

Struktura ryzyka i jej wpływ na wybór formy dłużnego finansowania przedsiębiorstw

Wstęp

Rozwijający się wciąż rynek finansowy w Polsce umożliwia przedsiębiorcom dostęp do różnorodnych form dłużnego finansowania ich działalności. Każda z nich charakteryzuje się określoną wielkością ryzyka, które w praktyce determinuje ostateczny koszt całej transakcji. Statystyczna analiza rynku długu przedsiębiorców w Polsce wskazuje na znaczną dominację w nim sektora bankowego. Wstępnie można zatem wysunąć tezę, że struktura ryzyka związana z udzielaniem kredytów bankowych preferuje tę formę finansowania dłużnego nad innymi dostępnymi w Polsce.

W celu weryfikacji tego założenia artykuł prezentuje ogólne modele dłużnego finansowania przedsiębiorców w Polsce oraz wskazuje na towarzyszące im formy ryzyka. Ostateczne konkluzje weryfikują postawioną tezę i prezentują potencjalne wyjaśnienia dominacji sektora bankowego nad rynkiem zsekurytyzowanym.

Modele dłużnego finansowania przedsiębiorstw i zakres ich wykorzystania w Polsce

Można wyróżnić dwa główne modele dłużnego finansowania przedsiębiorstw¹. Pierwszy opiera się na kredytowym finansowaniu przez banki, które tworząc system bankowy, kreują pieniądź w oparciu o posiadane depozyty. Przewagą tego rozwiązania jest możliwość kredytowania w większym zakresie niż posiadane środki. Jedynym ograniczeniem jest wielkość tzw. rezerwy obowiązkowej, która determinuje zakres kreacji pieniądza². Ze względu na rozwój tego modelu przede wszystkim w Europie Zachodniej oraz Japonii określa się go jako model kontynentalny.

Drugą formą dłużnego finansowania przedsiębiorstw jest emisja przez nie papierów wartościowych, określana również jako sekurytyzacja zobowiązań (*primary securitization*)³. Dług w tym modelu przyjmuje postać papieru wartościowego.

¹ W.L. Jaworski, Z. Zawadzka (red.), *Bankowość*, Wyd. Poltext, Warszawa 2004, s. 30.

² S. Miedziak, *Bankowość i podstawy rynku finansowego*, Difin, Warszawa 2003, s. 25.

³ P.W. Feeney, *Securitization. Redefining the Bank*, St. Martin Press, New York 1995, s. 3.

wego, który może podlegać wtórnemu obrotowi, a zakres podaży środków finansowych zależy przede wszystkim od aktywów posiadanych przez potencjalnych inwestorów. Do prawidłowego funkcjonowania tej formy konieczny jest rozwinięty rynek pośredników, np. giełdy papierów wartościowych lub banki inwestycyjne, dzięki którym dochodzi do transakcji pomiędzy pożyczkobiorcami i inwestorami. Model ten przeważa w Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych, stąd określany jest jako anglosaski. Ogólna specyfika każdego z przedstawionych modeli zawarta jest w tab. 1.

Tabela 1. Ogólna specyfika modeli dłużnego finansowania przedsiębiorstw na świecie – wybrane zagadnienia.

	Model kontynentalny	Model anglosaski
Podaż środków finansowych	Uzależniona od wartości posiadanych aktywów (głównie depozytów) i wielkości rezerw obowiązkowych	Zawężona do aktywów posiadanych przez potencjalnych inwestorów
Forma pożyczki	Umowa cywilnoprawna	Papier wartościowy
Transparentność informacyjna transakcji	Zawężona do relacji bank – przedsiębiorstwo	Powszechna dostępność przy wprowadzaniu emisji do publicznego obrotu
Zakres regulacji	Normatywna regulacja instytucji bankowych	Brak regulacji szczególnie na rynkach międzynarodowych (np. eurorynek)

