http://dx.doi.org/10.18778/7525-867-7.12

Urszula Malinowska*

ZARZĄDZANIE RYZYKIEM JAKO CZYNNIK KREOWANIA WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

1. WSTĘP

Ostatni kryzys ekonomiczny wywołał falę dyskusji na temat wielu koncepcji teoretycznych z dziedziny ekonomii, zarządzania, a przede wszystkim finansów. Przedmiotem krytyki stała się również koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa (VBM). Dążenie do maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy tworzy bowiem silną motywację do wypracowania ponadprzeciętnej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Przedsiębiorstwa zainteresowane osiągnięciem tego celu wybierają agresywne strategie zarządzania aktywami, które co prawda prowadzą do wzrostu rentowności, ale jednocześnie zwiększają ryzyko. Dlatego powinno dojść do przewartościowania koncepcji VBM, polegającego na nadaniu najwyższej rangi zarządzaniu ryzykiem, co oznacza, że wszelkie działania, które menedżerowie zamierzają podjąć, aby osiągnąć wzrost wartości przedsiębiorstwa powinny być oceniane w kontekście uzyskania optymalnego poziomu ryzyka.

Za położeniem nacisku na zarządzanie ryzykiem przemawia także fakt, że obecny kryzys nie jest tylko etapem normalnego cyklu koniunkturalnego. Dokonuje się bowiem w warunkach przełomu. J. E. Stiglitz uważa, że (…) *powrotu do świata takiego, jakim był wcześniej, nie może być i nie będzie*[1]. Podobne poglądy, od dłuższego już czasu, głosi W. Szymański, który pisze: (…) *wchodzimy w erę trwałego trendu destabilizacji*. (…) *Następuje stopniowe przejście od stosunkowo długich procesów stabilności przerywanych co jakiś czas zjawiskiem*

* Dr hab., prof. nadzwyczajny, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

[1] J. E. Stiglitz, *Freefall, jazda bez trzymanki*, PTE, Warszawa 2010, s. XVII.

destabilizacji – do stosunkowo trwałych długich okresów niestabilności i kryzysów przerywanych niekiedy krótkimi okresami stabilności i spokoju[2].

Gwałtowne zmiany w zewnętrznych i wewnętrznych uwarunkowaniach działalności przedsiębiorstw powodują znaczny wzrost ryzyka i niepewności. W tej sytuacji jedynym racjonalnym rozwiązaniem jest przyjęcie aktywnej postawy wobec ryzyka, co sprowadza się do opracowania i implementacji takiego systemu zarządzania ryzykiem, który jest dostosowany do charakteru działalności i potrzeb przedsiębiorstwa.

Celem tego artykułu jest odpowiedź na pytanie, czy system zarządzania ryzykiem może odegrać kreatywną rolę w procesie tworzenia wartości przedsiębiorstwa. Zrealizowanie tego zadania wymagało zaprezentowania dwóch odmiennych koncepcji zarządzania ryzykiem, tj. podejścia tradycyjnego i zintegrowanego, a następnie oceny, jak każde z nich wpływa na wartość przedsiębiorstwa.

2. CZYNNIKI KREOWANIA WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

Wartość stanowi syntetyczną miarę dokonań przedsiębiorstwa i decyduje o bogactwie jego właścicieli. Na poziom tej miary wpływa wiele różnorodnych czynników, których siła oddziaływania jest zróżnicowana oraz zmienna w czasie. Jednak po to, aby kreować wartość, a przede wszystkim ją maksymalizować konieczna jest identyfikacja tych czynników, które w danym przedsiębiorstwie, w określonym czasie mogą odegrać wiodącą rolę. Jak pisze W. Skoczylas czynników tych należy poszukiwać (…) *zarówno wśród elementów określających siłę dochodową i wzrost przedsiębiorstwa, jak i tych które wpływają na krótkoterminową prognozę kursu akcji*[3].

Pierwsza grupa czynników, zwanych fundamentalnymi kształtuje tzw. wewnętrzną wartość przedsiębiorstwa. Szacuje się ją na podstawie zdyskontowanych, przyszłych przepływów pieniężnych. Natomiast drugą grupę stanowią czynniki giełdowe, dotyczące sytuacji na rynku kapitałowym. Wartość rynkowa odchyla się od wartości wewnętrznej na skutek nastrojów giełdowych, wahań koniunktury gospodarczej oraz reakcji na zmianę takich parametrów jak: stopa procentowa, kursy walut, ale także w wyniku mody na papiery wartościowe określonych firm, czy zachowań spekulacyjnych inwestorów.

Większość autorów propagujących koncepcję VBM podejmowała w swoich pracach także kwestię identyfikacji generatorów wartości. Jednym z pierwszych

[2] W. Szymański, *Niestabilność gospodarcza a szanse przedsiębiorstw*, [w:] R. Sobiecki, J. W. Pietrewicz (red.), *Przedsiębiorstwo a narastająca niestabilność otoczenia*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012, s. 11.

[3] W. Skoczylas (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007, s. 116.

był A. Rappaport, który dokonał dekompozycji zdyskontowanych przepływów pieniężnych i wskazał siedem czynników kreowania wartości dla akcjonariuszy, a mianowicie: okres wzrostu wartości, stopę wzrostu przychodów ze sprzedaży, marżę zysku operacyjnego, gotówkową stopę podatku dochodowego, inwestycje netto w majątek trwały, inwestycje w kapitał obrotowy netto oraz koszt kapitału[4].

