

Pismo ogólnopolskie



Rada redakcyjna

Marek Bryx,
Wiesław Czyżowicz
Barbara Dobiegała-Korona
Tadeusz Dudycz
Leszek Dziawgo
Andrzej Fierla
Joze Gricar (Słowenia, Maribor)
Wiesław M. Grudzewski
Irena Hejduk
Andrzej Herman – przewodniczącą
Marta Juchnowicz
Stanisław Kasiewicz
Andrzej K. Koźmiński
Kazimierz Kuciński
Elżbieta Mączyńska
Adam Noga
D. Mario Nuti (Włochy, Rzym)
Krzysztof Oblój
Leszek Pawłowicz
Vitalija Rudzkiene (Litwa, Wilno)
Krzysztof Rutkowski
Roman Sobiecki
Barbara Szubińska
Stanisław Sudół
Andrzej Szablewski
Israel Spiegler (Izrael, Tel-Awiw)
Władysław Szymański
Gertruda K. Świdarska
Keijo Virtanen (Finlandia, Turku)
Piotr Wachowiak
Lech W. Zacher
Dariusz Zarzecki

Redaktor naczelny

Andrzej Herman

Zespół redakcyjny

Alicja Kołodko – redaktor prowadząca
Ryszard Ginalski – redaktor
Mirosław Makowski – opr. graficzne

Adres redakcji

Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie
Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie
budynek M, pok. 111
02-513 Warszawa
ul. Madalińskiego 6/8
tel./fax: (0-22) 564 92 36
redakcja@przedsiębiorstwo.waw.pl

Prenumerata

Nella Mamos-Sutkowska
tel./fax: (0-22) 564 92 36
e-mail: nmamos@sgh.waw.pl
www.przedsiębiorstwo.waw.pl

Dystrybucja

Oficyna Wydawnicza
Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie
02-554 Warszawa
al. Niepodległości 164
tel. (0-22) 564 94 77
fax: (0-22) 564 86 86
www.wydawnictwo.waw.pl



Liczba punktów do oceny parametrycznej jednostek naukowych – 6.

Materiałów niezamówionych redakcja nie zwraca. Redakcja nie płaci honorariów. W tekstach publikowanych zastrzega sobie prawo do skrótów, zmian tytułów, adiustacji. Artykuły są zatwierdzane do publikacji po uzyskaniu pozytywnych recenzji.

Copyright by
Szkoła Główna Handlowa
w Warszawie, Kolegium
Nauk o Przedsiębiorstwie

Wszelkie prawa zastrzeżone. Kopowanie, przedrukowywanie i rozpowszechnianie całości lub fragmentów niniejszej publikacji bez zgody wydawcy jest zabronione.

Nakład: do 3000 egzemplarzy

Druk i oprawa:
Agencja Reklamowo-
Wydawnicza
Arkadiusz Grzegorzcyk
ww.grzeg.com.pl

Do okładki wykorzystano fragm. zdjęć John Foxx Images™



Wartość i ryzyko

Świat współczesny charakteryzuje się coraz szybszymi i nieustającymi zmianami. Coraz większe techniczne możliwości gromadzenia coraz większej liczby informacji nie sprawiają, że przewidywanie przyszłości staje się w nim coraz pewniejsze. Wprost przeciwnie. Wraz z lawinowo rosnącą ilością gromadzonych informacji powiększa się również masa naszej niewiedzy. Wyraźnie widoczna staje się redukcja przewidywalności. Nie tylko na poziomie jednostkowym – mikroekonomicznym jesteśmy coraz mniej pewni tego, co nas czeka w bliższej i dalszej perspektywie. Równie niepewni jesteśmy tego, co się może wydarzyć na wszystkich innych poziomach – w tym globalnym. Tym bardziej więc staramy się określić, co wiadomo na pewno, a co jest tylko prawdopodobne i co może nastąpić. Określić główne linie niepewności. Niepewność jednak to nie to samo, co ryzyko. Zarządzanie ryzykiem jest zorganizowane wokół gromadzonych informacji i tworzonej w oparciu o nie wiedzy.

Dostrzegane i podejmowane ryzyko jest swoistą, pozytywną formą przyjmowanego wyzwania, jakie niesie ze sobą trudno przewidywalna przyszłość. Z technicznego punktu widzenia jest ono bardzo silnie związane z rachunkiem prawdopodobieństwa. Dzięki temu możemy próbować określać nie tylko stopień jego zaistnienia, ale także na różne sposoby podejmować próby zabezpieczania się przed nim. W tym celu trzeba ciągle brać pod uwagę ogół stanów i zdarzeń możliwych, czyli prawdopodobieństwo ich zaistnienia w kontekście wartości oczekiwanych.

Rosnąca niepewność i ryzyko w życiu gospodarczym w znaczący sposób wpływają na motywy i sposoby podejmowania decyzji zarządczych. Standardowe modele podejmowania decyzji gospodarczych są zazwyczaj oparte na racjonalizacji środków, które mają służyć realizacji oczekiwanych wartości. Posługujemy się kategorią racjonalności, gdyż stale stajemy przed koniecznością dokonywania wyborów. Z ekonomicznego punktu widzenia te wybory są istotą wszelkich procesów gospodarowania – funkcją ich kosztów i przyszłych korzyści. Równocześnie często dokonując tych wyborów, ryzykownie także przyjmujemy wyidealizowane założenie, że potrafimy z dużym prawdopodobieństwem określić główne trendy zmian w przyszłości.

Próbujemy więc określić potencjalną przyszłość, jej początki i wczesne fazy (predeterminanty), a także wyobrazić sobie jej wielorakie konsekwencje. Jest to nasza optymistyczna odpowiedź na nieustannie pogłębiający się stan permanentnej nierównowagi, między niepewnością tego co być może, a mniejszym lub większym ryzykiem, jakie trzeba w związku z tym ciągle podejmować w praktycznym działaniu.

Prof. **Andrzej Herman**
Redaktor naczelny

Wartość ryzyka czy ryzyko wartości?