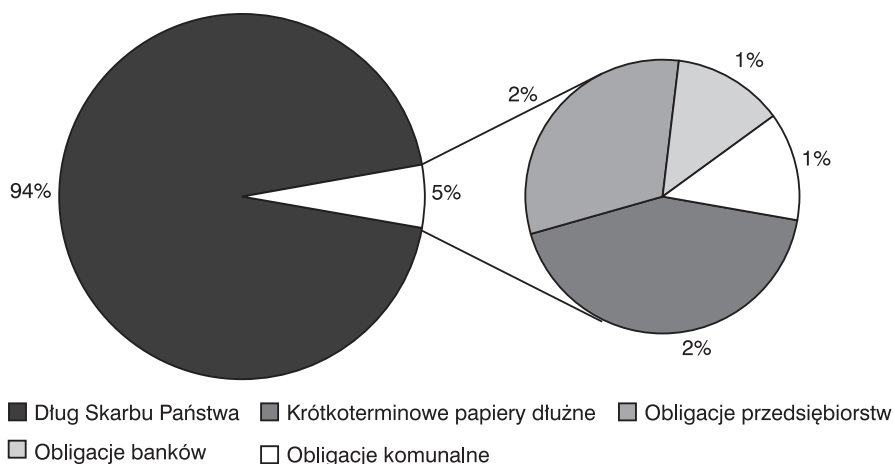
Źródło: opracowanie własne.

Na polskim rynku finansowym (pojęcie to, na potrzeby niniejszego artykułu, obejmuje nie tylko rynek finansowy *sensu stricto* definiowany w literaturze⁴, ale również segment bankowy) występuje silne zróżnicowanie podmiotowe dotyczące form zaciągania długu przez różne podmioty. W obszarze papierów wartościowych (rys. 1) dominuje dług Skarbu Państwa, który na koniec 2004 r. w wartościach bezwzględnych wynosił 410 434 mln w porównaniu z 23 221 mln zł wartości całego rynku pozaskarbowych papierów dłużnych, podczas gdy zadłużenie sektora samorządowego wynosiło tylko nieco ponad 1% jego ogólnej wartości, a wartość obligacji przedsiębiorstw stanowiła na koniec tego okresu nieco ponad 2% całej wartości zadłużenia zsekurytyzowanego.

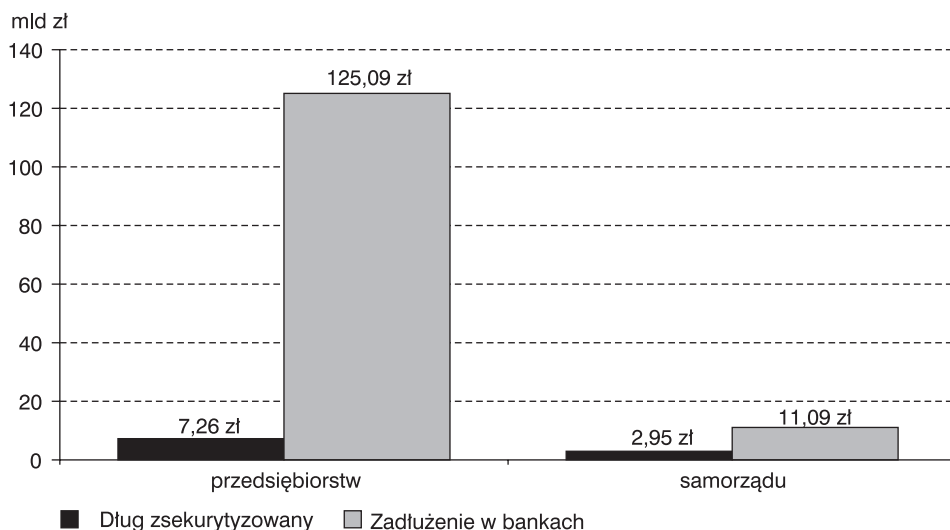
Niska wartość zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego oraz przedsiębiorstw w formie papierów wartościowych kompensowana jest zadłużeniem tych podmiotów w sektorze bankowym (rys. 2).

Przy takim rozkładzie długu przedsiębiorstw konieczna wydaje się weryfikacja tezy odnoszącej się do rozkładu ryzyka jako przesłanki dominacji modelu konty-

⁴ K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 17.



Rys. 1. Rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce. Opracowanie na podstawie danych GUS oraz biuletynów Fitch Polska S.A. Stan na koniec 2004 r.

