

Robert Bednarski, Aleksander Baryś***

WPLYW ZARZĄDZANIA RYZYKIEM FINANSOWYM NA WARTOŚĆ FIRMY: ANALIZA TEORETYCZNYCH PRZESŁANEK WPLYWU ZARZĄDZANIA RYZYKIEM NA WARTOŚĆ FIRMY

Wartość firmy zależy od wielu parametrów zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych. Oprócz efektywności przyjętego modelu działalności biznesowej oraz koniunktury gospodarczej na wartość firmy mają wpływ zewnętrzne czynniki, związane z kursami walut, stopami procentowymi oraz cenami podstawowych surowców, które w literaturze naukowej z zakresu ekonomii i finansów określane są mianem ryzyk finansowych (*financial risks*). W rosnącej liczbie firm poświęca się coraz większe zasoby finansowe i kadrowe dla celów zarządzania wspomnianymi czynnikami ryzyka. Dotyczy to w pierwszym rzędzie instytucji o charakterze finansowym, które zarządzają ekspozycją na ryzyko finansowe nie tylko z uwagi na dużą wrażliwość ich wyników finansowych na kształtowanie się czynników ryzyka oraz wymogi regulatorów, ale przestrzegają instrumenty zarządzania ryzykiem jako jedno z potencjalnych źródeł przychodów.

W ślad za instytucjami finansowymi zarządzanie ryzykiem zostało podjęte przez przedsiębiorstwa o charakterze przemysłowym i usługowym, które korzystają z produktów przygotowywanych przez banki (instrumenty OTC – *over the counter*) bądź uczestniczą w obrocie kontraktami terminowymi na światowych giełdach. Raport International Swap Dealers Association z 2003, oparty na raportach rocznych i informacjach publikowanych przez 500 największych na świecie przedsiębiorstw (sklasyfikowanych wg przychodów osiągniętych w 2001 r.) wykazał, iż 92% z nich wykorzystuje kontrakty terminowe w celu modyfikacji swojej ekspozycji na ryzyko¹.

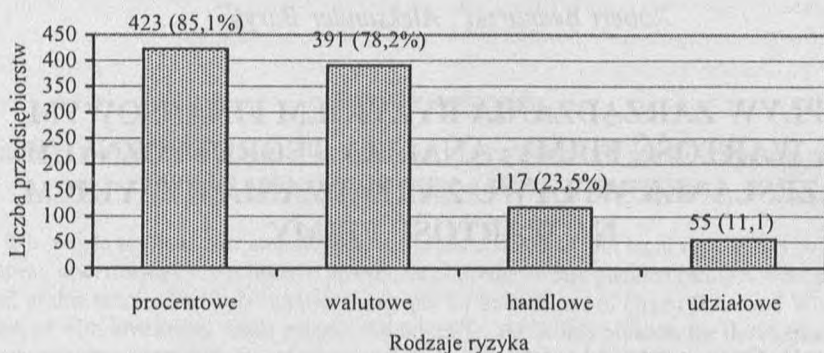
Zarządzanie ryzykiem finansowym (*hedging*) w tradycyjnej teorii rozumiane jest jako zmniejszenie zmienności wyników finansowych (księgowych lub ekonomicznych). Korelacja między raportowanymi wynikami księgowymi, czyli zyskiem netto, a ekonomicznymi, czyli wartością przepływów pieniężnych (*OCF, FCF*), w krótkim okresie może nie być wysoka. Biorąc pod uwagę aspekt *hedgingu* dla zachowania zbieżności pomiędzy wynikami księgowymi a ekonomicznymi, szczególnie istotne jest stosowanie

* Mgr, dyrektor finansowy, Basell Orlen Polyolefins Sp z o.o.

** Mgr, kontroler finansowy, Basell Orlen Polyolefins Sp z o.o.

¹ International Swaps and Derivatives Association, 2003 *Derivatives Usage Survey*.

zasad rachunkowości zabezpieczeń. W długim okresie jednak zależność między wynikiem netto a przepływami operacyjnymi powinna być wysoka.