W dyskusji udział wzięli: prof. dr hab. **Gertruda Krystyna Świdorska** – kierownik Katedry Rachunkowości Menedżerskiej SGH, prof. dr hab. **Krzysztof Jajuga** – Katedra Inwestycji Finansowych i Zarządzania Ryzykiem, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, prof. dr hab. **Stanisław Kasiewicz** – kierownik Katedry Analizy Działalności Przedsiębiorstwa SGH. **Olgierd Bagniewski** – szef analiz Schweizer Unabhangige Vermögensverwaltung und Anlagenstrategie GmbH, dr **Waldemar Rogowski** – Katedra Analizy Działalności Przedsiębiorstwa SGH. Spotkanie prowadził prof. Andrzej Herman, redaktor naczelny.

Andrzej Herman – Na zarządzanie ryzykiem można patrzeć z różnych punktów widzenia. Dominujące jest dziś spojrzenie poprzez pryzmat zagrożeń dla poszczególnych gospodarek i regionów, które wynikają z procesu globalizacji. W kontekście tych globalnych uwarunkowań istotne jest, jak z ryzykiem radzą sobie polskie przedsiębiorstwa, czy ich menedżerowie potrafią nim zarządzać, czy dostrzegają taką konieczność?

Jeżeli będziemy rozpatrywać wpływ umiejętności zarządzania ryzykiem na

kształtowanie się wartości przedsiębiorstwa, to szczególnie ważne staje się ryzyko operacyjne, kredytowe, ryzyko wynikające ze zmian na rynkach finansowych, a także to, które jest związane z bieżącą płynnością. A jeśli tak je będziemy rozumieć, to nie można dziś pomijać kwestii systemów informacji. Powstaje na przykład ważne pytanie, czy raporty spółek giełdowych obrazują wrażliwość firmy na ryzyko? Jaką rolę odgrywają w tym kontekście ujawnienia, ale też, jaki wpływ na postrzeganie ryzyka wywiera kultura organiza-



od lewej: **Olgierd Bagniewski**, **Stanisław Kasiewicz**, **Andrzej Herman**

cyjna przedsiębiorstwa? Jakie obszary zarządzania – skutecznego – ryzykiem, wspólnie rokują największe możliwości wzrostu wartości przedsiębiorstwa? To tylko niektóre z pytań, które dziś nurtują menedżerów.

Waldemar Rogowski – Chciałbym zwrócić uwagę na trzy, w mojej opinii najważniejsze i kluczowe rodzaje ryzyka z punktu widzenia funkcjonowania współczesnego przedsiębiorstwa. Podstawę współczesnych systemów zarządzania ryzykiem stanowi informacja oraz dostęp do niej. Wyniki badań dotyczące rodzajów ryzyka, jakie związane są z działalnością przedsiębiorstwa, które prowadzimy w Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, są zbieżne z wynikami badań, jakie prowadzi od lat, w cyklu dwuletnim firma ubezpieczeniowa AON wśród menedżerów firm globalnych, publikowanych w Global Risk Management Report. Raport zawiera listę 10 najważniejszych rodzajów ryzyka dotyczących światowej gospodarki, które wskazali biorący udział w badaniach szefowie wielkich firm. Jedno z nich bezpośrednio dotyczy wymiany informacji, zarządzania ryzykiem partnerów biznesowych, odbiorców, dostawców, kooperantów.

W ramach tego ryzyka, jako podstawowy element jest wymienione przerwanie działalności przez kooperanta. Dlatego tak konieczna jest budowa sprawnego systemu wymiany informacji pomiędzy różnymi sektorami. Nasz sektor bankowy ma już taki system. Teraz jest on rozszerzany o dane alternatywne, czyli pochodzące z innych rynków, na przykład z rynku telekomów, z bazy informacji gospodarczej, i nadal poszukuje się kolejnych źródeł. Zatem podstawa infrastruktury informacyjnej została stworzona w Polsce. Problemem natomiast jest gotowość korzystania z tej bazy danych przez przedsiębiorstwa. Mamy taki stan asymetrii. W swoich działaniach powinniśmy teraz dążyć do tego, aby tę asymetrię zmniejszyć, czyli zachę-



Krzysztof Jajuga

Aby dobrze ocenić raport finansowy spółki, to trzeba zrozumieć jej model biznesowy.

cać do korzystania z informacji, gdyż to jest niezwykle istotne z punktu widzenia skutecznego zarządzania ryzykiem.

Drugie ryzyko, które obecnie jest postrzegane jako niezwykle ważne, to ryzyko legislacyjno-regulacyjne, czyli wynikające ze zmian przepisów prawnych, jakości i skuteczności działań nadzorców branż regulowanych.

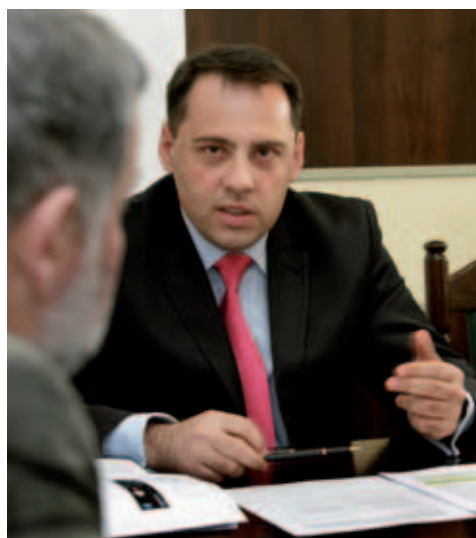
Jako trzecie wskazałbym to, co ujawnił nam ostatni kryzys – ryzyko współpracy przedsiębiorstwa z instytucjami finansowymi. Okazuje się, że na skutek kryzysu następują w nich bardzo dynamiczne zmiany, i one mogą być dla przedsiębiorstwa niebezpieczne. Na przykład banki – do kryzysu prowadziły bardzo agresywną politykę kredytową, oferowały ryzykowne produkty, i nagle na skutek kryzysu zmieniły podejście do klienta na konserwatywne. Dla wielu polskich przedsiębiorstw stało się to problemem. Wiemy, że firmy tak funkcjonowały, aby w jak największym stopniu finansować działalność krótkoterminowym kredytem, z możliwością ciągłego rolowania. W momencie zmiany polityki banków na

ostrożną zostało to bardzo ograniczone, a w skrajnych przypadkach nastąpiło odcięcie dostępu do finansowania bankowego.