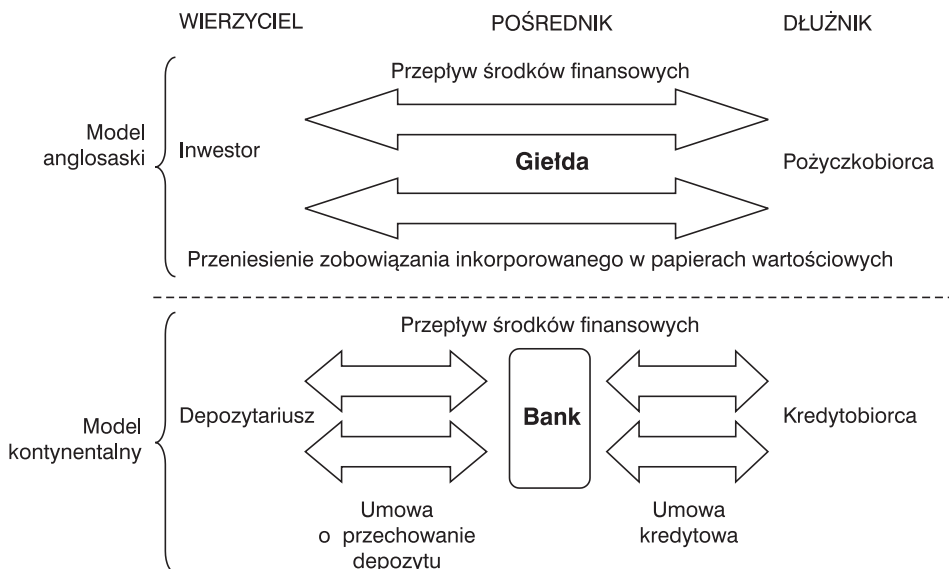


Rys. 2. Relacja zadłużenia w formie papierów dłużnych i kredytów bankowych przedsiębiorstw i jednostek samorządu terytorialnego w Polsce. Opracowanie na podstawie danych NBP, stan na koniec 2004 r.

nentalnego na rynku długu w Polsce. Ryzyko, jako potencjalny element determinujący wybór kształtowania się określonego modelu, stanowi oprócz regulacji prawnych najistotniejszy bodziec. Stąd też konieczna jest jego dokładniejsza analiza.

Struktura ryzyka w modelach finansowania przedsiębiorstw

Podejmując się analizy i rozkładu ryzyka w omówionych modelach, należy wskazać na związaną z nimi strukturę przepływów pieniężnych. Ryzyko bowiem z istoty swojej przynależy do określonych aktywów i jest „transferowane” wraz z nimi między podmiotami na rynku (rys. 3).



Rys. 3. Struktura przepływów pieniężnych w podstawowych modelach finansowania dłużnego
Źródło: opracowanie własne.

Model anglosaski umożliwia bezpośrednie przeniesienie ryzyka pomiędzy pożyczkobiorcą a inwestorem. Stąd sekurytyzacja określana jest również jako transfer ryzyka między podmiotami na rynku finansowym⁵. W modelu kontynentalnym natomiast to bank przejmuje na siebie ryzyko związane zarówno z udzielonym kredytem, jak i z przyjętym depozytem. Dochodzi zatem do „pochłaniania” różnych form ryzyka przez jeden podmiot rynkowy.

Przy każdej transakcji zwrotnego udostępnienia środków finansowych pomiędzy niezależnymi podmiotami można wyróżnić dwa etapy: rozpoznanie i ocena potencjalnego partnera, a także monitorowanie zwrotu oraz wykorzystania udostępnionych aktywów. Instytucje bankowe wypracowały złożone metody i techniki oceny potencjalnych kredytobiorców, oparte nie tylko na danych przez nich samych udostępniane, ale również dane zewnętrzne, takie jak np. biura informacji kredytowej. Wszystkie te działania mają na celu z jak największym prawdo-

⁵ I. Pyka (red.), *Przesłanki i formy sekurytyzacji aktywów podmiotów gospodarczych*, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2001, s. 20.

podobieństwem ocenić, czy dany podmiot będzie w stanie w przyszłości spłacić zaciągnięty dług oraz czy uzyskane zabezpieczenia pozwolą na pokrycie strat związanych z brakiem takiej spłaty. Przyczyna tych wszystkich działań banków wynika z istniejącej asymetrii informacji pomiędzy nimi a kredytobiorcami. Wypracowane systemy oceny tych ostatnich mają z istoty swojej tę asymetrię zmniejszyć na tyle, żeby ostatecznie uzyskać dodatnią stopę zwrotu na zaangażowanych aktywach. Jednak pokazana przez G.A. Ackerlofa negatywna selekcja, która również występuje na rynku usług bankowych, nie promuje solidnych kredytobiorców, tylko ogranicza ich potencjalny krąg do tych najbardziej typowych, przeciętnych, pozostawiając możliwość dokonywania oszustw przez „dostosowywanie” się do narzuconych przez banki wymogów⁶. Ryzyko negatywnej selekcji jest zatem pierwszym ryzykiem, które ponosi system bankowy, a które jest odzwierciedlone w warunkach i koszcie udzielanego kredytu.

