

J. Głuchowski, R. Hutowski, V. Jaaskelainen, P. Nielsen

ZARZĄDZANIE FINANSAMI W KORPORACJACH MIĘDZYNARODOWYCH

TORUŃ 2001

Spis treści

WSTĘP.....	6
1. FIRMA Z PUNKTU WIDZENIA RACHUNKOWOŚCI	10
2. RYZYKA FINANSOWE	15
2.1. Ryzyko i jego kategorie w firmie	15
2.2. Ryzyko strat finansowych w warunkach polskich	18
2.3. Zarządzanie ryzykiem w firmie	29
3. SYSTEMY KONTROLI.....	36
3.1. Kontrola i jej rodzaje.....	36
3.2. Kontrola skarbowa firm w praktyce polskiej	37
4. WPROWADZENIE DO ZARZĄDZANIA SKARBEM.....	46
4.1. Podejścia do planowania i kontroli.....	46
4.2. Podstawowe cykle działalności gospodarczej	50
4.3. Przepływy pieniężne w korporacjach międzynarodowych	54
4.4. Skarb i funkcja finansowa	56
4.5. Źródła informacji dla skarbu	60
4.6. Zarządzanie skarbem a struktura korporacji międzynarodowej.....	63
5. ORGANIZACJA SKARBU.....	65
5.1. Organizacja funkcji finansowej w firmie jednooddziałowej.....	65
5.2. Krajowe firmy wielooddziałowe	71
5.3. Struktury korporacji międzynarodowych.....	76
5.4. Skarbowość centrów kosztowych i dochodowych	86
6. SYSTEMY ZARZĄDZANIA SKARBEM W CYKLU DOCHODOWYM.....	89
6.1. Cykl dochodowy i operacje międzynarodowe	89
6.2. Ryzyka związane z cyklem dochodowym	91
6.3. Zarządzanie ryzykiem kredytowym	94
6.4. Zarządzanie należnościami	102

6.5. Inkaso i jego instrumenty	110
6.5.1. Inkaso krajowe.....	114
6.5.2. Inkaso międzynarodowe	117
7. SYSTEMY ZARZĄDZANIA SKARBEM W CYKLU WYDATKOWYM.....	121
7.1. Cykl wydatkowy i operacje międzynarodowe	121
7.2. Ryzyka związane z cyklem wydatkowym	123
7.3. Rola skarbu w lokowaniu zamówień	125
7.4. Kontrola zobowiązań	126
7.5. Instrumenty płatności	128
8. ZARZĄDZANIE PŁYNNOŚCIĄ FINANSOWĄ KORPORACJI.....	131
8.1. Potrzeby informacyjne.....	131
8.2. Systemy planowania i prognozowania gotówkowego.....	134
8.3. Inwestowanie nadwyżek finansowych	137
8.4. Finansowanie deficytów gotówki	144
9. ZARZĄDZANIE EKSPOZYCJĄ STOPY PROCENTOWEJ	152
9.1. System zarządzania ekspozycją stopy procentowej	152
9.1.1. Prognozowanie i strategia.....	154
9.1.2. Instrumenty.....	154
9.1.3. Sprawozdawczość	159
9.2. Powody zarządzania ekspozycją stopy procentowej.....	160
9.3. Przykład zarządzania ekspozycją stopy procentowej w firmie budowlanej	161
9.4. Techniki zabezpieczania i rachunkowość skarbową.....	165
9.4.1. Zakup kontraktów futures dla zyskania na spadku stóp procentowych	165
9.4.2. Zakup kontraktów futures dla zabezpieczenia bieżących zysków z inwestycji.....	166
9.4.3. Sprzedaż kontraktów futures dla zabezpieczenia przed ryzykiem wzrostu stóp procentowych	167
9.4.4. Swapy stóp procentowych	169
9.4.5. Rachunkowość dla potrzeb swapów	172
9.4.5. Forward rate agreements (FRA).....	174
10. ZARZĄDZANIE EKSPOZYCJĄ KURSU WALUTOWEGO.....	176
10.1. Definicja i miary ekspozycji kursu walutowego	176
10.1.1. Ekspozycja przeliczeniowa	178
10.1.2. Ekspozycja transakcji	180

10.1.3. Ekspozycja ekonomiczna.....	181
10.2. Kalkulacja pozycji objętych ekspozycją kursu walutowego w korporacjach międzynarodowych	183
10.3. Tworzenie polityki zarządzania ekspozycją walutową	185
10.3.1. Podstawowe podejścia do zarządzania ekspozycją kursu walutowego.....	186
10.3.2. Tworzenie progów ryzyka	187
10.3.3. Zasady odpowiedzialności za zabezpieczenie i jego oceny	188
10.4. Zarządzanie ekspozycją przeliczeniową	189
10.4.1. Zabezpieczenie bilansowe	189
10.4.2. Zabezpieczenie kontraktowe (na rynku forward).....	190
10.5. Zarządzanie ekspozycją transakcyjną.....	191
10.5.1. Pozycja niezabezpieczona.....	193
10.5.2. Zabezpieczenie zaangażowania handlowego za pomocą opcji walutowej.....	193
11. POŻYCZKI NA MIĘDZYNARODOWYCH RYNKACH	197
11.1. Ewolucja produktów na rynkach finansowych	197
11.1.1. Pożyczki i sprzedaż pożyczek	197
11.1.2. Tradycyjne dłużne papiery wartościowe.....	203
11.1.3. Sekurytyzacja strukturyzowanego kredytu	207
11.2. Pozyskiwanie funduszy na rynku europażyczek	208
11.3. Emisja bonów komercyjnych.....	214
11.3.1. Definicja i historia bonów komercyjnych	214
11.3.2. Inwestorzy i emitenci na rynku amerykańskim.....	215
11.3.3. Bankowe linie kredytowe	216
11.3.4. Ocena kredytowa (rating)	217
11.3.5. Wybór dealera.....	218
12. EMITOWANIE AKCJI NA MIĘDZYNARODOWYCH RYNKACH KAPITAŁOWYCH	219
12.1. Rynek amerykański jako przykład.....	219
12.2. Szanse i zagrożenia związane z Wstępną Ofertą Publiczną (IPO).....	220
12.3. Decyzja o wejściu na giełdę	222
12.4. Strony zaangażowane w proces	225
12.5. Gwarantowanie oferty (underwriting the offering)	227
13. UZYSKANIE OCENY RATINGOWEJ	232

13.1. Rola ratingu.....	232
13.2. Skale ratingu	233
13.3. Proces ratingu	235
13.4. Planowanie prezentacji dla zespołu analityków z firmy ratingowej.....	238
13.5. Ocena międzynarodowych firm przemysłowych.....	239
13.6. Podstawowe wskaźniki finansowe używane w analizie kredytu dla ratingu długu krótkoterminowego.....	243
14. STRUKTURA KAPITAŁOWA I ZARZĄDZANIE KORPORACJĄ.....	245
14.1. Kiedy struktura kapitałowa stanowi problem?.....	245
14.2. Prosty świat Millera i Modiglianiego.....	246
14.3. M&M a podatki: zadłużenie chroni przed podatkami.....	247
14.4. Finansowe zagrożenia: klasyczna teoria wyboru (Trade-off) w zastosowaniu do struktury kapitałowej	249
14.5. Ekonomia: błędne rozumienie struktury.....	250
14.6. Zarządzanie korporacją: koszty pośrednictwa (agencji) związane z motywacją i informacją.....	251
14.7. Motywacja: hazard moralny.....	252
14.8. Asymetria informacji: selekcja negatywna oraz hierarchia ważności.....	254
14.9. Wnioski: współczesna teoria wyboru w zastosowaniu do struktury kapitałowej	255

WSTĘP

Problematyka funkcjonowania korporacji nabiera szczególnego znaczenia w okresie transformacji ustrojowej i gospodarczej. W Polsce zmienia się struktura podmiotowa firm. Dominujące w warunkach komunistycznych przedsiębiorstwa państwowe mają aktualnie mniejszy udział w produkcie krajowym brutto niż prywatne. W sektorze pozapaństwowym obok spółek mają swój udział spółdzielnie.

W zaistniałej sytuacji zachodzi potrzeba upowszechniania rynkowych zasad funkcjonowania podmiotów gospodarczych. I temu właśnie celowi ma służyć niniejsza publikacja, będąca w zamierzeniu autorów podręcznikiem akademickim.

Zarządzanie finansami dużych przedsiębiorstw, działalność istotnie wykraczająca poza rynek krajowy, złożona struktura organizacyjna i często wielonarodowy charakter grupy właścicielskiej, to wielce złożone zagadnienia. Finanse przedsiębiorstw o wymienionych cechach, które będziemy określać mianem korporacji międzynarodowych, mogą być zatem przedstawiane z różnych punktów wyjścia. Prowadzi to do odmiennego rozłożenia akcentów między poszczególnymi grupami problemów.

W niniejszym podręczniku przyjęto element porządkujący zakres i charakter funkcji skarbnika korporacji (*Treasurer of Corporation*). Pewne nieporozumienia mogą wynikać z posługiwania się terminami „skarb”, „skarbnik” i „skarbowość”, które są kategoriami zarówno finansów publicznych, jak i finansów przedsiębiorstw. Mimo chronologicznie wcześniejszego wprowadzenia tych terminów do dziedziny finansów publicznych (np. skarb państwa), w Polsce coraz powszechniej akceptuje się stosowanie ich również w odniesieniu do pewnych aspektów finansów przedsiębiorstw (np. skarb korporacji). Jest to problem przeniesiony z języka angielskiego, z którego, w przypadku obu nauk, zwroty te zostały wprost i identycznie zapożyczone.

Funkcja skarbnika i działalność jednostki organizacyjnej korporacji, za którą on odpowiada, czyli skarbu (*Treasury*), o tyle nadają się na spoiwo obszerniejszych rozważań o finansach korporacji. Są one często ujmowane szerzej, obejmując również część lub całość zadań, które mogą być przypisane odrębnym funkcjom kontrolera (*Controller*) i zarządzającego finansowaniem korporacji (*Corporate Finance Manager*).

Tradycyjnie głównym zadaniem skarbnika jest zapewnienie firmie środków na krótkoterminowe sfinansowanie bieżącej działalności przy możliwie najniższych kosztach. Faktyczna złożoność tego zadania doprowadziła do przypisania komórce skarbu, którą kieruje, obowiązków związanych zarówno z pozyskiwaniem środków z klasycznych pożyczek, kredytów bankowych i kupieckich, jak też i udzielaniem kredytów kooperantom i klientom firmy oraz organizowaniem dla nich takich kredytów. Do zadań skarbu należy także zarządzanie gotówką, lokowanie wolnych funduszy krótkoterminowych, inkasowanie należności, zarządzanie walutami obcymi, ryzykiem walutowym i ryzykiem stopy procentowej oraz, przeważnie wspólnie z kontrolerem, zarządzanie płatnościami podatkowymi. Powyższym zagadnieniom poświęcono najwięcej uwagi. Skarb często jest odpowiedzialny również za wypłatę wynagrodzeń pracowników korporacji, gospodarowanie środkami finansowymi funduszu emerytalnego pracowników i kwestie ubezpieczeń. Sprawy te nie są jednak przedmiotem szerszej analizy.

Kontroler odpowiada za rachunkowość, rachunek kosztów, przetwarzanie danych, sprawozdawczość planową i kontrolną oraz, zwłaszcza od strony rachunkowej, wspomniane wcześniej zarządzanie podatkami. Sprawne funkcjonowanie korporacji wymaga ścisłej współpracy między skarbnikiem a kontrolerem, co w niektórych układach organizacyjnych prowadzi nawet do łączenia tych funkcji. Znalazło to oczywiście swoje odzwierciedlenie w dalszych rozważaniach.

Główne zadania zarządzającego finansowaniem korporacji to organizowanie kredytów i pożyczek długoterminowych (w tym emitowanie dłużnych papierów wartościowych), a także przygotowywanie i przeprowadzanie emisji akcji przez korporację. Są to zadania, w których współpraca komórki finansowania korporacji ze skarbem jest najpełniejsza. Pozostałe zadania, jak lokowanie wolnych środków na długi termin oraz opracowywanie finansowej koncepcji podziału korporacji, fuzji z innymi firmami bądź ich przejmowania, zostały jedynie zasygnalizowane, choć niewykluczone jest, że ich pełniejsze przedstawienie uwzględnimy w następnych wydaniach książki.

W pierwszych trzech rozdziałach podręcznika dokonano wyjaśnienia specyficznie dużej roli finansów przedsiębiorstwa, zwłaszcza korporacji międzynarodowych, problemów rachunkowości, ryzyk finansowych i organizacji wewnętrznej kontroli finansowej oraz zewnętrznej kontroli skarbowej.

Rozdziały od czwartego do dziesiątego poświęcono prezentacji różnych aspektów zarządzania finansami korporacji międzynarodowych z uwzględnieniem zadań i organizacji jednostki skarbu korporacji. Pełniejszy przekaz zarówno zagadnień funkcjonalnych, jak i instytucjonalnych, wymagał wykorzystania licznych tabel, schematów i wykresów.

Problemy opisane w rozdziałach jedenastym, dwunastym i trzynastym dotyczą styku działalności skarbu korporacji z finansowaniem długoterminowym. Przedstawiono zaciąganie przez korporację kredytów konsorcjalnych, emisję papierów wartościowych dłużnych (obligacji) i wierzytelnych (akcji) oraz wiążącą się z tym kwestię uzyskania oceny (ratingu) poziomu ryzyka dla potencjalnego nabywcy instrumentu dłużnego, gdy jego emitent nie wywiąże się ze swoich zobowiązań.

Rozdziały czternasty i piętnasty odnoszą się do znaczenia wyboru struktury kapitałowej (relacji między poziomem kapitału własnego i obcego) dla efektywnego zarządzania korporacją. Osnową rozważań jest model Millera i Modiglianiego, jednakże w ujęciu problemowo-opisowym, a nie matematycznym. Również w pozostałej części podręcznika narzędzia matematyczne zostały użyte w sposób ograniczony i na możliwie łatwo przyswajalnym poziomie, gdyż obliczenia mają odgrywać rolę ilustracyjną.

Ze względu na istotne znaczenie w praktyce zarządzania finansami korporacji międzynarodowych terminów angielskojęzycznych na końcu podręcznika zamieszczono słowniczek tych terminów oraz indeks ich polskich odpowiedników. Niektóre z nich mogą jeszcze nie być powszechnie akceptowane, gdyż zbyt krótko są w użyciu. Terminy angielskie zostały opatrzone krótkimi definicjami, które mogą być przydatne dla mniej zaawansowanego czytelnika, a których zamieszczenie w treści ograniczyłoby przejrzystość wyводу.

Niniejsza książka jest efektem współpracy sześciu uczelni. Uniwersytetu w Aarhus, Aarhus Business School i Helsinky School of Economics and Business Administration, Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, Wyższej Szkoły Bankowej w Toruniu. Podstawą tej współpracy był grant uzyskany w ramach programu TEMPUS (JEP nr 11350/96), przyznany między innymi na cele wprowadzenia specjalności studiów finanse międzynarodowe.

W okresie trzech lat finansowania tego projektu odbywały się zajęcia dydaktyczne, spotkania seminaryjne oraz liczne dyskusje merytoryczne. Jedną z

płaszczyzn współpracy była problematyka finansów i przedsiębiorczości, którą zainteresowani byli autorzy niniejszego podręcznika.

W treści staraliśmy się uwzględnić aspekty praktyczne finansowania korporacji, szczególnie przydatny w tym względzie był udział profesora Jaaskelajнена, który był doradcą wielkich korporacji międzynarodowych oraz rządów.

Niniejszy podręcznik jest adresowany przede wszystkim do studentów wszelkiego typu fakultetów ekonomicznych. Może on być również przydatny w celach kształcenia podyplomowego. Autorzy mają też nadzieję, że okaże się przydatnym dla praktyków życia gospodarczego, a szczególnie tych spośród nich, którzy zatrudniani są w korporacjach.

Jan Głuchowski, Robert Hutterski

1. FIRMA Z PUNKTU WIDZENIA RACHUNKOWOŚCI

Rachunkowość bywa określana językiem biznesu. Dzieje się tak dlatego, że informacje księgowe są przydatne dla wszelkich podmiotów prowadzących działalność komercyjną, bez względu na ich organizacyjną formę i typ własności. W rezultacie, system rachunkowości firm prowadzących działalność gospodarczą uznaje się powszechnie za system dostarczania niezbędnych informacji finansowych na temat zasobów i korzystania z tychże zasobów. Informacje takie mają wpływ na podejmowanie decyzji przez zarządzających firmą. Samą rachunkowość określa się jako proces identyfikowania, mierzenia i przekazywania informacji gospodarczych celem umożliwienia podjęcia zasadnych decyzji przez użytkowników tych informacji.

Z interesującego nas punktu widzenia przydatność rachunkowości wiąże się szczególnie z audytem. Często się zdarza, że firma musi korzystać z zewnętrznych środków finansowych w postaci pożyczek czy kredytów. Może też próbować wprowadzić na giełdę swoje akcje. W podobnych przypadkach wymaga się od niej wiarygodnych sprawozdań finansowych. Korzystający z nich będą bardziej przekonani o prawdziwości sprawozdań, jeśli zostaną one zrewidowane przez biegłego księgowego. Niezależni rewidenci z firm audytorskich są powszechnie wynajmowani do przeprowadzania kontroli. Wiele z tych firm, na przykład Price Waterhouse Coopers, działa w skali globalnej. Kontrole mają zarówno charakter wewnętrzny jak i zewnętrzny, taki jak kontakt z zakładem ubezpieczeń czy bankiem. Rezultatami kontroli są raporty i niezależne opinie stwierdzające, czy sprawozdania finansowe firmy są zgodne ze stanem faktycznym.

Biegli rewidenci świadczą też usługi konsultingowe, doradzając szczególnie w zarządzaniu. Audytorzy doradzają w zakresie instalacji nowych systemów rachunkowych, elektronicznego przetwarzania danych księgowych, kontroli inwentarza i planowania finansowego. Księgowi i biegli rewidenci księgowi są też

zatrudnieni w jednostkach budżetowych i organizacjach, których działalność nie jest obliczona na zysk.

Zważywszy na kwoty jakimi dysponują agencje rządowe i władze lokalne, zakres ich odpowiedzialności jest trudny do przecenienia.

Rachunkowość finansowa służy głównie do użytku zewnętrznego, natomiast rachunkowość zarządcza - do wewnętrznego. Rachunkowość zarządcza dostarcza zarówno informacji o charakterze ogólnym (planowanie strategiczne), jak i doraźnym (koszty bieżące). I jedno i drugie są przydatne firmie oraz jej poszczególnym pracownikom. Zakres przydatności jest zróżnicowany w indywidualnych przypadkach, na przykład dyrektora pionu sprzedaży nie będą interesowały koszty nabycia licencji. Same zaś informacje finansowo-księgowe muszą być przydatne, a ich koszt nie może być wyższy od wartości. Generalnie, rachunkowość zarządcza ma dostarczać informacje przydatne dla decydentów firmy, w celu podejmowania najbardziej trafnych decyzji wewnętrznych, które można podzielić na 4 grupy.¹

1. Decyzje finansowe. Określają one jaką wysokość kapitału i funduszy jest niezbędna do prowadzenia działalności oraz czy fundusze te będą gwarantowane przez kredytobiorców czy kredytodawców. Użyty kapitał oznacza pieniądze wydawane przez firmę na zakup środków trwałych (budynku, maszyny i urządzenia) oraz pokrycie kosztów prowadzonej działalności.
2. Decyzje wiążące się z alokacją zasobów. Dotyczą przeznaczenia kapitału firmy. Mogą określać na przykład poziom nakładów inwestycyjnych.
3. Decyzje wiążące się z produkcją. Dotyczą wyboru wytwarzanych produktów czy świadczonych usług oraz środków i terminów niezbędnych dla tego celu.
4. Decyzje marketingowe. Dotyczą ustalania cen sprzedaży, wysokości nakładów na reklamę, określenia lokalizacji rynków zbytu i sposobu wejścia na te rynki.

¹ R. H. Hermanson, J. D. Edwards, R.F. Salmonson, *Accounting Principles*, BPI Irwin, Homewood Boston 1989, s. 7-8.

Podmiotami zewnętrznymi, zainteresowanymi kondycją finansową firmy są przede wszystkim akcjonariusze i wierzyciele. Mają oni możliwość podejmowania decyzji dotyczących kwestii niezwykle istotnych dla firmy, takich jak podwyższenie kapitału czy zaciągnięcie kredytu.

Wyodrębniono kilka grup zewnętrznych użytkowników informacji księgowych, z których każda kieruje się swymi interesami i oczekuje odpowiedzi na określone pytania.²

A. Właściciele i potencjalni właściciele. Czy firma osiągnęła zadowalający dochód z całości inwestycji? Czy warto inwestować w tę firmę? Czy obecny poziom inwestycji powinien być zwiększony, obniżony czy utrzymany na tym samym poziomie? Czy firma powinna zainwestować w kosztowne urządzenia do kontroli poziomu zanieczyszczeń i jeśli tak, to czy nadal będzie przynosić zysk?

B. Kredytodawcy i pożyczkodawcy. Czy pożyczka powinna być przyznana firmie? Czy firma będzie w stanie spłacić zadłużenie w terminie płatności?

C. Pracownicy i ich związki zawodowe. Czy firma ma możliwości płacenia podwyżek? Czy firma jest zdolna finansowo zapewnić stałe zatrudnienie?

D. Klienci. Czy firma oferuje użyteczne produkty po odpowiednich cenach? Czy firma będzie istnieć wystarczająco długo, ażeby wywiązać się ze swoich zobowiązań gwarancyjnych?

E. Jednostki budżetowe. Czy dana jednostka użyteczności publicznej otrzymuje odpowiednią ilość pieniędzy na prowadzoną przez siebie działalność?

F. Społeczność. Czy firma dostarcza użytecznych produktów i zapewnia odpowiedni poziom zatrudnienia bez stwarzania poważnych problemów ekologicznych?

Ogólne sprawozdania finansowe zawierają informacje przydatne dla zewnętrznych użytkowników rachunkowości finansowej. Generalnie rzecz biorąc, sprawozdania finansowe są formalnymi raportami zawierającymi wiadomości na temat pozycji finansowej firmy (wypłacalność), dochodów i wydatków pieniężnych oraz wyników (zyskowność). Wiele firm publikuje te sprawozdania w rocznych raportach, które zawierają także opinię niezależnego audytora na temat poprawności

sprawozdań finansowych, a także informacje dotyczące m.in. działalności i zamierzeń firmy.

Ze względu na rodzaj prowadzonej działalności, firmy można podzielić na produkcyjne, usługowe i handlowe. Pierwsze z nich nabywają surowce i materiały, z których wytwarzają gotowe wyroby, odsprzedawane pośrednikom lub finalnym odbiorcom. Drugie świadczą odpłatne usługi, mogące mieć charakter niematerialny (obsługa prawna) lub materialny (reperacja obuwia). Trzecie - kupują gotowe produkty i sprzedają je klientom (sklepy i magazyny sieciowe). Wszystkie one sporządzają sprawozdania finansowe, a to rachunek strat i zysków, sprawozdanie z przepływu kapitału oraz bilans.

Rachunek strat i zysków, nazywany także w praktyce polskiej rachunkiem wyników, jest podstawowym sprawozdaniem finansowym. Zawarte w nim dane liczbowe ukazują wynik finansowy osiągnięty przez firmę. Rachunek ten może być sporządzany w różnych układach i z różnym stopniem szczegółowości. I tak, może zawierać łączny wynik przedsiębiorstwa, ale może też prezentować oddzielnie wyniki poszczególnych typów działalności czy wyniki poszczególnych jednostek organizacyjnych firmy.

Sprawozdanie z przepływu kapitału zawiera informacje na temat zmian, jakie zachodzą w źródłach pochodzenia kapitału. Sprawozdanie to stanowi ogniwo łączące rachunek zysków i strat z bilansem.

