

Katarzyna Kuziak

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

ZARZĄDZANIE RYZYKIEM W POLSKICH SPÓŁKACH PUBLICZNYCH – BADANIA EMPIRYCZNE

1. Wstęp

W artykule omówione będą dwa zagadnienia związane z zarządzaniem ryzykiem w przedsiębiorstwach prowadzących działalność na rynku polskim; mianowicie: proces zarządzania ryzykiem w spółkach ogólnie oraz wykorzystanie instrumentów pochodnych w zarządzaniu ryzykiem. Przedstawienie procesu zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie jest możliwe tylko w takim stopniu, w jakim upublicznia ono informacje na ten temat. W tej sytuacji uwagi ogólne są istotne, pozwalają bowiem zorientować się, czy i w jaki sposób spółka identyfikuje problem zarządzania ryzykiem. Ponieważ rachunkowość zabezpieczeń wymaga ujawnienia takiego instrumentu, możliwa jest identyfikacja go poprzez analizę sprawozdania finansowego. Analiza sprawozdań finansowych pozwoli zatem osiągnąć te dwa cele. Oczywiście, jeśli w sprawozdaniach informacje na ten temat będą niepełne, to niekoniecznie będzie to oznaczać, że spółka nie zarządza ryzykiem.

W zarządzaniu ryzykiem wykorzystanie instrumentów pochodnych daje przewagę w porównaniu z tradycyjnymi metodami zarządzania aktywami i pasywami (*asset and liability management*) w postaci np. utrzymania ryzyka na określonym poziomie lub wyeliminowania zmienności. Interesować nas będzie zabezpieczanie przed ryzykiem, zabezpieczanie z wykorzystaniem instrumentów pochodnych oraz stosowanie rachunkowości zabezpieczeń przez spółki o największej kapitalizacji notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW).

Zgodnie z decyzją Rady Ministrów Unii Europejskiej od 2005 r. wszystkie unijne spółki giełdowe sporządzają skonsolidowane sprawozdania finansowe zgodnie z MSSF. Rok 2006 jest zatem pierwszym, w którym wszystkie spółki no-

towane na GPW w Warszawie przedstawiły swoje wyniki według tych standardów. Zgodnie z MSSF tylko kompletne sprawozdanie finansowe, zawierające bilans, rachunek zysków i strat, zestawienie zmian w kapitale własnym, rachunek przepływów pieniężnych wraz z danymi porównywalnymi i notami objaśniającymi, może przedstawiać w sposób rzetelny sytuację finansową, wyniki działalności i przepływy pieniężne.

Przedsiębiorstwo jest zobowiązane opisać cele i politykę zarządzania ryzykiem, w tym zasady zabezpieczania każdego z głównych typów planowanej transakcji, do których stosowane są zasady rachunkowości zabezpieczeń. Opis powinien uwzględniać informacje nie tylko o poszczególnych saldach i transakcjach dotyczących instrumentów finansowych, ale powinien również zawierać omówienie zakresu stosowania instrumentów finansowych, celów gospodarczych, którym dane instrumenty służą, oraz związanych z tym rodzajów ryzyka. Opiszem powinna zostać objęta polityka kontroli ryzyka związanego z instrumentami finansowymi, tj. zabezpieczanie przed ryzykiem, unikanie zbędnej koncentracji ryzyka oraz ustanawianie zabezpieczeń w celu zmniejszania ryzyka kredytowego.

2. Analiza spółek

Badanie dotyczyło skonsolidowanych sprawozdań finansowych (jeśli takie były dostępne) sporządzonych 31 grudnia 2005 r. (objęło raporty roczne) dla 40 spółek o największej kapitalizacji (ok. 600 mln zł), notowanych na GPW w Warszawie. Lista spółek objętych badaniem była następująca: Agora, Computerland, Kelner, Police, Alchemia, Dębica, Kogeneracja, Polimex, Amator, Echo, LOTOS, Polmos Białystok, Barlinek, Farmacol, LPP, Prokom, Bioton, Grajewo, Netia, Puławy, Boryszew, Grupa Onet, Opoczno, Softbank, Budimex, GTC, Orbis, Świecie, CCC, Impexmetal, PBG, TP SA, Cersanit, Kęty, PGNiG, TVN, Ciech, KGHM, PKN, Żywiec.