Rys. 1. Popularność zarządzania ryzykiem wśród największych firm

R. Stulz na podstawie badań empirycznych proponuje modyfikację podejścia tradycyjnego, definiującego zarządzanie ryzykiem wyłącznie jako działanie zmniejszające zmienność wyników². Przedsiębiorstwa stosujące *hedging* nie chcą rezygnować z ograniczania swoich szans w przypadku pozytywnych odchyleń, zabezpieczają jedynie ryzyko związane z niekorzystnym kształtowaniem się czynników zewnętrznych (*down-side risk*). Takie podejście pozwala na zmniejszenie prawdopodobieństwa wystąpienia kosztów utraty płynności finansowej. Z drugiej strony wymaga ono stosowania instrumentów finansowych o niesymetrycznej strukturze wypłaty (jak np. strategie opcyjne), co wiąże się ze zwiększonymi kosztami początkowymi *hedgingu*.

Podstawowym pytaniem, z którym mierzą się zarządzający firmami poświęcającymi zasoby dla celów zarządzania ryzykiem, jest wpływ tych działań na wyniki osiągnięte przez ich przedsiębiorstwa, ich pozycję konkurencyjną, a co za tym idzie – ich wartość rynkową.

Nasza praca ma na celu przedstawienie teoretycznych przesłanek wyjaśniających zarówno pozytywny, jak i negatywny wpływ zarządzania ryzykiem na wartość firmy. W niniejszej pracy pod pojęciem ryzyka finansowego będziemy rozumieć zmienność wartości aktywów i przepływów pieniężnych wywołaną działaniem następujących czynników zewnętrznych, niezależnych od działań indywidualnych podmiotów gospodarczych:

- kursów walut,
- stóp procentowych,
- cen towarów.

² R. Stulz, *Rethinking Risk Management*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1996, vol. 9, no 3, s. 13.

Ryzyko cenowe jest włączane do kategorii pojęciowej ryzyk finansowych w przypadku istnienia rynku kontraktów terminowych, które pozwalają tym ryzykiem aktywnie zarządzać.

Przyjęta definicja wartości firmy opiera się na metodach z grupy zdyskontowanych przepływów pieniężnych (*Discounted Cash Flow*), które uzależniają wartość przedsiębiorstwa od dwóch parametrów: wymaganej stopy zwrotu (*required rate of return*) oraz oczekiwanych przepływów pieniężnych. Wymagana stopa zwrotu to najczęściej (w zależności od przyjętego sposobu wyceny) średni ważony koszt kapitału (w modelu *FCFF*) lub koszt kapitału własnego (w modelach *FCFE* lub *DDM*).

Dyskusja na temat wpływu zarządzania ryzykiem na wartość firmy odbywa się równolegle z dyskusją na temat wpływu struktury kapitałowej na wartość przedsiębiorstwa, zaś oba spory mają swój początek w teorii Modigliani-Millera. Według przedmiotowej teorii, przy spełnieniu założeń odnośnie do: braku podatków, efektywnych rynków, jednolitego kosztu kapitału obcego, braku asymetrii informacyjnej, braku kosztów transakcyjnych oraz kosztów bankructwa – transakcje finansowe podejmowane przez przedsiębiorstwo nie mają wpływu na jego wartość. Dotyczy to zarówno struktury kapitałów danej firmy (relacja długu do kapitałów własnych), jak również obrotu kontraktami terminowymi w celu modyfikacji ekspozycji na ryzyko. W przypadku transakcji instrumentami finansowymi przedsiębiorstwo nie może osiągać dodatkowych, systematycznych zysków z uwagi na efektywność rynków i brak uprzywilejowanego dostępu do informacji. Ograniczenie zmienności nie wpływa na wzrost wartości firmy, gdyż zgodnie z teorią portfelową inwestorzy mogą sami zdywersyfikować ryzyko, umieszczając w swoich portfelach udziały firm o odpowiednich profilach ryzyka.

Podobnie jak w przypadku dyskusji na temat struktury kapitałowej, wpływ zarządzania ryzykiem na wartość firmy można wykazać, uchylając poszczególne założenia przyjęte w konstrukcji teorii Modigliani-Millera oraz teorii portfelowej.