Bilans finansowy firmy jest zestawieniem jej aktywów i pasywów, czyli źródeł finansowania. Innymi słowy jest zestawieniem pieniężnych przychodów i wydatków związanych z prowadzonym typem działalności. Zestawienie to zawiera potrzeby wymagające finansowania i źródła ich pokrycia. Jest ono sporządzane jako dokument sprawozdawczy i wówczas zawiera wielkości faktycznie wykonane. Może też mieć charakter planistyczny, a wówczas dotyczy wielkości przewidywanych. Aktywami są składniki majątkowe należące do firmy (pieniądze, budynki, maszyny). Pasywami są przede wszystkim długi i zobowiązania względem dostawców firmy.

² R. H. Hermanson, J. D. Edwards, R.F. Salmonson, op. cit., s. 7-8.

Generalnie rzecz biorąc księgowość opiera się na pięciu podstawowych zasadach.³

1. **Zasada odrębności firmy** - zgodnie z tą zasadą dane zgromadzone w księgowości muszą dotyczyć konkretnej jednostki gospodarczej. Zasada ta określa, że każda firma stanowi odrębną jednostkę oddzieloną od właścicieli, wierzycieli, pracowników, klientów i innych firm.

2. **Zasada wymierzalności w pieniądzu** - działalność firmy musi być przedstawiona w mierniku pieniężnym właściwym dla danego kraju. Dotyczy to zarówno samych zapisów księgowych, jak i sprawozdawczości finansowej.

3. **Zasada wymiany (kosztu)** - większość zapisów księgowych to ceny wyrażone w jednostce pieniężnej ustalone w trakcie wymiany. Wynikiem jest to, iż większość składników majątkowych jest zapisana według kosztu nabycia wyrażonego zapłaconymi pieniędzmi. Koszt wiąże się z rezygnacją z pewnych zasobów, wyrażonych pieniędzmi, w celu nabycia potrzebnej rzeczy, jak np. nowa maszyna (składnik majątkowy).

4. **Zasada ciągłości działania** - jeśli nie ma żadnych przeciwwskazań, księgowy zakłada, że firma będzie działać przez wiele lat. Takie założenie określa się jako zasadę ciągłości działania. Zakładając, że firma będzie działać wiecznie, księgowy oszacowuje aktywa po koszcie ujętym w bilansie, jako że z tych składników majątkowych będzie się korzystać, a nie będzie się ich sprzedawać. Wartość rynkowa tych składników byłaby istotna tylko w momencie wystawienia ich na sprzedaż.

5. **Zasada periodyzacji** - działalność firmy można podzielić na okresy (np. miesiące, lata) dla celów ujmowania wyników działalności za te okresy.

³ R. H. Hermanson, J. D. Edwards, R.F. Salmonson, op. cit., s. 24-25.

2. RYZYKA FINANSOWE

2.1. RYZYKO I JEGO KATEGORIE W FIRMIE

Ryzyko wiąże się z powstaniem na osobie lub mieniu szkody obciążającej osobę bezpośrednio poszkodowaną, chyba że umowa lub przepis prawa nakłada na inną osobę obowiązek wyrównania tej szkody. Ryzyka mające formę określonych zdarzeń losowych, jak pożary czy wypadki komunikacyjne, są obejmowane ubezpieczeniem. Umożliwia ono repartycję, a tym samym minimalizację szkód. Ryzyka nie można wyeliminować, natomiast można nim zarządzać. Należy zdecydować, jakiego rodzaju ryzyka należy się pozbyć i jak to osiągnąć, jakie ryzyko należy uznać za nieuchronne, z jakim należy się liczyć.

Firmy mają podobne problemy na gruncie ryzyka jak osoby fizyczne. Rozwój przedsiębiorczości spowodował wzrost zagrożeń losowych w sensie ilościowym i wartościowym. Spowodowało to szybki rozwój teorii zarządzania ryzykiem, a szczególnie ryzykiem finansowym. Dowodzi tego między innymi szybkie wdrożenie nowych systemów i metod.

Przykładami mogą być system Heath-Jarrow-Morton (HJM) i metoda *Value at Risk* (VaR). HJM ma zastosowanie przy analizie papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu, takich jak obligacje oraz ich pochodnych. Model ten umożliwia wycenę takich papierów oraz ustalenie zabezpieczenia. Z kolei VaR był początkowo metodą pomiaru ryzyka rynku, przydatną między innymi dla przygotowania danych sprawozdawczych dla udziałowców firm. Przydatność ta uległa z czasem bardzo znacznemu poszerzeniu. VaR okazał się przydatny przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, związanych z dostosowaniem oczekiwanej stopy zwrotu poniesionych nakładów. Dostarcza on też informacji, na podstawie których można dokonać oceny decyzji inwestycyjnych celem wynagrodzenia kadry kierowniczej i maklerów. A wreszcie VaR znalazł zastosowanie przy mierzeniu i zarządzaniu zjawiskami tego typu jak ryzyko płynności, ryzyko kredytowe, ryzyko operacyjne i ryzyko przepływów pieniężnych.

Kluczową kwestią przy zarządzaniu ryzykiem jest stwierdzenie, jakiego rodzaju ryzyko zagraża firmie. Wynika to w określonym stopniu z obiektywnych uwarunkowań, takich jak charakter działalności czy forma organizacyjno-prawna. Dla uniknięcia ryzykownych sytuacji, firma może zakazać pracownikom działań stwarzających zagrożenie lub korzystać z pomocy zewnętrznej, zatrudniając ekspertów z tego zakresu.

Zapobieganie ryzyku i zarządzanie nim w firmie leży w interesie pracowników, kierownictwa, udziałowców, dostawców, odbiorców i instytucji finansowych, z którymi jest ona związana (banki czy zakłady ubezpieczeń). Firma potrzebuje permanentnie środków finansowych oraz pomocy pozamaterialnej (na przykład prawnej), co byłoby niemożliwe przy braku pewności co do jej kondycji i co do jej przyszłości. Dzięki uzyskaniu zaufania otoczenia firmy pozyskiwać można zarówno kapitały pracowników, jak i ich przywiązanie do zakładu pracy. Złe zarządzanie ryzykiem może przynieść skutki odwrotne, doprowadzić nawet do bankructwa firmy.

Zarządzanie ryzykiem należy więc uznać za obiektywną konieczność. W literaturze przedmiotu wskazuje się, że ma ono dodatkowo następujące cztery zalety z punktu widzenia otoczenia firmy.

1. Umożliwia firmie udoskonalanie jej działalności poprzez odpowiednie wyspecjalizowanie się w zmniejszaniu ryzyka.

2. Umożliwia podjęcie optymalnych decyzji inwestycyjnych, co może się odbyć w dwojaki sposób. Po pierwsze, może osłaniać przepływy gotówkowe, aby można je było inwestować w odpowiednie projekty. Po drugie, neutralizuje konflikty wśród otoczenia firmy, które mogłyby doprowadzić do niepotrzebnego zaniechania możliwości inwestycyjnych. Klasycznym przykładem może być konflikt interesów pomiędzy posiadaczami obligacji i udziałowcami, który może zniechęcić udziałowców do aprobowania dobrych inwestycji przyszłościowych. Stosując zarządzanie ryzykiem można rozwiązać ten konflikt, zapewniając udziałowcom przekazanie większej ilości wpływów z dodatkowych inwestycji; kierownictwo nie powinno sprzeciwić się zatwierdzeniu takich projektów. W rezultacie, wszystkie strony są zadowolone.

3. Umożliwia zmniejszenie takich nakładów jak dodatkowe koszty prawne, administracyjne, postępowania upadłościowego. Chroni też przed utratą odpisów podatkowych.

4. Doprowadzając do mniejszych wahań w wysokości uzyskiwanych zysków, zarządzanie ryzykiem czyni bardziej wiarygodne sprawozdania finansowe, prognozy dywidend itp. To, z kolei, pozwala stronom zainteresowanym na podjęcie lepszych decyzji.

Zarządzanie ryzykiem leży w gestii kierownictwa firmy. Ma ono obowiązek strategicznego myślenia, to znaczy, że musi przewidywać prawidłowe kierunki rozwoju i odpowiednio się do nich ustosunkować. Jest zobowiązane do określenia struktury kapitałowej i nakładów inwestycyjnych. Jego zadanie polega też na ustalaniu celów i nakładów finansowych dla firmy jako całości oraz dla jej poszczególnych komórek

Dla wywiązania się z tych zadań firma musi uwzględnić trzy elementy: krótko- i długoterminową prognozę, niedoskonałość danych określających wyniki finansowe, relację dochodów i wydatków. Jeśli chodzi o ostatni element, to zasługuje on na rozwinięcie. Kierownictwo firmy musi na bieżąco analizować dochody w powiązaniu z wydatkami. Może zaistnieć taka sytuacja, że podmioty, które wydają się być wielce zyskowne w rzeczywistości nimi nie są, jeśli uwzględni się całkowite koszty ich działalności. Dlatego, konieczne jest praktykowanie twardej polityki stałych kosztów oraz przestrzeganie wewnątrzinstytucjonalnych zasad księgowania nakładów i wykazywania ich w sprawozdaniach finansowych. Należy przy tym uwzględnić elementy motywacji i konfliktów.

Zakres ryzyka, na które narażona jest firma, jest bardzo rozległy. W publikacjach z tego zakresu powszechnie wymienia się sześć jego kategorii.

1. **Ryzyko działalności w danej branży.** Jest to ryzyko powiązane z branżą w jakiej działa dana firma.
2. **Ryzyko rynku.** Jest to ryzyko poniesienia strat wynikających ze zmian cen i wskaźników takich jak zmiany cen akcji czy stóp procentowych. Ryzyko rynku dzieli się na ryzyko zmian stóp procentowych, zmian cen akcji, kursów walutowych, zmiany ceny towarów. Powyższe typy ryzyka są najczęściej spotykanymi - według badań ogłoszonych przez *US Treasury Management Association* ponad 90% ankietowanych organizacji było zagrożonych ryzykiem zmiany stóp procentowych, 75% - zmiany kursów walutowych i ponad 30% - zmiany cen towarów.

3. **Ryzyko kredytowe.** Jest to ryzyko poniesienia straty wynikającej z niezapłacenia należności przez dłużnika.
4. **Ryzyko płynności.** Ponosimy je wtedy, kiedy jesteśmy zmuszeni sprzedać nasze aktywa na niekorzystnych warunkach z powodu braku chętnych do ich zakupu.
5. **Ryzyko systemu.** Jest to możliwość załamania się systemu. Może się ono też wiązać z błędami popełnionymi przez ludzi działających w ramach tego systemu. Zakres ryzyka systemu rozciąga się od najmniejszych systemów (np. możliwość awarii komputera) do krytycznych (związanych z bankructwem firm o zasięgu globalnym).
6. **Ryzyko prawne.** Jest to zagrożenie polegające na tym, że partner może nie wywiązać się z warunków umowy, co może pociągnąć za sobą wielkie i czasami trudne do odrobienia straty finansowe.

2.2. RYZYKO STRAT FINANSOWYCH W WARUNKACH POLSKICH

Ryzyko strat finansowych w rodzimych warunkach⁴ wiąże się głównie ze zmiennością: 1) kursów walutowych, 2) zmiennością stóp procentowych, 3) opcjami, 4) kontraktami terminowymi *futures*, 5) *forward* oraz 6) *swapami*.

1. **Kurs walutowy** jest to cena waluty obcej wyrażona w pieniądzu krajowym i określa, ile jednostek pieniądza krajowego płaci się za jednostkę waluty obcej. Oczekuje się, że w najbliższych latach nastąpi wzrost zmienności kursów walut wynikający z liberalizacji przepisów dewizowych i kursowych oraz zastąpienie (podobnie jak przy stopach procentowych) jednokierunkowości wahań - ich dwukierunkowością. Jednak w związku z wprowadzeniem *euro*, wzrost ten powinien być w dużej mierze zniwelowany w stosunku do niektórych walut europejskich. Również sytuacja złotego, w tym krocząca dewaluacja, powinna być lepsza w miarę zbliżania się daty wejścia Polski do Europejskiej Unii Walutowej.

Przykładem wahań na rynku walutowym dla polskich importerów i eksporterów była sytuacja z lipca 1997 roku, gdy kryzys czeskiej korony, klęska powodzi w Polsce i spekulacje rodzimych banków dotyczące wycofania się zagranicznych inwestorów

⁴ W części tej wykorzystano fragmenty rozprawy doktorskiej Rafała Płókarza „Inżynieria finansowa perspektywy rozwoju i możliwości zastosowania w Polsce”, Toruń 2000.

osłabiły złotego. Wiele przedsiębiorstw poniosło wówczas dotkliwe straty, nie zabezpieczwszy się wcześniej *forwardami* lub opcjami walutowymi, co negatywnie odbiło się pośrednio na cenach oferowanych przez nich towarów. Skutkiem tego, kilkakrotnie wzrosło zapotrzebowanie wśród przedsiębiorców na instrumenty zarządzania ryzykiem, a w efekcie także ich cena. Banki zawierały już nie kilka a kilkadziesiąt transakcji miesięcznie.

Mimo znaczącej aprecjacji złotego (przekroczyła w sierpniu 1998 roku 9%), banki nie zanotowały znaczącego wzrostu zainteresowania klientów derywatami. Instrumenty zabezpieczające przed ryzykiem kursowym nadal były kupowane głównie przez duże firmy i to w stopniu zbyt niskim do poziomu ich zaangażowania na rynku walutowym. Skutków tego doświadczyli importerzy już w sierpniu 1998 r., kiedy kryzys finansowy w Rosji wpłynął na deprecjację złotego. Wahania były szczególnie duże w dniach od 18 do 21 sierpnia, gdy złotówka straciła na wartości aż 8,4%, by w ciągu kilku dalszych dni zyskać 4%. Trzeba jednak stwierdzić, że z wyjątkiem sytuacji kryzysowych kurs polskiej waluty był dość stabilny. Może dlatego wiele dużych polskich przedsiębiorstw nie zabezpieczyło się przed ryzykiem kursowym. Przykładem może być Telewizja Polska S.A., która w lutym 1999 roku poniosła 65 mln PLN strat z tytułu obsługi emisji euroobligacji, ponieważ nie zabezpieczyła się przed wzrostem wartości USD.

Wraz z rozwojem gospodarczym, umocnieniem złotówki i wzrostem zaufania do polskich podmiotów gospodarczych rosło zadłużenie polskich banków i przedsiębiorców za granicą. W ostatnich miesiącach 1996 roku zadłużenie to wynosiło 8,5 mld USD, w 1998 roku - 17,6 mld USD, a w analogicznym okresie 1999 roku - 21,9 mld USD (wg danych NBP). Wzrost zadłużenia tylko w niewielkim stopniu wpłynął na wzrost zainteresowania oferowanymi przez banki instrumentami zabezpieczającymi przed ryzykiem kursowym. W przypadku pożyczek dewizowych podmioty gospodarcze muszą się liczyć z ryzykiem kursowym, do obrony przed którym służą m.in. *forwards* i opcje walutowe. Zjawisko zapożyczania się przedsiębiorstw za granicą może się jeszcze pogłębić po otwarciu oddziałów zachodnich banków w Polsce. Główne zachodnie instytucje finansowe posiadają znacznie szerszy dostęp do rynku eurokredytów, dysponując źródłami finansowania długoterminowego.

2. **Stopa procentowa** jest relacją ilościową ceny za wypożyczenie kapitału do jego wartości. Jej wysokość uzależniona jest w długim okresie od stopy zysku, a w krótkim - od popytu i podaży kapitału pożyczkowego. Stopa ta wiąże się szczególnie z kredytami, depozytami bankowymi i obligacjami.

Ryzyko stopy procentowej to ryzyko spadku ceny dłużnego papieru wartościowego wskutek wzrostu stóp procentowych. Jeśli portfel firmy składa się z obligacji krótkoterminowych, a stopy procentowe spadają, to straty ze stopy reinwestycji przewyższają zyski kapitałowe, a efektem będzie niedobór środków netto. Natomiast w sytuacji, gdy portfel składa się z obligacji długoterminowych, to spadek stóp procentowych zapewnia zyski kapitałowe. Zyski te mogą z naddatkiem zrekompensować straty spowodowane niskimi stopami reinwestycji.

W sytuacji gdy stopy procentowe wzrastają a portfel składa się z obligacji krótkoterminowych, to wówczas korzyści z wysokich stóp reinwestycji skompensują z nadwyżką straty kapitałowe. Natomiast, gdy portfel składał się będzie z obligacji długoterminowych, to rezultatem będzie niedobór środków. Oszacowanie wpływu zmian stóp procentowych jest tym trudniejsze, im większa jest różnorodność zobowiązań firmy, które mają być sfinalizowane w przyszłości.

W Polsce można spodziewać się wzrostu zmienności stóp procentowych, spowodowanych wahaniami kursu złotego, wypieraniem przez stopy rynkowe stóp ustalanych administracyjnie oraz dwukierunkowością odchyleń po utrwaleniu się jednocyfrowego poziomu inflacji. Spodziewany jest też wzrost emitowania długoterminowych papierów dłużnych o stałym oprocentowaniu, których emitenci zmuszeni będą zabezpieczyć każdorazowo swoje pozycje na rynku derywatów. Będzie się to odnosić do obligacji komunalnych, kooperacyjnych i listów zastawnych.

3. **Opcje** są instrumentami finansowymi, które uprawniają posiadaczy do zakupu lub sprzedaży innego instrumentu finansowego, takiego jak akcja czy waluta. Dzielą się one na dwa podstawowe rodzaje, a to, opcje sprzedaży (*put*) i opcje kupna (*call*). Pierwsze z nich dają posiadaczom prawo do sprzedaży instrumentu finansowego po określonej cenie i w ustalonym czasie. Drugie dają posiadaczom prawo do zakupu instrumentu finansowego na tych samych warunkach. Ze względu na to, że opcja stwarza prawo, a nie zobowiązanie, posiadacz opcji wówczas skorzysta z tego prawa, gdy przyniesie mu ono korzyści. Mamy wówczas do czynienia z rozliczeniem (wykonaniem) opcji i terminem wykonania opcji. Z kolei

termin wygaśnięcia opcji jest terminem, po upływie którego opcja traci swą ważność, a tym samym nie może być wykonana. Decyzja o wykonaniu opcji wynika z porównania ceny wykonania z bieżącą ceną rynkową instrumentu finansowego.

Opcje dostępne są w sprzedaży w Polsce w najprostszej postaci, w której produktem bazowym są stopy procentowe (A), kursy walut (B) lub płody rolne (C), akcje i promesy akcyjne (D). Mimo powszechnego wykorzystania i nadużywania tego terminu, w większości nie są to opcje, a raczej warranty. Przy opcji powinny bowiem występować co najmniej trzy strony transakcji: nabywca, wystawca i izba rozliczeniowa. W przypadku warrantów mamy do czynienia wyłącznie z nabywcą i sprzedawcą, który w obrocie pierwotnym emituje te instrumenty w limitowanych seriach.

Emitowane dotąd opcje znajdują się wyłącznie w międzybankowym obrocie pozagiełdowym (*over the counter market* - OTC), nie podlegającym jurysdykcji NBP ani Komisji Papierów Wartościowych i Giełdy, bądź też regulowane są wewnętrznymi przepisami giełd towarowych. Publiczny obrót giełdowy (Giełda Papierów Wartościowych - GPW i Centralna Tabela Ofert - CeTO) teoretycznie możliwy jest od 1997 roku, ale praktycznie nastąpi dopiero w 2001 roku, po uruchomieniu na giełdzie nowego systemu komputerowego.

A. Pierwszym na rynku opcji na stopy procentowe okazał się Polski Bank Rozwoju S.A., który od połowy 1995 roku oferował klientom instrumenty chroniące przed ryzykiem wzrostu kosztów kredytu lub spadkiem rentowności lokat. Sprzedawane opcje *cap* i *floor* typu europejskiego bazowały na stawce WIBOR dla 1-miesięcznych depozytów złotych oraz na stawce LIBOR dla 3-miesięcznych depozytów dolarowych i markowych. Jednostkę transakcyjną stanowi 100 tys. jednostek danej waluty (PLN, USD, DEM).

Problemem dealerów pozostawał stosunkowo duży *spread* pomiędzy stopami WIBID i WIBOR (około 2%) w porównaniu z praktykami zachodnioeuropejskimi, a także słaba płynność rynku lokat międzybankowych o terminach dłuższych niż kwartalne, co ograniczało podaż „dłuższych” instrumentów. Z powodu zasadniczo jednokierunkowego charakteru zmian wysokości stóp procentowych w Polsce, popyt na opcje procentowe pozostaje na niskim poziomie. Z kolei, jako pierwszy w lipcu 1998 roku opcje typu europejskiego na stopy procentowe i opcje na bony skarbowe zaoferował Bank Rozwoju Eksportu.

Opcja *call* na polskie bony skarbowe i opcja *put* na stopę procentową służą do zabezpieczenia przed spadkiem stopy procentowej. Przed wzrostem stopy procentowej chroni natomiast opcja *put* na bon skarbowy i opcja *call* na stopę procentową.

Bank skupuje i prowadzi wtórny obrót pozagiełdowy dla sprzedawanych przez siebie opcji. Rozliczenie opcji procentowych następuje w sposób gotówkowy, a w przypadku bonów skarbowych opcjonalnie, także poprzez dostawę papierów. Instrumentem bazowym są ustalone kontrakty depozytowe, warte co najmniej 0,5 mln PLN lub równowartość w innej walucie. Opcje oferowane są standardowo na okres od 1 do 12 miesięcy. Premia (cena) opcyjna rośnie wraz z długością okresu, na jaki jest wystawiona. Na przykład premia za opcję 3-miesięczną wynosi 0,5% wartości aktywa bazowego, czyli trzykrotnie taniej niż cena opcji walutowej za podobny okres.

W przyszłości zapewne zostaną wprowadzone do nas bardziej skomplikowane opcje na swap i FRAs (*swaptions*).

B. Opcje walutowe oferowane są od kilku lat przez kilka banków, a to, w kolejności debiutów: ING, KB PBI, Deutsche Bank, BIG, BRE, PBR, BH. Od początku lat 1990-tych, niektóre z polskich banków (m.in. PBR od 1992 roku) przeprowadzały transakcje opcyjne na rynkach zachodnich, a także na polskim rynku międzybankowym. Operacje zagraniczne miały głównie charakter spekulacyjny i zabezpieczający. Od 1999 roku obrót pozagiełdowy opcjami walutowymi przez banki wymaga uzyskania zgody Komisji Nadzoru Bankowego. Jest ona wydawana w przypadku stosowania przez bank norm dopuszczalnego ryzyka walutowego.

Instrumenty opcyjne wystawiane są głównie na USD i DEM, a od stycznia 1999 roku także na euro. Waluty krajów egzotycznych są przedmiotem umów znacznie rzadziej, ze względu na ryzyko wystąpienia kłopotów z zabezpieczeniem zajętych pozycji na rodzimym rynku. Banki zachodnie, np. ING, Citibank, RCB, CAIB, mogą natomiast korzystać z pomocy swoich zachodnich centrali.

Ten instrument o asymetrycznym ryzyku zabezpiecza przedsiębiorstwa przed stratami spowodowanymi zmianą kursu walutowego, a jednocześnie daje możliwość dodatkowego zysku, w przypadku zmiany kursu w korzystnym kierunku. Na rynku międzybankowym najpopularniejszą wśród inwestorów strategią opcyjną jest tzw.

straddle, która polega na jednoczesnym zakupie opcji *call* i *put*, z identyczną ceną wykonania. Cenę instrumentu podraża wysoka (kilka procent wartości nominalnej kontraktu) premia, którą ustala sobie bank. Do września 1998 roku premie wzrosły do około 2% za dolarową opcję 1-miesięczną, 5% za półroczną, a w przypadku opcji rocznych - 10%, co oczywiście obniżyło atrakcyjność tego typu instrumentu. Na wielkość premii każdej opcji bezpośredni wpływ mają: poziom rynkowych stóp procentowych, cena aktywu bazowego i ryzyko jej zmiany, cena umowna opcji, czas pozostający do zapadalności. W polskich warunkach ryzyko walutowe ma podwójny charakter: ryzyko kursowe na rynkach międzynarodowych oraz ryzyko parytetu, gdyż rynkowy kurs złotego może odbiegać od kursu centralnego.