Wybrano spółki o największej kapitalizacji, dlatego że świadomość zarządzania ryzykiem jest wśród nich największa, co potwierdziło się w trakcie analiz. W miarę jak analizowane były sprawozdania spółek o mniejszych kapitalizacjach, informacje na temat polityki zarządzania ryzykiem stawały się coraz mniej szczegółowe (por. [1]).

Badaniu poddano następujące elementy wyróżnione w procesie zarządzania ryzykiem:

- rodzaje ryzyka, na które narażona jest działalność przedsiębiorstw działających na rynku polskim;
- tradycyjne narzędzia wykorzystywane do ograniczania ryzyka (tzw. *hedging* naturalny); *hedging* naturalny polega na kompensowaniu aktywów i pasywów wyrażonych w tej samej walucie, uwzględniając terminy ich wymagalności, np. aby zminimalizować ryzyko zmiany kursów walut, spółka lokuje środki w walucie

obcej na depozyt, który następnie wykorzystuje do dokonywania spłaty powstających zobowiązań; innym przykładem może być przyjmowanie płatności w takiej walucie, w jakiej powstaje zobowiązanie;

- rodzaje stosowanych instrumentów zabezpieczających zgodnych z definicją rachunkowości zabezpieczeń oraz instrumentów niespełniających wymogów rachunkowości zabezpieczeń, zasad rachunkowości stosowanych dla instrumentów pochodnych;

- rodzaje instrumentów pochodnych oraz identyfikowanie umów z wbudowanym instrumentem pochodnym;

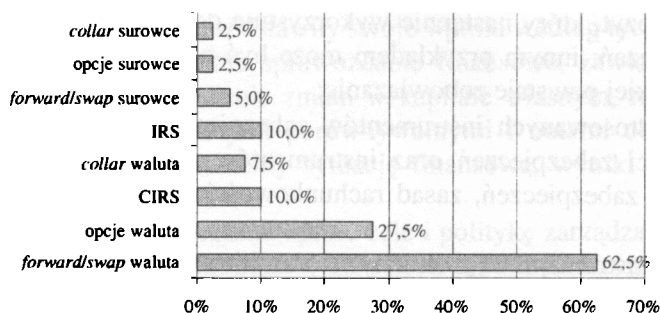
- rodzaj informacji dotyczących zarządzania ryzykiem ujawnianych przez przedsiębiorstwa w sprawozdaniach finansowych publicznie dostępnych na stronach internetowych spółek oraz serwisu finansowego www.parkiet.pl.

3. Wyniki

Podczas identyfikacji rodzajów ryzyka prawie wszystkie badane spółki (aż 92,5%) wskazały ryzyko walutowe, 82,5% – wskazało ryzyko stóp procentowych, 67,5% – kredytowe, a 32,5% – ryzyko cen surowców. Spośród innych rodzajów ryzyka identyfikowanych przez przedsiębiorstwa można wymienić m.in. ryzyko płynności (ryzyko utraty zdolności do regulowania zobowiązań przez przedsiębiorstwo), operacyjne, regulacyjne oraz polityczne.

Z badania wynika, że tylko 25% spółek zadeklarowało stosowanie rachunkowości zabezpieczeń (z czego wszystkie zabezpieczały przepływy pieniężne, a 50% z nich zabezpieczało wartość godziwą). Pozostałe 75% nie stosowało rachunkowości zabezpieczeń (lub brakowało informacji na ten temat w sprawozdaniu). Wykorzystanie umów z wbudowanym instrumentem pochodnym deklarowało 27,5% analizowanych spółek. Do zarządzania ryzykiem spółki najczęściej (bo aż 70% analizowanych spółek) stosowały instrumenty pochodne lub tzw. *hedging* naturalny – 37,5%.

Zgodnie z wcześniejszymi deklaracjami odnośnie do identyfikacji rodzajów ryzyka (walutowe występowało najczęściej), ze wskazanych instrumentów pochodnych w roku 2005 najczęściej stosowano instrumenty pochodne walutowe (rys. 1). Wśród nich dominowały kontrakty terminowe na walutę (62,5%). Niewiele spółek (tylko 10%) deklarowało stosowanie instrumentów pochodnych na stopę procentową, a tylko dwie z badanych wskazywały na stosowanie instrumentów pochodnych wystawionych na cenę surowca (choć ten rodzaj ryzyka identyfikowało 13 z analizowanych spółek). Z analizy tej można wysunąć wniosek, że spółki na rynku polskim nie stosują instrumentów pochodnych kredytowych. Prawdopodobnie jest tak dlatego, bo spółki nie mają jeszcze do nich dostępu.