Jak widać A. Rappaport koncentruje się na czynnikach finansowych, a poza tym eksponuje strategię opartą na wzroście rentowności sprzedaży, pomijając znaczenie efektywności gospodarowania zasobami. Lukę tę uzupełniają T. Copeland, T. Koller i J. Murrin, którzy wśród najważniejszych generatorów wartości wymieniają zamiast rentowności sprzedaży, rentowność zainwestowanego kapitału. Stwierdzają przy tym, że warunkiem osiągnięcia wzrostu wartości przedsiębiorstwa jest uzyskanie stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału wyższej od średniego ważonego kosztu kapitału (WACC). Jest to możliwe wtedy, gdy firma osiągnie przewagę konkurencyjną, gdyż (…) *bez niej konkurencja spowodowałaby, że wszystkie firmy z branży zarobiłyby jedynie tyle, ile wynosi koszt kapitału lub nawet mniej*[5].

Autorzy ci, za M. Millerem i F. Modiglianim, przyjmują, że o wartości przedsiębiorstwa decydują dwa komponenty: suma wartości przepływów gotówkowych z istniejących aktywów oraz wartość potencjału ich wzrostu[6]. Dokonując dekompozycji tych składników dochodzą do wyróżnienia pięciu czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa. Są to:

– oczekiwany zysk operacyjny,
– stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału,
– stopa inwestycji, wyrażająca jaką część zysku operacyjnego firma przeznaczy na inwestycje,
– okres wzrostu, czyli ilość lat, w których nowe inwestycje będą przynosiły stopę zwrotu wyższą od kosztu kapitału,
– średni ważony koszt kapitału[7].

Kolejni badacze tego zagadnienia poszukiwali źródeł przewagi konkurencyjnej zarówno wewnątrz firmy, jak i w jej bliższym i dalszym otoczeniu. W wyniku tego powstały często bardzo rozbudowane klasyfikacje czynników kreowania wartości przedsiębiorstwa. Ich wspólną cechą jest to, że wyodrębnione nowe czynniki (zaliczane przykładowo do grupy marketingowych, bądź niematerialnych) w sposób bezpośredni wpływają na finansowe generatory wartości, wskazywane m. in. przez A. Rappaporta.

Ilość i różnorodność czynników tworzenia wartości sprawia, że menedżerowie mogą wybierać różne ścieżki dojścia do założonego celu. A ponieważ

[4] A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 65.
[5] T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 192.
[6] *Ibidem*, s. 141.
[7] *Ibidem*, s. 134.

każda decyzja gospodarcza obarczona jest mniejszym lub większym ryzykiem, to w procesie kształtowania wartości należy brać pod uwagę także ten czynnik.

Ryzyko, jakie wiąże się z przewidywaniem przyszłych przepływów pieniężnych, w wycenie przedsiębiorstwa ujmuje się w dwojaki sposób. Pierwszy polega na uwzględnieniu premii za ryzyko w stopie dyskontowej, a drugi na korygowaniu oczekiwanych strumieni wpływów i wydatków o wskaźniki (równoważniki pewności) obrazujące prawdopodobieństwo osiągnięcia takiej wielkości tych strumieni, jaką założono w prognozie. Skorygowane przepływy pieniężne są następnie dyskontowane z zastosowaniem stopy wolnej od ryzyka. Zastosowanie tej metody w praktyce nastręcza wiele trudności. Przede wszystkim nie ma żadnych zestandaryzowanych technik określania równoważników pewności dla przepływów pieniężnych obciążonych ryzykiem. Zatem metoda ta daje jeszcze bardziej subiektywne wyniki niż uwzględnienie ryzyka w stopie dyskontowej. Poza tym, wykorzystanie stopy dyskontowej zawierającej premię za ryzyko powoduje składanie tej premii w czasie, co oznacza wzrost ryzyka wraz z oddaleniem momentu uzyskania dochodów. Jest to sytuacja odpowiadająca rzeczywistości i dlatego stopa dyskontowa uwzględniająca ryzyko jest bardziej racjonalnym rozwiązaniem. Także w praktyce znalazło ono powszechne zastosowanie[8].

Skala wpływu ryzyka na stopę dyskontową zależy po pierwsze od tego, ile czynników ryzyka udaje się zidentyfikować i zmierzyć, a po drugie, od metody szacowania premii za ryzyko. Jeśli chodzi o pierwsze zagadnienie, to jest ono powiązane z tym czy przedsiębiorstwo zarządza ryzykiem i jaki system w tym zakresie stosuje. Natomiast w kwestii szacowania premii za ryzyko opinie są zróżnicowane. Przeważa jednak pogląd, że metody oparte na ściśle ustalonych algorytmach cechują się mniejszym subiektywizmem. Dlatego w praktyce preferowane są metody wykorzystujące zależności między ryzykiem a wymaganą stopą zwrotu, a wśród nich model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM) oraz będące jego rozwinięciem, model wyceny arbitrażowej i model wieloczynnikowy. Charakteryzują się one tym, że o wysokości premii za ryzyko decyduje rynek kapitałowy[9].