1. Średni ważony koszt kapitału

Zarządzanie ryzykiem finansowym (w rozumieniu tradycyjnym) może mieć wpływ na oba czynniki kształtujące średni ważony koszt kapitału (*Weighted Average Cost of Capital* – *WACC*). Koszt kapitału obcego (*cost of debt*) zależy w dużej mierze od standingu finansowego przedsiębiorstwa. Odpowiednia polityka informacyjna związana z zarządzaniem ryzykiem może przynieść pozytywne efekty w zakresie oceny firmy przez potencjalnych kredytodawców. Wysoka zmienność wyników przedsiębiorstwa zwiększa prawdopodobieństwo braku możliwości obsługi długu w okresach negatywnych odchyśleń od wartości oczekiwanej wyników finansowych, co z kolei pociąga za sobą wyższą premię za ryzyko. Zmniejszenie prawdopodobieństwa niewypłacalności wpływa pozytywnie na stopę zwrotu wymaganą przez kredytodawców.

Koszt kapitału własnego (*cost of equity*) jest najczęściej szacowany za pomocą modelu *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*). Zarządzanie ryzykiem finansowym przy założeniu odpowiedniej polityki informacyjnej (komunikaty lub ujawnienia w raportach finansowych) może mieć wpływ jedynie na obniżenie dywersyfikowalnej (niesystema-

tycznej) części ryzyka (tzn. swoistej dla przedsiębiorstwa). Czynniki ryzyka (*beta*) w modelu *CAPM* jest tożsamy z częścią niedywersyfikowalną (systematyczną), tzn. odzwierciedla ryzyko przedsiębiorstwa relatywne do ryzyka rynkowego. Przy założeniu efektywności rynków zastosowanie *hedgingu* nie powinno mieć wpływu na ryzyko systematyczne, gdyż udziałowiec przedsiębiorstwa może osiągnąć efekt identyczny do zarządzania ryzykiem poprzez odpowiednią dywersyfikację portfela.

Brak efektywności rynków bądź ograniczenia w możliwościach dywersyfikacji mogą spowodować pozytywny efekt zarządzania ryzykiem w stosunku do wartości przedsiębiorstwa. Utrudniona dywersyfikacja może wynikać przykładowo z wysokich kosztów transakcyjnych bądź z ograniczonej płynności (przedsiębiorstwo nie notowane na giełdzie papierów własnościowych). W takiej sytuacji *hedging* nie posiada substytutu w postaci odpowiedniej konstrukcji portfela i jest w stanie zmniejszyć ryzyko, co implikuje niższą stopę zwrotu wymaganą przez udziałowców.

Korzyści wynikające z zarządzania ryzykiem są rozpatrywane w szerszym zakresie przez R. Stulza. Rozszerza on grupę beneficjentów z udziałowców na „interesariuszy” (*stakeholders*), obejmujących oprócz właścicieli także zarządzających przedsiębiorstwem, kontrahentów (dostawców i odbiorców) oraz pracowników, czyli wszystkie grupy odnoszące korzyści z rozwoju firmy³. Interesariusze mają ograniczone możliwości dywersyfikacji swojego ryzyka, związanego z utrzymywaniem określonych relacji z przedsiębiorstwem. W przypadku wysokiego prawdopodobieństwa wystąpienia problemów finansowych firmy, związanych z utratą płynności finansowej, a przez to z regulowaniem swoich zobowiązań, interesariusze będą żądać dodatkowej premii za ryzyko: biorąc pod uwagę pracowników i zarządzających mogą to być wyższe wynagrodzenia, a dla kontrahentów – korzystniejsze warunki umowne dotyczące cen lub terminów płatności. Stosowanie zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie zmniejsza ryzyko ponoszone przez interesariuszy, co z kolei – poprzez niższą wymaganą stopę zwrotu – wpływa pozytywnie na wartość firmy.

2. Koszty utraty płynności finansowej

Kolejną hipotezą oceniającą pozytywnie wpływ zarządzania ryzykiem na wartość firmy dla udziałowców jest możliwość całkowitego uniknięcia bądź zmniejszenia kosztów utraty płynności finansowej. Zjawisko niezdolności przedsiębiorstwa do uregulowania swoich zobowiązań operacyjnych jak i odsetkowych w okresie ich zapadalności powoduje powstanie dodatkowych kosztów (koszty utraty płynności finansowej, *costs of financial distress*⁴). Literatura traktuje ten typ obciążeń jako koszty transakcyjne i dzieli je na bezpośrednie (przykładowo koszty obsługi prawnej i doradczej, czy opłaty sądowe) i pośrednie (m. in. utrata zaufania kontrahentów, utrata morale pracowników, spadek konkurencyjności przedsiębiorstwa).

