieczeń na życie, jest zawarcie umowy ubezpieczenia pomiędzy ubezpieczycielem a ubezpieczającym. Zawarcie umowy ubezpieczenia na życie wymaga od zakładu ubezpieczeń dokonania szczegółowej analizy ryzyka przyjmowanego do ubezpieczenia. Prowadzenie operacji techniczno-ubezpieczeniowych oraz operacji finansowych zakładu ubezpieczeń nieodłącznie wiążą się z grupowaniem pojedynczych umów w portfele ubezpieczeniowe, co wynika ze szczególnej cechy ubezpieczeń, jaką jest oparcie finansowej stabilności funkcjonowania ubezpieczyciela na określonym rozkładzie ryzyka wystąpienia wypadku ubezpieczeniowego. Zawarcie umowy ubezpieczenia na życie jest uwarunkowane uzgodnieniem takich warunków porozumienia pomiędzy ubezpieczającym a zakładem ubezpieczeń, które zapewnią osobie ubez-

pieczonej ochronę ubezpieczeniową przy możliwych do zaakceptowania obciążeniach finansowych związanych z opłacaną składką. Konstrukcja zawartej umowy powinna zapewniać zakładowi ubezpieczeń równowagę prowadzonych operacji finansowych, dając jednocześnie możliwość osiągnięcia zysku.

Prowadzenie gospodarki finansowej zakładu ubezpieczeń na życie wymaga nieustannego poszukiwania powiązań pomiędzy poszczególnymi elementami procesów finansowych oraz identyfikowania skutków, które zrealizują się w związku z zawieraniem poszczególnych rodzajów umów ubezpieczenia na życie.

Zarówno doprowadzenie do zawarcia umowy, jak i jej późniejsza obsługa, muszą zostać poprzedzone szczegółowymi analizami prowadzonymi zarówno w obszarze ryzyka ubezpieczeniowego, jak i płynności, wypłacalności oraz rentowności działania ubezpieczyciela.

Wstępna identyfikacja i analiza finansowych skutków zawierania umów ubezpieczenia obejmuje zarówno czynniki charakteryzujące ubezpieczającego, jak i zakład ubezpieczeń. Wśród czynników tych podstawowe znaczenie mają możliwości finansowe ubezpieczającego, w tym jego dochody rozporządzalne, sposób i częstotliwość opłacania składki ubezpieczeniowej, zasady inwestowania oszczędnościowej części składki ubezpieczeniowej wraz ze strukturą portfela inwestycyjnego, koszty funkcjonowania zakładu ubezpieczeń, metody tworzenia i rozwiązywania rezerw technicznych oraz sposób i termin zakończenia umowy ubezpieczenia.

Dla gospodarki finansowej zakładu ubezpieczeń fundamentalne znaczenie ma osiągnięcie i zachowanie równowagi pomiędzy poszczególnymi elementami tworzącymi finansowy obraz powstałego stosunku ubezpieczenia¹. Elementy gospodarki finansowej zakładu ubezpieczeń na życie pozostają we wzajemnych zależnościach, co powoduje, iż zmiana każdego komponentu procesów finansowych ubezpieczyciela wpływa na inne elementy, które z kolei oddziałują na ogólne bezpieczeństwo i rentowność działalności zakładu ubezpieczeń².

Istotą równowagi procesów finansowych zakładu ubezpieczeń na życie jest kształtowanie zrównoważonych relacji pomiędzy sumą ubezpieczenia, składką ubezpieczeniową oraz zakładanymi zyskami z działalności lokacyjnej i pono-

¹ Stosunek ubezpieczenia jest pojęciem szerszym od umowy ubezpieczenia; oprócz elementów uzgodnionych pomiędzy stronami i zawartych w umowie obejmuje również wszelkie inne regulacje prawne związane z powstałym stosunkiem prawnym pomiędzy ubezpieczającym a zakładem ubezpieczeń, por. E. Kowalewski: *Prawo ubezpieczeń gospodarczych*. Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz 2002, s. 154.

² Szerzej na temat równowagi operacji finansowych ubezpieczyciela, por. J. Bart, D. Cusson, T. Slee: *How to Study an Insurance Company*. „Shareowner” 2003, No. 3/4, s. 10-11.

szonymi kosztami działalności³. Prawidłowa kalkulacja składki ubezpieczeniowej powinna zapewniać realizację zakładanej w technicznym planie sumy ubezpieczenia we wskazanym w umowie czasie. Podstawowymi czynnikami decydującymi o zachowaniu długoterminowej równowagi finansowej omawianych procesów są właściwie przyjęte przewidywania dotyczące rentowności lokat, możliwe do zrealizowania w długim terminie oraz powiązane z tym tworzenie adekwatnych rezerw techniczno-ubezpieczeniowych⁴. Ponadto zachowanie równowagi finansowej w prowadzonych ubezpieczeniach na życie jest warunkowane zachowaniem płynności finansowej, na którą wpływa głównie wartość i jakość posiadanych lokat oraz struktura i poziom ponoszonych kosztów.

Osiągnięcie i utrzymanie równowagi finansowej prowadzonych przez ubezpieczyciela operacji techniczno-ubezpieczeniowych jest podstawowym celem działań podejmowanych w ramach zarządzania finansami zakładu ubezpieczeń. Tak określony cel zarządzania finansami jest osiągany poprzez kształtowanie prawidłowych zależności pomiędzy poszczególnymi elementami gospodarki finansowej.

Rozpatrując procesy finansowe, powstające w trakcie świadczenia ochrony ubezpieczeniowej, należy zwrócić uwagę na fakt pozostawania tych procesów pod wpływem określonych rodzajów ryzyka. Ryzyko działalności ubezpieczyciela wynika ze specyfiki prowadzonych działań, a w szczególności z procesów oceny ryzyka ubezpieczeniowego i wyceny tego ryzyka w postaci składki⁵. Szczególne znaczenie dla prawidłowego przebiegu procesów finansowych zakładu ubezpieczeń ma ustalenie rozmiarów i struktury funduszu ubezpieczeniowego, gromadzonego przez ubezpieczyciela w celu wywiązania się ze zobowiązań wobec ubezpieczających oraz poprawność metod alokacji ciężaru tworzenia funduszu pomiędzy ubezpieczających tworzących wspólnotę ryzyka⁶.

Uwzględniając zarówno aspekt ryzyka ubezpieczyciela, jak i ryzyka ubezpieczeniowego w gospodarce finansowej zakładu ubezpieczeń, należy zwrócić uwagę, iż podstawowym czynnikiem zapewniającym równowagę podejmowanych operacji ubezpieczeniowych jest ustalenie składek ubezpieczeniowych w wysokości pozwalającej na wypłaty zarówno bieżących, jak i przyszłych

³ Por. E. Stroiński: *Ubezpieczenie na życie*. Wyższa Szkoła Ubezpieczeń i Bankowości, Warszawa 1996, s. 3/54.