Przyczyną stosunkowo niewielu zawieranych transakcji jest cena i wysoki poziom skomplikowania tego instrumentu, jakim są opcje walutowe. W 1997 roku obroty opcjami walutowymi przeważnie nie przekraczały poziomu 100 mln USD tygodniowo. Nabywcami opcji było około 100 dużych przedsiębiorstw, przeważnie giełdowych lub z udziałem kapitału zagranicznego. W Banku Handlowym np. zawierano 1-2 transakcje tygodniowo, w ING zawarto 370 transakcji w ciągu roku z 70 firmami, przy czym średnia wartość transakcji opiewała na 1,5 mln USD. Dla porównania – w 1997 roku z prostych transakcji walutowych korzystało kilkaset firm. W roku następnym, 1998, zainteresowanie opcjami walutowymi zwiększyło się i tak np. w BRE (który zajmuje drugie miejsce w Polsce pod względem udziału w obsłudze transakcji handlu zagranicznego) pod koniec tegoż roku wyemitowano opcje walutowe na sumę 896 mln PLN. W polskim rynku opcji walutowych uczestniczy coraz więcej banków.

Opcje opiewają na terminy 1-, 2-, 3-, 6- i, rzadziej, 12 miesięczne i są to instrumenty wyłącznie typu europejskiego. Opcje dłuższe są drogie i negocjowalne i w ich oferowaniu przeważają na razie zagraniczne banki obecne w Polsce.

Najczęstszą alternatywą dla opcji walutowych są dla inwestorów *forwardy* walutowe, tańsze i prostsze, ale nie gwarantujące możliwości uzyskania dodatkowego zysku. Na przykład w 1997 roku wartość obrotu walutowymi transakcjami terminowymi (WTT) w BRE wyniosła 1,78 mld PLN, co stanowiło prawie 30% wartości obrotów banku w zakresie walutowych transakcji spotowych, a także trzykrotnie więcej niż wartość obrotu opcjami walutowymi (571,15 mln PLN). Dla porównania, w PBR wartość obrotu forwardami *cash settlement* (rozliczanych

gotówkowo) w analogicznym okresie wyniosła 2,7 mld PLN (12% transakcji *spot*), a opcjami walutowymi 0,23 mld PLN.

Trudnością w sprzedaży zarówno opcji, jak i forwardów jest opłacalność wystawiania przez banki instrumentów opiewających na mniejsze kwoty (tj. poniżej 100 tys. USD). Niemożność precyzyjnego określenia terminu rozliczenia forwardu lub opcji walutowej, spowodowana opóźnieniami płatności z transakcji zagranicznych, powoduje rezygnację potencjalnych klientów z zakupu instrumentu chroniącego przed ryzykiem kursowym. Wyjściem byłoby oferowanie przez banki instrumentów na mniejsze sumy, jednakże ze względu na wysokie marże bankowe tego typu derywaty byłyby drogie i trudne do sprzedaży na rynku.

Przeszkodą w rozwoju naszego rynku opcji walutowych były w latach 1990.: brak pełnej wymienialności złotówki, przepisy utrudniające sprzedaż dewiz cudzoziemcom, brak określenia standardów rozliczania opcji, brak terminologii derywatów. W 1998 roku sformułowano umowę pomiędzy kilkoma bankami operującymi na rynku dewizowym, zatwierdzono m.in. metodologię postępowania w razie ewentualnej niewypłacalności stron umowy. Od tego roku transakcje mogły być zawierane pomiędzy bankami, pozwalając im tym samym na dywersyfikację ryzyka. Jej efektem będzie standaryzacja i wzrost konkurencji pomiędzy bankami, co wpłynie na obniżenie ceny opcji, a więc zwiększy jej atrakcyjność. Ryzyko kredytowe ma być ponoszone przez izbę rozrachunkową, a nie przez handlujące banki.

Prawo dewizowe z 19 listopada 1998 roku (art. 9 pkt 3) wprowadza wymóg uprzedniego uzyskania zezwolenia dewizowego dla obrotu krótkoterminowymi papierami wartościowymi i derywatami poza GPW i CeTo. Ograniczenie rozwoju rynku krótkoterminowego może spowodować zahamowanie i na rynku długoterminowych instrumentów pochodnych.

C. Opcje towarowe zostały wystawione po raz pierwszy w Polsce przez Agencję Rynku Rolnego na największej wówczas polskiej towarowej Giełdzie Poznańskiej 5 czerwca 1995 roku. Każda ze 100 wyemitowanych przez ARR opcji *call* dawała prawo zakupu po 3,7zł/kg 10 ton półtuszy wieprzowych pochodzących z rezerw Agencji, przy czym terminy realizacji opiewały na wrzesień lub październik. Dzięki oczekiwaniom inwestorów na wzrost cen mięsa, cena wywoławcza opcji z poziomu 150 PLN osiągnęła 361 PLN (przy średniej 267 PLN i minimum 151 PLN). Jednak zyskał sprzedawca opcji, gdyż w terminie realizacji cena wykonania przewyższała

cenę rynkową produktu bazowego. Notowania opcji na rynku wtórnym odbywały się w każdy poniedziałek (od 19 czerwca 1995 roku). Dopiero jednak w 1996 roku, gdy cena mięsa zaczęła zwyżkować do ok. 5 PLN/kg, a cena wykonania wynosiła 3,65zł/kg, zaczęło się ożywienie na rynku opcji. Przy cenie wywoławczej 150 PLN, podbitej na licytacji do 850 PLN, w obrocie wtórnym otrzymywano za nie 12-13 tys. PLN. Zyskali inwestorzy i spekulanci, jednak tylko do czasu spadku cen. W 1998 roku wartość obrotu wtórnego na rynku opcji wynosiła 0,8 mln PLN, czyli trzykrotnie więcej niż na Warszawskiej Giełdzie Towarowej (WGT). Spośród około 30 istniejących w połowie lat 1990-tych giełd towarowych najsilniejsze to Giełda Poznańska i WGT.

Opcje wystawiane są najczęściej przez zakłady mięsne, młyny i przetwórnictwo pasz, a ich nabywcami producenci, pośrednicy i importerzy, fermy, gorzelnie. Towarowe opcje sprzedaży były pierwszymi tego typu instrumentami w kraju. Opcje na WGT są typu europejskiego, a opcje na pszenicę konsumpcyjną - także amerykańskiego. Opcja europejska może być wykonana tylko w dniu, na który przypada termin jej wygaśnięcia. Natomiast opcja amerykańska może być wykonana w dowolnym dniu od momentu jej nabycia do terminu wygaśnięcia.

Emitent opcji zobowiązany jest do zdeponowania na WGT weksła, stanowiącego zabezpieczenie w przypadku niedostarczenia klientowi towaru. Z kolei nabywca opcji wpłaca do biura maklerskiego wadium o wartości równej iloczynowi premii i ilości zamówionych opcji.

D. Opcje na akcje lub promesy akcyjne, emitowane głównie przez kilka spółek giełdowych oraz przedsiębiorstwa zagraniczne, są adresowane najczęściej do kadry kierowniczej danej firmy. Opcje udziałowe typu *call* nie mają charakteru typowego instrumentu finansowego, a jedynie promesy udzielonej przez pracodawcę w ramach tzw. *stock option plan* i w swej konstrukcji bardziej przypominają prawa poboru lub warranty subskrypcyjne, jednakże właśnie termin opcja jest stosowany.

Jako jeden z pierwszych organizację emisji opcji menedżerskich dla innych podmiotów zaproponował w 1992 roku PBR. Celem było motywowanie pracowników do wydajniejszej pracy i korzyści przedsiębiorstwa (wynikające z zatrzymywania zasobów finansowych wewnątrz firmy). Preferencje pojawiają się w cenie takich nie będących przedmiotem obrotu giełdowego opcji menedżerskich, ich cena może zostać ustalona na poziomie np. 0,5% czy też 1% ceny emisyjnej pozostałych akcji

lub 1% średniej ceny z okresu 30 dni poprzedzających odnośną uchwałę Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy (WZA). Opcja uprawnia do nabycia akcji spółki z określonych dyskontem w stosunku do wartości rynkowej. Dyskonto może być przesadnie duże (przykładem 99,9% - Stomil Sanok w marcu 1998 roku), zbliżone do kursu giełdowego lub ceny z oferty publicznej, bądź też skorelowane z przyszłymi wynikami finansowymi spółki lub z przyszłym poziomem notowań jej akcji (np. wzrost rynkowej wartości akcji spółki o 10% ponad wysokość inflacji). Za każdym razem spółka musi uzyskać zgodę KPWiG na dopuszczenie takich akcji do obrotu publicznego. Spółka musi się też liczyć z konsekwencjami emisji dla kursu giełdowego. Liczba przyznanych akcji nie powinna w sposób znaczący destabilizować struktury akcjonariatu. Wartość ich stanowi przeciętnie kilkanaście procent rocznego wynagrodzenia zasadniczego. Ponieważ realizacja takich opcji następuje po 2-4 latach, opcje takie są narzędziem przywiązywania menedżerów do spółki, stanowią ich odroczone w czasie wynagrodzenie. Przy rozproszeniu akcjonariatu spółki może dojść do skupienia władzy przez kierownictwo, które dysponuje kilkoma procentami akcji.

W latach 1990-tych niektóre spółki przydzielały pewne przywileje nabywcom określonej ilości akcji nowej emisji, którzy nie zbyli lub nie zastawili tychże przez pewien określony czas (najczęściej rok). Na przykład w ofercie publicznej Banku Handlowego opcje zakupu dodatkowych akcji premiowych zostały przytwierdzone do każdego pakietu 10 akcji. Akcje po cenie ustalonej na poziomie połowy ceny rynkowej (obliczonej jako średnia z 20-tu ostatnich sesji giełdowych) przysługiwały posiadaczom ww. pakietów, którzy przez rok nie zbyli żadnej z akcji banku. Podobne promesy nabycia dodatkowej akcji za pół ceny otrzymali nabywcy każdych 5 akcji PBK w 1997 roku, jeśli przez rok ich nie zbyli.

Promesy akcyjne wykorzystywane są również w przypadku coraz bardziej powszechnych w Polsce emisji obligacji zamiennych.

Z powodu braku uregulowań dotyczących planów opcji pracowniczych stosowano dwa rozwiązania. Rada nadzorcza spółki w podpisanym z zarządem kontrakcie menedżerskim publicznie zobowiązuje się do przyznania akcji kierownictwu wówczas, gdy firma osiągnie określone wyniki ekonomiczne i finansowe. Po osiągnięciu przez firmę określonych wyników ekonomicznych i finansowych emituje się akcje specjalnej serii menedżerskiej. Drugie rozwiązanie

polegało na obejmowaniu akcji przez powiernika tzw. subemisji usługowej, który po upływie określonego czasu i spełnieniu warunków umowy odsprzedaż je konkretnym pracownikom.

Próby wprowadzenia tych rozwiązań w Polsce podjęto od 1994 roku, ale dopiero w styczniu 1997 roku Rada GPW warunkowo zgodziła się na dopuszczenie akcji giełdowej spółki komputerowej do obrotu, jednocześnie zastrzegając, by akcje miały formę akcji imiennych i dopiero po upływie 2 lat mogły trafić na parkiet, przy jednoczesnej konwersji na akcje na okaziciela. Warunki postawione spółce miały na celu ochronę drobnych akcjonariuszy przed napływem dużej ilości tanich akcji, co mogło niekorzystnie wpłynąć na kurs rynkowy akcji spółki. Informacje o akcjach menedżerskich musiały znaleźć się w statucie spółki, a cena ich objęcia określona w umowie opcyjnej.

Na podstawie rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 marca 2000 roku, zwolniono z opodatkowania dochód stanowiący nadwyżkę pomiędzy wartością rynkową akcji objętych przez osoby uprawnione na podstawie uchwały WZA spółki a wydatkami poniesionymi na ich objęcie. Wystąpienie obowiązku podatkowego zostało przesunięte do momentu zbycia akcji.

Jeszcze jednym przykładem wykorzystywania opcji na akcje jest tzw. *green shoe options* (GSO), czyli przyznawana (często za granicą) organizatorom emisji opcja nabycia od wytypowanych akcjonariuszy określonej ilości akcji lub obligacji. Celem jest zrównoważenie nadmiernego popytu ze strony inwestorów dokonujących subskrypcji. Tego typu działania podjęto przy nadsubskrypcji akcji KGHM i Banku Handlowego w 1997 roku, euroobligacji wymiennych Elektrimu w 1999 roku.

Z opcjami związane jest ponoszenie wysokiego ryzyka. Przykładem może być umowa podpisana w 1997 roku, na mocy której Impexmetal wystawił PKO S.A. opcję *put* na nabyte wcześniej od spółki przez bank 0,5 mln akcji Huty Aluminium Konin. Na mocy umowy bank mógł, po upływie 2 lat, w dowolnym momencie sprzedać Impexmetalowi instrument bazowy - akcje, których wartość powiększona została o wysokie odsetki i marżę, gdyż zakup akcji traktowany był jako kredyt. Gdyby nie renegecja umowy w rok później i odsprzedaż opcji za 2 mln PLN w 1999 roku, konsekwencje realizacji opcji byłyby dla emitenta katastrofalne.

4. Kontrakty terminowe *futures* są umową zawartą na giełdzie pomiędzy sprzedającym a kupującym prawo na termin, na warunkach określonych przez giełdę w standardzie praw pochodnych, w której strony ustalają wartość instrumentu bazowego, po której nastąpi wykonanie umowy. Jeżeli standard prawa pochodnego nie stanowi inaczej, to wykonanie umowy następuje poprzez świadczenie pieniężne.

Kontrakty terminowe już w latach 1970-tych zainteresowały duże centrale polskiego handlu zagranicznego i holdingi przemysłowe kooperujące z zagranicą, a wśród nich Rolimpex, Agros i KGHM a także banki - Bank Handlowy i BRE. Instrumentami bazowymi były najczęściej surowce: cukier, kakao, kawa, metale szlachetne i kolorowe. Rzadziej natomiast były nimi waluty i obligacje.

5. Kontrakt terminowy *forward* jest umową dwu stron, z których jedna zobowiązuje się do kupna, a druga do sprzedaży danego instrumentu bazowego w określonym momencie w przyszłości i po z góry ustalonej cenie. W przeciwieństwie do kontraktów terminowych *futures*, *forward* ma formę niestandardyzowaną o negocjowanych parametrach i występuje przez to na rynku pozagiełdowym. Kontrakty *forward* mogą mieć formę rzeczywistą lub nierzeczywistą (*Non Delivery Forwards: NDF*), tzn. mogą być rozliczane przez dostawę instrumentu bazowego lub wypłatę różnicy wartości. Ten ostatni sposób jest szczególnie przydatny w krajach, w których pełny transfer funduszy jest z różnych względów niemożliwy lub utrudniony. Przy niepełnej wymienialności waluty dotyczy to Polski. Wśród rodzajów omawianych kontraktów szczególnie należy wyróżnić: walutowe, procentowe i towarowe.

Forwardy walutowe pojawiły się w Polsce od połowy 1992 roku, a pierwszą instytucją finansową, która je zaproponowała był bank PBR. W latach następnych kilkanaście innych banków zaoferowało transakcje terminowe, a przodowały w tym względzie BRE i ING. Głównymi walutami były USD, DEM i euro. Typowe terminy zapadalności wahały się od 1 tygodnia do 3 miesięcy.

Forwardy procentowe stanowią najpowszechniejsze narzędzie zabezpieczające jego nabywcę przed niekorzystnymi zmianami wysokości stóp procentowych. Przedmiotem ich jest kupno lub sprzedaż kontraktu depozytowego w danej walucie, w określonej kwocie, okresie, ustalonym dniu rozliczenia i po rozliczeniowej stopie procentowej. W ten sposób, kupujący zabezpiecza się przed przyszłym wzrostem stóp procentowych, natomiast sprzedający - przed ich

spadkiem. Jako pierwszy tzw. umowę o przyszłą stawkę procentową wprowadził na polski rynek w marcu 1996 roku BRE Bank.

Forwardy towarowe wprowadziła w 1996 roku Giełda Poznańska i polegały one na tym, że w rzeczywistych transakcjach terminowych na zboża dostawa i zapłata odbywa się w ustalonym terminie w przyszłości. Natomiast w momencie zawierania kontraktu ustalana jest cena i pobierana zaliczka na poczet przyszłych zbiorów.

Swapy są ostatnią z prezentowanych przez nas metod zmniejszenia ryzyka finansowego. Transakcje swapowe polegają na wymianie zobowiązań do dokonania określonych płatności gotówkowych, w której każda ze stron akceptuje rodzaj lub termin płatności drugiej strony. W rezultacie swapy są realizowane dzięki temu, że strony przyjmują warunki kontraktów dłużnych innych podmiotów. Na ogół zobowiązanie jednej ze stron ma stałe oprocentowanie, a drugiej - zmienne. Zobowiązanie mogą też być wyrażone w różnych walutach. Można wyróżnić swapy walutowe, kredytowe, akcyjne oraz swapy na stopy procentowe.

Niepubliczny obrót swapami w Polsce, obejmujący wymianę przepływów gotówkowych, znajduje się w stadium początkowym. Zaczął on funkcjonować głównie pomiędzy bankami oraz pomiędzy bankami a kontrahentami zagranicznymi. W Polsce pionierem wśród firm na polu swapów walutowych był PBR (rok 1994), w zakresie swapów kredytowych Bankers Trust International PLC (rok 1997), a swapów na stopy procentowe ING (rok 1995). Swapy akcyjne polegają na nabyciu na zlecenie zagranicznego klienta określonych akcji przez lokalny bank powierniczy za pożyczone na rynku środki.

Umożliwiają one, przy zachowaniu anonimowości inwestora, eliminację utrudnień w nabywaniu akcji polskich firm.

2.3. ZARZĄDZANIE RYZYKIEM W FIRMIE

Nie ma uniwersalnej metody zarządzania ryzykiem w firmie. Niemniej jednak, dzięki teorii i doświadczeniom praktyki, wykształciły się w tym względzie określone sposoby działania. Powszechnie stosuje się przede wszystkim etapowe podejście do

zarządzania ryzykiem. W dostępnym na polskim rynku podręczniku⁵ autorstwa Brigham i Gapenskeigo wymienia się trójetapowe podejście firm do zarządzania ryzykiem.

Etap pierwszy polega na określeniu rodzaju ryzyka, na jakie jest narażona firma. Zarządzający nią musi określić potencjalne rodzaje ryzyk, jakie jej zagrażają.

Etap drugi sprowadza się do zmierzenia potencjalnego wpływu określonych rodzajów ryzyka. O ile bowiem część ryzyk nie ma istotnego znaczenia z punktu widzenia funkcjonowania firmy, to inne mogą zagrazić jej istnieniu. Dlatego też wskazane jest uporządkowanie rodzajów ryzyka z punktu widzenia jego efektów. Kolejnym posunięciem powinno być skoncentrowanie zasobów zarządzania ryzykiem na najbardziej niebezpiecznych zagrożeniach.

Etap trzeci bezpośrednio decyduje o powodzeniu walki z ryzykiem. Sprowadza się on do podjęcia decyzji w sprawie zminimalizowania ważnych ryzyk. W tym celu można wykorzystać jedną lub więcej z wymienionych niżej pięciu metod.

1. **Ubezpieczenie.** Polega ono na przeniesieniu ryzyka na firmę ubezpieczeniową. W zamian za uiszczoną przez ubezpieczonego czy ubezpieczającego składkę, ubezpieczyciel zobowiązuje się w ustalonym stopniu do pokrycia zaistniałej straty. Szczególną formą w tym względzie jest samoubezpieczenie. Jego istota sprowadza się do przeznaczenia części własnych zasobów na pokrycie ewentualnych szkód majątkowych czy osobowych.

2. **Przeniesienie przyczyny ryzyka na inny podmiot.** W określonej sytuacji może okazać się, że najskuteczniejszym sposobem zmniejszenia ryzyka jest przeniesienie go na inny podmiot. Przykładem może być zlecenie transportu wyrobów, wykonywanego we własnym zakresie, specjalistycznej firmie przewozowej.

3. **Zmniejszenie prawdopodobieństwa zdarzeń.** Może ono polegać na przykład na zainstalowaniu urządzeń monitorujących w posiadanych obiektach czy sprzęcie.

4. **Ograniczenie wielkości strat** związanych ze zdarzeniami mającymi negatywne skutki. W przypadku zagrożenia pożarowego można zmniejszyć potencjalne straty, np. przez wprowadzenie zamkniętych stref, zapobiegających

⁵ E. F. Brigham L.C. Gapenski, Zarządzanie firmami, t. II, PWE, Warszawa 2000, s. 345-346.

rozprzestrzenianiu się ognia czy zainstalowaniu urządzeń przeciwpożarowych na terenie zakładu.

5. Pełna eliminacja działania powodującego ryzyko. Może ona m.in. mieć miejsce wówczas, gdy firma zaprzestaje produkować określone wyroby lub świadczyć usługi, ponieważ ryzyko z tym związane jest potencjalnie większe niż spodziewane korzyści i wpływy.

Szczególne miejsce wśród wymienionych metod zapobiegania lub zmniejszania ryzyka firmy zajmuje ubezpieczenie. Sprowadza się ono do tego, że przy zagrożeniu skutkami zdarzeń losowych wpłaca się składki, a z utworzonego w ten sposób zasobu środków pieniężnych - zwanego funduszem - pokrywa się zaistniałe szkody. Składka ubezpieczeniowa nie ma jednolitej budowy. W praktyce istnieją różne sposoby ustalania składek, a wśród nich najczęściej stosowane są: metoda składki stałej i metoda repartycji.

W literaturze przedmiotu sformułowano rady dotyczące zarządzania ryzykiem dla osób kierujących firmą.⁶ Wskazówki te, w liczbie 20, brzmią następująco:

- 1) należy upewnić się, czy dobrze rozpoznane zostało ryzyko związane z prowadzoną działalnością;
- 2) odpowiedzialność na wyższym szczeblu firmy wymaga sformułowania jasnych zasad postępowania z ryzykiem, które muszą być zrozumiałe dla ogółu pracowników;
- 3) celem zarządzania ryzykiem nie jest jego eliminacja czy ograniczenie lecz odpowiednie nim zarządzanie, uwzględniające potencjalne korzyści wynikające z podejmowania ryzyka;
- 4) w zarządzaniu ryzykiem należy stosować metody naukowe, ale ostateczna decyzja musi być wynikiem osądu, ponieważ zarządzanie ryzykiem jest formą inżynierii finansowej;
- 5) najlepszym zabezpieczeniem przed ryzykiem jest prawidłowy osąd i wdrażanie wynikających z niego konsekwencji przez kierownictwo firmy i ogół pracowników;

⁶ K. Dowd, *Beyond Value at Risk. The New Science of Risk Management*, John Wiley and Sons, Chichester - New York - Weinheim - Brisbane - Singapore - Toronto, 1999, s. 243-244.

- 6) należy śledzić całościowo sytuację i uczyć się na błędach popełnianych przez innych;
- 7) jeśli dostrzeżemy analogie z mankamentami występującymi na zewnątrz, to należy je natychmiast wyeliminować;
- 8) należy koniecznie analizować przypadki innych firm, które poniosły duże straty na skutek złego zarządzania ryzykiem i zabezpieczenia się przed podobną alternatywą;
- 9) przypadek wystąpienia poważnych problemów w zarządzaniu ryzykiem dowodzi, że naczelne kierownictwo błędnie uznało je za rozwiązane;
- 10) ryzyko operacyjne może doprowadzić do upadku firmy, o czym świadczy przypadek banku Barringsa;
- 11) przed ryzykiem operacyjnym najlepiej chronią trzy czynniki: dobre systemy zarządzania, kontrola oraz przewidujący i czujni menedżerowie;
- 12) należy z wielką uwagą śledzić rzeczy oczywiste, takie jak podmioty osiągające nadmierne dochody bez uzasadnionego powodu, podejrzane pozycje w raportach, wahania w stanie zatrudnienia czy spadek obrotów;
- 13) jeśli koszty zarządzania ryzykiem wydają się zbyt wysokie, to należy sobie zdać sprawę z negatywnych konsekwencji braku takowego zarządzania;
- 14) należy współpracować z ludźmi, co do których ma się całkowite zaufanie i na opinii których można polegać, ponieważ dobrzy pracownicy są cenniejsi od dobrych systemów;
- 15) należy mieć stały kontakt z pracownikami odpowiedzialnymi za zarządzanie ryzykiem w firmie, należy wysłuchiwać ich opinii;
- 16) trzeba poświęcić należytą uwagę badaniom zdolności kredytowej;
- 17) obowiązkiem kadry kierowniczej jest bieżące śledzenie spraw firmy;
- 18) systemy zarządzania ryzykiem mają swoje ograniczenia, stąd konieczne jest jeszcze sprecyzowanie ryzyk nie objętych systemem, zwłaszcza w przypadku ryzyka operacyjnego;
- 19) należy okresowo sprawdzać stosowane w firmie systemy zarządzania ryzykiem, zatrudniając ekspertów zewnętrznych oraz dokładnie uwzględniać ustalenia audytorów;

20) zarządzanie ryzykiem nie jest nauką ścisłą.