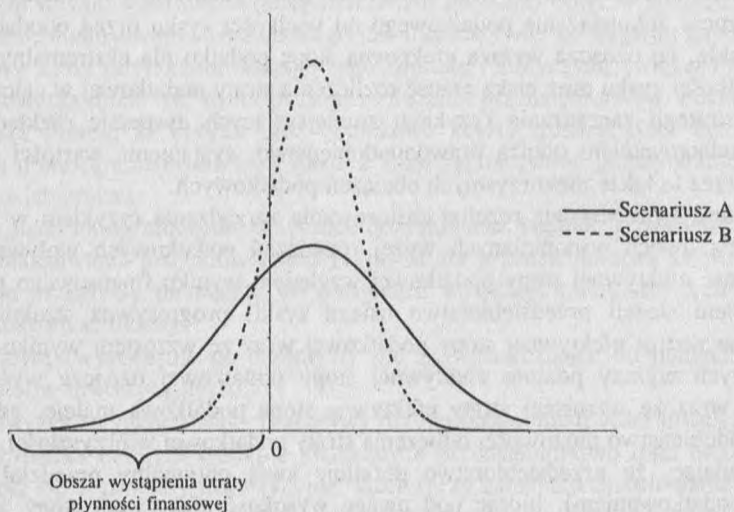
³ *Ibidem*, s. 11.

⁴ Por. np. S. Bertram, *Corporate Risk Management as a Lever for Shareholder Value Creation*, (2001).

Prawdopodobieństwo wystąpienia wysokich kosztów niewypłacalności jest pozytywnie skorelowane z poziomem całkowitej dźwigni (rozumianej jako iloczyn dźwigni operacyjnej i dźwigni finansowej). Dźwignia operacyjna determinowana jest przez relację operacyjnych kosztów stałych do marży pokrycia, natomiast dźwignia finansowa zależy od wartości odsetek w stosunku do zysku operacyjnego. Zarówno operacyjne koszty stałe, jak i koszty finansowe są w krótkim okresie niezależne od wielkości produkcji i sprzedaży, co w przypadku wystąpienia niekorzystnych czynników zewnętrznych, wpływających negatywnie na marżę pociąga za sobą niewypłacalność. Zwiększenie kosztów stałych (operacyjnych i finansowych) powoduje wzrost prawdopodobieństwa wystąpienia niewypłacalności w okresach recesji, tzn. w okresach kiedy wyniki finansowe (marże pokrycia) osiągają lokalne minima.

Zastosowanie zarządzania ryzykiem obniża zmienność przepływów pieniężnych, przez co wyniki finansowe osiągane w okresach niekorzystnych warunków zewnętrznych są wyższe niż w przypadku braku *hedgingu*. Wpływa to na mniejsze prawdopodobieństwo wystąpienia problemów z płynnością, a przez to ponoszenia kosztów jej utraty.

Rysunek 2 prezentuje rozkład przepływów pieniężnych (przepływy z tytułu zrealizowanej marży pomniejszone o stałe koszty operacyjne i finansowe) przed zastosowaniem zarządzania ryzykiem (*scenariusz A*, linia ciągła) i po zastosowaniu zarządzania ryzykiem (*scenariusz B*, linia przerywana). Zakładając brak kosztów transakcyjnych zawarcia *hedgingu*, wartość oczekiwana dla obu scenariuszy jest taka sama, natomiast rozkład przepływów w warunkach zarządzania ryzykiem ma mniejsze odchylenie standardowe, przez co prawdopodobieństwo osiągnięcia wyników skrajnych jest niższe.



Rys. 2. Utrata płynności finansowej

Źródło: Opracowanie własne.

Zakładając, że negatywne wartości przepływów (< 0) powodują powstanie utraty płynności finansowej, prawdopodobieństwo wystąpienia dodatkowych kosztów jest wyższe dla scenariusza A niż dla scenariusza B ($F_A(0) > F_B(0)$).