⁴ Por. H.R. Waters: *Some Aspects of Life Assurance Solvency*. In: *Financial Models of Insurance Solvency*. Ed. J.D. Cummins, R.A. Derrig. Kluwer Academic Publishers, Norwell 1989, s. 58.

⁵ Należy odróżnić ryzyko ubezpieczeniowe (niepewność wystąpienia określonego zdarzenia lub oznaczenie przedmiotu ubezpieczenia) od ryzyka ubezpieczyciela (ryzyka działalności zakładu ubezpieczeń), por. W. Ronka-Chmielowiec: *Ryzyko w ubezpieczeniach – metody oceny*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 1997, s. 12-15.

⁶ Por. Ibidem, s. 117-118.

świadczeń, przy jednoczesnym pokryciu innych kosztów działalności ubezpieczeniowej.

Jednym z głównych założeń prowadzenia działalności przez zakład ubezpieczeń na życie jest długoterminowy charakter operacji finansowych i techniczno-ubezpieczeniowych. Wynika to z długoterminowego cyklu istnienia umowy ubezpieczenia na życie. Podmiot taki ponosi, szczególnie w początkowym okresie obowiązywania poszczególnych umów ubezpieczenia, znaczne koszty, do których należą przede wszystkim koszty prowizji pośredników ubezpieczeniowych, a w szczególności prowizja jednorazowa wypłacana pośrednikowi po zawarciu umowy ubezpieczenia, koszty underwritingu ponoszone w celu analizy i ocena ryzyka ubezpieczeniowego oraz koszty pośrednie związane z doprowadzeniem do zawarcia umowy. Ponoszenie wymienionych kosztów powoduje, iż w początkowych okresach trwania nowe umowy mogą generować negatywne efekty finansowe. Wynika stąd kolejne założenie, iż przyszłe dochody powinny pokryć początkowe straty, a ostatecznie dana umowa powinna przynieść długoterminowy zysk zarówno zakładowi ubezpieczeń, jak i samemu ubezpieczonemu czy też uposażonemu. Podstawową zasadą jest realizacja dodatniego wyniku finansowego w długim okresie.

Odpowiednia kalkulacja składki, rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, prowizji pośredników ubezpieczeniowych, sumy ubezpieczenia i powiązanych z tym wypłacanych świadczeń oraz maksymalnego dopuszczalnego poziomu kosztów administracyjnych pozwala na osiągnięcie zarówno dodatnich przyszłych wyników finansowych, jak i nadwyżki przyszłych wpływów pieniężnych nad wydatkami pieniężnymi.

2. Podstawowe wyznaczniki kształtowania i elementy tworzące portfel ubezpieczeń na życie

Kształtowanie portfela ubezpieczeniowego istotnie wpływa na osiągane wyniki finansowe oraz umożliwia zachowanie płynności finansowej podmiotu ubezpieczeniowego⁷. Ze względu na specyfikę ubezpieczeń na życie płynność finansową należy rozpatrywać zarówno w ujęciu bieżącym, jak i długoterminowym. Płynność bieżąca koncentruje się na zdolności ubezpieczyciela do wywiązywania się z krótkoterminowych zobowiązań wobec ubezpieczających oraz po-

⁷ Szerzej na temat znaczenia sprawozdawczego ujęcia przepływów pieniężnych por. E. Mączyńska: *Przepływy pieniężne – dobrodziejstwo czy balast sprawozdawczości finansowej?* „Prawo Asekuracyjne” 1997, nr 2, s. 41-47.

zostałych wierzycieli, w tym zobowiązań związanych z ponoszonymi kosztami administracyjnymi i akwizycji. Istotne znaczenie natomiast, szczególnie dla finansów zakładu ubezpieczeń na życie, mają czynniki warunkujące zachowanie długoterminowej płynności finansowej. Zakład ubezpieczeń na życie, kształtując określony poziom składki ubezpieczeniowej, w powiązaniu z sumą ubezpieczenia i tworzonymi rezerwami, steruje jednocześnie wielkością i strukturą przyszłych zasobów finansowych służących wywiązywaniu się z przyjętych zobowiązań długoterminowych wobec ubezpieczających. W aspekcie gospodarki finansowej, obejmującej długoterminową płynność finansową, dążenia ubezpieczyciela koncentrują się na gromadzeniu adekwatnych rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, a także określonej wielkości środków własnych, aby w przypadku trudności w obszarze płynności finansowej móc wykorzystać zgromadzone zasoby własne dla zapewnienia prawidłowego i ciągłego przebiegu procesów finansowych⁸.

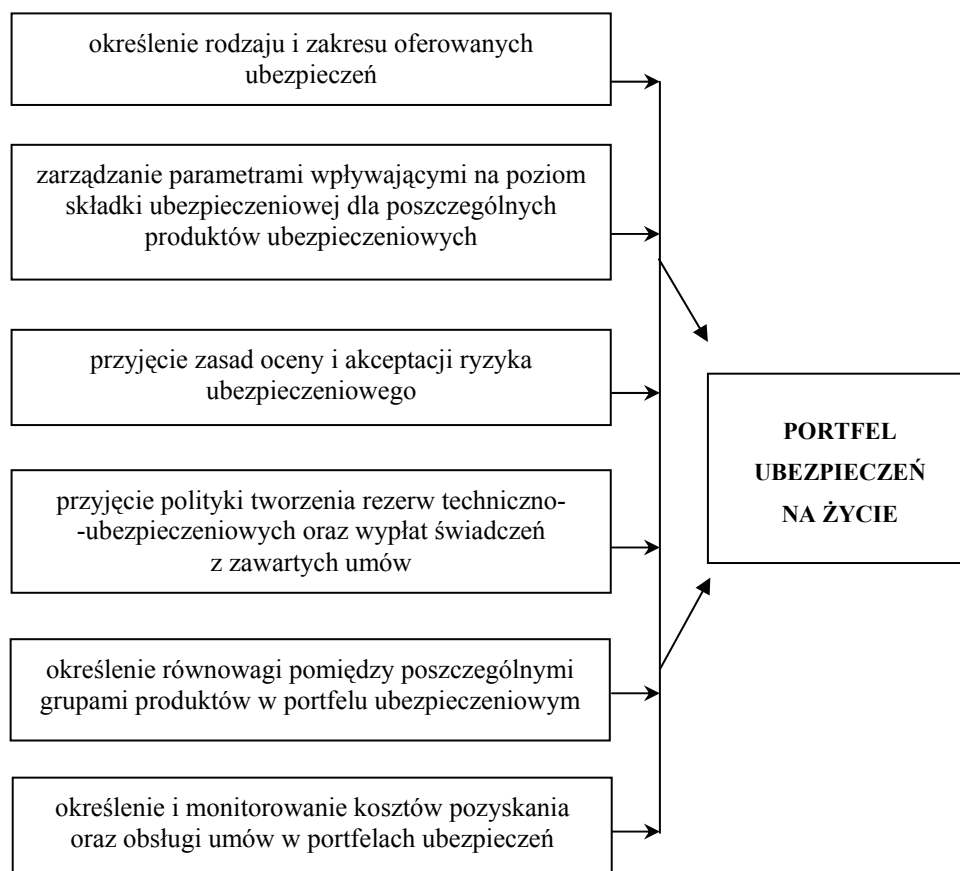
Podjmując działania w zakresie zarządzania portfelami produktów w zakładzie ubezpieczeń na życie, należy uwzględnić znaczny wpływ konstrukcji poszczególnych usług ubezpieczeniowych na stabilność i wyniki finansowe realizowane przez przedsiębiorstwo ubezpieczeniowe⁹. Zarządzanie finansami w zakresie konstrukcji produktów ubezpieczeniowych i klasyfikowania tych produktów do określonych portfeli koncentruje się na ich wycenie, ze szczególnym uwzględnieniem długoterminowego „cyklu życia” usługi ubezpieczeniowej i wynikającymi z tego strumieniami pieniężnymi, kształtującymi długoterminową płynność finansową ubezpieczyciela¹⁰. Zasady konstrukcji portfela ubezpieczeń na życie obejmują znaczny zakres założeń i mechanizmów wynikających zarówno z uwarunkowań działalności ubezpieczyciela o charakterze rynkowym, jak i organizacyjnym. Jednak ze względu na zarządzanie finansami najistotniejsze są czynniki warunkujące powstanie i realizację głównych procesów finansowych w portfelu ubezpieczeniowym (por. rysunek 1)¹¹.