Polityka firmy, uwzględniająca zasadnicze cele i założenia firmy musi brać pod uwagę odpowiedzi na pytania: czy nie wdraża się nonsensów, czy wprowadzone zasady nie służą wyłącznie asekuracji kierownictwa lub zabezpieczeniu przed pozwem sądowym, czy - wreszcie - odpowiedni priorytet został nadany kwestiom zarządzania ryzykiem?

Wśród metod zarządzania ryzykiem, w firmach i korporacjach szczególną popularność zyskały system zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie ERM (*Enterprise - wide Risk Management*) oraz wspomniana wcześniej VaR.

ERM ma szerokie zastosowanie zarówno przy zarządzaniu ryzykiem rynkowym i kredytowym, jak też kapitałowym czy swapowym. Uważa się, że wprowadzenie ERM jako standardu w większości dużych korporacji jest tylko kwestią czasu. Wynika to stąd, że technologie informacyjne i teoria finansów rozwinęły się w takim stopniu, że przeszkodami we wprowadzeniu zintegrowanych systemów zarządzania ryzykiem nie są względy techniczne czy analityczne, ale organizacyjne i częściowo ekonomiczne.

Główne elementy systemu ERM wiążą się ze scentralizowanym bankiem danych, analityką, monitoringiem i oszacowaniem oraz podejmowaniem decyzji. System ten ma wiele wariantów. W najprostszej postaci może oznaczać przesyłanie informacji w danej firmie. Ale bardziej złożone wersje mogą dotyczyć scentralizowanej kontroli ryzyka współpracy z kontrahentami czy ryzyka wymiany. Ważną różnicą jest też czas uzyskiwania danych w konkretnych firmach. Najbardziej optymalne dla całej firmy jest ciągłe dostarczanie informacji w regularnych odstępach czasu.

Korzyści ze stosowaniem ERM mają różnorodny charakter. Pierwszą z podstawowych jest umożliwienie decydentom podejmowania decyzji uwzględniających szeroki zakres ryzyka. To z kolei sprzyja rozwiązywaniu problemów koordynacji przy zdecentralizowanej strukturze firmy. Drugą jest narzucenie firmie obowiązku gromadzenia danych i ich opracowywanie, co ułatwia monitorowanie i audyt. Trzecią jest udoskonalenie zarządzania kontrolą firmy, co ma szczególne znaczenie w przypadku działalności w wielu branżach i w wielu krajach. Czwartą wreszcie jest dostarczanie potencjalnym inwestorom i otoczeniu bardziej

wiarygodnych informacji na temat ryzyka. W sumie nie ulega wątpliwości, że wcześniejsze stosowanie ERM zapobiegłoby wielu trudnościom organizacyjnym i finansowym, a nawet bankructwom.

VaR ma niezbyt odległą historię, chociaż prace nad wewnętrznymi modelami oceny ryzyka firm podjęto na przełomie lat 1970-tych i 1980-tych. Szczególna rola w tym procesie przypadła systemowi Risk Metrics, opracowanemu w firmie J. P. Morgan.⁷ Prezes firmy Dennis Weatherstone zobowiązał pracowników, aby dostarczali mu dzienny jednostronicowy raport ze wskazaniem na ryzyko i potencjalne straty w portfelu inwestycyjnym w ciągu doby. Raport był dostarczany codziennie po zakończeniu notowań. Realizacja polecenia wymagała opracowania systemu oceny ryzyka różnych pozycji firmy, a także jej zespolenia w jednolitą ocenę. Zastosowano VaR. W ten sposób określono maksymalną stratę jaka mogła być poniesiona następnego dnia. Wymagało to wyboru konwencji oceny, ustalenia założeń statystycznych, procedury obliczeń zmienności i korelacji, skonstruowania zestawu danych.

Firma Morgana zdecydowała się w październiku 1994 roku powszechnie udostępnić system Risk Metrics oraz bezpłatnie udostępnić potrzebne dane w internecie. Był to moment przełomowy dla rozwoju systemów VaR, ponieważ programiści mieli do dyspozycji dane, których nie byłoby w stanie przygotować. W rezultacie przyswajanie VaR przebiegało bardzo szybko, szczególnie wśród takich firm jak domy maklerskie, fundusze emerytalne, banki i inne instytucje finansowe.

Praktyka dowiodła, że VaR ma wiele plusów. A oto najważniejsze z nich.⁸ Metoda pozwala kierownictwu lepiej zarządzać ryzykiem. Zapewnia lepszy system kontroli, pozwalający zapobiegać popełnianiu błędów i oszustwom. Czyni ryzyko bardziej zrozumiałym oraz traktuje je w sposób zintegrowany. Doskonali proces podejmowania decyzji. Ze względu na efekty, pozwala stworzyć nowy system wynagrodzeń dla podejmujących ryzyko maklerów czy menedżerów, zniechęcający ich do podejmowania ryzykownych decyzji. Wreszcie, systemy oparte na metodzie VaR mogą być wykorzystywane do oceny różnego rodzaju ryzyk i ich integracji, co

⁷ K. Dowd, *Beyond Value at Risk. The New Science of Risk Management*, s. 18-19.

⁸ K. Dowd, *Beyond Value at Risk. The New Science of Risk Management*, s. 15-16.

stwarza podstawy do lepszego strategicznego zarządzania i planowania finansowego.

Zdefiniowane trzy ograniczenia VaR obejmują:

- dokonywanie prognoz na podstawie danych z przeszłości, co umożliwia nieprzewidywalne wydarzenia;
- opieranie się na założeniach, które mogą się nie spełnić w pewnych warunkach;
- metodą VaR mogą posługiwać się tylko osoby, które ją w pełni znają, ponieważ nawet słaby system VaR może być efektywnym narzędziem w dobrych rękach i odwrotnie.

3. SYSTEMY KONTROLI

3.1. KONTROLA I JEJ RODZAJE

Działalność gospodarcza firm powinna podlegać kontroli. Z interesującego nas punktu widzenia szczególnie istotna jest kontrola finansowa. Jest ona jednym ze środków działania zmierzających do ustalenia zgodności między stanem rzeczywistym a stanem, jaki powinien występować w dziedzinie finansów. Obejmuje ona ustalenie stanu obowiązującego i rzeczywistego, porównanie stanu rzeczywistego z obowiązującym oraz wyjaśnienie przyczyn stwierdzonej niezgodności.

Kontrola finansowa obejmuje dynamiczne operacje finansowe, takie jak przelewy pieniężne oraz operacje statyczne, takie jak przechowywanie pieniędzy. Obejmuje ona również dochody i wydatki oraz odpowiadające im operacje materialne, przykładowo nabywanie czy zbywanie towarów. Przedmiotem kontroli są wreszcie wyniki gospodarcze i finansowe.

W literaturze przedmiotu sformułowano zasady i rodzaje kontroli finansowej.⁹ Wśród podstawowych zasad można wymienić: jej programowany charakter, precyzyjność, powiązanie z kontrolowaną działalnością, utrwalenie w formie pisemnej i wykorzystanie jej ustaleń. Zaleca się przy tym, aby uprawnienia kontrolującego były odpowiednio szerokie oraz aby istniała współpraca pomiędzy nim a kontrolowanym.

Lista podstawowych rodzajów kontroli finansowej obejmuje:

- wstępną i następną, według czasu wykonywania kontroli w stosunku do czynności kontrolowanej;
- faktyczną i dokumentalną, według sposobu ustalania stanu rzeczywistego;

⁹ L. Kurowski, *Kontrola finansowa*, [w:] *Leksykon finansowo-bankowy*, PWE, Warszawa 1991, s. 182-183.

- merytoryczną i formalną, według przedmiotu kontroli, którym może być bądź sama operacja finansowa lub jej rezultaty, bądź też dokument odtwarzający określoną operację bądź jej rezultaty;
- merytoryczną i formalną, według miejsca jej wykonania;
- pełną, odcinkową, całkowitą, wrywkową, w zależności od zakresu;
- z góry ustaloną i pozaplanową, w zależności od sposobu organizacji.

W praktyce funkcjonowania firm, kontrola oraz działania pokontrolne wykonywane są przez te same osoby lub przez różne osoby, ale w ramach tej samej instytucji. Efektem tego jest włączanie do pojęcia kontroli działań związanych z wprowadzeniem w życie decyzji pokontrolnych. Występuje wówczas włączenie do kontroli działań z dziedziny organizacji i zarządzania. Sytuacja taka występuje w krajach anglosaskich, w których termin *control* oznacza bardziej zarządzanie z podkreśleniem elementu nadzoru hierarchicznego. Nadzór ten wynika z kolei z podziału i organizacji pracy w ramach układu strukturalnego kierowania firmą. W rezultacie, w teorii i praktyce zachodniej wyodrębnia się kontrolę organizacyjną, proceduralną oraz informacyjne systemy kontroli.

3.2. KONTROLA SKARBOWA FIRM W PRAKTYCE POLSKIEJ

W polskiej praktyce najistotniejszą rolę w przypadku firm pełni kontrola skarbową, która jest uregulowana ustawowo. Celem kontroli skarbowej jest ochrona interesów i praw majątkowych Skarbu Państwa oraz zapewnienie skuteczności wykonywania zobowiązań podatkowych i innych należności stanowiących dochód budżetu państwa lub państwowych funduszy celowych. Celem jej jest również badanie, czy gospodarowanie mieniem innych państwowych osób prawnych jest zgodne z prawem. Natomiast celem kontroli podatkowej jest sprawdzanie wywiązywania się kontrolowanych z obowiązków wynikających z przepisów prawa podatkowego. Do zakresu kontroli skarbowej należy:

- kontrola rzetelności deklarowanych podstaw opodatkowania oraz prawidłowości obliczania i opłacania podatków stanowiących dochód budżetu państwa, a także innych należności pieniężnych budżetu państwa lub państwowych funduszy celowych;
- ujawnienie i kontrola nie zgłoszonej do opodatkowania działalności gospodarczej, a także dochodów nie mających pokrycia w ujawnionych

źródłach przychodu;

- kontrola celowości i zgodności z prawem gospodarowania środkami pochodzącymi z budżetu państwa, środkami państwowych jednostek budżetowych i państwowych jednostek gospodarki pozabudżetowej oraz środkami państwowych funduszy celowych, zarówno u przekazujących, jak i otrzymujących te środki;
- badanie celowości w czasie podejmowania decyzji i zgodności z prawem wykorzystania i rozporządzania mieniem państwowym, a w szczególności ujawnianie niedoborów, a także innych szkód w tym mieniu;
- kontrola źródeł pochodzenia majątku, w przypadku niezgłoszenia do opodatkowania działalności gospodarczej, a także dochodów nie znajdujących pokrycia w ujawnionych źródłach przychodów;
- wykonywanie szczególnego nadzoru podatkowego.

W ramach kontroli skarbowej badaniu podlega również rzetelność deklarowanych podstaw opodatkowania oraz prawidłowość obliczania i wpłacania zobowiązań podatkowych stanowiących dochód gminy.

Ustawowy zakres kontroli skarbowej znacznie wykracza poza gospodarkę budżetową oraz kontrolę majątku. W granicach i na zasadach określonych odrębnymi przepisami obejmuje ona badania prawidłowości stosowania cen urzędowych, a także cen umownych w zakresie objętym ograniczeniami swobodnego kształtowania ich poziomu. I wreszcie, przedmiotem jej może być badanie prawidłowości obrotu dewizowego.

Kontroli skarbowej podlegają zobowiązani do świadczeń pieniężnych na rzecz Skarbu Państwa lub państwowych funduszy celowych, wydatkujący środki z budżetu państwa oraz władający i zarządzający mieniem państwowym. Kontroli tej podlegają również płatnicy i inkasenci podatków i innych obligatoryjnych płatności.

Kontrola skarbową jest sprawowana przez organy kontroli skarbowej. Mogą one również prowadzić - w trybie i na zasadach określonych w odpowiednich przepisach - dochodzenie w sprawach karnych skarbowych oraz w sprawach o przestępstwa na szkodę Skarbu Państwa.

Organy administracji państwowej i samorządowej oraz inne państwowe i gminne jednostki organizacyjne są obowiązane współdziałać i udzielać organom

kontroli skarbowej pomocy technicznej przy wykonywaniu zadań określonych w ustawie. Organy kontroli skarbowej są upoważnione do korzystania z będących w posiadaniu organów podatkowych informacji o podatnikach.

Istnieją trojaki rodzaj organy kontroli skarbowej. Pierwszym naczelnym organem jest Minister Finansów. Drugim - Generalny Inspektor Kontroli Skarbowej, powoływany i odwoływany przez premiera na wniosek Ministra Finansów. Trzecim są inspektorzy kontroli skarbowej, których powołuje i odwołuje Generalny Inspektor Kontroli Skarbowej.

Jednostkami organizacyjnymi kontroli skarbowej są urzędy kontroli skarbowej i Ministerstwo Finansów. Siedziby, terytorialny zasięg działania urzędów kontroli skarbowej i ich organizację określa Minister Finansów.

Właściwość miejscową inspektorów określa się według terytorialnego zasięgu działania urzędu kontroli skarbowej. Inspektorzy zatrudnieni w Ministerstwie Finansów są uprawnieni do prowadzenia kontroli w całej Polsce. Generalny Inspektor Kontroli Skarbowej może wyznaczyć inspektora zatrudnionego w urzędzie kontroli skarbowej do przeprowadzenia kontroli poza obszarem jego właściwości miejscowej.

Generalny Inspektor Kontroli Skarbowej sprawuje nadzór nad działalnością inspektorów kontroli skarbowej oraz pracowników operacyjnych i organizuje ich szkolenia. Określa on zadania i sprawuje nadzór nad urzędami kontroli skarbowej oraz organizuje w nich system informacji. W uzasadnionych przypadkach może zmienić inspektora prowadzącego postępowanie kontrolne. Analizuje też wyniki działalności kontroli skarbowej i przedstawia Ministrowi Finansów propozycje ich wykorzystania. Uczestniczy także w pracach międzynarodowych organizacji i instytucji zajmujących się kontrolą skarbową.

Urzędami kontroli skarbowej kierują dyrektorzy, powołani spośród inspektorów przez Ministra Finansów na wniosek Generalnego Inspektora Kontroli Skarbowej. Organizują oni pracę urzędu, ustalają plany kontroli, są przełożonymi zatrudnionych tam inspektorów i upoważniają ich do przeprowadzenia kontroli. W uzasadnionych przypadkach, dyrektor dokonuje zmiany inspektora prowadzącego postępowanie kontrolne i może podawać do wiadomości publicznej zbiorcze informacje dotyczące działalności kontroli skarbowej na terenie objętym zasięgiem działania urzędu kontroli skarbowej.

Inspektor prowadzi samodzielne postępowanie kontrolne. Do jego wyłączenia stosuje się odpowiednio przepisy art. 130 Ordynacji podatkowej, a w postępowaniu karnym skarbowym - art. 131 i 136 ustawy karnej skarbowej. Inspektor może powierzyć pracownikom urzędu dokonywanie czynności kontrolnych pod swoim nadzorem. Nie może to jednak dotyczyć: zażądania inwentaryzacji, przesłuchań, podpisywania wyników kontroli, wydawania decyzji, wszczynania dochodzeń karnych, karnych skarbowych, podpisywania aktów oskarżenia, czy wniosków o ukaranie.

Inspektorem może być wyłącznie obywatel polski, który korzysta z pełni praw cywilnych i obywatelskich, ma nienaganną opinię i nie był karany za przestępstwo z winy umyślnej. Musi posiadać wyższe wykształcenie o specjalności przydatnej do wykonywania kontroli skarbowej, być zatrudniony przez odpowiedni okres w organach administracji podatkowej i musi złożyć egzamin kwalifikacyjny. Inspektorzy oraz inni pracownicy jednostek organizacyjnych kontroli skarbowej korzystają przy wykonywaniu czynności z ochrony przewidzianej w kodeksie karnym dla funkcjonariuszy publicznych.

Inspektor wszczyna postępowanie kontrolne po uprzednim pokazaniu kontrolowanemu legitymacji służbowej i upoważnienia do przeprowadzenia kontroli z równoczesnym wręceniem zawiadomienia o wszczęciu postępowania kontrolnego. W przypadku nieobecności kontrolowanego czynności kontrolne mogą być przeprowadzane po okazaniu wymienionych dokumentów osobie zastępującej kontrolowanego, jego pracownikowi bądź przywołanemu świadkowi. Z czynności tych sporządza się protokół i niezwłocznie przedstawia kontrolowanemu.

Upoważnienie do przeprowadzenia kontroli jest wydawane przez dyrektora lub Generalnego Inspektora Kontroli Skarbowej. Określa się w nim imię i nazwisko inspektora, numer jego legitymacji służbowej, oznaczenie kontrolowanego i termin ważności upoważnienia. Ministerstwo Finansów określa wzory legitymacji pracowników jednostek organizacyjnych kontroli skarbowej.

Zawiadomienie o wszczęciu postępowania kontrolnego wystawia inspektor. Zawarte w nim jest jego imię, nazwisko oraz nazwiska pracowników jednostki organizacyjnej kontroli skarbowej, wykonujących czynności kontrolne. W zawiadomieniu uwidoczniony też jest przewidywany czas trwania kontroli, miejsce i zakres jej prowadzenia oraz prawa i obowiązki kontrolowanego. Inspektor ma

ustawowy obowiązek zapoznać kontrolowanego z jego prawami i obowiązkami, a kontrolowany potwierdza podpisem na zawiadomieniu, że się z nimi zapoznał.

Jeżeli okoliczności faktyczne uzasadniają niezwłoczne podjęcie kontroli, to postępowanie kontrolne może być wszczęte po okazaniu legitymacji służbowej. W takim przypadku kontrolowanemu należy niezwłocznie doręczyć upoważnienie do przeprowadzenia kontroli oraz zawiadomienie o wszczęciu postępowania kontrolnego. Inspektor może zawiesić postępowanie, jeżeli w ciągu 14 dni od jego wszczęcia nie ustali danych identyfikujących kontrolowanego. Z tych samych przyczyn inspektor może umorzyć postępowanie, jeżeli od jego wszczęcia upłynęło co najmniej 30 dni. Umorzone postępowanie może być jednak podjęte w każdym czasie, gdy ustali się osobę, w stosunku do której może być prowadzone postępowanie kontrolne.

Czynności kontrolne prowadzone są przede wszystkim w siedzibie kontrolowanego oraz w innych miejscach związanych z prowadzoną przez niego działalnością i w godzinach jej prowadzenia. Siedzibą może być również lokal mieszkalny. Inspektor, za zgodą prokuratora, może dokonać czynności kontrolnych w lokalu, w którym zamieszkuje osoba fizyczna zobowiązana do uiszczania należności pieniężnych. Jest tak w razie uzyskania wiarygodnych wiadomości, że osoba ta nie zgłosiła osiągniętych przychodów do opodatkowania lub zgłosiła je w niepełnej wysokości. Z czynności tych sporządza się protokół, który wymaga zatwierdzenia prokuratora. Do inspektorów odnoszą się w takiej sytuacji, dotyczące policji, przepisy kodeksu postępowania karnego o przeszukaniu.

Na żądanie inspektora kontrolowany będący osobą fizyczną jest obowiązany do złożenia oświadczenia o stanie majątkowym na określony dzień. Występuje to wówczas, gdy z toczącego się postępowania wynika, iż kontrolowany nie ujawnił wszystkich obrotów lub przychodów mających istotne znaczenie dla ustalenia wysokości zobowiązania podatkowego. Do oświadczeń tych stosuje się przepis art. 247 kodeksu karnego, o czym należy pouczyć kontrolowanego.

Kontrolowany jest obowiązany umożliwić inspektorowi dokonanie czynności kontrolnych. W związku z powyższym jest zobowiązany do:

- udostępnienia obiektów, urządzeń i składników majątkowych, których badanie wchodzi w zakres kontroli skarbowej;

- zapewnienia wglądu w dokumentację i prowadzoną ewidencję, objęte zakresem kontroli;
- sporządzenia kopii dokumentów określonych przez kontrolującego;
- zapewnienia warunków do pracy, w tym, w miarę możliwości, udostępnienia samodzielnego pomieszczenia i miejsca do przechowywania dokumentów;
- umożliwienia fotografowania i filmowania oraz dokonywania nagrań dźwiękowych, jeżeli mogą one stanowić dowód lub przyczynić się do utrwalenia dowodu w sprawie, będącej przedmiotem kontroli;
- udostępnienia środków łączności, a w przypadku, gdy kontrolowanym jest przedsiębiorca gospodarczy - także innych środków technicznych;
- przedstawienia na żądanie inspektora tłumaczenia na język polski dokumentacji finansowo-księgowej sporządzonej w języku obcym;
- przeprowadzenia inwentaryzacji na żądanie i w niezbędnym zakresie, który określa inspektor.

Inspektor oraz osoby dokonujące czynności kontrolnych na podstawie legitymacji służbowej są uprawnione do wstępu oraz poruszania się po terenie jednostki kontrolowanej. Nie muszą uzyskiwać przepustki; nie podlegają rewizji osobistej przewidzianej w regulaminie wewnętrznym tej jednostki. Podlegają natomiast przepisom bhp obowiązującym w kontrolowanej jednostce.

W sprawach objętych zakresem kontroli kontrolowany ma obowiązek, w wyznaczonym terminie, udzielić wyjaśnień lub dostarczyć żądany dokument inspektorowi lub innym osobom dokonującym czynności kontrolnych. W toku czynności kontrolnych inspektorowi przysługują następujące kompetencje:

- badanie dokumentów i ewidencji objętych zakresem kontroli;
- zabezpieczenie zebranych dowodów;
- zarządzenie inwentaryzacji wraz z rozliczeniem jej wyniku;
- dokonywanie oględzin;
- legitymowanie osoby w celu ustalenia tożsamości, jeżeli jest to niezbędne dla potrzeb kontroli;
- przesłuchiwanie świadków;
- zasięganie opinii biegłych;
- zbieranie innych, niezbędnych materiałów w zakresie objętym kontrolą;
- przesłuchiwanie kontrolowanego w charakterze strony, jeżeli po

wyczerpaniu środków dowodowych lub z powodu ich braku pozostały nie wyjaśnione okoliczności mające znaczenie dla postępowania kontrolnego.

W wymienionych wyżej czynnościach ma prawo uczestniczyć kontrolowany lub osoba przez niego wskazana.

Kontrolowany powinien być powiadomiony o miejscu i terminie przeprowadzenia dowodu ze świadków, biegłych lub oględzin w sposób umożliwiający mu udział w przeprowadzeniu tych dowodów nie później niż przed podjęciem tych czynności. Inspektor prowadzący u kontrolowanego postępowanie kontrolne może - po okazaniu legitymacji służbowej - dokonać sprawdzenia prawidłowości i rzetelności badanych dokumentów u kontrahentów kontrolowanego, prowadzących działalność gospodarczą, bez względu na ich siedzibę. Z czynności tych sporządza się protokół, który podpisują osoby obecne przy dokonywaniu tych czynności.