Jeżeli w stosunku do przedsiębiorstwa istnieją przewidywania co do potencjalnego wystąpienia kosztów utraty płatności finansowej, wartość oczekiwana tych kosztów jest uwzględniona w wycenie firmy. Wykluczenie czy nawet zmniejszenie prawdopodobieństwa poniesienia tych kosztów zmniejsza ich wartość oczekiwaną, a przez co zwiększa jednocześnie wartość przedsiębiorstwa.

3. Podatek dochodowy

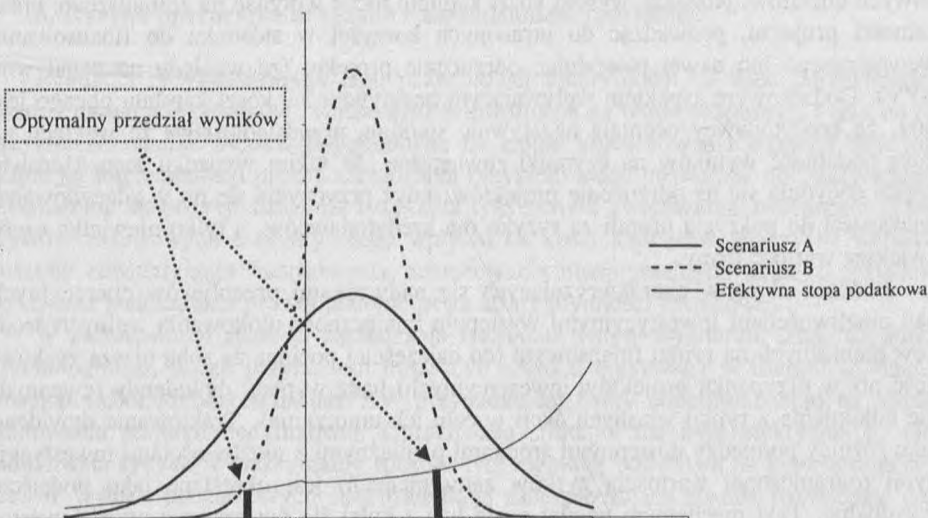
Zarządzanie ryzykiem (przekładające się na większą stabilność wyników finansowych i zmniejszenie prawdopodobieństwa wystąpienia sytuacji skrajnych) może mieć pozytywny wpływ na wartość firmy w przypadku występowania szczególnych typów regulacji podatkowych. O ile zastosowanie *hedgingu* nie przynosi dodatkowej korzyści w przypadku reżimu podatkowego związanego wyłącznie ze skalą liniową, to jego zastosowanie jest uzasadnione przy rozwiązaniach wpływających na asymetrię obciążeń z tytułu podatku dochodowego w zależności od zysku przed opodatkowaniem, tzn. kiedy krańcowa efektywna stopa podatkowa nie jest stała. Przykładem takich regulacji może być:

- progresywna skala podatkowa (krańcowa stopa podatkowa rośnie wraz ze wzrostem zysku przed opodatkowaniem),
- brak możliwości całkowitego rozliczenia straty podatkowej w kolejnych latach.

Zależność zobowiązania podatkowego od wielkości zysku przed opodatkowaniem jest wypukłą, co oznacza wyższą efektywną stopę podatku dla ekstremalnych (dodatnich) wielkości zysku oraz niską szansę rozliczenia straty podatkowej w całości. Zastosowanie strategii zarządzania ryzykiem zmniejszających dyspersję rozkładu wyniku przed opodatkowaniem obniża prawdopodobieństwo wystąpienia wartości ekstremalnych, a przez to także niekorzystnych obciążeń podatkowych.

Rysunek 3 przedstawia rezultat zastosowania zarządzania ryzykiem w przypadku wystąpienia dwóch wspomnianych wyżej rozwiązań podatkowych wpływających na nieliniowość efektywnej stopy podatkowej względem wyniku finansowego przed opodatkowaniem. Jeżeli przedsiębiorstwo osiąga zyski, progresywna struktura stawek wpływa na wzrost efektywnej stopy podatkowej wraz ze wzrostem wyniku. Dla strat podatkowych wyższy poziom efektywnej stopy podatkowej oznacza wyższy zwrot podatku, wraz ze wzrostem straty efektywna stopa podatkowa maleje, gdyż maleje prawdopodobieństwo możliwości odliczenia straty podatkowej w przyszłości.