Krzysztof Jajuga – Ja jednak połączyłbym te rodzaje ryzyka. To pierwsze z wymienionych to jest dla mnie właściwie ryzyko kredytowe, tylko w szerokim tego słowa rozumieniu, czyli dotyczy ono kredytu zaufania w działalności gospodarczej. I nie jest już ważne, czy odnosi się do dostawcy który nie dostarczy towaru, czy odbiorcy, który nie zapłaci za towar, czy kredytobiorcy, który nie spłaci kredytu bankowi – to jest wszystko ryzyko kredytowe. Oczywiście, w praktyce czymś innym jest ryzyko związane z udzieleniem kredytu przez bank, czym innym jest ryzyko kredytu kupieckiego, i czym innym jest ryzyko związane z nie dostarczeniem towaru, co wprawdzie nie ma bezpośredniego wymiaru finansowego, ale ma wpływ pośredni na sytuację firmy. Nawet ryzyko zmian legislacyjno-regulacyjnych też można czasem rozpatrywać jako szeroko rozumiane ryzyko kredytowe, bo dotyczy kwestii wzajemnego zaufania w gospodarce. Natomiast w ramach każdego rodzaju ryzyka można wyodrębnić podgrupy i rodzaje, ale problem tkwi w tym, jak ryzyko mierzyć i oceniać.

Ale jeśli już wymieniamy rodzaje ryzyka, to dodałbym ryzyko rynkowe. Jest to ryzyko wynikające nie tylko ze zmian cen na rynku finansowym, ale również na rynku towarów i surowców, z tego względu, że na nim przedsiębiorstwa mogą ponieść największe straty, o czym już przekonaliśmy się u nas. Szczególnie rynek surowców energetycznych niesie ze sobą zagrożenie największego wzrostu cen, ale też może stać się dokładnie odwrotnie. Z powodu recesji światowej istnieje ryzyko spadku zapotrzebowania na wszelkie surowce, i z tym musimy się liczyć, bo może się to odbić na sytuacji niektórych firm.

Wymienić też trzeba ryzyko stopy procentowej. Już od dawna nie było ono tak duże, i możemy oczekiwać dużych wahań.



Waldemar Rogowski

Jest niechęć do traktowania ryzyka jako kreatora wartości dla firmy.

Stanisław Kasiewicz – Chciałbym podkreślić, że równie ważne jak rodzaj ryzyka, o ile nie ważniejsze jest zrozumienie tego pojęcia czyli definicji ryzyka. Wynika to między innymi z tego, że w literaturze funkcjonują różne interpretacje definicji ryzyka. Dość powszechne jest traktowanie ryzyka jako zjawiska negatywnego, które powoduje zagrożenia lub straty, czy utożsamianie ryzyka ze zjawiskiem naturalnym, które może być zagrożeniem, ale też szansą. Definiuje się też ryzyko, w którym akcentuje się przede wszystkim korzyści wynikające z zarządzania nim. Problem polega na tym, że w dyskusjach, działaniach menedżerów, a nawet w raportach spółek nie wiadomo, jakie podejście do definicji ryzyka zostało przyjęte. To powoduje wiele nieporozumień, co do poprawności przyjętych miar ryzyka i skuteczności zarządzania ryzykiem.

A. Herman – **Niedawno rozmawialiśmy podczas dyskusji redakcyjnej o zjawisku przemienności rynków, czyli o skali wahań w skali globalnej i tworzenia się „balonów” spekulacyjnych. Po hossie na rynkach akcji, zaczęliśmy obserwować wzrosty i spadki cen**

na rynkach surowców, a dziś mamy podobną sytuację na rynkach walutowych.

Olgiert Bagniewski – Nie chciałbym wymieniać kolejnych rodzajów ryzyka, ale zwrócić uwagę na wielką szansę, jaką daje wykorzystanie rozwiązań z rynków finansowych dla gospodarki realnej, dla przedsiębiorstw. Co to znaczy wygrać na rynku finansowym? To znaczy, że trzeba przewidzieć, jak będą się zachowywali inni za pewien okres. To jest bardzo trudne. Trzeba nie tylko bowiem myśleć w sposób niestandardowy, wbrew większości, ale jeszcze mieć pewne cechy umysłu i osobowości...

Gertruda K. Świdarska – I wiedzy.

O. Bagniewski – Tak, i wiedzy też, ale jednak podkreśliłbym mocno cechy osobowości. Badania pokazują, że akurat w tym wypadku one są ważniejsze, a w dodatku trudniej je kształtować. Jeśli umiejętność przewidywania, czyli ten sposób myślenia upowszechniłby się wśród przedsiębiorstw, to byłaby to dla nich ogromna szansa. Część wielkich korporacji stosuje to w swojej działalności. Gdyby polskie przedsiębiorstwa przyjęły ten typ postępowania, tak jak postępują gracze giełdowi, to miałyby wielką szansą do wykorzystania.

To szansa, widzę też i zagrożenie w niedocenianiu przez polskie przedsiębiorstwa zagrożeń płynących do naszej gospodarki z jej otoczenia. Odnoszę wrażenie, że ten aspekt nie jest w ogóle, albo w skrajnie niskim stopniu brany pod uwagę przy podejmowaniu decyzji biznesowych. Tak, jakbyśmy nie byli połączeni z gospodarką światową, lub z niej nie mogły płynąć zdecydowanie negatywne bodźce. A tak przecież może się stać.