W przypadku sekurytyzacji aktywów oceny dokonuje wprawdzie sam inwestor, ale każda emisja oceniana jest przez tzw. agencję ratingową jako podmiot zewnętrzny i niezależny, która ma co do zasady obiektywnie przedstawić ryzyko związane z daną emisją. Ocena ta dotyczy przede wszystkim finansowych aspektów prawdopodobieństwa spłaty danej wierzytelności, tworząc określone kategorie wypłacalności emitowanych papierów wartościowych⁷. Takie podejście do szacowania wypłacalności potencjalnego kredytobiorcy skutkuje już na wstępie dwiema implikacjami, które inaczej strukturalizują ryzyko niż przy transakcjach z bankami. Po pierwsze, sekurytyzowane aktywa mogą nieść ze sobą inne ryzyko spłaty niż ich pierwotny właściciel, w szczególności jeżeli są one zabezpieczone wyodrębnionymi aktywami pożyczkobiorcy. Oznacza to odłączenie ryzyka tych wierzytelności od ryzyka związanego z przedsiębiorstwem inicjatora jako całością. Może to skutkować wyższą oceną sekurytyzowanych aktywów niż w przypadku, gdy rating nadawany byłby dla całego przedsiębiorstwa. Po drugie, nadanie ratingu nie przesądza o uzyskaniu środków finansowych. Uzależnione będzie to bowiem od profilu ryzyka potencjalnych inwestorów i związanym z tym kosztem pozyskania kapitału. Ponadto przyjęta praktyka polegająca na „dostosowywaniu” przez pożyczkobiorcę przygotowanej emisji do wymogów tworzonej oceny ratingowej prowadzi w praktyce do zachowania jednolitych standardów wypłacalności emitowanych instrumentów. Samą zaś analizę emisji opatrzonej ratingiem pozostawia się inwestorowi. Eliminacja, przynajmniej w znacznym stopniu, negatywnej selekcji przy sekurytyzacji aktywów skutkuje zmniejszeniem kosztów pozyskiwanego w ten sposób kapitału.

⁶ W. Tarczyński, M. Mojsiewicz, *Zarządzanie ryzykiem*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001, s. 32–33.

⁷ J. Karowowski, M. Łyszczak, *Rating jako narzędzie wspomagające ocenę ryzyka inwestycyjnego*, [w:] *Usługi i procedury bankowe*, red. E. Bogacka-Kisiel, Wyd. Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2000, s. 87.

W odniesieniu do wtórnej oceny ryzyka związanego z wypłacaniem poszczególnych transz zadłużenia bank zmuszony jest na bieżąco monitorować działania kredytobiorcy, podczas gdy przy sekurytyzacji kontrola ta została przeniesiona bądź na agencję ratingową, bądź na samego inwestora. Przejmowanie ryzyka związanego z bieżącymi trudnościami w spłacie kredytu zwiększa koszty banku, podczas gdy przy sekurytyzacji ryzyko to odzwierciedlone będzie w cenie wyeemitowanych papierów wartościowych. W skrajnym przypadku inwestor ponosi całe ryzyko związane z niewypłacalnością emitenta.

Poza wymienionymi różnicami w rozkładzie ryzyka należy również wymienić trzy istotne typy ryzyka, które ponoszą tylko instytucje bankowe, a których nie ma przy sekurytyzacji. Są to⁸:

- ryzyko związane z istniejącymi regulacjami prawnymi dotyczącymi instytucji bankowych;
- ryzyko płynności banku;
- ryzyko różnych celów banku jako przedsiębiorstwa, udziałowców i osób zarządzających.