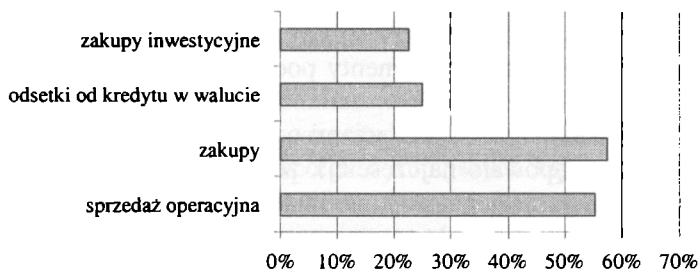
CIRS (*currency-interest rate swap*) – swap na walutę i stopę procentową,
 IRS (*interest rate swap*) – swap na stopę procentową

Rys. 1. Rodzaje instrumentów pochodnych
 Źródło: opracowanie własne.

Z zamieszczonych w sprawozdaniach informacji wynika, że w długim horyzoncie (tj. powyżej 12 miesięcy) zabezpieczało się tylko 12,5% spółek; na terminy krótsze – odpowiednio: do 3 miesięcy – 12,5% spółek, od 3 do 6 miesięcy – 15% spółek, a od 6 do 12 miesięcy – 12,5% spółek. Pozostała część spółek nie wskazała horyzontu zabezpieczenia.

4. Ryzyko walutowe

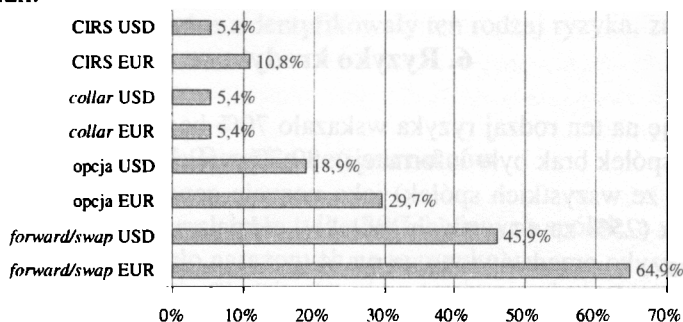
Ekspozycję na to ryzyko wskazało 92,5% badanych spółek (w przypadku pozostałych spółek brak było informacji). Jako pozycję generującą ryzyko walutowe spółki te wskazywały najczęściej zakupy – 62,2% (57,5% ze wszystkich spółek) i sprzedaż operacyjną – 59,5% (55% ze wszystkich spółek) (por. rys. 2).



Rys. 2. Pozycje generujące ryzyko walutowe według spółek identyfikujących to ryzyko
 Źródło: opracowanie własne.

Walutą obcą wskazaną jako źródło ryzyka najczęściej było euro – 89,2% (82,5% ze wszystkich spółek). 56,8% spółek (52,5% ze wszystkich spółek) jako walutę deklarowało dolara amerykańskiego, a niewiele spółek – 13,5% (12,5% ze wszystkich spółek) – wskazało na funta brytyjskiego, jednak w pojedynczych przypadkach spółki wskazywały również na franka szwajcarskiego oraz jena.

Do zarządzania ryzykiem walutowym spółki identyfikujące to ryzyko najczęściej stosowały instrumenty pochodne – 75,7% spółek (70% ze wszystkich spółek) – oraz tzw. *hedging* naturalny – 43,2% spółek (40% ze wszystkich spółek). 10,8% spółek (10% ze wszystkich spółek) zaakceptowało to ryzyko i nie podejmowało żadnych działań.



Rys. 3. Walutowe instrumenty pochodne wykorzystywane do zabezpieczania się przed ryzykiem przez spółki identyfikujące to ryzyko

Źródło: opracowanie własne.

Wykorzystywane do zabezpieczania instrumenty pochodne to w głównej mierze kontrakty terminowe na kurs euro i na kurs dolara amerykańskiego (rys. 3). 60% spółek stosowało kontrakty terminowe na kurs euro, a 42,5% spółek – kontrakty terminowe na kurs dolara amerykańskiego. Nie były to jedyne instrumenty zabezpieczające wykorzystywane przez spółki. Niektóre z nich deklarowały również zabezpieczanie się za pomocą strategii złożonych z wyróżnionych, podstawowych instrumentów pochodnych.