W modelu CAPM premia za ryzyko jest iloczynem dwóch składników: premii za ponoszenie przeciętnego ryzyka rynkowego oraz współczynnika beta, mierzącego skalę ryzyka rynkowego związanego z konkretną firmą. Model ten uwzględnia tylko ryzyko systematyczne, czyli rynkowe, związane z czynnikami makroekonomicznymi. Zakłada się bowiem, że ryzyko specyficzne, będące skutkiem działania czynników mikroekonomicznych, po pierwsze, można zminimalizować poprzez dywersyfikację portfela inwestycyjnego, a po drugie, jest

[8] E. F. Brigham, L. C. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, t. 1, PWE, Warszawa 2000, s. 417–421.

[9] U. Malinowska, *Wycena przedsiębiorstw w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001, s. 249.

ono zdyskontowane przez rynek. Jak pisze E. F. Brigham (…) *badania empiryczne czynników określających wymagane stopy dochodu przeważnie wykazują, że zarówno ryzyko rynkowe, jak i ryzyko firmy wpływają na cenę akcji*[10].

Nie ulega wątpliwości, że zastosowanie stopy dyskontowej, oszacowanej za pomocą modeli, opartych na zależności między ryzykiem i stopą zwrotu, nie wyczerpuje problemu korekty wartości przedsiębiorstwa o ryzyko. A. Damodaran zwraca uwagę, że zaletą tych modeli jest ich przejrzystość. Określają one, bowiem (…) *możliwe rodzaje ryzyka, o które dokonują korekty, a także rodzaje, które nie wpływają na stopę dyskonta*[11]. Natomiast ich wadą jest przyjmowanie takich założeń odnośnie do zachowania rynków i inwestorów, które w rzeczywistości nie występują.

Reakcją analityków na trudności z uwzględnianiem ryzyka w stopie dyskontowej jest wykorzystywanie więcej niż jednej metody korygowania wartości przedsiębiorstwa. Przykładowo, do dyskontowania dochodów stosuje się stopę zawierającą premię za ryzyko, a dodatkowo także oczekiwane przepływy pieniężne koryguje się o niektóre rodzaje ryzyka, szacowanego najczęściej subiektywnie. Innym rozwiązaniem jest zastosowanie dyskonta już po dokonaniu wyceny, jeśli stwierdzi się, że dany rodzaj ryzyka nie został uwzględniony ani w stopie dyskontowej, ani w szacunku przepływów pieniężnych (np. dyskonto z tytułu braku płynności). Analiza ryzyka może też ujawnić oddziaływanie zdarzeń o charakterze pozytywnym, które powinny być ujęte w wycenie, a nie były brane pod uwagę przy prognozowaniu przepływów pieniężnych. W takiej sytuacji uzasadnione może być doliczenie premii (np. za przejęcie kontroli).

Jednak wykorzystywanie jednocześnie kilku metod korekty stwarza niebezpieczeństwo podwójnego uwzględnienia niektórych czynników ryzyka. Zapobiec temu może dokładne przeprowadzenie identyfikacji i kategoryzacji rodzajów ryzyka, na które wyeksponowane jest przedsiębiorstwo, a następnie ustalenie, które z nich i w jaki sposób będą oddziaływały na wartość przedsiębiorstwa. To, w jakim stopniu stopa dyskontowa odzwierciedla całkowite ryzyko, na które narażona jest dana firma, zależy od jej struktury własnościowej. W przypadku spółek giełdowych o rozproszonej strukturze własności istnieją możliwości zdywersyfikowania portfela inwestycyjnego przez akcjonariuszy, co sprawia, że założenie o nieistotności ryzyka specyficznego, związanego z danym przedsiębiorstwem można uznać za spełnione[12]. Wobec tego, stopa dyskontowa oszacowana za pomocą modelu CAPM lub wieloczynnikowego w dostatecznym stopniu odzwierciedla ryzyko. Natomiast w spółkach giełdowych o niewielkiej ilości właścicieli lub w spółkach niepublicznych premia pokrywająca jedynie ryzyko rynkowe, niedywersyfikowalne jest niewystarczająca. Wówczas uzasadnione

[10] E. F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, t. 2, PWE, Warszawa 1996, s. 126.

[11] A. Damodaran, *Ryzyko strategiczne. Podstawy zarządzania ryzykiem*, Wydawnictwo Akademickie i Profesjonalne, Warszawa 2009, s. 156.

[12] S. A. Ross, R. W. Westerfield, B. D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 438.

jest doszacowanie wpływu ryzyka na wartość przedsiębiorstwa w ramach dodatkowych korekt.

3. WPŁYW TRADYCYJNEGO ZARZĄDZANIA RYZYKIEM NA WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA

Zarządzanie ryzykiem przyniesie różne skutki z punktu widzenia kreowania wartości przedsiębiorstwa w zależności od tego, jak dalece zaawansowany system w tym zakresie zostanie wdrożony. O kształcie systemu zarządzania ryzykiem decyduje wiele czynników i dlatego wykorzystując różne kryteria można wyodrębnić różne warianty tego systemu. Jednak najbardziej znany jest podział przeprowadzony na podstawie kryterium zakresu ujmowanych rodzajów ryzyka, zgodnie, z którym rozróżnia się tradycyjne zarządzanie ryzykiem, zwane także silosowym oraz zintegrowane zarządzanie ryzykiem[13].