A. Herman – **Wspomniał Pan o cechach osobowości, jak znajduje się takich ludzi, jak ich kształci? Dla nas – kadry naukowej w wyższych uczelniach, jest to niezmiernie istotne.**

O. Bagniewski – Najbardziej skutecz-

ną metodą jest kształcenie pod względem cech kreatywności, uczenie myślenia bez schematów, niestandardowego, pobudzanie wyobraźni w tym kierunku. Ale najlepsze efekty przynosi kształcenie w ten sposób bardzo młodych ludzi, w wieku 16-18 lat, których poddaje się różnego rodzaju ćwiczeniom i testom, które często pozornie nie mają niczego wspólnego z rynkiem finansowym.

A. Herman – **Taka „szkoła janczarów”?**

O. Bagniewski – Tak to można nazwać.

A. Herman – **Czy umiejętność zarządzania ryzykiem jest rzeczywiście dziś niezbędna przedsiębiorcom? Działalność gospodarcza zawsze była obciążona dużą dozą niepewności, ale było to też oczywistą częścią umiejętności menedżerskich, jakie trzeba posiadać. Czy obecnie nie mamy tu więc przypadkiem do czynienia z kolejną modą w naukach zarządzania?**

S. Kasiewicz – Zarządzanie ryzykiem



Gertruda K. Świdarska

... jesteśmy w stanie ocenić ekspozycję na ryzyko, jeśli patrzymy na całość raportu, a nie tylko na samo sprawozdanie finansowe.

to nie jest moda. Jeśli się patrzy na różnego rodzaju raporty, na przykład raporty przygotowywane na zlecenie amerykańskiego kongresu, to pomiędzy 1990 a 2010 rokiem nastąpił ogromny wzrost liczby poruszanych zagadnień – trzykrotnie w sensie liczbowym. Z analizy tych i innych raportów, między innymi raportów z Davos, Wharton School of Business, wyraźnie można dostrzec zmianę w sile oddziaływania określonych zagrożeń. Niektóre rodzaje ryzyka straciły na znaczeniu, nowe się pojawiają. Jeśli firmy je identyfikują, mierzą czy w całości zarządzają, to jest to profesjonalna reakcja zarządów. Obecnie bardzo silny niepokój wzbudza bezpieczeństwo w cyberprzestrzeni oraz problemy środowiska naturalnego, w tym zmiany klimatu. Niepewność związana z tymi „tematami” będzie kreowała duże ryzyko dla przedsiębiorstw w najbliższym czasie.

Drugi obszar to zagrożenia znane, ale które do tej pory były przez przedsiębiorstwa niedoceniane. Chodzi o ryzyko regulacyjne i polityczne. Wymieniłbym też ryzyko reputacyjne, również znane, ale na które należy popatrzeć poważnie na nowo. W 2009 r. amerykańska firma farmaceutyczna Pfizer została oskarżona, i musiała zapłacić olbrzymie odszkodowanie 2,3 mld dolarów, za nielegalne stymulowanie sprzedaży produktów przez lekarzy. Dołączyłbym jeszcze ryzyko katastrof. Ubiegłoroczne powodzie były bardzo dotkliwe w Polsce, straty szacuje się na około 3 mld euro, wiele przedsiębiorstw to odczuło, choć nie zawsze bezpośrednio.

A. Herman – Czy zagłębując do raportu finansowego można po jego pobieżnym oglądzie zorientować się, jaki jest faktyczny stopień wrażliwości zarządu spółek na ryzyko?

K. Jajuga – Tak, raport finansowy to dokument który zawiera odpowiednie informacje, choć zależy to również od stopnia jego szczegółowości. Pod tym względem pozytywnie zaskoczył mnie ostatnio



Stanisław Kasiewicz

Nadal w raportach

brak jest kluczowych informacji, które silnie łączą się z zarządzaniem ryzykiem.

raport jednej ze spółek giełdowych – nie będę nazwy wymieniał – w którym bardzo szczegółowo zostały opisane obszary ryzyka, nawet przeprowadzona analiza wrażliwości na niektóre czynniki ryzyka. Zakładam, że te wyliczenia były rzetelne. To pokazuje jak wzrosła świadomość, że trzeba takie informacje publikować. Tylko, że ona nie wystarcza. Brakuje nadal narzędzi, metod pomiaru zagrożeń i stopnia ekspozycji na ryzyko, szczególnie tych trudniejszych do określenia, gdyż opis typu ekspozycja mała, średnia, duża, nie jest oceną precyzyjną.

Moim zdaniem to wiele zależy od ludzi, od ich chęci i możliwości. To jest to, o czym prezes Bagniewski mówił w kontekście znaczenia osobowości w biznesie. Są ludzie, którzy tak z boku patrzą na rozentuzjazmowany lub przestraszony tłum inwestorów na giełdach akcji, a robią swoje, jak Warren Buffett. Tak samo jest w biznesie. Nie będą naśladować innych, tylko realizować swoje pomysły. I oni wygrywają. Kilka lat temu spotkałem się z takim przypadkiem – ku memu zaskocze-

niu zresztą – że w firmie państwowej została przygotowana nowoczesna koncepcja zarządzania ryzykiem, w czasach, gdy akcjonariusza to w ogóle nie interesowało. Ale to dlatego, że byli tam pasjonaci.

G.K. Świdarska – Należy to postrześć nie tylko jako dobrą wolę zarządów do zaprezentowania informacji, lecz przede wszystkim jako konsekwencję obowiązujących regulacji prawnych. Od wprowadzenia obowiązku stosowania przez spółki publiczne międzynarodowych standardów sprawozdawczości finansowej, zakres informacji dostarczanych uległ znacznej poprawie.

K. Jajuga – Tak, ale pozytywnie zakoczył mnie stopień szczegółowości.

G.K. Świdarska – Są spółki, które podają tylko wymagane minimum, a są takie, które publikują więcej. Badania, które prowadziliśmy w latach 2005-2007 nad zakresem ujawnianych informacji i wpływem tych ujawnień na ochronę inwestora, i pozycję konkurencyjną emitenta papierów wartościowych wyraźnie pokazały, że firmy które stosują międzynarodowe standardy dostarczają więcej informacji. Wyniki te pokazały również, że wraz ze wzrostem jakości ujawnień zmniejsza się ryzyko inwestycji w akcje danej firmy, zwiększa się ochrona inwestorów. Jednocześnie badania wykazały, że wraz ze wzrostem ujawnień w raportach nie pogarsza się pozycja konkurencyjna spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych. Co więcej, niektóre rezultaty wskazują wręcz nawet na poprawę pozycji konkurencyjnej.