Czynności kontrolne, które mają znaczenie dla ustalenia wyniku, podlegają dokumentowaniu. Zakres tych czynności ustala inspektor. Formą dokumentowania jest przede wszystkim sporządzanie protokołów z: badania dokumentów, ewidencji zabezpieczania dokumentów, dowodów rzeczowych, inwentaryzacji oględzin i przesłuchania świadków. Kontrolowany lub zastępująca go osoba może w ciągu 3 dni od dnia podpisania protokołu złożyć na piśmie wyjaśnienia bądź zgłosić zastrzeżenia do treści protokołu. W takiej sytuacji inspektor obowiązany jest ustosunkować się do nich bez zbędnej zwłoki w formie odpowiedniej adnotacji.

Po zgromadzeniu dokumentacji czynności kontrolnych inspektor zapoznaje kontrolowanego z treścią dokumentów i ustaleniami kontroli. Z czynności tych sporządza się adnotację, podpisywaną przez kontrolowanego. Może on w terminie 3 dni od dnia zapoznania się z dokumentacją i ustaleniami kontroli żądać na piśmie:

- 1) uzupełnienia tej dokumentacji przez wskazanie czynności kontrolnych, które należałoby podjąć, i dokumentów, które należałoby włączyć do akt sprawy;
- 2) przeprowadzenia ponownej oceny zebranej dokumentacji z punktu widzenia możliwości weryfikacji ustaleń kontroli.

Inspektor jest zobowiązany do rozpatrzenia takich zastrzeżeń w terminie 3 dni i zawiadomienia kontrolowanego o sposobie ich załatwienia.

Po rozpatrzeniu zastrzeżeń, inspektor wydaje decyzję lub decyzje w rozumieniu przepisów Ordynacji podatkowej, gdy ustalenia dotyczą podatków i innych należności budżetowych, których określenie lub ustalenie należy do właściwości urzędów skarbowych. Przy określaniu podstaw opodatkowania organowi kontroli skarbowej przysługują uprawnienia organu podatkowego. Decyzję wręcza się kontrolowanemu oraz właściwemu urzędowi skarbowemu reprezentującemu Skarb Państwa, który staje się wierzycielem obowiązków wynikających z tej decyzji.

Od decyzji służy odwołanie do dwu organów. Pierwszym jest izba skarbowa właściwa dla podatnika, płatnika lub inkasenta, jeżeli decyzję wydał inspektor zatrudniony w urzędzie kontroli skarbowej. Drugim jest Generalny Inspektor Kontroli Skarbowej, jeżeli decyzję wydał inspektor zatrudniony w Ministerstwie Finansów, Odwołanie wnosi się za pośrednictwem inspektora, który wydał decyzję, w terminie 14 dni od dnia jej doręczenia". Do uchylenia, zmiany lub stwierdzenia nieważności decyzji ostatecznej inspektora właściwy jest Generalny Inspektor Kontroli Skarbowej. Przy wznowieniu postępowania stosuje się przepisy kodeksu postępowania administracyjnego.

Wynik kontroli powinien zawierać oznaczenie organu kontroli skarbowej i kontrolowanego, datę wydania i zakres kontroli, powołanie podstawy prawnej, końcowe ustalenia i wnioski, termin usunięcia nieprawidłowości oraz pieczęć urzędową i podpis inspektora. Jeżeli wynik zawiera ustalenia obejmujące zagadnienia należące do właściwości różnych organów, to każdemu z tych organów doręcza się wyciąg i dokumentację zawierającą ustalenia w sprawie, w której właściwy jest ten organ. Kontrolowany obowiązany jest - w ciągu 30 dni od wskazanego w wyniku kontroli terminu usunięcia nieprawidłowości - poinformować organ kontroli skarbowej o sposobie usunięcia wskazanych nieprawidłowości.

Może się zdarzyć, że w trakcie kontroli stwierdzono nieprawidłowości w ustalaniu lub poborze zobowiązań podatkowych przez organy gminy. W takiej sytuacji Generalny Inspektor lub dyrektor urzędu kontroli skarbowej zawiadamiają o tym właściwą izbę obrachunkową.

Na pisemne żądanie Generalnego Inspektora Kontroli Skarbowej lub dyrektora urzędu kontroli skarbowej, wydane w związku z wszczętym postępowaniem w sprawie karnej skarbowej, określone instytucje obowiązane są do przekazania informacji dotyczących podejrzanego. Są to banki, przedsiębiorstwa maklerskie i

towarzystwa funduszy powierniczych. Tryb występowania i okoliczności towarzyszące takiemu postępowaniu określone są przepisami.

Informacje uzyskane w powyższym trybie mogą być udostępniane wyłącznie ściśle określonym instytucjom i organom. Są to:

- Minister Finansów, Generalny Inspektor Kontroli Skarbowej i izba skarbową dla celów postępowania podatkowego lub karnego skarbowego;
- urzędy skarbowe albo inne organy kontroli skarbowej w związku z wszczętym, na podstawie uprzednio wydanego postanowienia, postępowaniem podatkowym albo w związku z wszczętym postępowaniem kontrolnym lub karnym skarbowym;
- Naczelny Sąd Administracyjny, w razie złożenia przez stronę skargi;
- Minister Sprawiedliwości, Pierwszy Prezes Sądu Najwyższego, Prezes Naczelnego Sądu Administracyjnego w związku zbadaniem sprawy w celu złożenia rewizji nadzwyczajnej;
- Rzecznik Praw Obywatelskich, jeżeli strona wniesie podanie rewizji nadzwyczajnej;
- Prokurator Generalny w związku z badaniem sprawy w celu złożenia rewizji nadzwyczajnej lub na wniosek właściwego prokuratora;
- Sąd Najwyższy w związku z rozpoznaniem rewizji nadzwyczajnej.

W 1997 roku wprowadzono zasadę, że na żądanie dyrektora urzędu kontroli skarbowej wydawca i redaktor dziennika lub czasopisma są obowiązani do udzielenia posiadanych informacji o nazwach i adresach przedsiębiorców lub nazwiskach i adresach osób fizycznych, które zamieszczają odpłatne ogłoszenia i reklamy w sprawach działalności gospodarczej. Równocześnie, art. 35a ustawy o kontroli skarbowej stanowi, że kto, będąc zobowiązany do zachowania tajemnicy skarbowej, ujawnia informacje objęte tą tajemnicą, podlega karze pozbawienia wolności do lat 3. Jednocześnie, kto, będąc zobowiązany do zachowania tajemnicy skarbowej, ujawnia informacje pozyskane od banków, domów maklerskich i funduszy powierniczych, podlega karze pozbawienia wolności od 6 miesięcy do 5 lat. Jeżeli sprawca ujawniający tajemnice skarbowe działał nieumyślnie, to podlega karze pozbawienia wolności do lat dwu.

4. WPROWADZENIE DO ZARZĄDZANIA SKARBEM

4.1. PODEJŚCIA DO PLANOWANIA I KONTROLI

Celem tej części jest przedstawienie typowych zadań i problemów, z którymi ma do czynienia skarbnik korporacji międzynarodowej. Czyniąc to, będziemy się starali pozostać możliwie blisko praktycznych aspektów pracy skarbnika.

W nowoczesnej literaturze na temat finansów korporacji międzynarodowych widoczna jest tendencja do stwarzania wrażenia, że do rozwiązywania problemów dotyczących skarbu przedsiębiorstwa konieczne są wyłącznie bardzo wyrafinowane narzędzia. Według byłego Wiceprezydenta do spraw Finansów Nokia Corporation, Pana Jormy Ollila, szkoły biznesu zdają się produkować absolwentów, którzy błędnie wierzą, że głównym zadaniem skarbnika korporacji międzynarodowej jest wycenianie opcji i spożywanie obiadków z bankierami.

Jest rzeczą naturalną, że autorzy akademicki pracują z wykorzystaniem wymyślnych narzędzi. W ten sposób znajdują uznanie w swoich kręgach. Zarazem, dla dobra wiedzy, muszą oni pracować nad problemami z pogranicza teorii i praktyki oraz różnych dziedzin nauki. Co więcej, główna różnica między salą wykładową a biurem skarbnika korporacji międzynarodowej dotyczy dostępności informacji. Na zajęciach zawsze otrzymujemy dane potrzebne do rozwiązania problemu od ręki. W biurze skarbnika, najtrudniejsze zadania są często związane z tworzeniem i działaniem systemów gromadzenia danych niezbędnych do podejmowania decyzji.

Ponieważ struktura korporacji międzynarodowych ulega w krótkich odstępach czasu istotnym zmianom w rezultacie fuzji i przejęć, podziałów, wprowadzania nowych produktów, rezygnacji ze starych serii produktów itp., z tego wynika, że skarbnik musi być gotowy do niemal ciągłego rewidowania wykorzystywanych systemów. Ten wymóg czyni działalność skarbnika jeszcze trudniejszą.

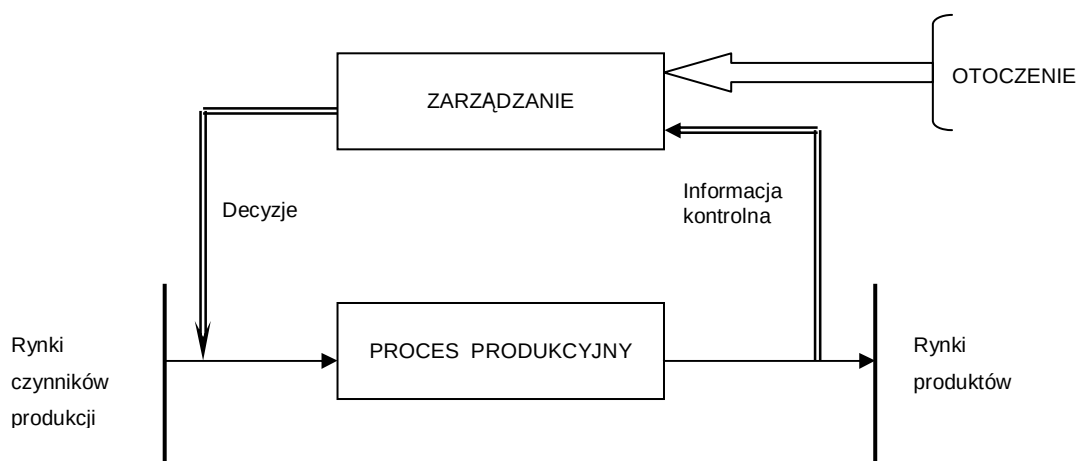
Jak skarbnik powinien podchodzić do swojego zadania identyfikowania problemów, projektowania i wdrażania systemów informacyjnych potrzebnych do gromadzenia niezbędnych danych oraz do uzyskania instrumentarium niezbędnego do rozwiązywania tych problemów?

Jeśli chodzi o instrumentarium, postaramy się przyjrzeć różnym dyscyplinom naukowym, które zajmują się przedsiębiorstwem. Moglibyśmy na przykład spróbować przyjąć mikroekonomiczną teorię firmy jako punkt wyjścia. Jak dobrze wiadomo, krzywa popytu z mikroekonomicznej teorii popytu służyła jako punkt wyjścia całemu wachlarzowi modeli marketingowych. Podobnie krzywe całkowitych przychodów i całkowitych kosztów z teorii kosztów stanowiły punkt wyjścia dla schematu punktu zrównania (*breakeven*) w rachunkowości zarządczej. Być może, powinniśmy wykorzystać model mikroekonomiczny również do stworzenia instrumentarium dla skarbnika.

Niestety modele mikroekonomiczne nie są zbyt powiązane z pracą skarbnika, ponieważ mają tendencję do ujmowania świata w sposób statyczny i rozpatrują tylko jednowariantowe decyzje. Co ważniejsze, nie rozważają wyraźnie przepływów finansowych, ale zdają się ukazywać je za pośrednictwem fizycznych przepływów produktów i czynników produkcji.

Ponieważ skarbnik potrzebuje systemów gromadzenia danych, można by sądzić, że warto również rozważyć modele teorii informacji w firmie. Teoria informacji zwykle zajmuje się aspektem czasu w przepływach informacji, i stąd przyjmuje dynamiczną wizję świata.

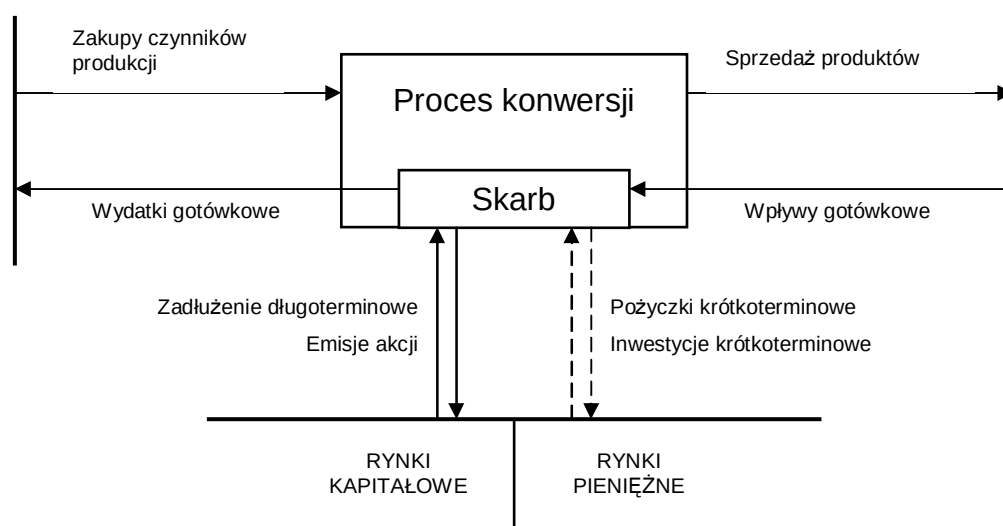
Schemat 4.1. Obraz firmy z punktu widzenia systemów informacyjnych zarządzania.



W dodatku podejście wykorzystujące systemy informacji zajmuje się użyciem zarówno informacji z otoczenia, jak i wewnętrznej jako podstawy decyzji zarządczych. Jak wynika z następnych rozdziałów, jednym z najważniejszych, ale i najtrudniejszych, zadań skarbnika jest gromadzenie i analiza danych zewnętrznych. W tym zakresie punkt widzenia nauki systemów informacji zarządczej wydaje się być wielce przydatny dla skarbnika. Modele teorii informacji są zwykle budowane przez osoby o przygotowaniu z dziedziny nauk o zarządzaniu i organizacji, a one zwykle poświęcają przepływowi pieniężnym bardzo niewiele uwagi lub je ignorują. Niewiele można się zatem nauczyć z literatury o systemach informacji, praktycznie przydatnego w pracy skarbnika korporacji międzynarodowej.

Możemy wreszcie poszukać wsparcia w dziedzinie rachunkowości finansowej. Rachunkowość finansowa przyjmuje za punkt wyjścia mikroekonomiczny model firmy i dodaje do tego przepływy pieniężne. Korzysta ona jedynie z danych, które mają wyraz pieniężny. Jest prawdą, że systemy informacyjne stworzone do generowania i zapisu danych z rachunkowości finansowej są również intensywnie wykorzystywane do gromadzenia wewnętrznych informacji potrzebnych w komórce skarbu. Jednakże systemy rachunkowości finansowej nie mogą służyć jako wyłączne źródło informacji dla skarbu, z wielu różnych powodów.

Schemat 4.2. Księgowe podejście do firmy.

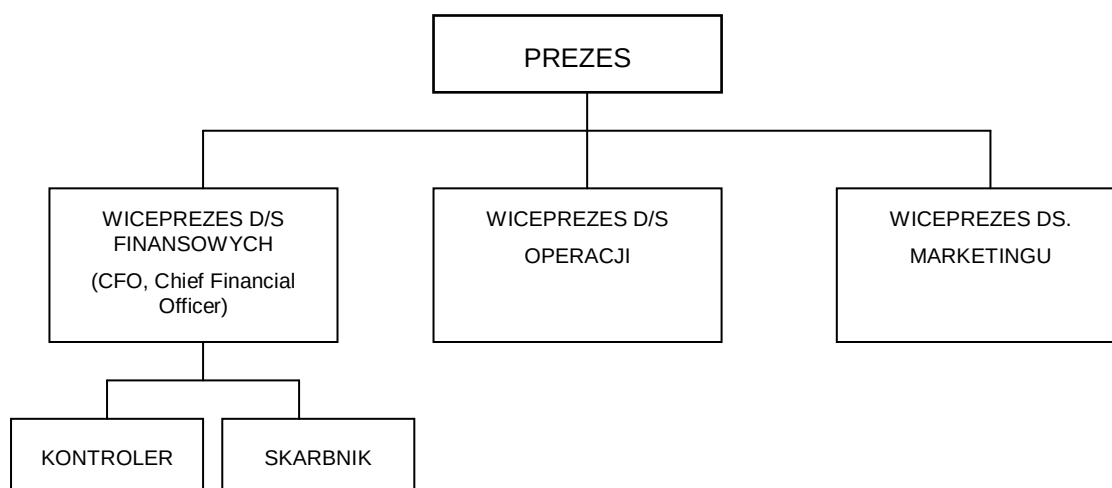


Najbardziej oczywistym ograniczeniem systemów rachunkowości finansowej jest to, że operują danymi historycznymi, podczas gdy skarbnikowi są z reguły

niezbędne prognozy na przyszłość. Po drugie, same dane rachunkowości finansowej nie są wystarczające, ponieważ nie obejmują informacji ze środowiska działania firmy. Po trzecie, rachunkowość ta tradycyjnie odnotowuje informacje uzyskane z rynków gotówkowych i często lekceważy właściwe wykorzystanie informacji z rynków niegotówkowych (np. rynki *futures* i opcji). Rachunkowcy okazali się bardzo powolni w odpowiednim włączaniu informacji o instrumentach stosowanych przez skarb do struktury rachunkowości. Co więcej, gdy spojrzymy na końcowy produkt systemu rachunkowości finansowej, skonsolidowaną sprawozdawczość finansową korporacji, musimy pamiętać, że księgowi wyeliminowali w procesie konsolidacji przepływy i salda wewnątrz i pomiędzy składowymi korporacji, które akurat znajdują się w centrum uwagi biura skarbnika.

Jeśli spojrzymy na korporacje przemysłowe z punktu widzenia ich struktur organizacyjnych, potwierdza się, że skarbnik jest ulokowany blisko kontrolera, czyli osoby odpowiedzialnej za funkcje księgowe. Można zatem nazwać księgowych i skarbników krewnymi, chociaż bardzo dalekiego stopnia.

Schemat 4.3. Organizacyjne ujęcie firmy.



Nowoczesne struktury organizacyjne uznają zwykle biuro skarbnika za obszar funkcjonalny, który jest odrębny od biura kontrolera na poziomie centrali korporacji. Na niższych szczeblach organizacji, na przykład na poziomie fabryki firmy macierzystej lub poszczególnych filii, jedna osoba jest często odpowiedzialna zarówno za zadania skarbnika, jak i kontrolera. W mniejszych jednostkach taki układ

jest konieczny z przyczyn ekonomicznych, gdyż wypłacanie pensji wielu drogim specjalistom przekracza ich możliwości finansowe.

Funkcje skarbnika i kontrolera są również powiązane na najwyższym szczeblu struktury organizacyjnej ze względu na fakt, że obaj urzędnicy zwykle odpowiadają przed tą samą władzą wykonawczą, która może być zwana *Chief Financial Officer* (CFO, czyli Główny Urzędnik Finansowy) lub *Financial Director* (Dyrektor Finansowy). Istnieją jednakże organizacje, w których zarówno skarbnik, jak i kontroler odpowiadają bezpośrednio przed Prezesem Zarządu (*President of the Board of Directors*).

Jak zostanie omówione bardziej szczegółowo w dalszej części, niektóre firmy mają także trzecią jednostkę finansów spółki (*Corporate Finance*), odpowiadającą przed CFO. Z tego wynika, że szczegółowy opis obowiązków skarbnika będzie się różnił w zależności od struktury korporacji.

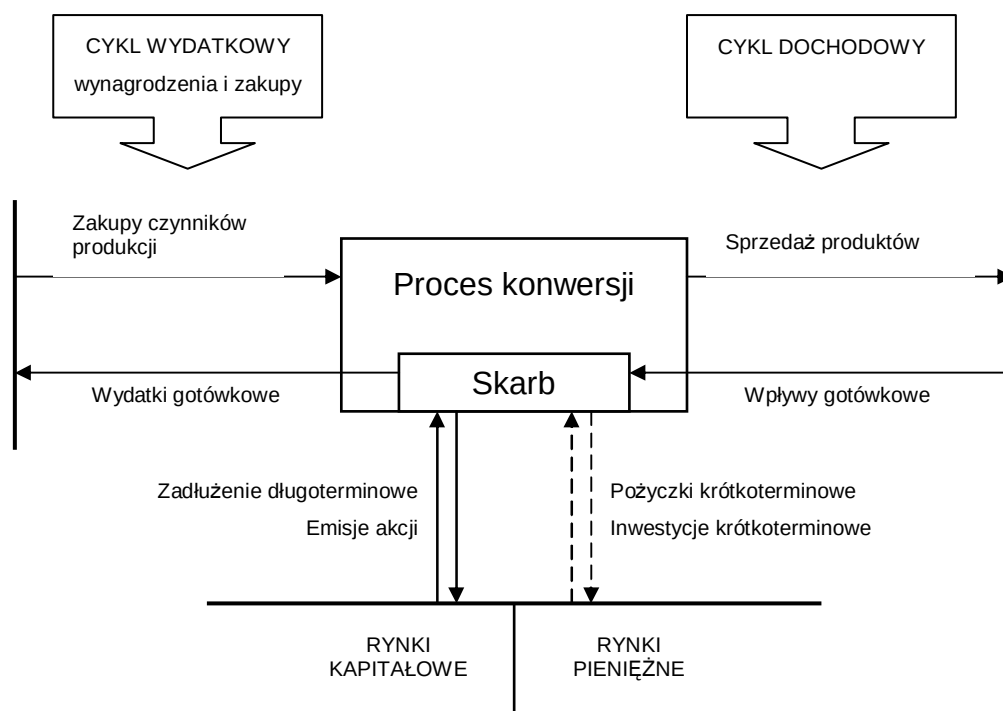
Spróbujemy zdefiniować zadania skarbnika, przyglądając się wpierw bliżej rachunkowemu podejściu w przypadku jednooddziałowej firmy działającej w środowisku jednej waluty, a następnie rozszerzając obowiązki przez włączenie przepływów walutowych w korporacjach międzynarodowych, a także przez dodanie szczególnych transakcji finansowych (transakcji na rynkach *futures* i opcji) do tradycyjnych transakcji gotówkowych.

4.2. PODSTAWOWE CYKLE DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ

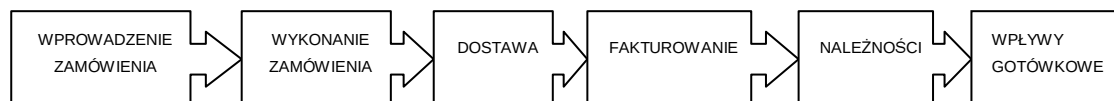
Księgowi podchodzą do swoich zadań przyjmując mikroekonomiczny model firmy, dodając przepływy finansowe, jak zilustrowano na schemacie 4.2., oraz następnie dekomponując ów model w podsystemy, które zważają oni podstawowymi cyklami działalności gospodarczej.

Istnieje pięć podstawowych cykli, z których pierwszy jest nazywany cyklem dochodowym. Wiąże się on głównie z działalnością komórki marketingu. Cykl dochodowy zaczyna się od wprowadzenia zamówienia do systemu produkcyjnego firmy. Następnym stadium jest realizacja zamówienia, po której następuje dostawa, fakturowanie (wystawienie i przesłanie faktury), uwzględnienie faktury w należnościach, i wreszcie zainkasowanie zapłaty.

Schemat 4.4. Podstawowe cykle działalności gospodarczej.

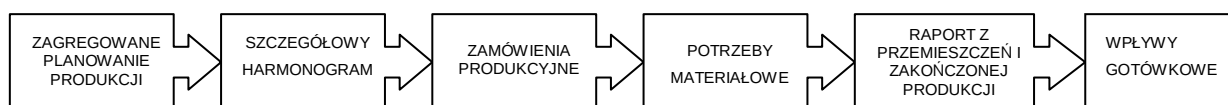


Schemat 4.5. Cykl dochodowy.