Cechą charakterystyczną pierwszego z wymienionych systemów jest zajmowanie się poszczególnymi rodzajami ryzyka w sposób wybiórczy i niezależny, tzn. bez poszukiwania powiązań, jakie mogą między nimi zachodzić. Ryzyko postrzegane jest, jako zjawisko negatywne, czyli zagrożenie, że faktycznie osiągnięte rezultaty okażą się mniej korzystne, niż zakładano. Dostrzeganie jedynie negatywnych aspektów ryzyka rzutuje na metody i procedury stosowane na poszczególnych etapach procesu zarządzania nim.

Identyfikacja ryzyka nastawiona jest na wyłonienie takich jego rodzajów, które mogą być źródłem największych strat. Nie dąży się przy tym do ustalenia możliwie pełnej listy potencjalnych zagrożeń, lecz tylko tych, które są istotne z punktu widzenia celów stawianych przed poszczególnymi działami przedsiębiorstwa.

W tradycyjnym zarządzaniu nie są wykorzystywane zaawansowane metody pomiaru. Podstawą kwantyfikacji ryzyka jest zwykle analiza częstotliwości występowania konkretnych zdarzeń w przeszłości. Określenie prawdopodobieństwa ich zaistnienia w przyszłości oraz ocena potencjalnych skutków odbywa się w sposób szacunkowy. W praktyce firmy stosujące ten system zarządzania ryzykiem skupiają się na ryzyku finansowym, po pierwsze ze względu na fakt, że stosunkowo łatwo go zmierzyć, a po drugie, właśnie to ryzyko bezpośrednio wpływa na wyniki firmy.

Najważniejszym etapem procesu zarządzania ryzykiem jest sterowanie nim, a jego istotą jest reakcja przedsiębiorstwa na zidentyfikowane rodzaje zagrożeń.

[13] U. Malinowska, *Charakterystyka kluczowych koncepcji zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie*, [w:] S. Kasiewicz (red.), *Zarządzanie zintegrowanym ryzykiem przedsiębiorstwa w Polsce*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 67.

W tradycyjnym systemie głównym kryterium doboru narzędzi jest dążenie do redukcji kosztów zarządzania ryzykiem. Decydenci preferują takie formy reakcji na ryzyko, które są nastawione na ograniczenie ewentualnych strat.

W praktyce mają do wyboru dwie metody, a mianowicie redukowanie ryzyka, bądź jego transfer. Jeśli chodzi o wykorzystywane narzędzia to do najbardziej rozpowszechnionych należą ubezpieczenia na wypadek wystąpienia zdarzeń o charakterze losowym oraz *hedging*, polegający na wykorzystywaniu instrumentów pochodnych. W pierwszym przypadku dochodzi do przeniesienia ryzyka na ubezpieczyciela, a w drugim do kompensacji części lub całości strat powstałych w wyniku zmaterializowania się tego rodzaju ryzyka, przed którym przedsiębiorstwo się zabezpieczyło[14]. Instrumenty pochodne to takie instrumenty, których wartość zależy od wartości innego instrumentu finansowego tzw. podstawowego (jak akcje, obligacje, czy waluty) bądź też od wartości indeksu podstawowego (np. indeksu cen nieruchomości)[15]. Rodzaj instrumentu (indeksu) podstawowego jest powiązany z charakterem ryzyka, przed którym można się zabezpieczyć. Za przyczynę rozwoju rynku instrumentów pochodnych uznaje się narastającą zmienność kursów walutowych, stóp procentowych, kursów akcji, a także wahania cen surowców, nieruchomości. Zatem operacje *hedgingowe* służą do zabezpieczania się przede wszystkim przed ryzykiem rynkowym. Warto jednak zaznaczyć, że instrumenty pochodne generują dodatkowe zagrożenia i mogą prowadzić do wzrostu ryzyka. Ich zastosowanie wymaga bowiem wiedzy i dobrej znajomości rynku finansowego.

Aby ocenić wpływ tradycyjnego zarządzania ryzykiem na wartość przedsiębiorstwa należy przeanalizować, jakie konsekwencje dla stopy dyskontowej, przepływów pieniężnych, ewentualnie innych determinant wartości, będzie miało zabezpieczanie się przed ryzykiem.

Do oszacowania wartości przedsiębiorstwa można zastosować dwa modele. Jeden oparty na zdyskontowaniu przepływów pieniężnych dla właścicieli stopą odpowiadającą kosztowi kapitału własnego, a drugi na zdyskontowaniu przepływów pieniężnych dla firmy stopą uwzględniającą strukturę kapitałów (WACC). Obydwa rodzaje stopy dyskontowej różnie reagują na zabezpieczanie się firmy przed ryzykiem. Jeśli w wyniku zakupu produktów ubezpieczeniowych lub operacji *hedgingowych* uda się zmniejszyć ryzyko firmy (specyficzne) to koszt kapitału własnego nie zmieni się, ponieważ na jego poziom ma wpływ tylko ryzyko rynkowe[16]. Natomiast średni ważony koszt kapitału ulegnie zmniejszeniu. W tym przypadku zareaguje koszt kapitału obcego, obniżając się. Przedsiębiorstwo będzie mogło zwiększyć udział zadłużenia, co dodatkowo wpłynie na spadek WACC. Z tego wynika, że redukowanie ryzyka ma większy

[14] T. T. Kaczmarek, *Ryzyko i zarządzanie ryzykiem. Ujęcie interdyscyplinarne*, Difin, Warszawa 2008, s. 104.

[15] K. Jajuga, *Zarządzanie ryzykiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 71.