A. Herman – **Na podstawie jakich głównych informacji indywidualny inwestor może sobie wyrobić opinię o ekspozycji firmy na ryzyko?**

G.K. Świdarska – Po pierwsze, patrząc do raportu rocznego nie możemy koncentrować się tylko na samym sprawozdaniu finansowym. Trzeba patrzeć przez pryzmat innych informacji zawartych w raporcie, a więc listu do akcjonariuszy,

sprawozdania z działalności, opinii audytora. Dopiero wtedy możemy dokonać pełnej oceny. W liście do akcjonariuszy i w sprawozdaniu z działalności jest informacja dotycząca strategii firmy. Jeśli dowiemy się jaka jest strategia firmy, to możemy spojrzeć do sprawozdania finansowego i starać się z niego dowiedzieć, czy firma tę strategię realizuje. Chcę przedstawić przykład spółki publicznej, w której wystąpiły w 2009 roku straty na kwotę 358 mln złotych. Na taki poziom strat wpłynęło głównie: zaniechanie prac rozwojowych oraz zaangażowanie w działalność spółek zależnych (które wykazały duże straty). Zaniechanie prac rozwojowych spowodowało konieczność dokonaniu odpisów aktualizujących ich wartość. Prace rozwojowe mogą być pokazywane w bilansie pod pewnymi warunkami, między innymi takimi, że efekty tych prac znajdują zastosowanie w tworzeniu i opracowaniu nowego produktu, a firma jest w stanie udowodnić powstanie tego nowego produktu. Dokonanie odpisów aktualizujących z ty-



Olgierd Bagniewski

Jeśli umiejętność przewidywania, czyli ten sposób myślenia upowszechniłby się wśród przedsiębiorstw, to byłaby to dla nich ogromna szansa.

tułu prac rozwojowych spółka uzasadniła zmianą strategii firmy. W nowej strategii nie mieszczą się technologie w związku z którymi były prowadzone prace rozwojowe. Jak wpłynęło to na wycenę firmy? W trzecim kwartale 2009 roku wartość księgową akcji spadła o 20 groszy, z 31 groszy na koniec drugiego kwartału, ceny akcji spadły także o 20 groszy, z 27. Czy inwestor mógł, w oparciu o analizę raportów tej spółki, właściwie ocenić ryzyko? Jeśli spółka przedstawiała zamierzenia dotyczące zmiany strategii, czyli odejścia od technologii których dotyczyły prace rozwojowe, to patrząc na wartość tego składnika aktywów mógł spodziewać się strat z tego tytułu.

Zatem jesteśmy w stanie ocenić ekspozycję na ryzyko, jeśli patrzymy na całość raportu, a nie tylko na samo sprawozdanie finansowe. Naturalnie pod warunkiem, że informacje zawarte w liście do akcjonariuszy i sprawozdaniu zarządu będą wiarygodne.

A. Herman – Jaki wpływ na ujawnienia, dotyczące ekspozycji na ryzyko finansowe, mają uregulowania Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej nr 7?

G.K. Świdarska – Wprowadzenie tego standardu od stycznia 2007 roku rzeczywiście przyniosło efekty. Poprawiła się jakość ujawnień, firmy są zmuszone pokazać ekspozycję na ryzyko finansowe. Zgodnie z Międzynarodowym Standardem Sprawozdawczości Finansowej nr 7 „Instrumenty finansowe – ujawnianie informacji”, spółki są zobowiązane do ujawnień ekspozycji na trzy podstawowe rodzaje ryzyka finansowego: rynkowe, kredytowe i płynności. Spółki przedstawiają w sprawozdaniu finansowym (informacji dodatkowej), dla każdego rodzaju ryzyka związanego z instrumentami finansowymi, stopień narażenia na ryzyko, sposób jego powstania oraz cele, politykę i procesy zarządzania ryzykiem. Ponadto, sprawozdanie powinno zawierać omówie-

nie przyjętej przez kierownictwo spółki polityki kontroli ryzyka związanego z instrumentami finansowymi, obejmującej zasady dotyczące zabezpieczania przed ryzykiem, unikania zbędnej koncentracji ryzyka oraz ustanawiania zastawu w celu zmniejszenia ryzyka kredytowego.

K. Jajuga – Ekspozycja na ryzyko finansowe to jest ta stosunkowo łatwiejsza miara do oszacowania i pokazania. W przypadku wartości niematerialnych jest już znacznie trudniej.

S. Kasiewicz – Do jakości raportu mam stosunek krytyczny. Zwiększa się ilość informacji dotyczących ryzyka, ale element związany z jego wartościowaniem jest pomijany. Nie jest pokazywany w raportach wzajemny związek pomiędzy ekspozycją na ryzyko, a ewentualnym jego wpływem na wyniki finansowe przedsiębiorstwa. Bardzo dokładnie i szczegółowo są pokazane obligatoryjne zobowiązania, jak ryzyko finansowe, rynkowe, kredytowe. Część dość istotnych informacji jest dobrowolna, a dotyczy to między innymi kwestii zabezpieczeń, instrumentów pochodnych. Trzeba na to zagadnienie patrzeć kompleksowo, tak jak to było robione podczas badań prowadzonych przez panią profesor Świdarską, czyli analiza całości ujawnień. Nie tylko dotyczących ryzyka, ale kapitału intelektualnego, społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw, itd. Nadal w raportach brak jest kluczowych informacji, które silnie łączą się z zarządzaniem ryzykiem, a które mogłyby wskazywać czy spółka zwiększa szansę realizacji opracowanej strategii, obniża koszty pozyskania kapitału dla firmy, czy poprawia się odporność firmy na nieprzewidziane zakłócenia i zagrożenia, a może lepiej planuje i kontroluje się przepływy pieniężne w firmie. Jednym słowem korzyści z zarządzania ryzykiem są całkowicie zaniedbanym obszarem w raportach.