Po marketingu zwracamy się w stronę produkcji. W terminologii rachunkowej, proces produkcji jest nazywany cyklem konwersji. Zawiera on zagregowane planowanie produkcji, szczegółowe rozłożenie jej w czasie, wystawienie zamówień na narzędzia i materiały do produkcji, zgłoszenie ukończonej produkcji oraz zaksięgowanie zapasów. Cykl konwersji znajduje się w rękach inżynierów, jednakże księgowi są częściowo z nim związani, głównie w kwestiach danych dotyczących kosztów i zapasów.

Schemat 4.6. Cykl konwersji.



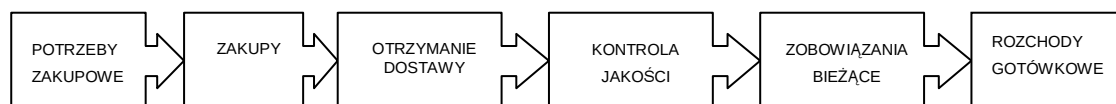
Ponieważ większość działań związanych z cyklem konwersji znajduje się pod kontrolą kierownictwa produkcyjnego, ma on charakter wewnątrzzakładowy i nie wiąże się z przepływami pieniężnymi, biuro skarbnika rzadko jest włączane do tego cyklu. Jednakże jak będzie to wyraźnie widoczne w części poświęconej zarządzaniu ekspozycją walutową (*exchange exposure* - pozycjami wystawionymi na ryzyko kursu walutowego), skarbnik nie może całkowicie zignorować zarówno kwestii przepływów, jak i zapasów w tym cyklu.

Cykl wydatkowania wiąże się z nabywaniem czynników produkcji. Z powodów instytucjonalnych - przepisy, umowy, zwyczaje itp. - księgowi dzielą zwykle cykl wydatkowy na dwa odrębne podcykle, wynagrodzeń i zakupów.

Biuro skarbnika bierze udział w obydwu podcyklach. Jednakże w tym materiale pominiemy dyskusję na temat wynagrodzeń. Będzie tak mimo faktu, że w prawdziwych korporacjach najważniejszym zadaniem skarbnika jest zapewnić wypłaty wynagrodzeń. Wszystkie inne płatności zwykle mogą zostać opóźnione, jeśli jesteśmy skłonni zapłacić odpowiednio wysokie kary. Jednakże jeżeli pracownicy nie dostaną pensji, działalność firmy może ulec zablokowaniu.

Istnieją dwa powody do wykluczenia kwestii wynagrodzeń z dalszych rozważań. Po pierwsze system wynagrodzeń jest obsługiwany przez departament płac, który zwykle podlega biuru kontrolera. Biuro skarbnika jest zwykle informowane o łącznej kwocie, którą trzeba zapłacić bankowi zajmującemu się dystrybucją wynagrodzeń na indywidualne rachunki pracowników. Po drugie, wypłata wynagrodzeń, aczkolwiek ważna, stanowi relatywnie prostą operację, która jest przeważnie dokonywana w krajowej walucie firmy.

Schemat 4.7. *Cykl wydatkowy - zakupy.*

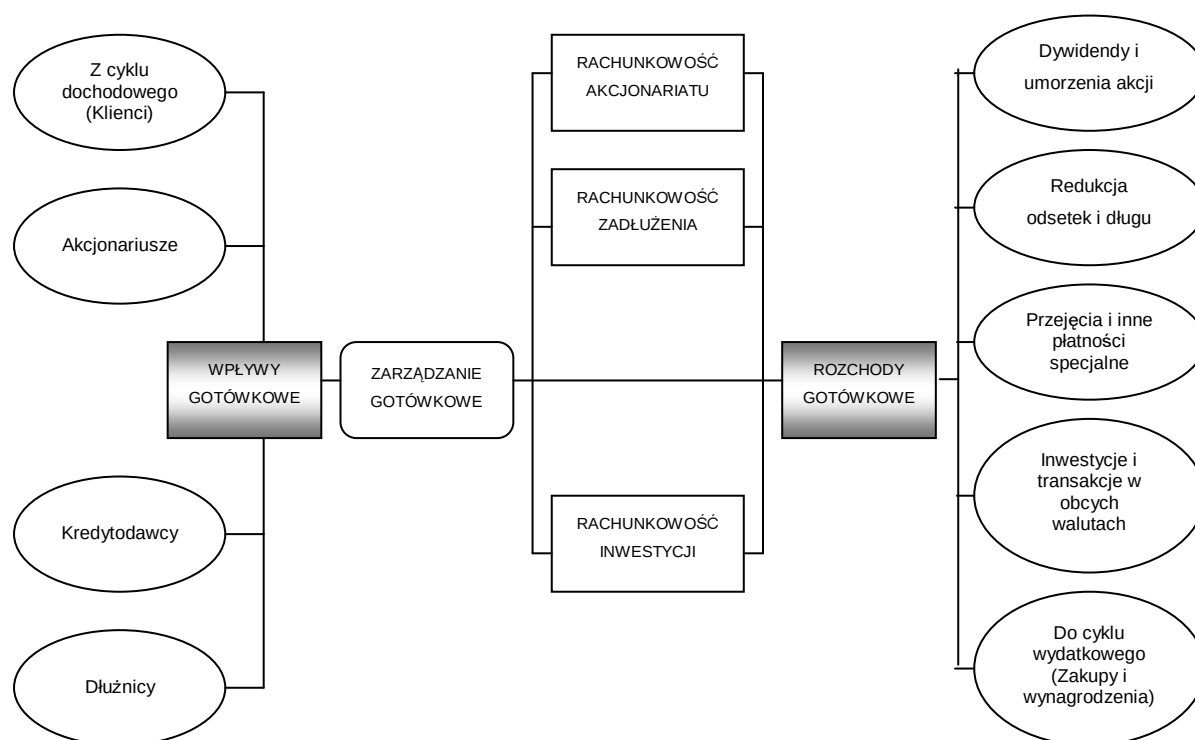


Cykl wydatkowy (nabywczy) jest w znacznym stopniu lustrzanym odbiciem cyklu dochodowego. Departament produkcji rozpoczyna cykl, gdy posiadane zapasy komponentów lub surowców spadają poniżej określonego poziomu. Departament zaopatrzenia wybiera dostawcę i wystawia zamówienie na zakup. Następnie materiały są otrzymywane, sprawdzana jest ich jakość, faktura od sprzedawcy

znajduje odzwierciedlenie w zobowiązaniach bieżących i w odpowiednim momencie zostaje ona zapłacona.

Czwarty podstawowy cykl, cykl skarbowy, znajduje się w centrum naszej uwagi. Ma on wiele punktów styecznych z innymi cyklami. Wpływy gotówkowe są otrzymywane w ramach cyklu dochodowego. Rozchody gotówkowe są w podobny sposób powiązane z cyklem wydatkowym, zarówno w części zakupowej, jak i wynagrodzeń.

Schemat 4.8. Cykl skarbowy.



Innymi źródłami wpływów gotówkowych są inwestycje finansowe dokonane przez akcjonariuszy, nowe pożyczki od wierzycieli oraz spłaty pożyczek przez dłużników firmy. Poza bieżącymi wydatkami na kontynuowanie produkcji, wypływy gotówki są powodowane wypłatą dywidend, spłatami długów i odsetek, przejęciami i wydatkami na inwestycje rzeczowe.

Księgowy sposób modelowania firmy wyraźnie pokazuje związki zadań skarbnika z innymi podstawowymi cyklami działalności, a poprzez nie z działalnością innych jednostek organizacyjnych firmy. Jest zatem oczywiste, że by być efektywnym członkiem zespołu zarządzającego, skarbnik musi być profesjonalistą w swojej dziedzinie, a jednocześnie rozumieć, jakie procesy zachodzą w innych jednostkach

korporacji i i potrafić się z tymi jednostkami porozumiewać, używając specyficznej dla nich terminologii.

Jak zostanie przedstawione w dalszych rozdziałach, skarbnik musi przez cały czas być bezpośrednio zaangażowany w systemy i procedury innych departamentów, by móc efektywnie chronić firmę przed ryzykami związanymi z operacjami skarbu.

4.3. PRZEPŁYWY PIENIĘŻNE W KORPORACJACH MIĘDZYNARODOWYCH

Jak dotąd rozważaliśmy zadania skarbnika w firmie jednooddziałowej, która operuje na rynkach krajowych. W rzeczywistości praca skarbnika jest skomplikowana przez fakt, że korporacje działają w trybie wielooddziałowym, a operacje wykraczają poza granice kraju.

Firma działająca wewnątrz jednego kraju może mieć wiele fabryk i/lub prawnie niezależnych filii. Zwykle, departament skarbu w centrali jest odpowiedzialny za finansowanie operacji jednostek firmy macierzystej. Dodatkowo może być odpowiedzialny za finansowanie wyodrębnionych prawnie filii.

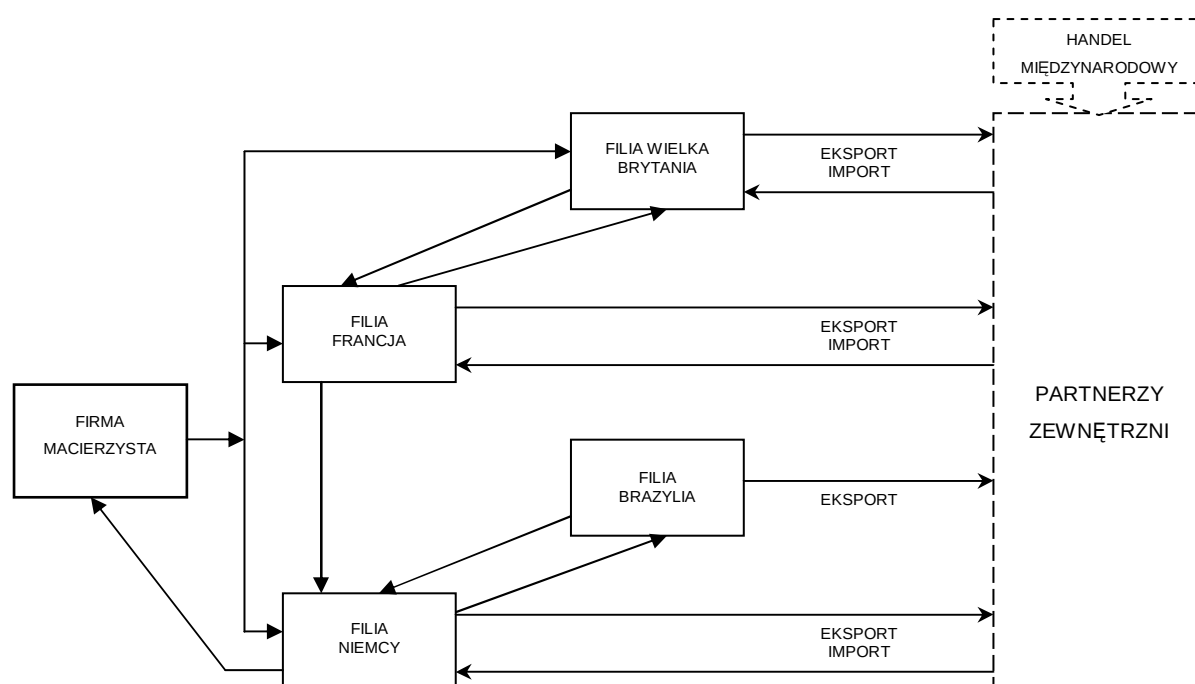
W korporacjach międzynarodowych niektóre jednostki zlokalizowane w innych krajach mogą w szczególnych przypadkach być zorganizowane jako fabryki lub oddziały biurowe firmy macierzystej. Jednakże jednostki zagraniczne są przeważnie zorganizowane w prawnie niezależne filie.

Struktura korporacji międzynarodowej zwykle generuje zarówno handlowe przepływy wewnątrz firmy, jak i tego typu przepływy związane z partnerami zewnętrznymi, które zachodzą między różnymi jednostkami korporacji i partnerami zewnętrznymi, takimi jak klienci i dostawcy. Klienci i/lub dostawcy jednostki zlokalizowanej w danym kraju mogą znów funkcjonować w jeszcze innym kraju. Rezultatem jest sieć przepływów handlowych, ukazana na schemacie 4.9. Wynikający z tego import i eksport wiąże się z transakcjami w różnych walutach o zmieniających się kursach wymiany. W efekcie praca skarbnika staje się znacznie bardziej skomplikowana niż w firmie, która działa tylko w ramach jednego kraju.

Nie tylko przepływy handlowe, ale także przepływy finansowe w korporacji stają się bardziej skomplikowane, gdy operacje wykraczają poza granice kraju. Skarbnik

korporacji musi zdecydować, czy wykorzystać krajowe, czy zagraniczne rynki finansowe na sfinansowanie działalności firmy macierzystej. Musi również zdecydować, czy firma macierzysta dostarczy środków finansowych zagranicznym filiom lub czy filie będą miały prawo wykorzystania lokalnych rynków finansowych kraju ich siedziby. Dodatkowo istnieje możliwość, że filie zostaną upoważnione do skorzystania nawet z międzynarodowych rynków finansowych.

Schemat 4.9. Przykład przepływów handlowych w małej korporacji międzynarodowej.

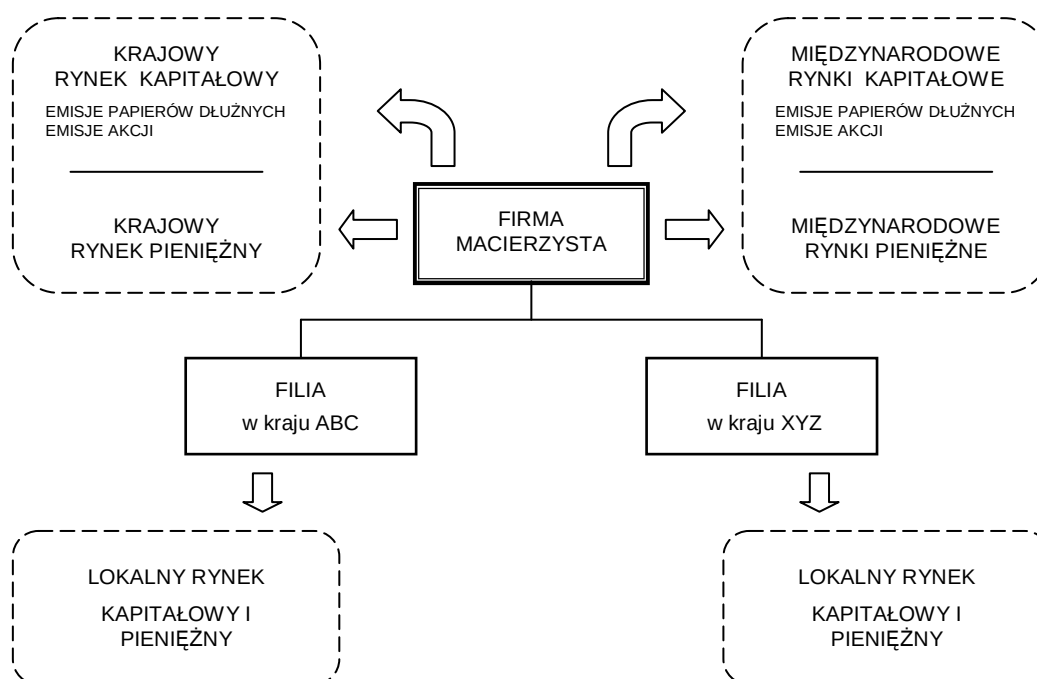


Rynki finansowe są dzielone na rynki kapitałowe, których instrumenty mają okres ważności przekraczający rok, oraz rynki pieniężne, których instrumenty obejmują okres do jednego roku. Jeśli dana jednostka uzyska prawo do działania na rynkach finansowych, skarbnik musi następnie zdecydować, czy operacje na rynku kapitałowym są dopuszczalne, czy jednostka ma ograniczyć swe operacje do rynku pieniężnego.

W nowoczesnych departamentach skarbowych decyzje muszą być podejmowane także w kwestiach, czy korporacja powinna zawierać transakcje pozabilansowe. W wiodących bankach komercyjnych zaangażowanie pozabilansowe sięga 200% całkowitego zaangażowania ujmowanego w bilansie. Międzynarodowe korporacje przemysłowe gwałtownie wkraczają w świat operacji bankowych, często

uruchamiając faktycznie „bankowość wewnętrzną”. Skarbnik musi być zatem obznajomiony z instrumentami pozabilansowymi, takimi jak *swapy*, *forward*, *futures*, opcje, terminowe kontrakty stóp procentowych (*forward rate agreements*) itp. Znow trzeba podjąć decyzje, kto może korzystać z takich instrumentów i w jakim zakresie. Kilka incydentów w powszechnie znanych korporacjach przemysłowych pokazało, że skarbnicy często mieli problemy ze stworzeniem i użytkowaniem właściwych systemów kontroli dla tych nowych instrumentów skarbowych.

Schemat 4.10. Operacje rynku finansowego w korporacjach międzynarodowych



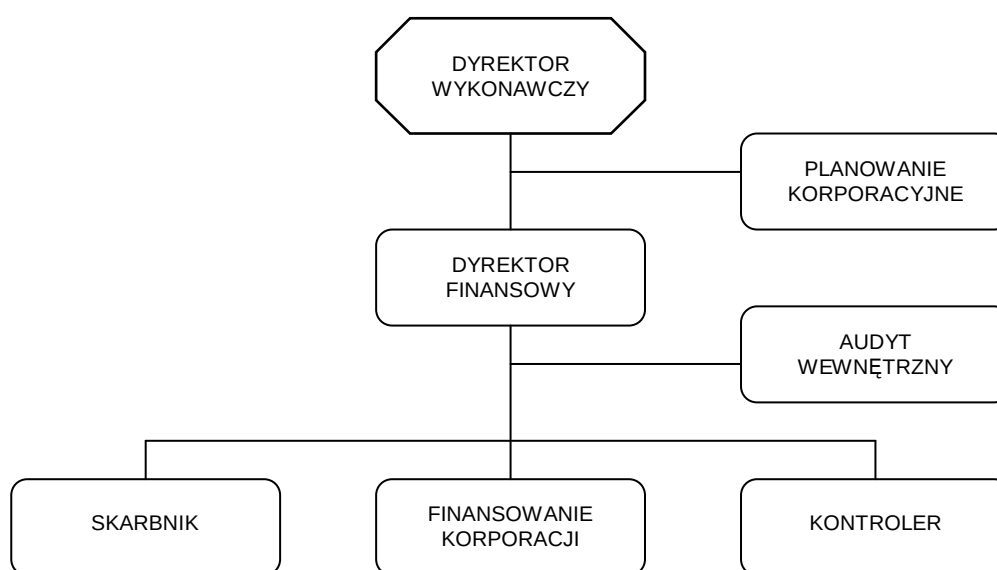
4.4. SKARB I FUNKCJA FINANSOWA

W ramach organizacji dużej korporacji międzynarodowej należy dokonać rozróżnienia między biurem skarbnika a departamentem finansowania korporacji. Jest to szczególnie właściwe dla firm brytyjskich. Te dwie jednostki, wraz z biurem kontrolera i audytem wewnętrznym, odpowiadają przed CFO (Głównym Urzędnikiem Finansowym) lub przed Dyrektorem Finansowym, jak funkcja ta bywa określana, szczególnie w Wielkiej Brytanii.

Departament finansowania korporacji zajmuje się zwykle całą strukturą finansową korporacji międzynarodowej, a w jej ramach tym, który z konkurencyjnych

projektów wydatków kapitałowych jest bardziej dochodowy, które firmy należy przejąć, czy korporacja powinna zwiększyć zadłużenie długoterminowe lub podnieść kapitał akcyjny, jak należy zbudować holding firm pozwalający właściwie zarządzać przepływami dywidend w skali światowej oraz jak radzić sobie z odpowiednimi przepisami podatkowymi, kwestiami prawnymi i rachunkowymi w skali międzynarodowej.

Schemat 4.11. *Funkcja finansowa.*

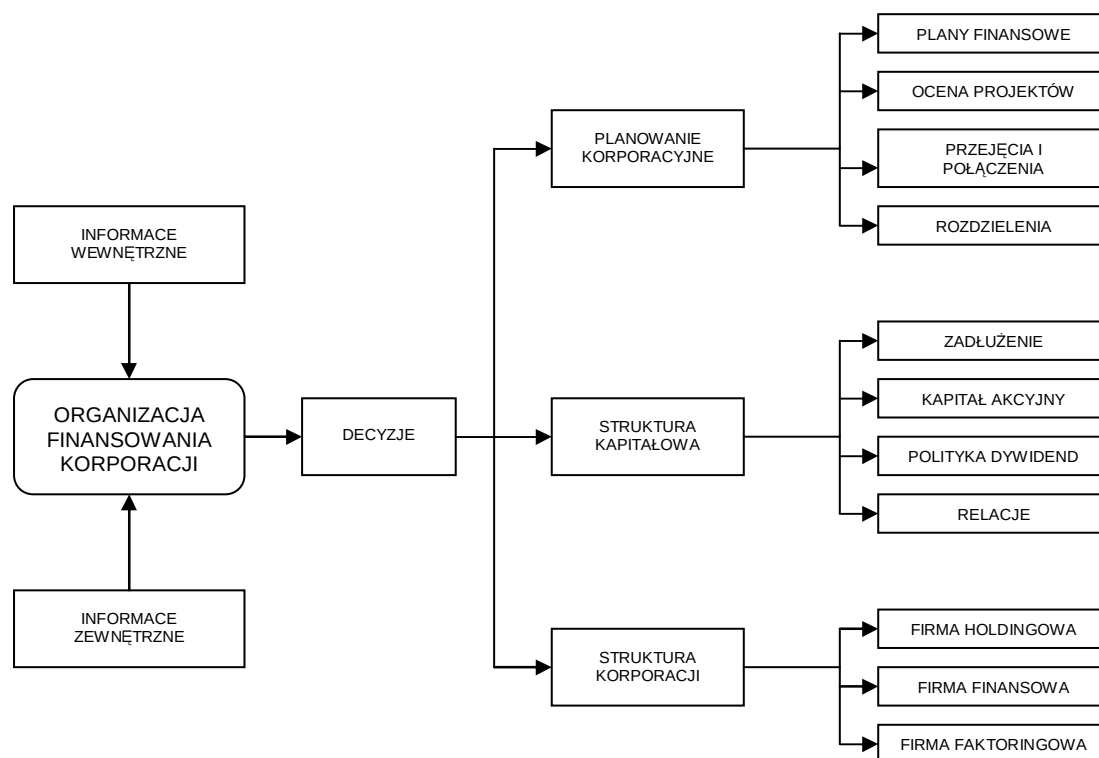


Decyzje podejmowane w ramach finansowania korporacji obejmują te, odnoszące się do planowania finansowego korporacji, jej struktury kapitałowej, a także dotyczące samej struktury organizacyjnej korporacji. Planowanie korporacyjne zajmuje się oceną wiarygodność planów finansowych - na przykład czy wzrost dochodu na jedną akcję jest wystarczający dla zrealizowania celów korporacji. Inne kwestie objęte planowaniem korporacyjnym, to ocena indywidualnych projektów inwestycji finansowych, planowanie przejęć innych firm oraz analiza jednostek składowych pod kątem podziału firmy.

Kwestie struktury kapitałowej obejmują analizy i prognozy rozmiaru pozycji bilansowych, struktury zadłużenia i kapitału, decyzje związane z zaciąganiem pożyczek długoterminowych oraz problemy nowych emisji akcji. Decyzje te są powiązane z polityką dywidendy w odniesieniu do dywidend należnych akcjonariuszom firmy macierzystej oraz wymogów dywidendowych, które trzeba

nałożyć na filie. Trzecia kategoria decyzji wiąże się ze strukturą korporacji: czy powinna ona przyjąć kształt holdingu i gdzie należy ulokować jego składowe, czy należy utworzyć odrębne spółki finansowe itp.