[16] A. Damodaran, *op.cit.*, s. 337.

wpływ na wartość tych firm, które w znacznym stopniu finansują swoją działalność długiem, a więc wykorzystują mechanizm dźwigni finansowej.

Inna będzie reakcja kosztu kapitału, gdy przykładowo poprzez zastosowanie instrumentów pochodnych zostanie zredukowane ryzyko rynkowe. Wówczas obniży się zarówno koszt kapitału własnego, jak i WACC, przy czym ten drugi w większym stopniu. Na jego poziom mają, bowiem wpływ dwa wrażliwe na ryzyko składniki, tj. premia za ryzyko oraz wskaźnik zadłużenia.

Wszelkie przedsięwzięcia, które przedsiębiorstwo podejmuje, aby zredukować ryzyko pociągają za sobą określone koszty. W przypadku ubezpieczenia będą to koszty bezpośrednie, które pomniejszają dochody w okresach płatności składek. Nabycie instrumentów finansowych generuje również koszty pośrednie, które znajdą odbicie w przyszłych dochodach. Rezultatem stosowania tych narzędzi będzie więc zmniejszenie przepływów pieniężnych.

Częściowo te negatywne skutki mogą być zrekompensowane przez oszczędności podatkowe. Jeśli koszty ponoszone na zakup produktów zabezpieczających przed ryzykiem będą uznane za koszty uzyskania przychodów to zmniejszą podstawę opodatkowania i tym samym wysokość podatku dochodowego. Większe korzyści podatkowe osiągnie się wówczas, gdy w następstwie ograniczenia ryzyka operacyjnego nastąpi stabilizacja dochodów, a ich opodatkowanie będzie miało charakter progresywny[17]. Jednak w Polsce ten mechanizm nie działa, gdyż do opodatkowania zysków przedsiębiorstw stosuje się stawkę liniową. Dlatego oszczędności na podatkach mogą mieć tylko niewielki wpływ na przepływy pieniężne.

Tradycyjne zarządzanie ryzykiem czasami może korzystnie oddziaływać na kształtowanie się takich determinant wartości jak stopa inwestycji i stopa wzrostu dochodów. Stanie się tak, gdy menedżerowie uwierzą w skuteczność narzędzi wykorzystywanych do ograniczania ryzyka i w następstwie tego wykażą większe zainteresowanie realizacją inwestycji. Wzrośnie wówczas stopa inwestycji netto, a jeśli inwestycje te będą charakteryzowały się dodatnią wartością zaktualizowaną netto to wzrośnie także oczekiwana stopa wzrostu dochodów.

Zestawienie zarówno pozytywnych, jak i negatywnych skutków tradycyjnego zarządzania ryzykiem prowadzi do wniosku, że wpływ tego systemu na wartość przedsiębiorstwa nie jest jednoznaczny. Do wzrostu wartości dojdzie tylko wtedy, gdy koszty zabezpieczania się przed ryzykiem będą mniejsze niż wynikające z tego korzyści, które głównie sprowadzają się do obniżenia kosztu kapitału. Będzie to zależało od takich czynników, jak: rodzaj ryzyka ulegającego redukcji, struktura wykorzystywanych kapitałów oraz umiejętności menedżerów w zakresie doboru odpowiednich instrumentów finansowych.

Dlatego uzasadniony wydaje się wniosek, że w wyniku tradycyjnego zarządzania ryzykiem można raczej nie dopuścić do spadku wartości, niż osiągnąć jej wzrost. Według A. Damodarana w zasadzie nie ma dowodów na to, że zabezpie-

[17] *Ibidem*, s. 348.

czając się przed ryzykiem można osiągnąć wzrost wartości[18]. Menedżerowie, którzy stosują takie podejście do ryzyka motywowani są własnymi interesami, gdyż ich system wynagrodzeń i gwarancje pracy powiązane są ze stabilnością dochodów. Nie bez znaczenia jest także to, że zarządzanie ryzykiem wpływa pozytywnie na reputację kadry kierowniczej.

4. WPŁYW ZINTEGROWANEGO ZARZĄDZANIA RYZYKIEM NA WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA

Zintegrowane zarządzanie ryzykiem jest systemem całkowicie odmiennym od podejścia tradycyjnego, a przesądzają o tym przede wszystkim dwie kwestie. Po pierwsze, ryzyko traktowane jest w sposób holistyczny, czyli całościowy, wieloaspektowy. Rozpatruje się różne rodzaje ryzyka, uwzględniając także występujące między nimi współzależności. Zarządza się, więc całym portfelem ryzyka, mając na względzie optymalizację łącznego ryzyka przedsiębiorstwa[19].

Po drugie, istotą zintegrowanego zarządzania jest dostrzeganie dualnego charakteru ryzyka. Jak piszą S. Kasiewicz i W. Rogowski (…) *ryzyko ma jak moneta dwie strony – jedną łączącą się z obszarem skutków negatywnych, drugą łączącą się z efektami pozytywnymi*[20].

Zintegrowane zarządzanie ryzykiem jest systemem scentralizowanym, między innymi z powodu powołania menedżera ds. ryzyka, pełniącego funkcje koordynacyjno-nadzorcze. Jego rolą jest decydowanie o tym, których rodzajów ryzyka należy unikać, które przenieść na inne podmioty, a które należy podjąć, gdyż tworzą szanse na uzyskanie wzrostu zysku i rozwój firmy[21]. Menedżer ryzyka musi zajmować w strukturze organizacyjnej wysoką pozycję, aby mieć wpływ na proces zarządzania ryzykiem w całym przedsiębiorstwie.