Pierwszy przypadek dotyczy postrzegania instytucji bankowych jako przedsiębiorstw zaufania publicznego i związanej z tym szczególnej kontroli ze strony prawa publicznego. W praktyce dotyczy to obowiązków posiadania przez banki wystarczających środków na pokrycie potencjalnych strat. Przykładem praktycznym może być ustawowo określany wskaźnik rezerw obowiązkowych, który ogranicza kreację pieniądza⁹. W obrocie papierami wartościowymi takie ograniczenia nie występują¹⁰. Stąd też sekurytyzacja postrzegana była pierwotnie przez banki jako atrakcyjny instrument zarządzania aktywami i pasywami, umożliwiający bardziej elastyczne dostosowanie się do ograniczeń prawnych występujących na rynku. Transakcje te były traktowane jako forma arbitrażu między kapitałem regulowanym (bankowym) a rynkiem finansowym *sensu stricto*¹¹. Działanie takie stanowiły formę „ucieczki” kapitału bankowego od aktywów podlegających regulacjom prawnym w kierunku sekurytyzacji. Tym samym zwiększyło się ryzyko niewypłacalności banku ze względu na jego zaniżoną kapitalizację. W celu przeciwdziałania tym dążeniom Komitet Bazylejski zaproponował minimalne wymogi kapitałowe dotyczące transakcji sekurytyzacyjnych, które są obecnie okresowo rewidowane.

⁸ P.W. Feeney, *op. cit.*, s. 147–148.

⁹ Art. 128 ust. 1 pkt 3 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. Nr 140, poz. 939 ze zm.).

¹⁰ Poza szczególnymi przypadkami, jak np. minimalne depozyty przy zawieraniu transakcji opcyjnych *futures*.

¹¹ D.G. Uyemura, D.R. van Deventer, *Financial Risk Management in Banking*, Bank Administration Institute Foundation 1993, s. 263.

Metoda polegająca na „omijaniu” ryzyka regulacji prawnych przez rynek finansowy *sensu stricto* jest wykorzystywana również przy problemie płynności. Ryzyko wynikające z posiadania krótkoterminowych depozytów i długoterminowych kredytów może być minimalizowane przez sekurytyzację długu lub nabywanie długoterminowych papierów od innych remitentów. Tym samym wystarczająco płynny rynek finansowy może efektywnie w drodze sekurytyzacji zmniejszyć występujące w instytucji bankowej ryzyko.

Ryzyko rozbieżnych celów wydaje się najtrudniej uchwytne, gdyż zależy od preferencji jednostek, które są udziałowcami bądź zarządzającymi. Bez względu na szczegółową kwalifikację tych postaw rozpatrywane ryzyko nie występuje przy sekurytyzacji, gdzie inwestorami są pojedyncze podmioty. Pojawić się może ono jednak, gdy do transakcji będzie dochodziło między instytucjami finansowymi, w tym także między bankami.

Pomimo strukturalnego pominięcia określonych rodzajów ryzyka przy przejściu od finansowania bankowego do kapitałowego sama sekurytyzacja obciążona jest ryzykiem, które można podzielić na ryzyko transferowane oraz ryzyko tworzone przez ten instrument.

Pierwsza grupa ryzyka w całości podlega ocenie przez agencję ratingową. Składają się na nią przede wszystkim: ryzyko wypłacalności, *cash flow* i ryzyko prawne, przy czym to ostatnie jest zawężone tylko i wyłącznie do cywilnoprawnej oceny, czy konstrukcja prawna emisji gwarantuje inwestorom skuteczne dochodzenie roszczeń do inicjatorów sekurytyzacji. Pierwsze dwa typy ryzyka odnoszą się do charakterystyki finansowej pożyczkobiorcy. Można je oszacować na podstawie danych historycznych dotyczących podobnych emisji. Ponadto, rozdzielając przepływy pieniężne i tworząc transze emitowanych papierów wartościowych, można to ryzyko minimalizować przez podniesienie ratingu części emisji kosztem pozostałych transzy. Ryzyko to jest stałe bez względu na to, czy sekurytyzacja ma charakter międzynarodowy, czy też krajowy.

W wymiarze międzynarodowym zarówno w przypadku sekurytyzacji, jak i finansowania bankowego należy odnieść się również do:

- ryzyka walutowego,
- ryzyka politycznego.

Ryzyko walutowe wynika z oczywistego zróżnicowania między kalkulacją rentowności inwestycji w emitowane papiery wartościowe w walucie zagranicznej a nabywaniem ich w walucie krajowej. W relacji Polski z większością krajów Unii Europejskiej ryzyko to zostanie zmniejszone w odniesieniu do emisji w euro po przystąpieniu naszego kraju do wspólnego systemu walutowego. W pozostałym zakresie może ono być zmniejszane przez tworzenie zabezpieczeń w formie *swapów* bądź transakcji *forward* i *futures*. Dokonują tego:

– sami inwestorzy przez zawieranie odrębnych transakcji na rynku finansowym;

- emitenci, tworząc tzw. emisje syntetyczne, gdzie zabezpieczenie jest wbudowanym elementem emitowanego papieru wartościowego;
- banki, zabezpieczając swoją pozycję na rynku międzybankowym.