⁸ Por. J. Monkiewicz, L. Gąsiorkiewicz, B. Hadyniak: *Zarządzanie finansami ubezpieczeń*. Poltext, Warszawa 1999, s. 211.

⁹ Produkt ubezpieczeniowy jest to typ umów ubezpieczenia, zawieranych na podstawie tych samych ogólnych warunków ubezpieczenia. Produktem ubezpieczeniowym jest również zbiór umów zawartych na podstawie różnych warunków ogólnych, jeżeli zakres ochrony ubezpieczeniowej oraz metody ustalania rezerw techniczno-ubezpieczeniowych są identyczne lub prawie identyczne, por. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 2 listopada 2010 r. w sprawie zakresu informacji zawartych w rocznym raporcie o stanie portfela ubezpieczeń i reasekuracji zakładu ubezpieczeń. Dz.U. 2010, nr 215, poz. 1409, § 2, pkt 1.

¹⁰ Por. K. Black Jr., D.H. Skipper: *Life and Health Insurance*. 13th ed. Prentice Hall, New Jersey 2000, s. 693 i nast.

¹¹ Szerzej na temat skutków konstrukcji portfela ubezpieczeń dla procesów finansowych ubezpieczyciela, a w szczególności wypłacalności: por. J. Rantala: *Methods for Analyzing the Effects of Underwriting Risk on the Insurer's Long-Term Solvency*. In: *Financial...*, op. cit., s. 171-214.



Rys. 1. Finansowe aspekty zarządzania portfelem ubezpieczeń w zakładzie ubezpieczeń na życie

Jednym z podstawowych aspektów kształtowania portfela ubezpieczeniowego jest planowanie i analiza oferowanych produktów wraz z określeniem ich wpływu na sytuację finansową przedsiębiorstwa ubezpieczeniowego. Podstawowe grupy ubezpieczeń na życie, wyodrębnione ze względu na cel ich zawierania dla ubezpieczonych oraz charakter przepływów pieniężnych od zawarcia umowy, poprzez jej kontynuację, do momentu zakończenia, to:

- ubezpieczenia na życie o charakterze oszczędnościowym,
- ubezpieczenia na życie o charakterze ochronnym¹².

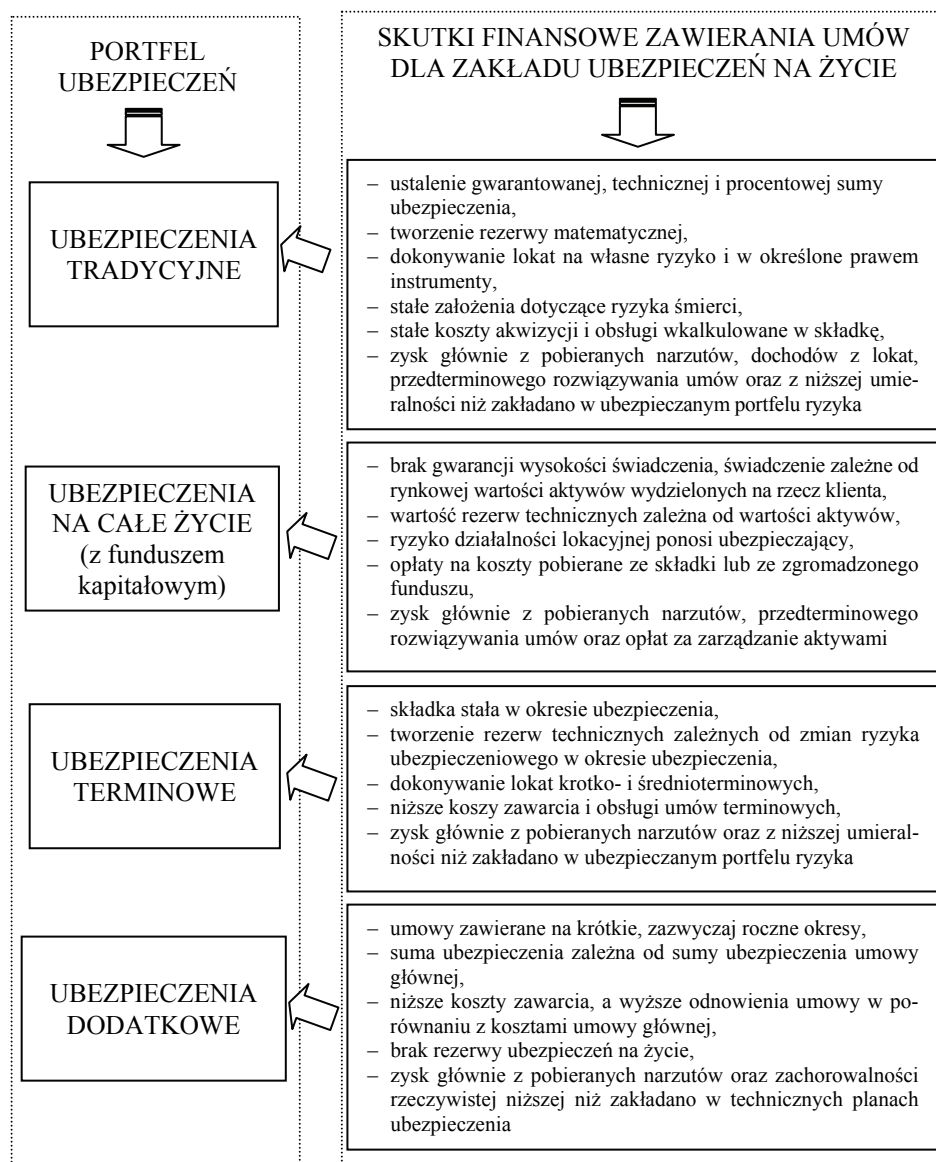
¹² Por. A. Olearczuk: *Tradycyjne ubezpieczenia indywidualne*. W: *Ubezpieczenia życiowe*. Red. O. Doan. Poltext, Warszawa 1996, s. 61 i nast.