Kompleksowe podejście do ryzyka rzutuje na sposób, w jaki dokonywana jest jego identyfikacja. Źródeł ryzyka poszukuje się w otoczeniu oraz na wszystkich płaszczyznach funkcjonowania przedsiębiorstwa, a więc zarówno na poziomie operacyjnym, jak i strategicznym. Rezultatem tych działań jest opracowanie mapy ryzyka, która odzwierciedla nie tylko rodzaje rozpoznanych zagrożeń i szans, ale także ich lokalizację w obrębie poszczególnych procesów.

---

[18] *Ibidem*, s. 406.

[19] A. Adamska, *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa – podstawowe zagadnienia*, [w:] A. Fierla (red.), *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw. Wybrane aspekty*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 16.

[20] S. Kasiewicz, W. Rogowski, *Ryzyko a wzrost wartości przedsiębiorstwa*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie" 2006, nr 1, s. 34.

[21] J. Bizon-Górecka, *Modelowanie struktury systemu zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie – ujęcie holistyczne*, TNOiK, Bydgoszcz 2007, s. 63.

System zintegrowany wymaga zaawansowanych metod pomiaru ryzyka. Jest też pracochłonny, gdyż kwantyfikacja musi być przeprowadzona z taką szczegółowością, aby było możliwe dokonanie priorytetyzacji ryzyka. Jest to, bowiem konieczne do zbudowania optymalnego portfela ryzyka, jakim przedsiębiorstwo będzie zarządzać.

Sterowanie ryzykiem w systemie zintegrowanym wymaga wykorzystania szerokiego spektrum metod i narzędzi. W odniesieniu do tych rodzajów ryzyka, które przedsiębiorstwo chce zredukować stosuje się procedury takie, jak w tradycyjnym zarządzaniu. Natomiast, jeśli decydenci uważają, że przedsiębiorstwo ma przewagę konkurencyjną w określonym obszarze działalności to zdecydują się na podjęcie ryzyka związanego z tą dziedziną, mimo świadomości jego skutków finansowych. Ale także wówczas muszą przygotować się na ewentualność niepowodzenia, np. dywersyfikując ryzyko lub tworząc rezerwy na taką okoliczność.

Wdrożenie zintegrowanego zarządzania ryzykiem wiąże się ze zmianą sposobu zarządzania całym przedsiębiorstwem. Wokół tego podsystemu koncentrują się bowiem wszystkie funkcje zarządcze. Tym samym powstają warunki do aktywnego włączenia zarządzania ryzykiem w proces kreowania wartości przedsiębiorstwa. Analizując czy i jak decyzje podjęte w tym zakresie wpływają na poszczególne komponenty wartości, należy przede wszystkim uwzględnić, że ryzyko to nie tylko zagrożenie, ale również szansa na osiągnięcie sukcesu. Przepływy pieniężne będą więc reagowały zarówno na negatywne, jak i pozytywne skutki ryzyka. To czy przepływy pieniężne wzrosną będzie zależało od umiejętnego i ostrożnego wyboru tych rodzajów ryzyka, które należy zredukować oraz tych, które powinno się podjąć i wykorzystać. Zabezpieczanie się przed określonym ryzykiem, jak to już wcześniej zostało wykazane, generuje zwykle koszty. Natomiast zwiększenie ekspozycji na te rodzaje ryzyka, które stwarzają możliwości uzyskania przewagi nad konkurentami może doprowadzić do dynamicznego wzrostu sprzedaży i/lub wyższej marży operacyjnej. Odpowiednie sprofilowanie ryzyka pozwala na takie ukształtowanie się relacji między pozytywnymi i negatywnymi skutkami ryzyka, że w rezultacie przepływy pieniężne wzrosną.

Wśród czynników tworzenia wartości przedsiębiorstwa dominującą rolę odgrywają dwa z nich, a mianowicie stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału oraz stopa inwestycji. Decydują one o potencjale wzrostu oczekiwanych przepływów pieniężnych. Przedsiębiorstwo, które zarządza ryzykiem w sposób zintegrowany, szans na zwiększenie dochodowości i poprawę swojej pozycji na rynku upatruje w podejmowaniu ryzykownych przedsięwzięć inwestycyjnych, gdyż przynoszą one wysoką stopę zwrotu. Wyższa skłonność do inwestycji wymusza przeznaczanie coraz większego odsetka zysku na sfinansowanie przedsięwzięć rozwojowych (wzrost stopy inwestycji).

Korzyści, jakie przedsiębiorstwa mogą osiągnąć w wyniku zintegrowanego zarządzania ryzykiem, sprowadzają się nie tylko do wzrostu stopy inwestycji,

ale także do uzyskiwania stopy zwrotu z nowo zainwestowanego kapitału wyższej od kosztu tego kapitału. A jak wiadomo taka relacja pomiędzy tymi parametrami decyduje o wzroście wartości.

Im dłużej będzie trwał okres osiągania wysokich, ponadprzeciętnych stóp zwrotu, tym wyższa będzie wartość przedsiębiorstwa. Do zrealizowania tego celu niezbędne jest długofalowe utrzymanie przewagi konkurencyjnej.