Schemat 4.12. *Struktura finansów korporacyjnych.*



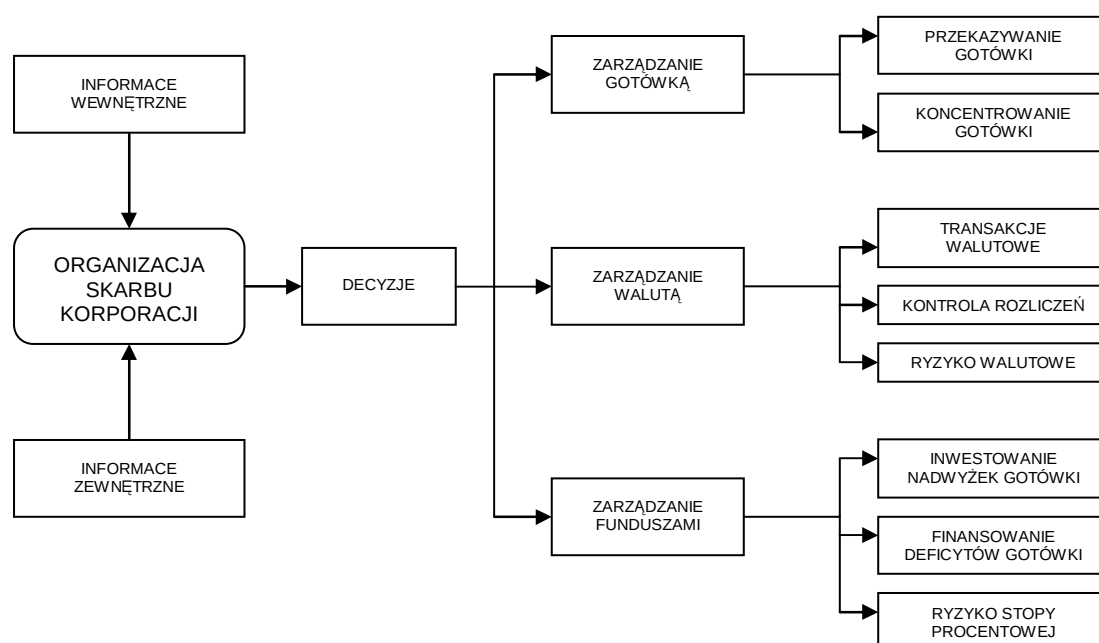
Decyzje podejmowane w ramach zarządzania skarbem obejmują problemy zarządzania gotówką, zarządzania walutami oraz zarządzania funduszami.

Kwestie zarządzania gotówką są powiązane z cyklami dochodowym i wydatkowym z podrozdziału 4.2. Skarb musi dokonywać selekcji odpowiednich metod przekazywania gotówki, by się upewnić, że fundusze są przekazywane od klientów w najbardziej efektywny sposób. Skarbnik musi nawiązać odpowiednie stosunki z bankami w każdym kraju działalności w taki sposób, że fundusze mogą być przesuwane w skali globalnej z minimalnym opóźnieniem. Z części dotyczącej roli systemów skarbowych w cyklu dochodowym będzie wyraźnie wynikało, że skarbnik może stanąć przed koniecznością zapoczątkowania zmian w polityce i procedurach departamentów marketingu i produkcyjnego. Po stronie wydatków skarbnik musi ustanowić reguły działania, które pozwolą firmie dokonywać płatności

tak późno, jak się da, ale umożliwią transfer środków do dostawców bez zbędnej zwłoki.

Znaczna część wpływów i wydatków gotówkowych w korporacjach międzynarodowych ma miejsce w walutach obcych. W zarządzaniu walutami skarb zajmuje się inicjowaniem transakcji walutowych w różnych jednostkach korporacji, ustanawianiem i utrzymywaniem systemów i procedur rozliczeń w walutach obcych oraz zarządzaniem ekspozycją walutową.

Schemat 4.13. Struktura zarządzania skarbem korporacji.



Deficyty i nadwyżki gotówkowe są wynikiem braku synchronizacji wpływów gotówkowych cyklu dochodowego z rozchodami gotówkowymi cyklu wydatkowego. W zarządzaniu funduszami decyzje odnoszą się do inwestowania nadwyżek gotówki oraz finansowania jej deficytów. Niezależnie czy w kwestii zainwestowania, czy pozyskania środków, decyzje muszą określić kiedy tego dokonać, na jak długo, w jakiej walucie, z jakim zabezpieczeniem przed zmianami stóp procentowych lub kursów oraz za pomocą jakiego instrumentu.

Chociaż decyzje odnoszące się do finansowania długoterminowego mogą być podejmowane w departamencie finansowania korporacji (*Corporate Finance*), skarbnik jest zaangażowany w bieżące przeprowadzenie takich transakcji. Kwestie zarządzania ekspozycją stóp procentowych mogą wymagać wykorzystania nowych

instrumentów skarbowych typu *swapy*, opcje i *futures*. Jak w przypadku rozliczeń w walutach obcych, skarbnik musi stworzyć odpowiednie systemy kontroli wykorzystania takich instrumentów i utrzymywać ich funkcjonowanie.

Komórki, takie jak finansowania korporacji i skarbu są dwoma biegunami wachlarza problemów dotyczących zarządzania finansami korporacji międzynarodowych, przy czym finansowanie korporacji koncentruje się bardziej na kwestiach strategicznych, a zarządzanie skarbem na sprawach operacyjnych. Często jest to wynikiem rozwoju historycznego, czy korporacja posiada odrębny departament dla każdej z tych funkcji, czy są one połączone w jedną komórkę.

Ponieważ decyzje dotyczące finansowania korporacji odnoszą się do skonsolidowanej korporacji jako całości, ich podejmowanie jest tradycyjnie scentralizowane. Istnieje obecnie rosnący trend w kierunku centralizowania funkcji skarbowej w korporacjach międzynarodowych. Trend ten jest rezultatem korzyści skali, które można uzyskać w transakcjach walutowych, jak i w zarządzaniu defycytami i nadwyżkami gotówkowymi. Zarządzanie ryzykiem kursu walutowego i stopy procentowej również staje się łatwiejsze dzięki centralizacji. Dominujący trend prowadzi zatem do znacznego zbliżenia między zarządzaniem finansami korporacji i zarządzaniem jej skarbem. Z tego względu w następnych rozdziałach będziemy czasem omawiali kwestie tradycyjnie należące do finansów korporacji tak, jakby znajdowały się w zakresie kompetencji biura skarbnika.

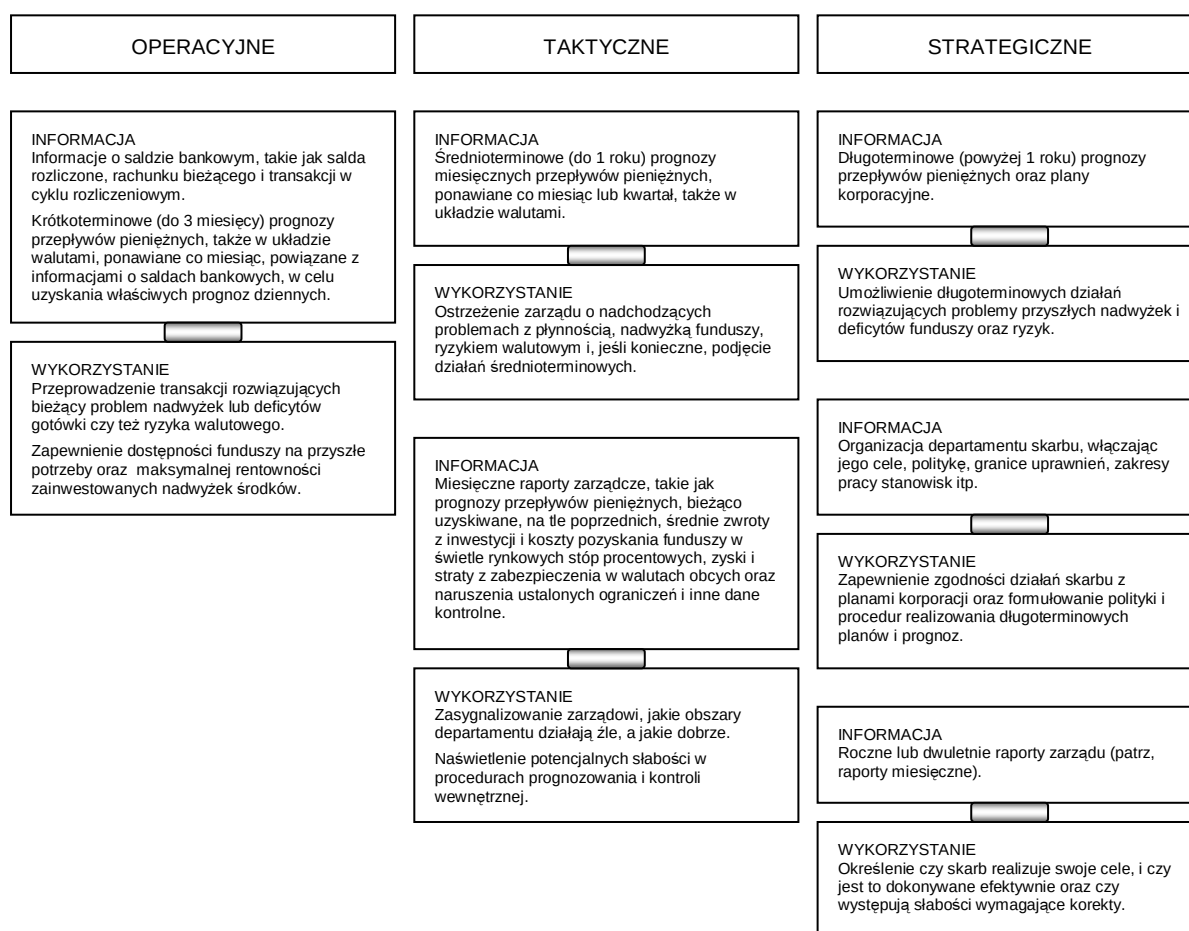
4.5. ŹRÓDŁA INFORMACJI DLA SKARBU

Dla efektywnej działalności departament skarbu musi posiadać dobrze określone i wiarygodne wsparcie informacyjne. Potrzebne informacje mogą być po części generowane wewnątrz w ramach korporacji, a częściowo uzyskiwane poza nią. Schematy 4.14. i 4.15 wymieniają typowe wymogi informacyjne dla decyzji krótko-, średnioterminowych i strategicznych.

Najważniejszym wymaganiem skarbu wobec dostarczanych informacji jest szybkie i właściwe przedstawianie sald kont bankowych. Sprawozdania rachunkowe są porównywane z wyciągami bankowymi. Jednakże skarbnik nie może wykorzystywać sprawozdań księgowych z powodu opóźnienia, z jakim są przygotowywane. Skarbnik musi wiedzieć każdego dnia - często, kilka razy dziennie -

ile gotówki jest do dyspozycji, gdzie się znajduje i w jakiej walucie. Mogliśmy otrzymać czek od jednego z naszych klientów i złożyć go w banku. Nasze zapisy mogłyby zatem prowadzić nas do przekonania, że te środki są dla nas dostępne. Jednakże może zająć wiele dni, a czasem i tygodni zanim czek zostanie zainkasowany drogą właściwą dla systemu bankowego. Dla skarbnika ważne są środki realnie otrzymane, które na bieżąco mogą zostać wykorzystane.

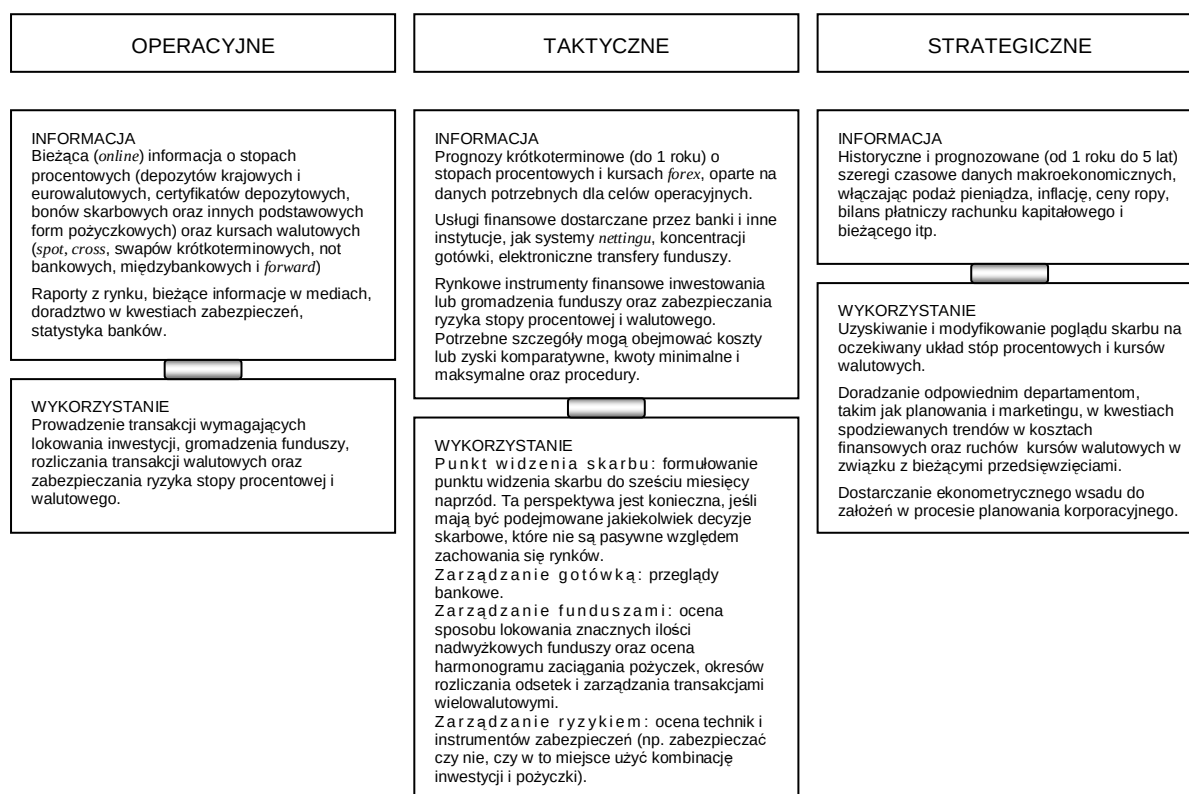
Schemat 4.14. Wewnętrzne potrzeby informacyjne skarbu.



Z tego wynika, że system skarbowy musi śledzić przychodzące płatności od strony, kiedy są wprowadzone do zapisów księgowych, ale także od strony, kiedy bank korporacji czyni je dla niej dostępnymi. Skarb musi zatem ustanowić systemy informacyjne, które śledzą transakcje na podstawie więcej niż jednego kryterium. Potrzebne systemy są wyraźnie odmienne od systemów preferowanych przez rachunkowość finansową.

W uzupełnieniu do systemów zapisu transakcji gotówkowych skarb potrzebuje kilka rodzajów prognoz przepływów pieniężnych. Wymagany rodzaj prognozy zależy od horyzontu czasowego decyzji, które mają być podejmowane. Wszystkie rodzaje prognoz mają pewne cechy wspólne. Po pierwsze, prognozy muszą mieć charakter powtarzalny. Będą się zatem zbiegały z preliminarzami zysku tylko raz do roku, gdy okres prognozy zbiega się z rokiem podatkowym firmy. Po drugie, prognozy gotówkowe muszą uwzględniać poszczególne wpływy i wydatki gotówkowe, a nie transakcje narastająco (kompensująco), jak jest to zwykle czynione w sprawozdaniach księgowych. Wreszcie, prognozy gotówkowe muszą ukazywać przepływy pieniężne według walut.

Schemat 4.15. Zewnętrzne potrzeby informacyjne skarbu.



Zewnętrzna informacja jest potrzebna skarbowi na temat stóp procentowych, kursów walutowych, danych makroekonomicznych, instrumentów finansowych dostępnych na rynku do inwestowania lub pozyskiwania środków oraz na temat możliwych do wykorzystania zabezpieczeń przed ryzykiem zmian stóp procentowych i kursów walutowych, jak i katalogu usług finansowych świadczonych przez banki i inne instytucje finansowe. Dla decyzji strategicznych, skarbnik będzie potrzebował

informacji na temat inflacji, podaży pieniądza, cen energii, bilansu płatniczego, deficytu budżetowego itp.

Zewnętrzna informacja może być oparta na danych historycznych, bieżących lub przewidywanych. Jak w przypadku danych wewnętrznych, można je podzielić na informacje operacyjne, taktyczne i strategiczne. Istnieją liczne źródła informacji zewnętrznej i może mieć ona formę papierową, przekazu audiowizualnego lub ustnych opinii. Ilość zewnętrznych informacji może być olbrzymia i czasami bywa trudno ocenić ich wiarygodność. W celu sprawdzania wiarygodności skarb musi rozwinąć systemy monitorowania, które porównują dane bieżące z prognozami.

4.6. ZARZĄDZANIE SKARBEM A STRUKTURA KORPORACJI MIĘDZYNARODOWEJ

Dla operacji krótkoterminowych skarb może przyjąć strukturę organizacyjną swojej korporacji jako daną i skoncentrować się na specyficznych kwestiach skarbowych. Jednakże w dłuższym okresie problemy napotymane przez departament skarbu nie mogą być izolowane od struktury firmy. Załóżmy na przykład że rozważamy utworzenie nowej filii wytwórczej w innym kraju.

Założmy, że filia wykorzystuje komponenty z firmy macierzystej. Dla handlu wewnątrz firmy musimy ustanowić odpowiednie ceny transferowe. Struktura cel i polityka podatkowa kraju macierzystego obu jednostek będzie wpływała na poziom tych cen. Handel wewnątrz firmy może być wykorzystywany jako narzędzie finansowania. Zależnie od poziomu cen transferowych i wewnętrznych warunków płatności, zewnętrzne finansowanie potrzebne filii może się znacząco zmieniać. Warunki płatności zależą znów od zasad kontroli walutowej ustanowionej przez rząd macierzystego kraju filii.

Jeśli w ramach swojej polityki korporacja zezwala filii na pozyskiwanie funduszy na lokalnych rynkach finansowych w ciężar własnego bilansu filii, korporacja musi być przygotowana na zwiększenie kapitału własnego filii względem poziomu wystarczającego, gdyby pożyczki były bezpośrednio dostarczane przez firmę macierzystą lub przez nią gwarantowane.

Ustalenie cen transferowych i wyposażenia kapitałowego wpływają na lokalną dochodowość filii. Jeśli ceny transferowe są ustalone wysoko i jeśli bilans filii jest

pokrywany głównie zadłużeniem, lokalna dochodowość okazuje się niska. Może to mieć pewne skutki motywacyjne dla lokalnego zarządu. Może to także doprowadzić do urażenia lokalnych władz. Zyski wykazywane lokalnie przez filię, jakie by nie były, mogą podlegać transferowi do firmy macierzystej lub nie. Transfer również może przybrać różne formy: opłat licencyjnych, prowizji za zarząd lub dywidend.

Jeśli korporacja ustanowi politykę dywidend, według której filie są zobowiązane do transferu dywidend w kwotach wystarczających do zapłaty założonych dywidend akcjonariuszom korporacji, mogą okazać się konieczne korekty w polityce cen transferowych, co prowadzi nas z powrotem do punktu wyjścia.

Innymi słowy, decyzje podejmowane na różnych poziomach przez menadżerów odpowiedzialnych za różne aspekty działalności korporacji są wzajemnie zależne. Kwestie, z którymi boryka się skarb nie mogą być całkiem odizolowane od problemów występujących w innych jednostkach korporacji.

5. ORGANIZACJA SKARBU

5.1. ORGANIZACJA FUNKCJI FINANSOWEJ W FIRMIE JEDNOODDZIAŁOWEJ

Związek między skarbem a departamentem finansowania korporacji (Corporate Finance) został pokrótce omówiony w podrozdziale 4.4. Wskazano, że zadania komórki finansowania korporacji tradycyjnie obejmowały odpowiedzialność za pożyczki długoterminowe oraz emisje akcji. Nawet w przypadku, gdzie występuje rozdzielenie obowiązków między skarb i finanse korporacji, biuro skarbnika musi bezwzględnie brać udział w realizacji długoterminowych transakcji finansowych. Co więcej, przeważającym trendem w korporacjach międzynarodowych jest doprowadzanie do centralizacji operacji skarbu.

W dalszej części omówimy zatem różne kwestie skarbowe zakładając, że funkcje skarbu i finansów korporacji ze schematu 5.1. zostały efektywnie połączone w zakresie operacji finansowych.

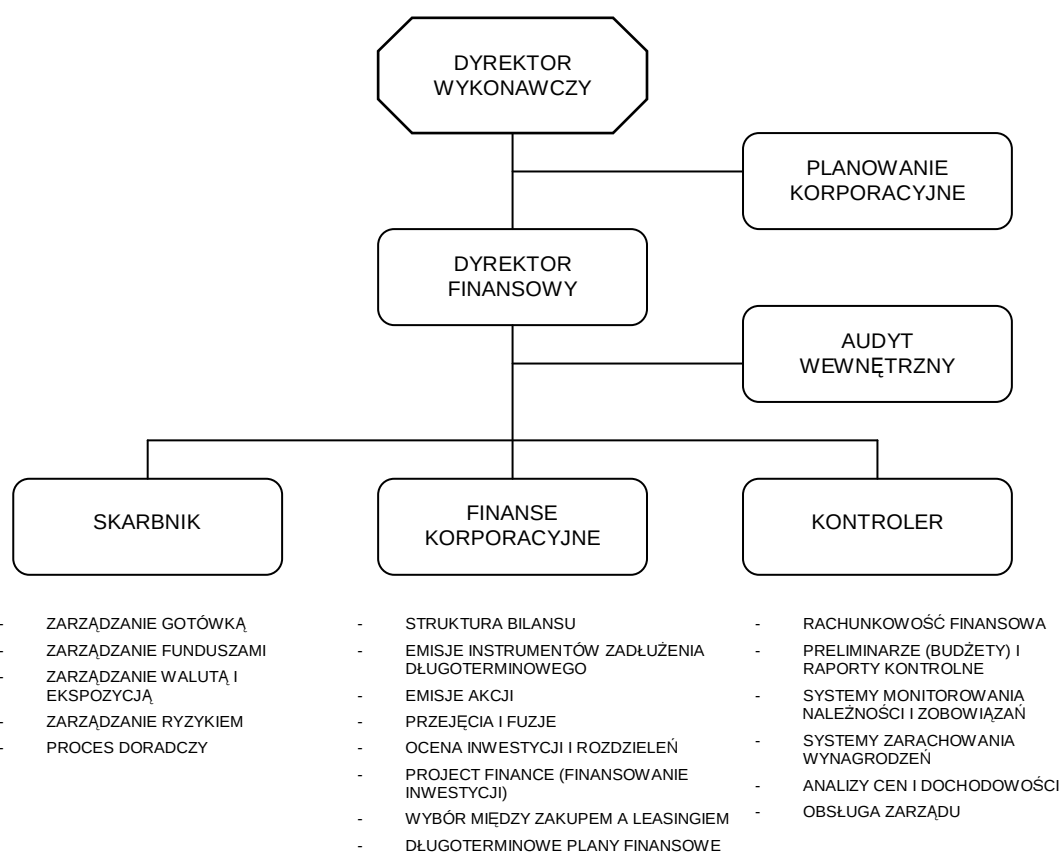
Schemat 5.1. wymienia również główne zadania biura kontrolera (*Controller's Office*). Zanim przyjrzymy się organizacji skarbu w bardziej złożonych strukturach firmy, warto dokonać przeglądu podziału obowiązków między biurem kontrolera z jednej, a skarbem i finansami korporacji z drugiej strony.