Ubezpieczenie na życie typu oszczędnościowego charakteryzuje przede wszystkim element gromadzenia kapitału zawarty w jego konstrukcji technicznej. Podstawowym celem zawarcia umowy ubezpieczenia typu oszczędnościowego jest zapewnienie świadczenia z tytułu przeżycia określonego czasu lub dożycia określonego wieku przez osobę ubezpieczoną¹³. Wartość wypłacanego świadczenia może być równa sumie ubezpieczenia ustalonej w momencie zawierania umowy bądź równać się wartości zgromadzonych dla danej polisy środków finansowych. Ubezpieczenia na życie o charakterze ochronnym są umowami, których podstawą funkcjonowania jest zapewnienie ochrony ubezpieczeniowej, realizowanej poprzez wypłatę sumy ubezpieczenia lub kwoty zgromadzonych środków osobom uposażonym. Podstawowym celem zawarcia wspomnianego rodzaju umowy ubezpieczenia jest ochrona przed niekorzystnymi, w wymiarze finansowym, skutkami śmierci osoby ubezpieczonej w czasie trwania ochrony ubezpieczeniowej. Głównym ryzykiem jest ryzyko śmierci osoby ubezpieczonej. Wartość sumy ubezpieczenia jest ustalona w momencie zawierania umowy i pozostaje stała w okresie ubezpieczenia. Dla zarządzania finansowymi aspektami portfela ubezpieczeń konieczne jest objęcie analizą ubezpieczeń dodatkowych, uzupełniających podstawowe rodzaje ubezpieczeń na życie. Celem ubezpieczenia dodatkowego jest zapewnienie świadczenia osobie ubezpieczonej w przypadku wystąpienia zdarzeń powodujących niemożliwość, najczęściej okresową, wykonywania pracy lub konieczność ponoszenia kosztów związanych z leczeniem, rehabilitacją bądź korzystaniem z pomocy osób trzecich.

Szczególnie ważnym aspektem dla bezpieczeństwa finansowego ubezpieczyciela jest identyfikacja obszarów powiązań konstrukcji portfela ubezpieczeń oraz procesów finansowych ubezpieczyciela (por. rysunek 2).

Kształtowanie portfela ubezpieczeń na życie pozostaje zarówno pod wpływem czynników finansowych, jak i czynników rynkowych. Wyznaczniki o charakterze finansowym decydują o poziomie i strukturze składki ubezpieczeniowej, strukturze rezerw technicznych i lokat oraz o kosztach ponoszonych przez ubezpieczyciela. Czynniki rynkowe z kolei, są przede wszystkim wynikiem preferencji ubezpieczających w zakresie postrzegania ubezpieczenia na życie jako instrumentu finansowego o charakterze inwestycyjnym lub ochronnym.

¹³ Szerzej na temat podziałów ubezpieczeń na życie, por. S. Waleryś, A. Piotrowska: *Od klasycznych ubezpieczeń na życie do ubezpieczeń z funduszem inwestycyjnym*. „Prawo Asekuracyjne” 1997, nr 3, s. 39-51.



Rys. 2. Struktura portfela a gospodarka finansowa zakładu ubezpieczeń na życie

Konsekwencją przyjęcia przez ubezpieczyciela priorytetu świadczenia usług ubezpieczeniowych o charakterze tradycyjnym jest konieczność zagwarantowania ubezpieczonemu realizacji umownej obietnicy wypłaty z góry określonej sumy ubezpieczenia, a więc również w przypadku ubezpieczeń na dożycie, zagwarantowania określonej rentowności dokonywanych lokat. Natomiast, gdy

podstawowym założeniem budowy portfela zakładu ubezpieczeń jest prowadzenie ubezpieczeń z funduszem kapitałowym, czyli umów, w których ryzyko inwestycyjne ponosi ubezpieczający, wówczas w obszarze zarządzania finansami podstawowym celem działań zakładu ubezpieczeń powinno być dążenie do osiągnięcia korzystnych wyników działalności inwestycyjnej przy określonym przez klienta poziomie ryzyka lokat.

3. Wpływ kryzysu na rynkach finansowych na strukturę rodzajową portfeli ubezpieczeniowych oraz wynik techniczny zakładów ubezpieczeń na życie na rynku polskim

Polski rynek ubezpieczeń na życie, podlegający znacznym przeobrażeniom w ciągu ostatnich kilkunastu lat, rozwija się głównie dzięki modyfikacji istniejących i tworzeniu nowych typów oferowanych usług ubezpieczeniowych. Zmienia się zarówno zakres oferowanej ochrony ubezpieczeniowej, jak i charakter zawieranych umów ubezpieczenia.

Portfele ubezpieczeniowe krajowych zakładów ubezpieczeń są znacznie zróżnicowane. Różnorodność konstrukcji portfeli ubezpieczeniowych polega zarówno na różnym udziale ubezpieczeń grupowych i indywidualnych w portfelach, jak i na specjalizacji niektórych zakładów ubezpieczeń w zawieraniu umów z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym o charakterze wyłącznie inwestycyjnym. Uwzględniając kryterium konstrukcji techniczno-ubezpieczeniowej zawieranych umów, można wyróżnić kilka podstawowych typów portfeli zakładów ubezpieczeń na rynku polskim:

- portfel zrównoważony – charakteryzujący się występowaniem zarówno umów tradycyjnych, jak i ubezpieczeń z funduszem kapitałowym,
- portfel z przewagą umów tradycyjnych,
- portfel z przewagą umów z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym.

Portfele o zrównoważonym udziale ubezpieczeń tradycyjnych i ubezpieczeń z funduszem kapitałowym wykazują niską początkową dynamikę wzrostu wyniku finansowego. Ze względu na długoterminowy zakres trwania umów konieczne jest stworzenie warunków umożliwiających obsługę ubezpieczeń, co skutkuje ponoszeniem znacznych kosztów na początku działalności. Jednocześnie od momentu pozyskania pierwszej składki ubezpieczeniowej zakład ubezpieczeń jest zobowiązany tworzyć rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe zgodnie z ponoszonym ryzykiem oraz przewidywanym poziomem wypłat świadczeń.