Z punktu widzenia inwestora indywidualnego w raportach brakuje informacji

syntetycznych. Na przykład nie znajdzie się w nich jasno wyrażonej opinii audytora, że spółka ma szanse funkcjonowania w najbliższych latach z takim a takim prawdopodobieństwem, nie ma oceny audytora dotyczącej strategii firmy. Brakuje więc uwag, które dla inwestora indywidualnego byłyby bardzo istotne. Inwestor nie będzie szczegółowo patrzył na strukturę aktywów, zabezpieczeń, bo nie jest to informacja, która pomoże mu dokonać wyboru. Ale ten wybór ułatwiłby mu pokazanie perspektyw firmy za pomocą jednego, syntetycznego miernika. To jest bardzo ważne. Raport w obecnym kształcie jest przydatny dla inwestorów instytucjonalnych, którzy dysponują zapleczem analitycznym.

Jest jeszcze jedna sprawa, na którą trzeba zwrócić uwagę. Przed największymi spółkami giełdowymi stawia się niemal niebotyczne wymagania związane ze sprawozdawczością, a całkowicie na boku pozostawia się firmy mniejsze. Tę sytuację mniejsze firmy odczytują, jako całkowite zwolnienie od odpowiedzialności za zarządzanie ryzykiem. Jako przykład można wskazać prężnie rozwijające się obecnie placówki stomatologiczne. Fakt, że przychody wzrastają i rentowność się poprawia, całkowicie wystarcza do odczuwania zadowolenia ze stanu rozwoju firm. Właściciele i zarządzający zupełnie nie interesuje ekspozycja na ryzyka, bo – jak sądzą – skoro zatrudniają tylko 2-3 osoby, to na to ryzyko są odporni. Za chwilę może się okazać, że jedna większa firma w sąsiedztwie z lepszym sprzętem, *know-how*, marketingiem i atrakcyjniejszymi warunkami dla pacjentów sprawi, że te mniejsze zaczną tak szybko znikać, jak powstawały.

A. Herman – Panie Prezesie, ma Pan bogate doświadczenie ze współpracy z firmami na całym świecie, z funkcjonowaniem rynków finansowych. Czy podziela Pan pogląd, że raport nie jest tak przydatnym narzędziem do oceny



Andrzej Herman

spółki giełdowej przez indywidualnego inwestora, akcjonariusza, jak chcielibyśmy, aby był?

O. Bagniewski – Jeśli pominąć fakt, że większość akcjonariuszy nie rozumie, co jest w tych raportach naprawdę napisane

G.K. Świdarska – Jest gorzej, nawet członkowie rad nadzorczych nie rozumieją.

O. Bagniewski – Jeśli już mamy trochę ponarzekać, to nawet wielu tak zwanych analityków nie rozumie. Ale to już inna sprawa. Przeciętny akcjonariusz rzeczywiście nie szuka informacji w raporcie, nawet jeśli z niego korzysta. Tak naprawdę to on korzysta z nich za pośrednictwem prasy, albo z biuletynów giełdowych, co jest jeszcze gorsze, gdyż biuletyny są *de facto* manipulacyjne. Przecież ten, kto zajmuje się rynkiem kakao, czy jakimkolwiek innym nie napisze, że nic się na nim nie będzie działo, nie napisze „uciekaj inwestorze, bo szkoda twojego czasu i pieniędzy”. On musi napisać, że choć sytuacja może się teraz wydawać nieciekawa, to można oczekiwać niespodzianek, że na pewno stanie się coś interesującego, nastąpią wydarzenia, które zmienią sytuację. Mało tego, musi napisać co trzeba zrobić, bo inaczej straci miejsce pracy. Krótko mówiąc, jest to ogromne zakłamanie.

S. Kasiewicz – Czyli generuje to dodatkowe źródło ryzyka.

O. Bagniewski – Oczywiście, drugie

zakłamanie i ryzyko jest takie, że pomimo iż są standardy sprawozdawczości, to bardzo dużo pozostaje poza nimi i jest miejsce na kreatywną rachunkowość. W momencie gdy spółka osiąga przeciętną rentowność, to można pisać mniej więcej prawdę. Ale gdy ta rentowność spada to trzeba coś zrobić, ale także wówczas, jak rośnie za bardzo. Proszę pamiętać, że są firmy, i to wielkie firmy w USA, które od lat 20. ubiegłego wieku wypłacają co kwartał dywidendę, gdyż dywidenda jest traktowana przez część akcjonariuszy jak część emerytury. One nie mogą sobie pozwolić na niewypłacenie tej dywidendy. Z kolei zarząd nie może napisać, że ma stratę i jednocześnie wypłacić dywidendę, muszą z tym sobie radzić. Tak więc niezbyt wiele możemy dowiedzieć się z tego oficjalnego dokumentu, jakim jest raport.

Nawet od strony metodologicznej raport nie może być podstawą do podejmowania decyzji inwestycyjnych, gdyż dotyczy historii firmy, a ona nie musi się powtórzyć, zwłaszcza w sytuacji gwałtownych zmian, gdy nagle okazuje się, że wszyscy się mylili. Mówi się, że generałowie potrafili wygrywać wojny, które już były. I chyba menedżerowie również.

G.K. Świdarska – Jednym z elementów raportu jest sprawozdanie zarządu. I choć nie ma ściśle określonych obligatoryjnych wymagań, to zamieszcza się tam informacje, które dotyczą przyszłości firmy. Na razie nie ma standardów, a same wskaźniki nie są porównywalne. Międzynarodowa Rada Standardów Rachunkowości pracuje nad pewnymi propozycjami, może nie standardem, ale zaleceniem, jak takie sprawozdanie powinno wyglądać, aby nie było asymetrii informacji. A więc to mógłby być ten dokument, w którym prezentowane byłyby potrzebne informacje. Jest nadzieja, że może za parę lat doczekamy się dobrego standardu. Na razie istnieje wiele wątpliwości co do wiarygodności informacji zawartych w sprawozdaniu zarządu z działalności.