Zakładając, że przedsiębiorstwo definiuje swój optymalny przedział wyników (przed opodatkowaniem), biorąc pod uwagę wysokość efektywnej stopy podatkowej i mając za cel uniknięcie zbyt wysokich obciążeń, dzięki zarządzaniu ryzykiem (scenariusz B), prawdopodobieństwo otrzymania wyników zawierających się w optymalnym przedziale jest wyższe niż w sytuacji bazowej, tj. bez *hedgingu* (scenariusz A).



Rys. 3. Zarządzanie obciążeniem podatkowym

Źródło: Opracowanie własne.

4. Finansowanie projektów inwestycyjnych

Problem niedoinwestowania (*underinvestment problem*) dotyczy sytuacji, w której wykorzystanie finansowania zewnętrznego jest nieefektywne ze względu na zbyt wysokie krańcowy koszt pozyskania dodatkowego kapitału⁵. Przyczyną zwiększonych kosztów finansowania może być m.in. poziom zadłużenia przedsiębiorstwa, pociągający za sobą wyższą premię za ryzyko oraz dodatkowe koszty transakcyjne. Pozyskiwanie kapitału za pomocą emisji udziałów może z kolei sygnalizować gorszy standing finansowy przedsiębiorstwa.

Ze względu na ograniczenia dotyczące pozyskiwania kapitału z zewnątrz głównym źródłem finansowania projektów inwestycyjnych dla przedsiębiorstwa są wewnętrznie generowane przepływy pieniężne. W warunkach wysokiej zmienności tych strumieni można rozpatrywać okresy:

- deficytu (wygenerowane przepływy nie są wystarczające do podjęcia opłacalnych projektów inwestycyjnych),
- nadwyżek (wygenerowane przepływy przewyższają możliwości inwestycyjne).

W przypadku deficytu środków pieniężnych przedsiębiorstwo traci okazję do zaangażowania się w projekty inwestycyjne, które (przy założeniu finansowania środkami własnymi) posiadają dodatnią wartość bieżącą i potencjalnie mogłyby zwiększyć wartość firmy. Alternatywą jest pozyskanie finansowania zewnętrznego lub emisja dodat-

⁵ G. G a y, J. N a m, *The Underinvestment Problem and Corporate Derivatives Use*.

kowych udziałów, jednakże wysoki koszt kapitału może wpłynąć na zmniejszenie opłacalności projektu, prowadząc do utraconych korzyści w stosunku do finansowania wewnętrznego lub nawet powodując odrzucenie projektu (ze względu na negatywne NPV). Dodatkowym aspektem wpływającym negatywnie na koszt kapitału obcego jest fakt, że kredytodawcy oceniają negatywnie standing przedsiębiorstwa ze względu na dużą podatność wyników na czynniki zewnętrzne. W takim wypadku menedżerowie często decydują się na odrzucenie projektów, gdyż przyczynia się on w zdecydowanej większości do pokrycia premii za ryzyko dla kredytodawców, a tylko niewielka część zwiększa wartość firmy.

Podczas okresów charakteryzujących się nadwyżkami przepływów operacyjnych nad możliwościami inwestycyjnymi występuje konieczność ulokowania wolnych środków pieniężnych na rynku finansowym (co najczęściej pociąga za sobą niższą zyskowość niż w przypadku projektów inwestycyjnych) bądź wypłaty dywidendy (ewentualnie odkupienia z rynku własnych akcji w celu ich umorzenia). Traktowanie dywidend jako różnicy pomiędzy dostępnymi środkami pieniężnymi a możliwościami inwestycyjnymi (ograniczonej wartością zysków zatrzymanych) jest określane jako podejście rezydualne. Taki mechanizm wypłat może być z kolei źle postrzegany przez inwestorów, preferujących stałe, a przede wszystkim przewidywalne wysokości dywidend.