W tym obszarze obserwuje się największe różnice między tradycyjnym a zintegrowanym systemem zarządzania ryzykiem. Oddziaływanie na zmniejszenie ryzyka, charakterystyczne dla tradycyjnego zarządzania, nie tworzy sprzyjających warunków do uzyskania przewagi nad konkurentami, narażonymi na te same rodzaje ryzyka i mającymi do dyspozycji te same narzędzia do ich redukcji. Natomiast zintegrowane zarządzanie ryzykiem, które stanowi jednocześnie system nadzoru nad przebiegiem wszystkich procesów w przedsiębiorstwie, umożliwia lepsze, wielofunkcyjne zarządzanie nim. Tym samym powstają warunki do zachowania trwałości przewagi konkurencyjnej[22]. Najbardziej spektakularne korzyści w tym zakresie przynosi podejmowanie ryzyka związanego z innowacjami produktowymi lub technologicznymi.

Wpływ zintegrowanego zarządzania ryzykiem na stopę dyskontową jest bardziej skomplikowany niż w przypadku zarządzania tradycyjnego, co wiąże się z dualnym charakterem ryzyka. Wszystkie zależności, jakie w systemie tradycyjnym zachodzą między poziomem kosztu kapitału a rodzajem ryzyka pozostają aktualne także w odniesieniu do zarządzania zintegrowanego. Ale w określonych sytuacjach ten system zarządzania ryzykiem może prowadzić do wzrostu zarówno kosztu kapitału własnego, jak i WACC. Przedsiębiorstwo, które dążąc do zdobycia i utrzymania przewagi konkurencyjnej, zdecyduje się na podjęcie ryzykowanych przedsięwzięć, spowoduje zwiększenie swojej ekspozycji na ryzyko. W rezultacie stopa dyskontowa wzrośnie, co samo w sobie prowadzi do spadku wartości przedsiębiorstwa[23]. Jednak zintegrowane zarządzanie ryzykiem przynosi także korzyści w postaci większych przepływów pieniężnych z istniejących aktywów, ponadprzeciętnych stóp zwrotu z nowo zainwestowanego kapitału, wyższej stopy inwestycji oraz dłuższego okresu wzrostu. Korzyści te zwykle są większe od skutków ewentualnego podwyższenia kosztu kapitału i dlatego następuje wzrost wartości przedsiębiorstwa. Zatem, od jakości i sprawności procesu zarządzania ryzykiem zależy, czy zostanie uruchomiony mechanizm pozwalający na długoterminowe maksymalizowanie wartości dla właścicieli.

Zintegrowane zarządzanie ryzykiem wpływa nie tylko na kreowanie wewnętrznej, fundamentalnej wartości przedsiębiorstwa. Poprzez tworzenie pozytywnego wizerunku firmy oddziałuje także na kreowanie jej wartości rynkowej. Wdrożenie tego systemu jest odbierane przez interesariuszy jako sygnał, że

[22] T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op.cit.*, s. 194.
[23] A. Damodaran, *op.cit.*, s. 348.

w całym przedsiębiorstwie dokonuje się szeregu zmian, które powinny zaowocować umocnieniem jego pozycji konkurencyjnej. Tego typu przekaz może wzbudzić zainteresowanie inwestorów nabyciem akcji danej spółki, co z kolei będzie skutkowało wzrostem jej wartości rynkowej.

Reasumując, zintegrowane zarządzanie ryzykiem to obecnie jeden z najważniejszych czynników kreowania wartości przedsiębiorstwa. Tylko takie podejście do ryzyka, jakie zapewnia ten system, pozwala na uzyskanie przez firmę niezbędnej elastyczności w reagowaniu na dynamiczne i nielinearne zmiany w otoczeniu oraz na zachowanie właściwych proporcji między koniecznością wdrażania innowacji a zdolnością do niszczenia tego, co wcześniej uważano za osiągnięcie. A to właśnie te cechy decydują o sile dochodowej współczesnych przedsiębiorstw.

5. ZAKOŃCZENIE

Ryzyko towarzyszy wszelkim decyzjom gospodarczym, a więc bezpośrednio i pośrednio oddziałuje także na kształtowanie wartości przedsiębiorstwa.

W sposób bezpośredni ryzyko wpływa na wartość poprzez stopę dyskontową zawierającą premię za ryzyko. Natomiast pośrednie oddziaływanie polega na tym, że przedsięwzięcia podejmowane w celu zwiększenia tempa sprzedaży, poprawy rentowności operacyjnej, wzrostu efektywności gospodarowania zasobami, podniesienia jakości polityki inwestycyjnej oraz racjonalizacji struktury kapitałów obarczone są zawsze większym lub mniejszym ryzykiem.

Zarządzanie ryzykiem jest próbą przejęcia nad nim kontroli, aby doprowadzić jego rozmiary do poziomu akceptowalnego przez interesariuszy przedsiębiorstwa. Uzyskane efekty zależą od tego, jak został ukształtowany zakres przedmiotowy systemu zarządzania ryzykiem oraz od wykorzystywanych metod i narzędzi.