5. Ryzyko stopy procentowej

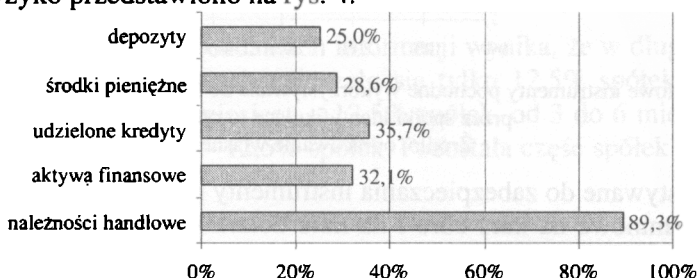
Kolejnym analizowanym rodzajem ryzyka było ryzyko stopy procentowej. Ekspozycję na to ryzyko wskazało 82,5% badanych spółek (w przypadku pozostałych spółek brak było informacji). Jako pozycję generującą ryzyko stopy procentowej 90,9% spółek wskazało zobowiązania finansowe (75% ze wszystkich spółek), a aktywa oprocentowane według zmiennej stopy – 45,5% spółek (37,5% ze wszystkich spółek).

Większość spółek, tj. 55%, świadomie akceptowała podejmowane ryzyko. Tylko 12,5% ze wszystkich spółek stosowało instrumenty pochodne na stopę procentową w celu zabezpieczenia swoich pozycji. Wśród nich 12,1% spółek (10% ze wszystkich spółek) wykorzystywało *swap* na stopę procentową, 6,1% (5% ze wszystkich spółek) – opcje *cap* i *floor*, 6,1% (5% ze wszystkich spółek) – kontrakt FRA.

Często spółki podejmowały działania ograniczania tego ryzyka, zawierając krótkoterminowe umowy kredytowe o zmiennym oprocentowaniu oraz zawierając kredyty/pożyczki o stałej i o zmiennej stopie, kierując się przy tym oczekiwaniami co do prognozy kształtowania się stóp procentowych.

6. Ryzyko kredytowe

Ekspozycję na ten rodzaj ryzyka wskazało 70% badanych spółek (w przypadku pozostałych spółek brak było informacji). 89,3% spółek wskazało należności handlowe (62,5% ze wszystkich spółek) jako pozycję generującą ryzyko kredytowe, a 35,7% spółek (25% ze wszystkich spółek) – udzielone kredyty. Pozostałe pozycje generujące ryzyko przedstawiono na rys. 4.



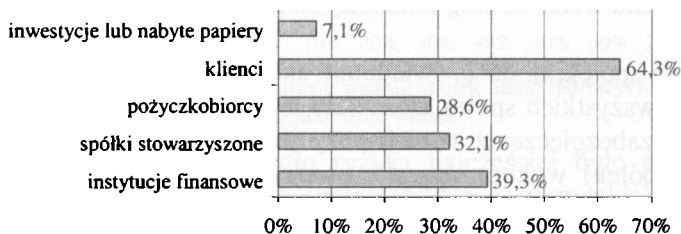
Rys. 4. Pozycje generujące ryzyko kredytowe według spółek identyfikujących to ryzyko

Źródło: opracowanie własne.

Spółki podejmowały działania tradycyjne ograniczające to ryzyko. W większości spółek były to narzędzia takie, jak:

- weryfikacja kontrpartnerów, tj. klientów, pożyczkobiorców, instytucji finansowych (75% spółek (52,5% ze wszystkich spółek));
- monitoring kontrpartnerów (39,3% spółek (27,5% ze wszystkich spółek));
- dywersyfikacja tego ryzyka poprzez dużą liczbę kontrpartnerów (9% spółek (22,5% ze wszystkich spółek)).

Poza wymienionymi zabezpieczeniami spółki stosowały również ubezpieczenie, weksle, poręczenia, zastaw, gwarancje, limity na określone umowy.



Rys. 5. Kontrpartnery według spółek identyfikujących ryzyko kredytowe

Źródło: opracowanie własne.

W większości przypadków jako podmioty będące źródłem ryzyka kredytowego spółki wskazały klientów (64,3% spółek (45% ze wszystkich spółek)) oraz instytucje finansowe (39,3% (27,5% ze wszystkich spółek)), pozostałe przedstawiono na rys. 5.