K. Jajuga – Aby dobrze ocenić raport finansowy spółki, to trzeba zrozumieć jej model biznesowy. A tego inwestor indywidualny nie rozumie, dziennikarz też tego nie rozumie, analityk finansowy może rozumieć, ale też nie napisze rekomendacji złej, bo może być podany do sądu z powodztwa cywilnego przez spółkę, za namową niektórych prawników. Duża część audytorów też nie zna się na modelach biznesowych, a tylko na kwestiach rachunkowych. To muszą być naprawdę ci najlepsi, aby dostrzec niuanse związane z zarządzaniem i ocenić ich wpływ na spółkę. Tu tkwi problem. Dlatego też mam wątpliwości, czy wprowadzenie dodatkowych standardów może tak naprawdę cokolwiek zmienić. W sprawozdaniu zarządu powinny być wymienione czynniki ryzyka.

A. Herman – **Czy można jednak oczekiwać od firm, że przekażą na zewnątrz niezbędne informacje, co do których same mają wątpliwości, skoro muszą radzić sobie w warunkach ciągłej niepewności? Co można doradzić naszym przedsiębiorcom, aby ich planowanie finansowe obarczone było mniejszym ryzykiem?**

K. Jajuga – Zgadzam się, że oceniając przyszłość nie możemy bazować tylko na przeszłości, czyli na ekstrapolacji danych. Wydaje mi się, że jeżeli przygotowujemy plan finansowy, to powinien on być poddany testom. Na przykład, jeśli zakładamy że planowany zysk netto ma wynieść 4 mln, to jakie jest prawdopodobieństwo, że nie będzie mniejszy niż 2 mln? Trzeba zaprosić ekspertów i nawet na zasadzie scenariuszy mało prawdopodobnych, typu – co by się działo z naszą firmą, gdyby za 3 miesiące kurs euro osiągnął 4,8 złotego – spróbować poddać plany analizie? I ktoś powie, że taki scenariusz jest niemożliwy, ale pamiętamy, że dwa lata temu niemożliwe stało się rzeczywiste.

O. Bagniewski – Dziś mamy do czy-



od lewej:

Olgierd Bagniewski, Stanisław Kasiewicz, Andrzej Herman, Krzysztof Jajuga

nienia z jeszcze innym zagrożeniem – nowych technologii. Jeszcze 70 lat temu nie było niebezpieczeństwa, że jeśli firma zdecyduje się na wprowadzenie nowej technologii, to ona się „zestarzeje”, zanim się spłaci. A w tej chwili jest to na porządku dziennym.

S. Kasiewicz – Problem polega na tym, że my nadal tkwimy na pierwszym poziomie zarządzania ryzykiem w działaniach operacyjnych i strategicznych, kiedy to ryzyko jest przewidywalne i jest czas na reakcję. W teorii zarządzania strategicznego znana jest koncepcja budowania strategii w warunkach ryzyka i niepewności, która wyróżnia cztery klasy (przedziały) ryzyka, od wysokiej przewidywalności ryzyka do warunków skrajnej niepewności. W rzeczywistości firmy funkcjonują dziś na 3 i 4 poziomie, ale zachowują się, jakby były na pierwszym. Z punktu widzenia inwestora istotne jest, jak firmy zarządzają tym ryzykiem. Z naszego rozeznania wynika, że w polskich przedsiębiorstwach nie ma nawet specjalistów, którzy zajmowaliby się tym problemem. Posiadanie w strukturach organizacyjnych firm komórki, czy zespołu do zajmowania się zarządzaniem ryzykiem, byłoby ważną informacją dla inwestora. Stąd mogłyby pochodzić informacje o tym, czy firma wie jakie jest jej główne ryzyko, czy potrafi to ryzyko zredukować, a może wygrać na tym ryzy-

ku? Co więcej, inwestora powinno interesować czy firma ma procedury w sytuacji, gdy wystąpią nadzwyczajne zdarzenia, na przykład nieciągłości dostaw, jaka jest jej kultura organizacyjna zarządzania ryzykiem? Dopiero to daje zestaw informacji pozwalający na wyrobienie opinii o kondycji i odporności firmy na ryzyko, na to, które ma swoje źródło wewnątrz przedsiębiorstwa, i to, które tkwi w zewnętrznym otoczeniu.

W. Rogowski – Decyzje same się nie podejmują. Podstawowym ryzykiem w firmie jest decydent, czyli czynnik ludzki. Wiemy, że jest problem prezesa i jego skłonności do ryzyka w dążeniu do osiągnięcia jak najwyższych zysków. Przypominam to, bo chciałbym wrócić do historii z opcjami walutowymi, które spowodowały tyle kłopotów przedsiębiorstwom. Przeczytałem taką informację, że w przypadku jednej ze spółek transakcje opcyjne były zawarte na kwotę przekraczającą czterokrotnie jej roczne przychody! I zastanawiam się, jaka była „wrażliwość” zarządu na ekspozycję na ryzyko? Czy banki nie miały informacji na temat ekspozycji klientów na ryzyko kursowe? System takiej informacji, który jest dopiero uruchomiany, pozwoli w przyszłości bankom na wymianę informacji o instrumentach pochodnych. To powinno ochronić przed sytuacjami, gdy przedsiębiorstwa pod te

same dochody będą kupowały instrumenty opcyjne. I zastanawiające jest, że dążenie do zwiększania wyników finansowych skłaniało zarządy do takich ryzykownych decyzji, choć generalnie nastawienie naszej kadry do ryzyka jest awersyjne. Jest niechęć do traktowania ryzyka jako kreatora wartości dla firmy.