Zrównoważona struktura portfela dzieląca się na ubezpieczenia tradycyjne oraz ubezpieczenia z funduszem kapitałowym oznacza, że zakład ubezpieczeń ponosi zarówno ryzyko ubezpieczeniowe, jak i inwestycyjne, a czynniki wpływające na wynik finansowy są zdywersyfikowane. W portfelu o strukturze zrównoważonej na wynik finansowy wpływa zarówno relacja pomiędzy rzeczywistym a zakładanym poziomem umieralności i zachorowalności osób ubezpieczonych, jak i wyniki działalności lokacyjnej, w tym wyniki lokowania środków ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych i pobierane z tego tytułu opłaty. Zaletą portfela zrównoważonego jest mniejsza podatność na wahania wyniku finansowego, wywołane zmianami na rynku ubezpieczeniowym, w szczególności w okresach zmniejszenia popytu na ochronę ubezpieczeniową lub ograniczenia możliwości dokonywania inwestycji przez ubezpieczonych.

Portfele ubezpieczeniowe z przeważającym udziałem ubezpieczeń tradycyjnych charakteryzuje niskie uzależnienie procesów finansowych od bieżących wyników działalności lokacyjnej. Jednocześnie osiągnięcie zysku przede wszystkim jest warunkowane prawidłową kalkulacją składki ubezpieczeniowej. Czynnikiem wpływającym w znaczącym zakresie na wynik zakładu ubezpieczeń z przeważającym udziałem ubezpieczeń tradycyjnych jest ponadto techniczna stopa procentowa. Zagrożenie dla wyniku finansowego powstaje wtedy, gdy dla obniżenia wysokości składki, ubezpieczyciel przyjmuje do kalkulacji technicznych zawyżoną stopę techniczną, co może spowodować, że instrumenty finansowe dostępne na rynku i dopuszczone jako aktywa stanowiące pokrycie rezerw nie zapewnią rentowności dorównującej stopie technicznej¹⁴. Wówczas dla spełnienia świadczeń gwarantowanych w umowach konieczne będzie alokowanie części dochodów z lokat innych, co znacznie obniży rentowność działalności ubezpieczeniowej.

Podstawowym czynnikiem oddziałującym na wynik finansowy zakładu ubezpieczeń o portfelu z przeważającymi ubezpieczeniami o charakterze inwestycyjnym jest wartość aktywów zgromadzonych w ubezpieczeniowych funduszach kapitałowych oraz wyniki działalności lokacyjnej. Element ryzyka ubezpieczeniowego oddziałuje na wyniki finansowe pośrednio, gdyż środki finansujące bieżące wypłaty świadczeń z tytułu śmierci pochodzą z obniżenia poziomu alokacji bieżących składek do ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych

¹⁴ Dla zapobiegania zawyżaniu technicznej stopy procentowej w kalkulacjach składek wprowadzono ograniczenie wysokości tej stopy poprzez coroczne ustalanie i ogłaszanie przez organ nadzoru ubezpieczeniowego maksymalnej stopy technicznej możliwej do zastosowania dla zawieranych umów. Zasady stosowania stopy technicznej oraz sposób jej ustalania określają regulacje prawne, por. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 28 grudnia 2009 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji. Dz.U. 2009, nr 226, poz. 1825, § 46.

lub są pobierane bezpośrednio z zasobów zgromadzonych w funduszach kapitałowych. Rodzaj prowadzonych ubezpieczeń na życie, klasyfikowanych ze względu na konstrukcję techniczno-ubezpieczeniową decyduje, jak wskazano uprzednio, głównie o stabilności wyniku technicznego ubezpieczyciela. W przypadku przewagi w portfelu ubezpieczeń o charakterze inwestycyjnym, w których element ochrony ubezpieczeniowej jest zminimalizowany, procesy finansowe są uzależnione w znacznym stopniu od sytuacji na rynkach finansowych. Czynniki ten ma szczególne znaczenie w warunkach kryzysu na rynkach finansowych, gdyż utrata wartości prowadzonych przez ubezpieczyciela inwestycji wpływa negatywnie na trwałość umów, a obawy klientów przez dalszymi stratami powodują, iż część ubezpieczających anuluje zawarte umowy, co pogłębia problemy ubezpieczyciela z zarządzaniem portfelem ubezpieczeniowym i inwestycyjnym.

Rynek ubezpieczeń na życie w Polsce podlega znacznym zmianom w zakresie udziału ubezpieczeń tradycyjnych i ubezpieczeń z funduszem kapitałowym (por. tabela 1).

Tabela 1

Struktura portfeli zakładów ubezpieczeń na życie na rynku polskim ze względu na udział ubezpieczeń tradycyjnych i ubezpieczeń, w których ryzyko lokat ponosi ubezpieczający

Struktura portfela ubezpieczeń na życie w Polsce		
Okres	Ubezpieczenia tradycyjne [% ogółu składki przypisanej brutto]	Ubezpieczenia, w których ryzyko lokat ponosi ubezpieczający – ubezpieczenia z funduszem kapitałowym [% ogółu składki przypisanej brutto]
2001	83,70	16,30
2002	84,20	15,80
2003	80,59	19,41
2004	68,48	31,52
2005	63,01	36,99
2006	53,88	46,12
2007	53,03	46,97
2008	83,85	16,15
2009	78,62	21,38

Źródło: Na podstawie Biuletynów Rocznych Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych za lata 2001-2009.

Wyniki analizy struktury składki przypisanej brutto w dziale ubezpieczeń na życie wskazują, iż w latach 2001-2007 następował znaczący rozwój ubezpieczeń związanych z funduszami kapitałowymi. Jednocześnie tempo wzrostu rynku ubezpieczeń na życie podlega znacznym wahaniom, na które w istotny sposób wpłynęły warunki światowego kryzysu finansowego zapoczątkowanego w 2007 r. (por. tabela 2).

Tabela 2

Wartość i dynamika składki przypisanej brutto zakładów ubezpieczeń działu I

Składka przypisana brutto zakładów ubezpieczeń na rynku polskim		
Okres	Wartość składki ogółem [mln PLN]	Roczna dynamika składki przypisanej brutto [%]
2001	9 260	11,10
2002	9 901	6,90
2003	11 167	12,80
2004	12 739	14,10
2005	15 336	20,40
2006	21 109	37,64
2007	25 509	20,85
2008	38 986	52,83
2009	30 283	-22,32

Źródło: Na podstawie Biuletynów Rocznych Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych za lata 2001-2009.

Struktura składki przypisanej brutto w dziale I zmienia się dynamicznie począwszy od 2003 r. Do 2002 r. dominującymi umowami były tradycyjne ubezpieczenia na życie, zapewniające gwarantowaną wysokość świadczenia w przypadku śmierci osoby ubezpieczonej lub powstania innego zdarzenia objętego ubezpieczeniem.