Żadna ze spółek nie wskazała na stosowanie instrumentów pochodnych kredytowych. Wszystkie spółki, które zidentyfikowały ten rodzaj ryzyka, zaakceptowały je świadomie.

7. Ryzyko cen surowców

Ekspozycję na to ryzyko wskazało tylko 30% badanych spółek, a w 67,5% brak było informacji (2,5% nie było narażonych na to ryzyko).

Tylko 25% ze spółek identyfikujących to ryzyko stosowało instrumenty pochodne, w tym wszystkie z nich stosowały *forward* na cenę surowca. Pozostałe instrumenty, takie jak opcje towarowe, swapy towarowe oraz towarowe collary, były wskazane jedynie przez jedną ze spółek, mianowicie KGHM Polska Miedź SA.

Niektóre ze spółek zaakceptowały ten rodzaj ryzyka, np. stwierdzając, że jest ono znikome, inne stosowały *hedging* naturalny, jednak w przypadku ryzyka cen surowców informacje podawane przez spółki były znikome.

8. Ryzyko operacyjne i biznesowe

Bardzo trudno jest przeprowadzić miarodajne analizy w tym zakresie, ponieważ nie ma wypracowanego przez spółki standardu definiowania ryzyka operacyjnego. Z tym wiąże się fakt, że spółki wymieniają często rodzaje ryzyka, które mogą być kategorią ryzyka operacyjnego, mogą być też z pogranicza różnych typów ryzyka. Ponieważ prezentacja informacji była niekiedy bardzo ograniczona, trudno ustalić źródła takiego ryzyka. W związku tym autorka ograniczyła się jedynie do wskazywanych kategorii tego ryzyka, a były to najczęściej:

- ryzyko utraty kluczowych pracowników,
- ryzyko szybko zmieniających się technologii.

Podobna sytuacja dotyczy ryzyka biznesowego. Tutaj spółki wskazywały często następujące kategorie ryzyka:

- ryzyko płynności,
- ryzyko prawne (w tym ryzyko zmieniających się przepisów prawnych, ryzyko związane z systemem podatkowym),
- ryzyko polityczne,
- ryzyko konkurencji.

9. Wnioski

1. Świadomość zarządzania ryzykiem wśród największych spółek nie jest najlepsza. Mimo iż spółki identyfikują rodzaje ryzyka, ich działania polegają na jego akceptacji (ryzyko stopy procentowej, kredytowe).

2. Ryzyko operacyjne nie jest bezpośrednio identyfikowane, a wskazywanych rodzajów ryzyka operacyjnego jest niewiele.

3. Polityka zarządzania ryzykiem jest często przedstawiana w dużym skrócie, co może prowadzić do błędnego wniosku, że spółka po prostu ryzykiem nie zarządza.

4. Jeśli spółki stosują instrumenty pochodne celem zabezpieczania, to najczęściej są to klasyczne kontrakty terminowe (w tym najczęściej walutowe). Tylko niektóre wykorzystują złożone strategie z instrumentów pochodnych.

5. Najgorzej prezentuje się zarządzanie ryzykiem cen surowców oraz operacyjnym. Oczywiście nie wszystkie spółki są na nie jednakowo narażone, jednak powinno być ono chociaż bardziej szczegółowo monitorowane.

Ponieważ spółki nie ujawniają wszystkich informacji dotyczących polityki zarządzania ryzykiem, przedstawione wnioski należy traktować ostrożnie.

Literatura

- [1] Koczar D., Preuss P., Smoleń R., *Instrumenty pochodne. Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie i rachunkowość zabezpieczeń*, materiały Ernst&Young, seria: Doradztwo Biznesowe, marzec 2006.
- [2] www.parkiet.pl.

RISK MANAGEMENT IN POLISH COMPANIES LISTED ON THE WSE – AN EMPIRICAL STUDY

Summary

The paper presents an analysis of the risk management policy in some Polish companies listed on the Warsaw Stock Exchange. The author chose 40 companies (capitalization at least 600,000,000 PLN). The study was divided into parts consistent with risk types: interest rate risk, currency risk, credit risk, commodity risk and others. The author analyzed the risk management policy and derivatives used in the risk management process. The analysis was based on the information coming from companies financial reports. Finally, the author noticed that companies have mostly accepted the types of risk identified (interest rate risk and credit risk) but in most cases operational risk has not been identified. Currency forwards have been very often used in the hedge strategy.