Ryzyko polityczne jest ogólnym terminem określającym różne formy ryzyka związanego z ingerencją władzy państwowej w gospodarkę. Jest ono w znacznej mierze trudne w kwantyfikacji, natomiast odgrywa istotną rolę w ocenie danego państwa z punktu widzenia perspektyw inwestycyjnych.

Przedstawiona struktura rozkładu ryzyka jednoznacznie wskazuje na emisję papierów wartościowych jako transakcje, w których zarówno nie występują pewne formy ryzyka, jak i są one odmiennie absorbowane przez poszczególnych uczestników rynku. Oznacza to, że transakcje sekurytyzacyjne charakteryzują się mniejszą wartością ryzyka, tym samym powinny dominować na rynku dłużnym.

Wnioski i hipotezy końcowe

Przedstawione rozważania wskazują na istniejącą opozycję między praktyką rynku a konsekwencjami istniejącego rozkładu ryzyka przy dłużnym finansowaniu przedsiębiorstw. Tym samym nie znalazła potwierdzenia przyjęta teza o zgodności struktury ryzyka z wartościowym wykorzystaniem poszczególnych modeli finansowania w Polsce. Odrzucenie przyjętej tezy nasuwa konieczność wskazania przyczyn, które mogłyby wyjaśnić istniejącą rozbieżność. Można je sformułować w postaci następujących hipotez:

1. Brak rozwiniętego (płynnego) rynku dla emisji dłużnych papierów wartościowych przez przedsiębiorców w Polsce. Dominacja jednego podmiotu (Skarbu Państwa) tworzy nie tylko tzw. efekty wypychania innych emitentów i kapitału, ale ogranicza również tworzenie instytucji ułatwiających rozwój tej formy pozyskiwania kapitału.

2. Związany z powyższym punktem brak wystarczającego popytu ze strony inwestorów, w szczególności inwestorów instytucjonalnych. Przykładem mogą być regulacje prawne, które nakładają na fundusze emerytalne konieczność lokowania ponad 80% posiadanych środków wyłącznie w obligacje skarbowe.

3. „Pochłanianie” określonych form ryzyka przez banki jest dla nich na tyle dochodowe, że nie tworzą bodźców dla przedsiębiorstw do zmiany formy dłużnego finansowania. W szczególności koszt kredytu dla przedsiębiorstw nie zawsze musi się wyrażać w wartości odsetek, ale może być przenoszony w inne produkty bankowe w ramach kompleksowej obsługi danego przedsiębiorstwa przez bank.

4. Niski stopień świadomości osób zarządzających przedsiębiorstwami w Polsce, szczególnie w segmencie małych i średnich przedsiębiorstw, gdyż duże firmy mają dostęp do rynku międzynarodowego, na którym pozyskują środki.

Hipotezy te można również traktować jako wskazówki związane z pożądanymi zmianami na krajowym rynku finansowym. Ich wdrożenie skutkować może

zmniejszeniem kosztu kapitału dłużnego pozyskiwanego przez przedsiębiorców, zwiększając jednocześnie podaż inwestycji nie tylko dla instytucji finansowych, ale również inwestorów indywidualnych.

Bibliografia

- Feeney P.W., *Securitization. Redefining the Bank*, St. Martin Press, New York 1995.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Jaworski W.L., Zawadzka Z. (red.), *Bankowość*, Wyd. Poltext, Warszawa 2004.
- Karowowski J., Łyszczak M., *Raiting jako narzędzie wspomagające ocenę ryzyka inwestycyjnego*, [w:] *Usługi i procedury bankowe*, pod red. E. Bogackiej-Kisiel, Wyd. Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2000.
- Miedziak S., *Bankowość i podstawy rynku finansowego*, Difin, Warszawa 2003.
- Pyka I. (red.), *Przesłanki i formy sekurytyzacji aktywów podmiotów gospodarczych*, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2001.
- Tarczyński W., Mojsiewicz M., *Zarządzanie ryzykiem*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001.
- Uyemura D.G., van Deventer D.R., *Financial Risk Management in Banking*, Bank Administration Institute Foundation 1993.