Zarządzanie ryzykiem ma w tym przypadku za zadanie koordynację przepływów operacyjnych i inwestycyjnych. Dopasowanie przepływów pieniężnych wpływa na lepsze wykorzystanie potencjału inwestycyjnego przedsiębiorstwa pochodzącego ze środków generowanych przez działalność operacyjną. Taki sposób postępowania jest zgodny z teorią POT (*pecking order theory*), sformułowaną przez S. C. Myersa⁶. Według niej przedsiębiorstwa spośród następujących metod finansowania:

- 1) wewnętrzne (zyski zatrzymane),
- 2) zewnętrzne (kapitał obcy),
- 3) zewnętrzne (dodatkowy kapitał własny – emisja akcji),

najchętniej korzystają ze źródeł wewnętrznych, po ich wyczerpaniu sięgają po kapitał obcy, a jako najmniej pożądaną metodę traktują emisję akcji. Przewaga wewnętrznego finansowania polega na braku dodatkowych kosztów transakcyjnych, podczas gdy zarówno emisja długu jak i kapitału własnego pociągają za sobą koszty transakcyjne odzwierciedlające dodatkowe ryzyko oraz asymetryczny rozkład informacji pomiędzy dawcami kapitału a przedsiębiorstwem.

Pozytywne efekty, jakie może przynieść zarządzanie ryzykiem dla wartości firmy, są w literaturze naukowej równoważone negatywnymi aspektami tego procesu. Dalej omówiono czynniki, które mogą prowadzić do utraty wartości firmy w wyniku zastosowania zarządzania ryzykiem.

⁶ S. C. Myers, *The Capital Structure Puzzle*, „Journal of Financial Economics” 1984, vol. 5, s. 147–175.

5. Ryzyko operacyjne związane z zarządzaniem ryzykiem

Redukcja ryzyka wymaga jego prawidłowej identyfikacji, a więc odpowiedniej wiedzy na temat czynników ryzyka wraz z informacją na temat ekspozycji firmy na to ryzyko. W wyniku błędów popełnionych na etapie konstruowania strategii bądź na etapie jej implementacji proces zarządzania ryzykiem może prowadzić do: faktycznego zwiększenia ekspozycji firmy na ryzyko, a tym samym zwiększenia zmienności przepływów finansowych i negatywnego wpływu na koszt kapitałów własnych, wzrostu kosztów zewnętrznego finansowania, zastosowania nieoptymalnych strategii podatkowych oraz zwiększenia prawdopodobieństwa utraty płynności finansowej.

W zastosowaniu strategii zarządzania ryzykiem wpływ wywierają także czynniki psychologiczne, czego przykładem może być szeroko opisywana w literaturze finansowej porażka Metallgesellschaft⁷. W przypadku tej firmy popełniono błąd na etapie planowania strategii hedgingowej. Opracowana strategia nie była efektywna tj. nie redukowała ryzyka w maksymalny sposób, tym niemniej pozwalała na jego ograniczenie. W wyniku początkowych strat transakcja zabezpieczająca została rozwiązana (ze zamianą straty „papierowej” na gotówkową), zaś Metallgesellschaft ponosił dalsze straty w wyniku realizacji transakcji z klientami.

Nie bez znaczenia pozostaje również ryzyko nieuczciwości osób odpowiedzialnych za dokonanie transakcji. Wartość kontraktów terminowych jest bardzo zmienna, zaś łatwość ich zawarcia ułatwia nadużycia i przestępstwa.

6. Koszty zarządzania ryzykiem

Dla efektywności zarządzania ryzykiem duże znaczenie mają koszty ponoszone w zarządzaniu ryzykiem, które zmniejszają zyski firmy, a tym samym jej wartość. Koszty stałe obejmują wszelkiego rodzaju nakłady na zatrudnienie i utrzymanie wykwalifikowanej kadry pracowniczej, stworzenie i eksploatację odpowiednich systemów transakcyjnych oraz informacyjnych, obsługę rachunkowo-prawną itp. Ponadto każda z transakcji niesie z sobą koszty transakcyjne, ukryte zwykle w cenie nabywanego bądź sprzedawanego instrumentu terminowego (*bid-offer spread*). Koszty te rosną proporcjonalnie do płynności rynku oraz okresu, który obejmuje instrument.

Z uwagi na efekt skali największe koszty transakcyjne ponoszą małe firmy, obracające małymi kwotami. Tym samym małe firmy, które zgodnie z omówionymi przesłankami mogą w największym stopniu skorzystać z ograniczenia zmienności przepływów oferowanego przez zarządzanie ryzykiem, wykorzystują je w mniejszym stopniu niż duże przedsiębiorstwa.

⁷ A. Mello, J. E. Parsons, *Maturity Structure of a Hedge Matters: Lessons from the Metallgesellschaft Debacle*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1996, vol. 8, no. 1, s. 106–120.