Druga faza zmian struktury portfeli zakładów ubezpieczeń na życie rozpoczęła się w 2003 r. i była kontynuowana do 2007 r., kiedy to pojawiły się pierwsze symptomy kryzysu finansowego. W okresie od początku roku 2003 do końca

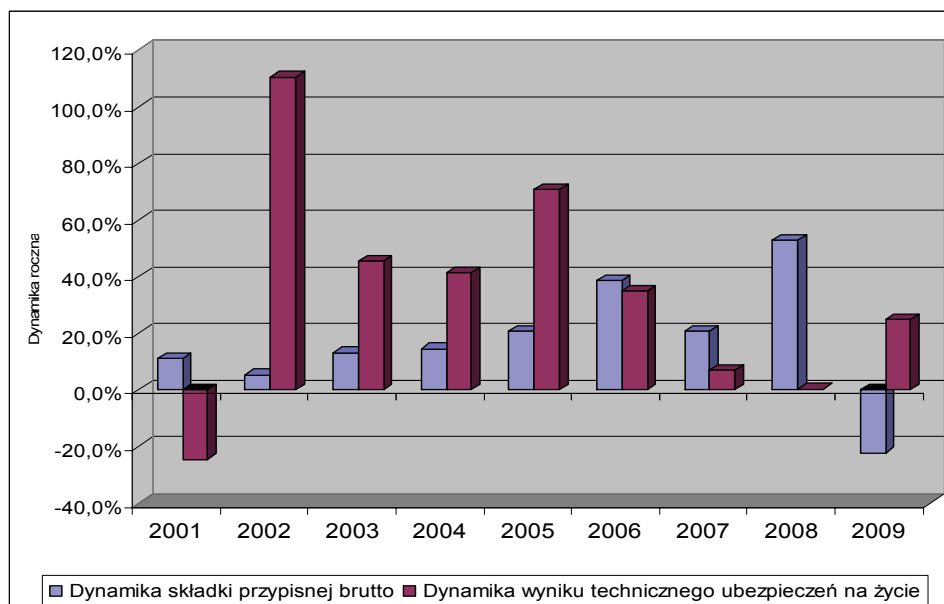
2007 r. udział składek z tradycyjnych ubezpieczeń na życie spadł z 84,2% do 53%, co jest równoznaczne ze wzrostem udziału składek ubezpieczeń z funduszem kapitałowym o ponad 30 punktów proc. w ogólnej wartości składki przypisanej w dziale I. Podstawową przyczyną szybkiego wzrostu udziału składki pozyskiwanej z ubezpieczeń z funduszem kapitałowym była zmiana w postrzeganiu przez ubezpieczających usługi ubezpieczeniowej i jej miejsca w zakresie oferowanych usług finansowych. Zmiana ta polegała na dostrzeganiu znaczenia funkcji oszczędnościowej polisy ubezpieczenia na życie, która w połączeniu z elementem ochrony ubezpieczeniowej stanowi instrument finansowy spełniający w sposób kompleksowy potrzeby w zakresie bezpieczeństwa finansowego¹⁵. Kolejnym czynnikiem wpływającym w istotny sposób na rozwój ubezpieczeń na życie, związanych z funduszem kapitałowym, był spadek oprocentowania depozytów bankowych związany ze spadkiem podstawowych stóp procentowych, co jest również powiązane z niższą niż w okresach poprzednich dynamiką zmian cen w gospodarce polskiej. Obniżająca się rentowność lokat bankowych powodowała, iż stale wzrastające oszczędności osób fizycznych były kierowane do instytucji świadczących usługi pozwalające inwestować kapitał z większymi korzyściami niż oprocentowanie depozytów bankowych. Jednym z takich instrumentów były ubezpieczenia na życie, w których ryzyko inwestycyjne ponosi ubezpieczający. Okres kryzysu finansowego pokazał, jak negatywne skutki może mieć dla gospodarstw domowych traktowanie inwestycyjnych ubezpieczeń na życie jako prostej alternatywy dla bezpiecznych i stabilnych form lokowania oszczędności w postaci lokat lub rachunków bankowych.

Podstawową konsekwencją zmian w portfelach ubezpieczeń są zmiany w strukturze rezerw techniczno-ubezpieczeniowych oraz lokat ubezpieczycieli. Wzrost udziału ubezpieczeń z funduszem kapitałowym, obserwowany do 2007 r. oznaczał również zmiany w kierunkach inwestycji dokonywanych przez podmioty ubezpieczeniowe. Wynika to głównie z faktu, iż lokaty pokrywające rezerwy w ubezpieczeniach, w których ryzyko lokaty ponosi ubezpieczający nie są objęte limitami ilościowymi i jakościowymi, określonymi dla ubezpieczeń tradycyjnych. Oznacza to również, iż wyniki osiągane przez zakłady ubezpieczeń pozostają pod znaczącym wpływem finansowych efektów dokonywanych lokat. Ponadto zmiany w strukturze portfeli wpływają na poziom i strukturę kosztów ubezpieczycieli, kształtując ich wyniki finansowe (por. wykres 1).

¹⁵ Por. S. Waleryś, A. Piotrowska: *Od klasycznych...*, op. cit.

Wykres 1

Składka przypisana zakładów ubezpieczeń i wyniki techniczne sektora w latach 2001-2009



Źródło: Na podstawie Biuletynów Rocznych Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych za lata 2001-2009.

Analiza dynamiki zmian składki przypisanej brutto oraz dynamiki wyniku technicznego w dziale ubezpieczeń na życie wskazuje, iż restrukturyzacja portfeli ubezpieczeniowych oraz zmiany organizacyjne wprowadzone przez zakłady ubezpieczeń na życie w latach 2000-2002 spowodowały znaczne różnice w dynamice podstawowego przychodu składkowego oraz wyniku technicznego ubezpieczycieli działu I.

Począwszy od 2003 r. nastąpiła stabilizacja tempa zmian zarówno składki przypisanej brutto zakładów ubezpieczeń na życie, jak i wyniku technicznego osiąganego przez te podmioty. Wyniki analizy wskazują, iż wraz z rozwojem portfeli ubezpieczeniowych, mierzonym przyrostem składki, następował wzrost wyniku technicznego osiąganego przez ubezpieczycieli.