O. Bagniewski – Proponowanie opcji walutowych to był rodzaj oszustwa, gdyż inwestor indywidualny, czyli przedsiębiorstwo, nie było w pełni poinformowane o skutkach. Tego typu oszustwa miały miejsce w innych krajach. Na przykład we Włoszech coś takiego zdarzyło się 15-17 lat temu. Może więc warto byłoby stworzyć zespół, który gromadziłby bazę danych o tym, co się działo w innych krajach, i po prostu przygotowywałby ludzi do tego. Warto skorzystać z premii za cofania. Wiele sytuacji już gdzieś miało miejsce.

A. Herman – **Czy dostrzegacie Państwo na przestani ostatniej dekady pozytywne procesy zmian w postawach i zachowaniach zarządów wobec ryzyka?**

K. Jajuga – Myślę, że tak. Ale jest to proces oparty przede wszystkim na doświadczeniach poprzez negatywne skutki, jak było w przypadku opcji walutowych.

A. Herman – **...czyli mądry po szkodzie?**

K. Jajuga – Nie wiem czy mądry po szkodzie, bo o skutkach błędów pamięta się tylko przez jakiś czas. Zastanawiam się, czy nie powinno się wprowadzić jakiegoś wymagania, choć nie na zasadzie przymusu, aby przedsiębiorstwa zarządzały swoim ryzykiem? To jest wymagane w bankach, ale przedsiębiorstwa nie mają takiej obligatoryjnej konieczności.

W. Rogowski – Ale są standardy, które można byłoby zaproponować, na przykład COSO II.

A. Herman – **Jak na zarządzanie ryzykiem wpływa kultura organizacyjna przedsiębiorstwa?**

K. Jajuga – Kultura organizacyjna jest ściśle powiązana ze skutecznym radzeniem sobie z ryzykiem. Moim zdaniem nie będzie sukcesu we wprowadzeniu zarządzania ryzykiem, jeżeli „załoga” przedsiębiorstwa nie będzie tego czuła, rozumiała. Idealna sytuacja to taka, gdy na każdym stanowisku pracy, a zagrożenie jest na każdym, pracownik będzie dostrzegał je i umiał sobie z nim radzić.

S. Kasiewicz – Kondycja przedsiębiorstwa zależy przede wszystkim od liderów, czyli prezesów, dyrektorów. Ich celem jest



od lewej: Waldemar Rogowski, Gertruda K. Świdarska

osiągnięcie sukcesu. Tym się kierują podejmując decyzje, a ryzyko traktują jako tę ciemniejszą stronę zarządzania. Gdyby koncentrowali się na szukaniu zagrożeń, baliby się, że za każdym rogiem czai się niebezpieczeństwo, to byłiby sparaliżowani strachem, aby ten sukces osiągnąć. Dlatego musi być w zarządzie komórka, osoba, która zajmuje się ryzykiem. Natomiast rodzi się ważne pytanie, na ile środowisko naukowe może pomóc w dostarczeniu metod i narzędzi pomiaru, wiedzy o warunkach i możliwych zastosowaniach, prawidłowych interpretacjach mierników i ocen opisujących ekspozycję firmy na ryzyko? Ta wiedza jest potrzebna do komunikacji z inwestorem indywidualnym, a co ważniejsze – jest to potrzebne przede wszystkim przedsiębiorstwu. Ale dopóki do kadry menedżerskiej nie dotrze świadomość, jak bardzo brak takiego podejścia może zniszczyć wartość przedsiębiorstwa, tak długo nie będzie determinacji do wprowadzenia skutecznego zarządzania ryzykiem.

A. Herman – Czy udałoby się zidentyfikować w bieżącym roku jakieś szczególne rodzaje ryzyka, na które mogą być narażone przedsiębiorstwa w Polsce?

S. Kasiewicz – Po pierwsze to ryzyko regulacyjne, które znajduje się poza Polską, czyli prawodawstwo unijne. Jesteśmy dość bierni, jeśli chodzi o wywieranie wpływu na jego kształtowanie. Dlatego będziemy zaskakiwani rozwiązaniami, na przykład dotyczącymi ochrony środowiska. Jako drugie wymieniłbym ryzyko reputacyjne, o którym już wspominałem. W Polsce wiele firm nadużywa swojej pozycji do zdobywania rynku, a na razie wszyscy czują się pozornie bezkarni.

K. Jajuga – Trudno przewidzieć, gdyż nie ma u nas dobrych prognoz gospodarczych, które mogłyby być podstawą do analiz dotyczących rynku finansowego.

O. Bagniewski – W Niemczech jest rada dwunastu mędrców, która ogłasza prognozy gospodarcze. One się nigdy jak dotąd nie sprawdziły, ale to też dlatego, że ich ogłoszenie wywiera wpływ na sytuację gospodarczą i po prostu zmienia ją. Jeśli autorytet ogłosi swoje oczekiwania dotyczące przyszłości gospodarczej to zmienia przekonania na rynku, a zatem i zachowania jego uczestników, czyli to co miało się wydarzyć nie wydarzy się. Prognozy zawsze są obciążone wielkim ryzykiem, zwłaszcza te upublicznione. Dużo lepiej sprawdzają się te, które upublicznione nie są.

Ale zgadzam się, że ten rok jest szczególnie trudny do oceny, bo mamy trzeci rok z rzędu dużych zwyżek na podstawowych giełdach, i właściwie możemy spodziewać się drugiej fazy kryzysu, ponieważ przyczyny, które legły u podstaw pierwszej fali, nie zostały zlikwidowane. Nawet się pogłębiły. Wpuszczenie pieniędzy przez FED, przez rządy uratowało na krótko sytuację, ale „bańka” spekulacyjna rośnie. Możemy tylko zastanawiać się, kiedy ona pęknie.

Drugie ryzyko jest związane z tym, że mamy już w Polsce dwudziesty rok z rzędu deficytu handlu zagranicznego, jeden miesiąc był zbilansowany. Taka sytuacja w gospodarce, kiedy więcej się importuje niż eksportuje, nie może trwać wiecznie. Musi dojść do przestawienia, a to przestawienie będzie bolesne.

A. Herman – Dziękuję Państwu za udział w dyskusji.