7. Problem agent – właściciel

Teoretycznie możliwe jest wykorzystanie zarządzania ryzykiem dla finansowania zbyt wysokiego poziomu inwestycji oraz w celu ograniczenia kontroli sprawowanej zarówno przez dostarczycieli zewnętrznych źródeł finansowania (na podstawie podpisanych umów) oraz właścicieli⁸. P. Tufano udowadnia, iż po spełnieniu kilku założeń m. in. odnośnie do sposobu kompensacji zarządzających przedsiębiorstwem, dzięki uzyskanej poprzez zarządzanie ryzykiem stabilności przepływów pieniężnych firma może finansować projekty o coraz mniejszym spodziewanym zwrocie, które mogłyby zostać odrzucone w przypadku poszukiwania finansowania zewnętrznego. Management firmy osiąga zwykle korzyści w wyniku realizacji nowych projektów inwestycyjnych (premie, wzrost skali działalności, przekładający się na wzrost wynagrodzeń), nawet jeżeli projekty przynoszą zwrot niższy niż wymagany przez właścicieli firmy bądź uznany za bezpieczny przez jej kredytodawców. Tym samym stosowanie zarządzania ryzykiem może przyczyniać się do utraty wartości przez firmę poprzez nieoptymalną alokację zasobów.

W niniejszej pracy staraliśmy się przedstawić argumenty przemawiające za jak i przeciw twierdzeniu o pozytywnym wpływie zarządzania ryzykiem na wartość firmy. Wydaje się, iż praktyka biznesowa, niezależnie od dyskusji teoretycznych, sama daje sama odpowiedź na to pytanie – poprzez rosnący odsetek podmiotów gospodarczych korzystających z instrumentów pochodnych oraz ciągle zwiększającą się różnorodność dostępnych instrumentów finansowych. Również środowisko akademickie w znakomitej większości podziela opinię o pozytywnym wpływie zarządzania ryzykiem finansowym na wartość firmy, o czym świadczy wynik kolejnego badania organizacji ISDA, w ramach którego zaledwie 2% respondentów (profesorów najbardziej uznanych uczelni ekonomicznych na świecie) było przeciwnego zdania⁹. Dyskusja nie jest jeszcze zamknięta, przed nami jeszcze wiele modeli teoretycznych mechanizmu wpływu zarządzania ryzykiem na wartość firm oraz prób ich potwierdzenia w praktyce.

Wydaje się, iż ograniczenie zmienności przepływów pieniężnych może przynosić dla wartości firmy pozytywne skutki jedynie w przypadku dostosowania sposobu zarządzania ryzykiem finansowym do skali prowadzonej przez firmę działalności, bezpieczeństwa i sprawności wdrożonego systemu zarządzania ryzykiem oraz prawidłowym doбором czynników motywujących dla kierownictwa firmy.

⁸ P. Tufano, *Agency Costs of Corporate Risk Management*, „Financial Management” 1998, vol. 27, no. 1, 67–77.

⁹ International Swaps and Derivatives Association, *A Survey of Finance Professors' Views on Derivatives*, 2004.

Robert Bednarski, Aleksander Baryś

**THE INFLUENCE OF MANAGING THE FINANCIAL RISK ON VALUE
OF THE COMPANY: THE ANALYSIS OF THEORETICAL PREMISES
OF THE INFLUENCE OF MANAGING THE RISK ON VALUE OF THE COMPANY**

The article discusses theoretical premises for the influence of financial risk management on firm's value. Financial risk management presents a firm with the possibility of a reduction in the volatility of future earnings and assets' value. This can lead to an increase in an enterprise value by means of:

- reduction in the required rate of return for investors, providers of debt and other stakeholders of a company;
- decrease of the expected value of financial distress costs;
- deployment of optimal tax management strategies, in case of non-linear, convex effective income tax rate;
- reduction of the underinvestment problem, by providing a company with more stable internal financing.

Some factors of active financial risk management could negatively impact firm's value, like increased operating risk, deadweight and transaction costs of hedging and agency conflicts between owners and management.

In conclusion the authors find that a hedging is beneficial to firm's value provided that its scale matches firm's needs, a proper information system is in place and management incentives are right.