Kolejnym, szczególnym etapem zmian w strukturze portfeli polis ubezpieczycieli są również bez wątpienia warunki powstania oraz eskalacji światowego kryzysu finansowego, który zainicjowały wydarzenia na rynkach finansowych w 2007 r. Dynamiczny wzrost składki przypisanej brutto w dziale ubezpieczeń

na życie kolejno w latach 2006 i 2007 wynikał z szybkiego tempa wzrostu wartości instrumentów rynku kapitałowego obserwowanego do sierpnia 2007 r. Wzrost wartości inwestycji finansowych powodował zwiększony popyt na ubezpieczenia na życie o charakterze inwestycyjnym, co skutkowało dalszym wzrostem udziału składki z ubezpieczeń powiązanych z funduszem kapitałowym w ogólnej sumie składki przypisanej brutto do rekordowego poziomu 46,97% na koniec 2007 r. Skalę zjawisk będących efektem kryzysu finansowego, a polegających na wycofywaniu się ubezpieczających z alokowania składek do ubezpieczeń o charakterze inwestycyjnym i przenoszeniu strumieni składkowych do klasycznych ubezpieczeń na życie o przebiegu stabilnym, świadczy struktura składki przypisanej brutto z dominującym udziałem na koniec 2008 r. tradycyjnych ubezpieczeń na życie (grupa I), w ramach których ubezpieczyciele zebrali blisko 84% składki przypisanej brutto dla całego działu I ubezpieczeń. Ubezpieczenia na życie związane z funduszem kapitałowym gwałtownie zmniejszyły swoje znaczenie, stanowiąc jedynie około 16% wartości składki przypisanej brutto dla działu I.

Następny etap zmian w strukturze produktowej oraz kształtowaniu ogólnego poziomu składki przypisanej brutto w dziale ubezpieczeń na życie uwidacznia analiza danych z 2009 r.¹⁶. Stabilizacji w 2009 r. w relacji do 2008 r. uległa wartość składki przypisanej brutto w grupie ubezpieczeń z funduszem kapitałowym, co potwierdza spadek zaufania ubezpieczających do tego rodzaju produktów, zapoczątkowany w okresie kryzysu finansowego. Natomiast w grupie tradycyjnych ubezpieczeń na życie jest widoczny drastyczny spadek przypisu składki. Istotne zmniejszenie składki w grupie tradycyjnych ubezpieczeń na życie w 2009 roku wynika z faktu, iż w okresie tym znacznie spadła popularność specyficznych produktów ubezpieczeniowych, tak zwanych polis lokacyjnych – czyli krótkoterminowych ubezpieczeń na życie będących odpowiednikiem terminowej lokaty bankowej, jednak z korzyścią dla ubezpieczającego w postaci braku opodatkowania zysku kapitałowego z polisy ubezpieczeniowej.

Kierunki i tempo zmian składki przypisanej, będącej ogólnym odzwierciedleniem zasobów finansowych zasilających segment rynku ubezpieczeń na życie wskazują na silne powiązanie tych przepływów pieniężnych z ogólną koniunkturą na rynkach kapitałowych. Należy podkreślić, iż główną determinantą decyzji w obszarze ubezpieczeń na życie staje się współcześnie motyw inwestycyjny, natomiast czynnik ochrony ubezpieczeniowej – dominujący w okresach poprzednich przesuwa się na plan dalszy. Konsekwencją tego trendu jest silne powiązanie rynku ubezpieczeń na życie z rynkiem inwestycji kapitałowych, co skutkuje również przenoszeniem zagrożeń stabilności pomiędzy tymi rynkami.

¹⁶ Analiza na podstawie danych kumulatywnych za IV kwartał 2009 roku – na podstawie Biuletynu Kwartalnego. „Rynek Ubezpieczeń” 2009, nr 4; <http://www.knf.gov.pl>.

4. Znaczenie związków ubezpieczeniowo-bankowych dla alokacji oszczędności gospodarstw bankowych pomiędzy poszczególnymi formami gromadzenia i pomnażania kapitału w okresach kryzysu

Wspomniane uprzednio mechanizmy przenoszenia zasobów pomiędzy ubezpieczeniowymi i bankowymi formami gromadzenia oszczędności gospodarstw domowych są zarówno efektem, jak i czynnikiem determinującym kształtowanie oferty bancassurance. Zakres tej oferty pozostaje pod istotnym wpływem warunków organizacyjno-prawnych określających współpracę pomiędzy ubezpieczycielem a bankiem.

Szczególny charakter i kierunek trendów zmian zapoczątkowanych wraz z eskalacją kryzysu finansowego w 2008 r., skutkował ponadprzeciętnym przyrostem składki przypisanej brutto w grupie tradycyjnych ubezpieczeń na życie. Proces ten miał swoje źródło w swobodnym przepływie strumieni pieniężnych pomiędzy ubezpieczeniowymi a bankowymi ogniwami systemu finansowego. Przepływy takie występują najczęściej pomiędzy podmiotami bankowymi a ubezpieczeniowymi należącymi do jednej grupy kapitałowej. Mechanizm ten pozwala grupom powiązanych podmiotów na regulowanie wewnętrznej płynności finansowej, poprzez kierowanie strumieni pieniężnych do tych podmiotów, które ze względu na warunki kryzysowe, potrzebowały środków płynnych w największym stopniu. Podmiotami o największym zapotrzebowaniu na środki płynne były w okresie kryzysu głównie banki. W szczególności w 2008 r. banki w porozumieniu z ubezpieczycielami rozpoczęły oferowanie na znaczną skalę polis terminowego ubezpieczenia tradycyjnego na życie (klasyfikowanego w ustawowej, ubezpieczeniowej grupie pierwszej ubezpieczeń tradycyjnych), które są formą lokaty bankowej. Konstrukcja tego rodzaju produktów finansowych opiera się na założeniu, iż ubezpieczający wpłaca składkę jednorazową, umowa jest zawierana na ściśle określony czas, najczęściej od 3 do 12 miesięcy, a po tym okresie ubezpieczyciel wypłaca sumę ubezpieczenia równą wpłaconej składce jednorazowej wraz z góry ustalonym kapitałem odsetkowym, określonym według technicznej stopy procentowej. Jedynym ryzykiem ubezpieczeniowym jest zobowiązanie do wypłaty sumy ubezpieczenia przed umownym momentem zakończenia trwania polisy, w przypadku śmierci osoby ubezpieczonej. Polisy tego rodzaju są dystrybuowane przez oddziały banków, a istotną zaletą wpływającą na atrakcyjność dla klientów jest brak opodatkowania przyrostu kapitału zgromadzonego w polisie podatkiem od zysków kapitałowych¹⁷.

¹⁷ Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych, tekst jednolity: Dz.U. 2010, nr 51, poz. 307, z późn. zm., art. 21, ust. 4.

Powiązania bankowo-ubezpieczeniowe stały się specyficznym katalizatorem spadku zaufania do usług długoterminowego ubezpieczenia na życie w okresie kryzysu finansowego. Należy zwrócić uwagę, iż w Polsce sektor bankowy nie doznał tak znaczącego pogorszenia zarówno wyników prowadzonej działalności, jak i opinii w porównaniu z sektorem bankowym za granicą. Czynniki ten spowodował, że przepływy kapitału stanowiącego oszczędności gospodarstw domowych pomiędzy formami bankowymi a ubezpieczeniowymi nie miały charakteru paniki przed stratami ze strony ubezpieczających i klientów banków, lecz były motywowane poszukiwaniem sposobów osiągnięcia korzystniejszych efektów pomnażania oszczędności. Oznacza to, że okres postkryzysowy będzie prawdopodobnie charakteryzował się kolejnymi przepływami kapitału pomiędzy bankami a ubezpieczycielami, lecz motywem tych przepływów będą w większym stopniu względy dywersyfikacji i bezpieczeństwa posiadanych przez gospodarstwa domowe zasobów, niż wyłącznie względy poszukiwania najbardziej zyskownych form lokowania nadwyżek.