Tradycyjne, silosowe zarządzanie koncentruje się na ograniczaniu wybranych rodzajów ryzyka, które postrzegane są w kategoriach zagrożeń. Przedsiębiorstwa zabezpieczając się przed negatywnymi skutkami ryzyka dokonują najczęściej zakupu produktów ubezpieczeniowych oraz instrumentów pochodnych, co generuje dodatkowe koszty. Aby w wyniku tych działań uzyskać wzrost wartości przedsiębiorstwa, to bilans ich negatywnych i pozytywnych skutków powinien być dodatni. W praktyce po stronie korzyści można odnotować przede wszystkim spadek stopy dyskontowej, spowodowany redukcją ryzyka. Jednak parametr ten nie zawsze reaguje w taki sposób, gdyż o poziomie premii za ryzyko decyduje tylko ryzyko niedywersyfikowane, czyli rynkowe.

Zatem tradycyjnego zarządzania ryzykiem nie można uznać za generator wartości przedsiębiorstwa, a jego rola polega na niedopuszczeniu do destrukcji tej kategorii.

Zintegrowane zarządzanie ryzykiem opiera się na założeniu, że ryzyko jest nie tylko zagrożeniem i źródłem strat, ale może być także szansą na osiągniecie sukcesu rynkowego i finansowego.

W tej koncepcji zintegrowane jest nie tylko zarządzanie, ale i ryzyko. Zarządzanie ryzykiem jest bowiem ściśle powiązane z zarządzaniem przedsiębiorstwem, a poza tym zarządza się różnymi rodzajami ryzyka, zarówno tymi, które trzeba zredukować ze względu na ich negatywne skutki, jak i tymi, które powinno się wykorzystać do budowania przewagi konkurencyjnej. To kompleksowe podejście pozwala na optymalizację ryzyka z punktu widzenia całego przedsiębiorstwa.

Ocena skutków zintegrowanego zarządzania ryzykiem z punktu widzenia tworzenia wartości przedsiębiorstwa wskazuje na przewagę korzyści. Odpowiednie sprofilowanie ryzyka może bowiem przynieść wzrost oczekiwanych przepływów pieniężnych, ponadprzeciętną stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału oraz wysokie tempo wzrostu, utrzymujące się przez dłuższy czas. Wobec tak wszechstronnych korzyści, nawet jeśli stopa dyskontowa wzrośnie w wyniku zwiększonej ekspozycji przedsiębiorstwa na ryzyko, to i tak cel strategiczny, jakim jest maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy, zostanie zrealizowany.

W dobie niestabilności, niepewności i nieprzewidywalności tylko te przedsiębiorstwa, które będą skutecznie i systematycznie zarządzać ryzykiem mogą nie tylko zdobyć przewagę nad konkurentami, ale i ją utrzymać.

Zintegrowane zarządzanie ryzykiem stanowi, więc ważny czynnik kreowania wartości współczesnego przedsiębiorstwa. A wzrost wartości można traktować, jako miernik jakości i skuteczności systemu zarządzania ryzykiem.

BIBLIOGRAFIA

Adamska A., *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa – podstawowe zagadnienia*, [w:] A. Fierla (red.), *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw. Wybrane aspekty*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.

Bizon-Górecka J., *Modelowanie struktury systemu zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie – ujęcie holistyczne*, TNOiK, Bydgoszcz 2007.

Brigham E. F., Gapenski L. C., *Zarządzanie finansami*, t. 1, PWE, Warszawa 2000.

Brigham E. F., *Podstawy zarządzania finansami*, t. 2, PWE, Warszawa 1996.

Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997.

Damodaran A., *Ryzyko strategiczne. Podstawy zarządzania ryzykiem*, Wydawnictwo Akademickie i Profesjonalne, Warszawa 2009.

Jajuga K., *Zarządzanie ryzykiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.

Kaczmarek T. T., *Ryzyko i zarządzanie ryzykiem. Ujęcie interdyscyplinarne*, Difin, Warszawa 2008.
Kasiewicz S., Rogowski W., *Ryzyko a wzrost wartości przedsiębiorstwa*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie" 2006, nr 1.
Malinowska U., *Charakterystyka kluczowych koncepcji zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie*, [w:] S. Kasiewicz (red.), *Zarządzanie zintegrowanym ryzykiem przedsiębiorstwa w Polsce*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.
Malinowska U., *Wycena przedsiębiorstw w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001.
Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1999.
Ross S. A., Westerfield R. W., Jordan B. D., *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999.
Skoczylas W. (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
Stiglitz J. E., *Freefall, jazda bez trzymanki*, PTE, Warszawa 2010.
Szymański W., *Niestabilność gospodarcza a szanse przedsiębiorstw*, [w:] R. Sobiecki, J. W. Pietrewicz (red.), *Przedsiębiorstwo a narastająca niestabilność otoczenia*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.

Urszula Malinowska

RISK MANAGEMENT AS A FACTOR OF ENTERPRISE VALUE CREATION

Recent economic crisis has brought on criticism of many theoretical concepts, including the idea of Value Based Management (VBM). The motivation to maximize the value created a strong incentive for shareholders to increase the pressure on the efficiency of invested capital. Therefore, enterprises chose an aggressive asset management strategy, leading to risk increase. To reduce these negative effects, risk management should be located at the top position among VBM priorities.

The paper is dedicated to methods and procedures used in the silo and integrated risk management. It also shows how the implementation of these systems has the impact on the enterprise value creation. The analysis shows that the integrated risk management can be considered as a factor of value creation, while the silo management contributes only protection of that value.

Key words: risk, dual risk character, factor of enterprise value creation, silo risk management, integrated risk management.