Podsumowanie

Analiza struktury portfeli polis podmiotów prowadzących ubezpieczenia na życie wykazuje silne powiązanie konstrukcji tych portfeli z zewnętrznymi warunkowaniami kształtującymi procesy przepływu i alokacji kapitału na rynkach finansowych. Okresy powstawania, eskalacji oraz wygasania kryzysów na rynku finansowym powodują znaczne zmiany w wartości i ilości strumieni składkowych zasilających zakłady ubezpieczeń. Szczegółnie znacznie dla rynku ubezpieczeń na życie w okresie kryzysu mają czynniki wpływające na wycenę wartości instrumentów finansowych będących podstawą wyceny wartości polis. Powiązania te są istotne dla długoterminowych ubezpieczeń na życie o charakterze inwestycyjnym. Zmiany wartości aktywów ubezpieczeniowych, gdzie czynnikiem zmian są kryzysowe zachowania rynków, na których jest dokonywana wycena aktywów, a przede wszystkim spadek wartości tych aktywów, powodują, iż ubezpieczający znacznie częściej podejmują decyzje o zerwaniu polisy lub też przeniesieniu kapitału do form inwestowania o większym bezpieczeństwie oraz stabilności wyceny aktywów. Kapitał w takich sytuacjach jest przenoszony przede wszystkim do bankowych, stabilnych form lokowania. Decyzje te są istotnym czynnikiem powodującym odpływ kapitału z ubezpieczeń na życie w warunkach niesprzyjających, niestabilnych zdarzeń na rynkach finansowych.

Stabilność finansowa podmiotów prowadzących ubezpieczenia na życie jest również w znacznym stopniu determinowana czynnikami makroekonomicznymi.

mi, których zmiany mogą być wywołane warunkami zarówno kryzysu gospodarczego, jak i kryzysu finansowego. Parametrami, które pozostają pod znacznym oddziaływaniem zjawisk kryzysu, a jednocześnie wpływają na procesy finansowe ubezpieczycieli są przede wszystkim: poziom stopy bezrobocia, tempo wzrostu gospodarczego, zmiany poziomu zadłużenia gospodarstw domowych, czy też powiązane z tym skłonności do konsumpcji oraz oszczędzania. Wszystkie objawy, jak i skutki kryzysu, które ograniczają dochody rozporządzalne gospodarstw domowych oraz negatywnie oddziałują na skuteczność i zasadność planowania finansowego wpływają na poziom oraz częstotliwość alokacji składek do ubezpieczeń na życie. Warunki niepewności na rynkach finansowych oraz niepewność co do dalszego przebiegu procesów ogólnogospodarczych zmniejszają skłonność do podejmowania przez ubezpieczających zobowiązań w postaci umownego obowiązku regularnego opłacania składek w polisach ubezpieczenia na życie. Skutkiem tego jest zahamowanie rozwoju długoterminowych ubezpieczeń na życie, wywołujące zaburzenia zarówno w utrzymaniu istniejących, jak i rozwoju portfeli zbudowanych przez ubezpieczycieli w okresach przedkryzysowych.

Badanie zjawisk powiązań struktury i rozmiaru portfeli ubezpieczeniowych ze zjawiskami kryzysowymi na rynkach finansowych potwierdza, że niestabilność rynków finansowych kształtuje również popyt na poszczególne formy ubezpieczeń na życie. Warunki kryzysu, których przejawem jest spadek wartości aktywów, stanowiących pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, powodują, iż zmienne ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym są wypierane przez klasyczne, stabilne ubezpieczenia charakteryzujące się stałym poziomem składki i sumy ubezpieczenia. Dla ubezpieczyciela oznacza to konieczność gwarantowania stopy zwrotu z inwestycji funduszu ubezpieczeniowego w formie technicznej stopy procentowej, dla ubezpieczonych jest to sposób na niezależnienie wartości przyszłego świadczenia od aktualnej koniunktury na rynkach finansowych.

Warunki kryzysu wpływają również na wyniki finansowe osiągane przez ubezpieczycieli. Szczególny wymiar tego wpływu wynika ze zmiany formy inwestycji finansowych gospodarstw domowych i przenoszenia oszczędności z ubezpieczeń na życie do lokat bankowych.

Konsekwencje tych zmian dla ubezpieczycieli mają oddziaływanie długoterminowe, gdyż ubezpieczyciel w takich przypadkach traci długoterminowy strumień składkowy na rzecz banku lub innego podmiotu sektora finansowego gromadzącego oszczędności gospodarstw domowych.

Podmioty sektora finansowego są jednak świadome tego typu przepływów pieniężnych w warunkach kryzysu, co pozawala na kierowanie tych przepływów

tak, aby zostały zatrzymane w grupie podmiotów powiązanych. Umożliwia to zarówno podmiotom ubezpieczeniowym, jak i bankom tworzenie powiązanych usług bancassurance, gdzie w sposób substytucyjny lub komplementarny następuje alokacja strumieni i zasobów oszczędnościowych gospodarstw domowych.

Warunki kryzysu na rynkach finansowych wpływają zatem zarówno na bieżącą, jak i przyszłą strukturę portfeli przedsiębiorstw prowadzących ubezpieczenia na życie. Przemieszczenia kapitału pomiędzy poszczególnymi formami ubezpieczeń na życie w warunkach kryzysu wpływają także na wyniki finansowe osiągane przez ubezpieczycieli. Stabilność rynków finansowych wpływa zatem w znaczący sposób na bezpieczeństwo finansowe i rentowność przedsiębiorstw ubezpieczeniowych.

DECISIONS AND FACTORS INFLUENCING OF THE LIFE INSURANCE COMPANY PORTFOLIO UNDER CRISIS ENVIRONMENT

Summary

The paper aims at presenting the main connections between factors observed as the reasons and effects of world financial crisis escalations and simultaneous changes in life insurer's policy portfolios. The analysis presented in the paper is based on Polish life insurance market data in the period from 2001 to 2009 with special attention paid to the last three years when the crisis influenced all financial markets. The most important connections and trends were recognized using the structure and dynamics method applied for financial processes.

The outcome of the analysis shows that there are strong connections between crisis environment and processes of concluding and cancellations of long-term insurance agreements. One of the most important aspects of these connections is dropping importance and popularity of unit-linked investment life insurance contracts and growing share of traditional life insurance policies in insurer's portfolio. Additionally the bancassurance solutions are taken into accounts as an alternative to the life insurance products.