Oprócz rachunkowości finansowej, biuro kontrolera odpowiada za sprawozdawczość planową i kontrolną. W podrozdziale 4.5. odnotowano, że skarbnikowi potrzebne jest kilka rodzajów prognoz gotówkowych. Ponieważ prognozy przepływów pieniężnych są specyficznym typem preliminarzy (planów), można by spytać o relacje między preliminarzami skarbnika, preliminarzami kontrolera oraz sprawozdaniami kontrolnymi. Teoretycznie wszystkie one powinny być wzajemnie zgodne. Jednakże 12-miesięczna prognoza przepływów pieniężnych skarbnika zwykle może być w pełni zgodna z preliminarzem kontrolera tylko, gdy 12-miesięczny okres w preliminarzu skarbnika pokrywa się z rokiem obrachunkowym firmy, a

prognoza przepływów pieniężnych może zostać sporządzona jako uboczny produkt rocznego procesu preliminarzowania. Dla pozostałych miesięcy roku kolejne prognozy 12-miesięczne są przygotowywane przez personel skarbu, najprawdopodobniej w konsultacji z pracownikami biura kontrolera.

Wszystkie prognozy krótkoterminowe są przygotowywane przez pracowników skarbu. Dienne i tygodniowe prognozy przepływów pieniężnych są oparte na danych źródłowych, które są odmienne od danych preliminarzowych wykorzystywanych przez biuro kontrolera. Konkluzja jest zatem taka, że pracownicy skarbu muszą blisko współdziałać z biurem kontrolera, ale muszą dysponować systemami i wiedzą potrzebnymi do generowania własnych prognoz przepływów pieniężnych.

Schemat 5.1. Organizacja funkcji finansowej w firmie jednooddziałowej.

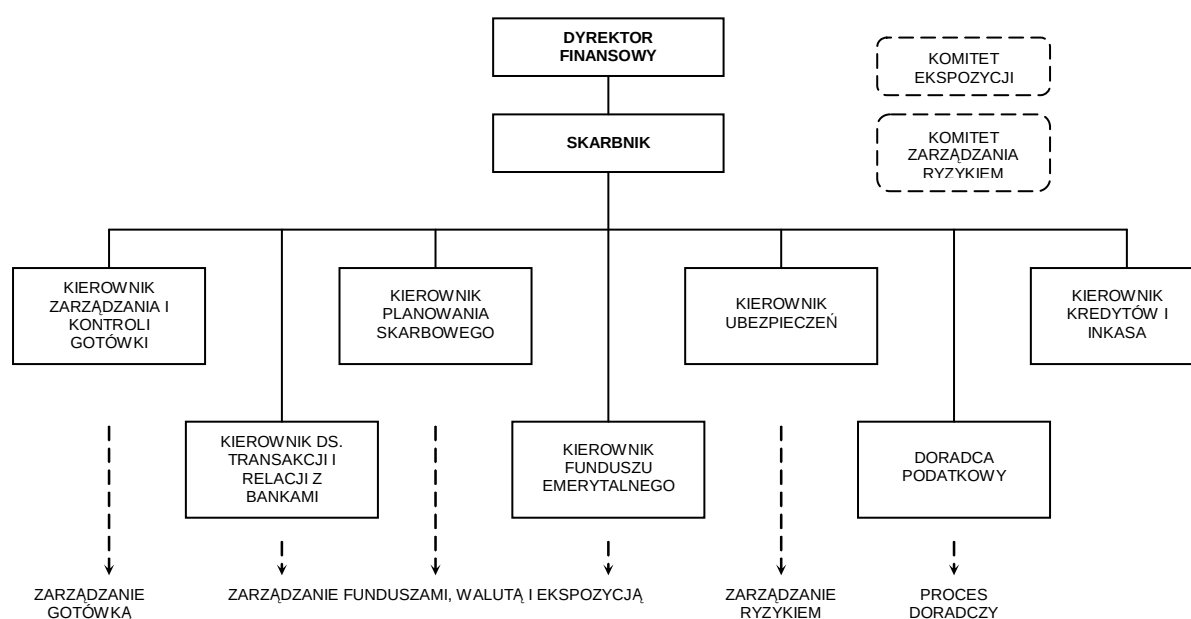


Działalność związana z kredytowaniem klientów i inkasowaniem należności jest na schemacie 5.1. wymieniona przy funkcji skarbnika. Ponieważ biuro kontrolera jest odpowiedzialne za systemy należności i bieżących zobowiązań oraz ze względu na

to, że dział kredytów i inkasa polega w znacznym stopniu na danych dotyczących należności, wydawałoby się logiczne umieszczenie działu kredytowego pod zwierzchnictwem biura kontrolera. Szczególnie w USA dział kredytowy najczęściej jest odpowiedzialny przed skarbnikiem. Taka organizacja jest z reguły wynikiem przemyśleń na temat kontroli wewnętrznej. Zależnie od charakteru działalności gospodarczej, dział kredytowy może być nawet znacznie większy od samej komórki skarbu. W przypadku na przykład Levi Strauss & Co., znanego producenta dżinsów, przez długi czas skarb miał 30 pracowników, gdy dział kredytów i inkasa, który także był podporządkowany skarbnikowi, zatrudniał 160 osób.

Schemat 5.2. przedstawia organizację skarbu w fikcyjnej dużej firmie. Trzej urzędnicy po lewej stronie schematu są odpowiedzialni za trzy główne zadania skarbu: zarządzanie gotówką, zarządzanie funduszami oraz zarządzanie walutami i ekspozycją. Zarządzający funduszem emerytalnym odpowiada za portfel inwestycji, które zostały dokonane z wykorzystaniem środków, które firma i jej pracownicy wnieśli do funduszu emerytalnego. Lokalizacja tej jednostki w ramach departamentu skarbu jest naturalna, gdyż taki sam typ wiedzy jest wymagany od zarządzającego funduszem emerytalnym, jak od samego zarządzającego funduszami firmy. Zarządzający ubezpieczeniami oraz doradca podatkowy odpowiadają za rodzaje działalności, których w tym miejscu nie będziemy szczegółowo omawiać.

Schemat 5.2. Funkcja skarbową.



Prezentację obowiązków skarbnika i trzech urzędników odpowiedzialnych za zarządzanie gotówką, funduszami i walutami zawierają tabele na następnych stronach. Duża organizacja, jak ta przedstawiona na schemacie 5.2., może ustanowić podział obowiązków, który jest niezbędny do stworzenia kontroli wewnętrznej. Mniejsze organizacje nie mogą pozwolić sobie na zatrudnianie większej liczby ekspertów, która byłaby wystarczająca do właściwego rozdzielenia obowiązków. Wszystkie zadania wymienione w poniższych opisach funkcji muszą być realizowane także w mniejszych korporacjach.

Opis obowiązków skarbnika obejmuje określanie polityki działania, doradztwo i bieżące kwestie operacyjne. Jak wspomniano w podrozdziale 4.2., skarbnik musi być zdolny do efektywnego komunikowania się z innymi departamentami korporacji i doradzania im w kwestiach skarbowych, często nakłaniając ich do zmiany stosowanych przez nie procedur operacyjnych w celu uniknięcia ryzyk walutowych, zwiększenia efektywności trybu inkasowania należności itp.

Menadżer handlowy i bankowy (zwany też kierownikiem kredytów i inkasa) jest odpowiedzialny za realizację transakcji skarbowych. Transakcje te obejmują transfery funduszy w walucie krajowej i walutach obcych, inwestycje krótkoterminowe i transakcje pozyskiwania funduszy, a także transakcje zabezpieczające na rynkach niegotówkowych (np. instrumentów pochodnych).

Większe korporacje bardzo selektywnie podchodzą do relacji z bankami. Jedne baki są wykorzystywane do inkasowania należności, gdy inne do gromadzenia funduszy itp. Wiarygodność kredytowa wielu banków ucierpiała do tego stopnia, że wielkie korporacje są bardzo ostrożne w powierzaniu im środków. Na przykład wewnętrzna organizacja bankowa w ramach British Petroleum, BP Finance International stosuje politykę lokowania środków tylko w bankach, które mają kredytową ocenę ratingową AA lub lepszą. Zarządzanie stosunkami z bankami jest zatem ważnym obszarem zadań skarbu.

Urzędnik prowadzący zarządzanie gotówką i kontrolę odpowiada za systemy skarbowe, zarachowywanie transakcji skarbowych, krótkoterminowe prognozy przepływów pieniężnych oraz sprawozdawczość skarbową. Innymi słowy, kontrola wewnętrzna jest ustanowiona w organizacji przedstawionej na schemacie 5.2. przez rozdzielenie funkcji realizacji transakcji od zapisu transakcji. Jak szerzej zostanie omówione w dalszej części, organizacja skarbu w wielkich korporacjach ma często

niewłaściwie skonstruowaną i działającą kontrolę wewnętrzną, co powoduje straty sięgające milionów dolarów.

OPISY OBOWIĄZKÓW

SKARBNIK (*treasurer*)

odpowiada przed: DYREKTOREM FINANSOWYM

1. Ustalanie celów, polityki i procedur dla departamentu skarbu.
Skarbnik, w uzgodnieniu z Dyrektorem Finansowym:
 - ustala cele działania i politykę skarbu oraz dokonuje ich przeglądu,
 - tworzy i nowelizuje instrukcję procedur skarbowych,
 - zapewnia zgodność operacji z ustalonymi procedurami i dokonuje jej przeglądu,
 - ustala i weryfikuje rozkład obowiązków między pracownikami skarbu,
 - ustala i weryfikuje procedury oceny pracowników skarbu,
 - proponuje i weryfikuje plany awansów pracowników skarbu.
2. Proces doradczy.
Skarbnik:
 - działa jako aktywny członek grupy zarządzania walutami i grupy zarządzania ryzykiem,
 - doradza innym komórkom i departamentom firmy w kwestiach skarbowych.
3. Operacyjne zarządzanie departamentem skarbu:
Skarbnik podejmuje wszystkie bieżące decyzje konieczne dla zarządzania departamentem skarbu.

KIEROWNIK TRANSAKCJI I RELACJI BANKOWYCH (*trading and banking manager*)

odpowiada przed: SKARBNIKIEM

1. Ustala w uzgodnieniu ze skarbnikiem cele, politykę i procedury dotyczące:
 - relacji z bankami i ich kontroli,
 - krótkoterminowych inwestycji i operacji pozyskiwania środków,
 - transakcji walutowych,
 - monitorowania, prognozowania, sprawozdawczości oraz analiz informacji zewnętrznych.
2. Zarządzanie relacjami z bankami:
 - identyfikuje potrzeby informacyjne,
 - kontroluje otwieranie i zamykanie rachunków bankowych,
 - weryfikuje limity kredytowe dla klientów firmy,
 - kształtuje relacje z bankami.
3. Obrót gospodarczy:
Określa, wykonuje i ocenia transakcje dotyczące:
 - waluty krajowej i walut obcych,
 - krótkoterminowego inwestowania i pozyskiwania środków,
 - zabezpieczania przed ryzykami.
4. Prognozowanie i sprawozdawczość:
 - przygotowuje i dystrybuuje prognozy oparte o informacje zewnętrzne,
 - weryfikuje trafność prognoz opartych na informacjach zewnętrznych,
 - składa sprawozdania z transakcji związanych z walutami, inwestowaniem i gromadzeniem funduszy oraz z zabezpieczania transakcji.

KIEROWNIK ZARZĄDZANIA I KONTROLI GOTÓWKI (*cash management and control officer*)

odpowiada przed: SKARBNIKIEM

1. Ustala i weryfikuje cele, politykę i procedury w uzgodnieniu ze skarbnikiem, na temat:
 - zarządzania kapitałem pracującym,
 - inkasa należności i dokonywania wydatków gotówkowych,
 - saldowania (*netting*) oraz grupowania (*pooling*) funduszy.
2. Analizy:
 - identyfikuje, weryfikuje i ocenia istniejące metody inkasowania należności i dokonywania wydatków gotówkowych,
 - przegląda i ocenia rachunki należności i zobowiązań bieżących pod kątem efektywności wpływów i wypłat gotówkowych,
 - określa i ocenia koszty i korzyści z wykorzystywania systemów wyodrębniania (*netting*) oraz łączenia (*pooling*) funduszy.
3. Zarachowywanie transakcji:
Administruje i zapisuje:
 - transakcje w walucie krajowej i w walutach zagranicznych,
 - akredytywy, akcepty i gwarancje,
 - transakcje inwestycyjne, gromadzenia funduszy oraz zabezpieczające.
4. Prognozowanie i sprawozdawczość:
 - przygotowuje prognozy krótkoterminowe (dzienne i tygodniowe), zgodnie z potrzebami kierownika planowania skarbowego,
 - utrzymuje w sprawności skarbowy system sprawozdawczy, zgodnie z zaleceniami kierownika planowania skarbowego i ustaleniami w skarbowej instrukcji procedur.

KIEROWNIK PLANOWANIA SKARBOWEGO (*treasury planning manager*)

odpowiada przed: SKARBNIKIEM

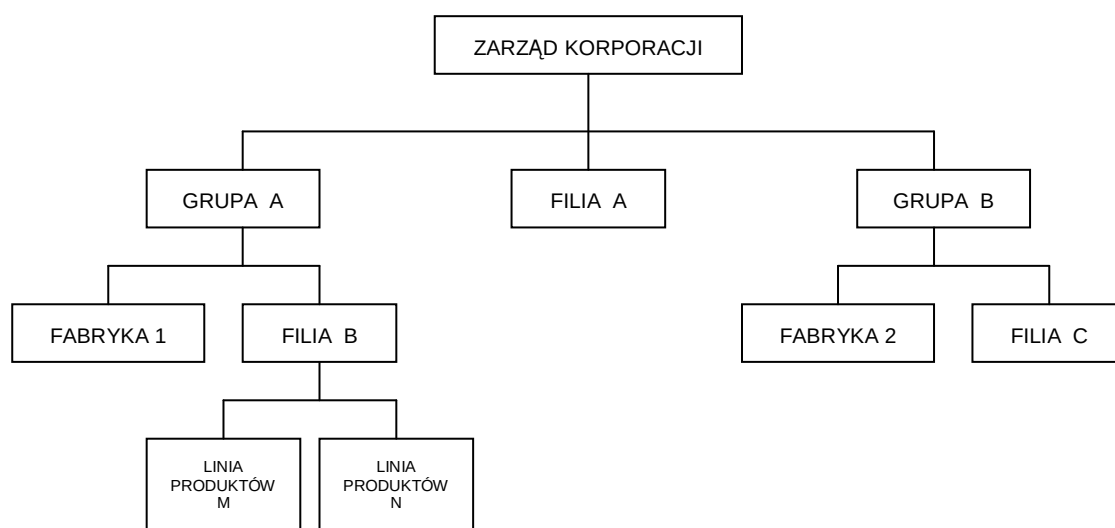
1. Wraz ze skarbnikiem, ustala i weryfikuje cele, politykę i procedury dotyczące:
 - kontroli, prognozowania i sprawozdawczości opartych na informacjach wewnętrznych,
 - długoterminowego inwestowania i pozyskiwania funduszy,
 - zabezpieczania ryzyk.
2. Zarządzanie finansowe:
 - określa i ocenia warianty inwestowania długoterminowego,
 - koordynuje i doradza zespołom oceniającym w przypadku przejęcia innej firmy,
 - określa i ocenia warianty długoterminowego pozyskiwania funduszy,
 - koordynuje pracę bankierów i prawników nad projektami inwestowania i pozyskiwania funduszy,
 - analizuje i zabezpiecza umowy pożyczkowe, ugody oraz gwarancje.
3. Zarządzanie ekspozycją:
 - identyfikuje i ocenia ekspozycje,
 - określa strategię zabezpieczenia ekspozycji.
4. Prognozowanie i sprawozdawczość:
 - projektuje i utrzymuje w sprawności system określania informacyjnych potrzeb skarbu,
 - zarządza skarbowymi systemami prognozowania,
 - zarządza skarbowymi systemami sprawozdawczości,
 - nadzoruje kompletowanie zestawu sprawozdań skarbowych, odpowiednio do wymogów instrukcji procedur.
5. Różne:
 - asystuje skarbnikowi w procesie doradczym,
 - przygotowuje zbiór sprawozdań dla komitetu ekspozycji,
 - asystuje skarbnikowi w kwestiach zarządzania ryzykiem,
 - ocenia i koordynuje zaspokajanie potrzeb departamentu skarbu na automatyzację czynności.

Zarządzający planowaniem skarbowym w organizacji przedstawionej na schemacie 5.2. ma w znacznym stopniu do czynienia z tradycyjnymi kwestiami finansów korporacji (spółek), obejmującymi długookresowe inwestowanie i pozyskiwanie funduszy. Zarządzający planowaniem odpowiada także za zdawanie sprawy z działalności skarbu wyższemu szczeblowi zarządczemu, czyli CFO (Głównemu Urzędnikowi Finansowemu), prezesowi i zarządowi korporacji.

5.2. KRAJOWE FIRMY WIELODDZIAŁOWE

Następnie przyjrzymy się strukturze organizacyjnej, która jest bardziej złożona niż poprzednia. Korporacja przedstawiona na schemacie 5.3. składa się z firmy macierzystej i trzech wyodrębnionych prawnie filii. Firma macierzysta składa się z trzech jednostek, centrali korporacji i dwóch fabryk produkcyjnych, Fabryki 1 i Fabryki 2. Zakładamy, że korporacja stanowi konglomerat działający w trzech różnych przemysłach. Działalność w pierwszym przemyśle jest zarządzana przez Wiceprezesa Grupy A, w drugim - przez Wiceprezesa Grupy B, a w trzecim przez Prezesa Filii A.

Schemat 5.3. *Struktura centrum dochodowego (profit center) od strony rachunkowych raportów dla kierownictwa.*

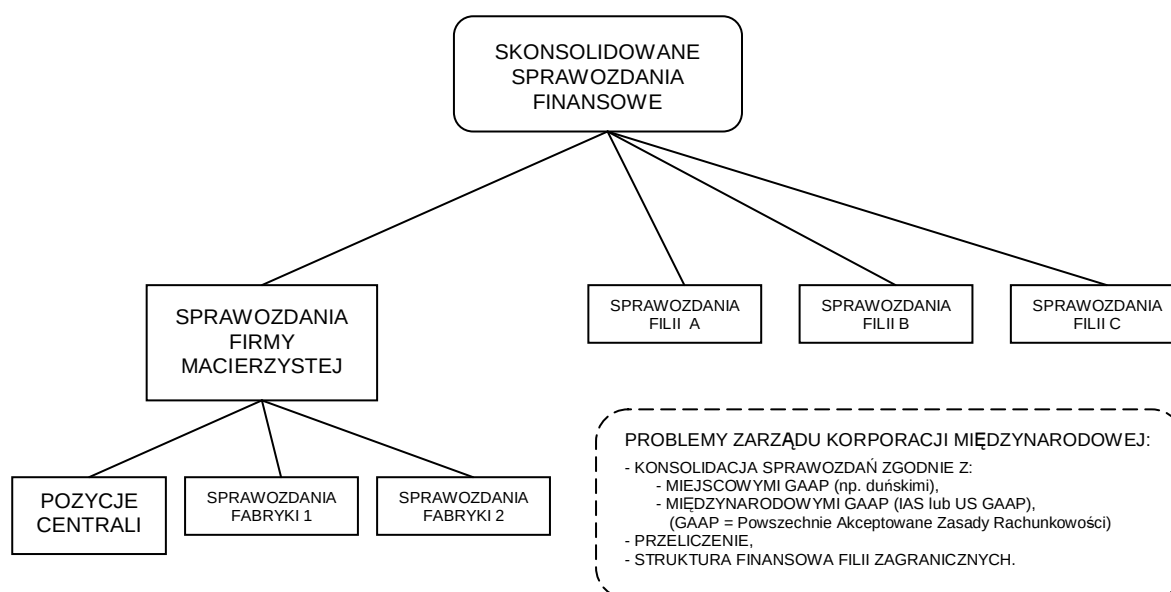


Zarząd każdej grupy przegląda otrzymywaną sprawozdawczość jednostek bez różnicy, czy jednostka jest częścią firmy macierzystej czy prawnie niezależną filią. Z tego wynika, że preliminarze i sprawozdania kontrolne przygotowane dla

Wiceprezesa Grupy A muszą zawierać dane zarówno dla filii B, jak i Fabryki 1, która jest jednostką firmy macierzystej.

Podobnie, dane przygotowane dla Wiceprezesa Grupy B muszą obejmować zarówno filię C, jak i Fabrykę 2, która także stanowi jednostkę firmy macierzystej. Innymi słowy, dla preliminarzy operacyjnych trzeba dokonać w korporacji specjalnego podziału, według rozkładu władztwa w organizacji.

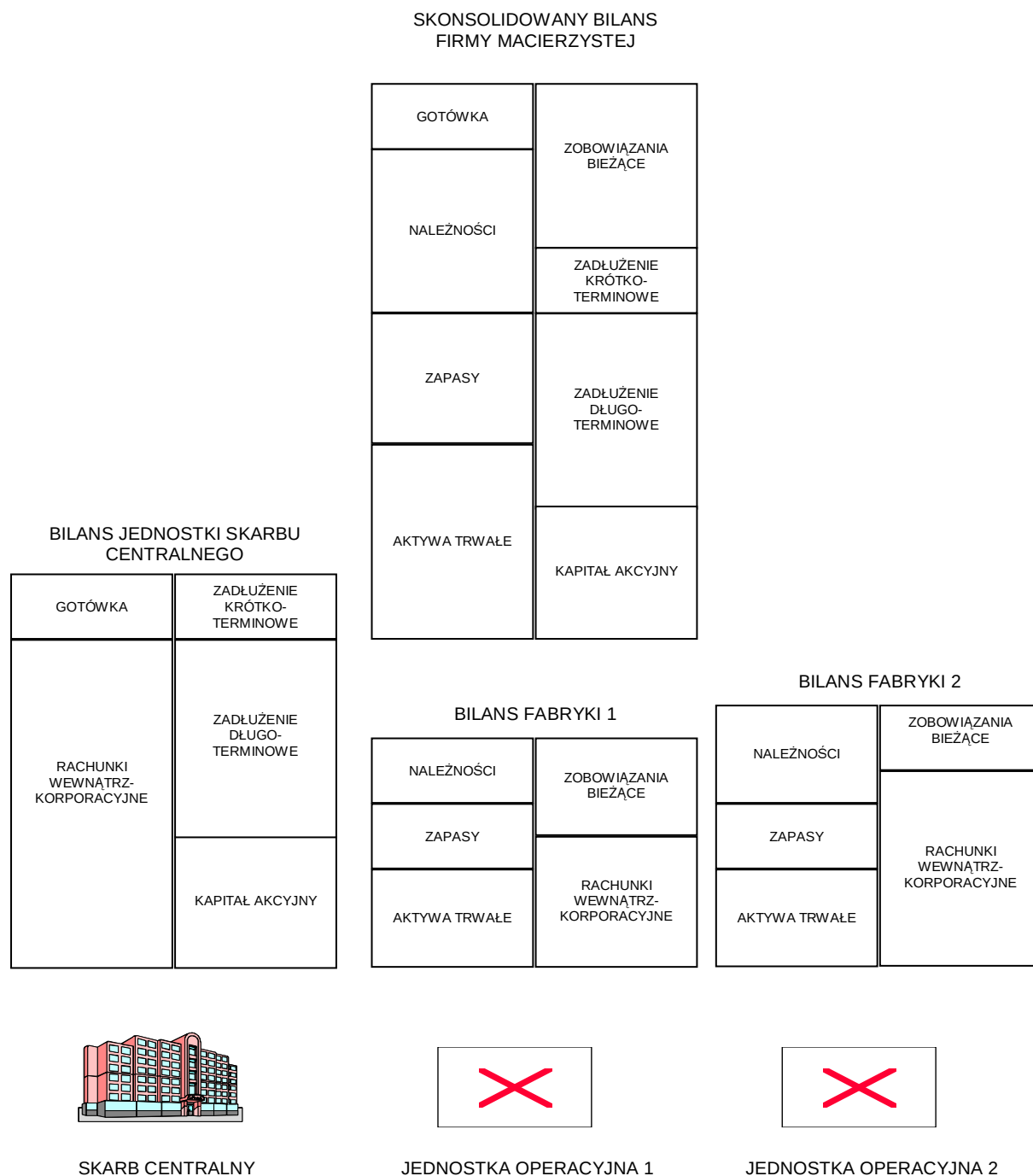
Schemat 5.4. Konsolidacja rachunkowości finansowej.



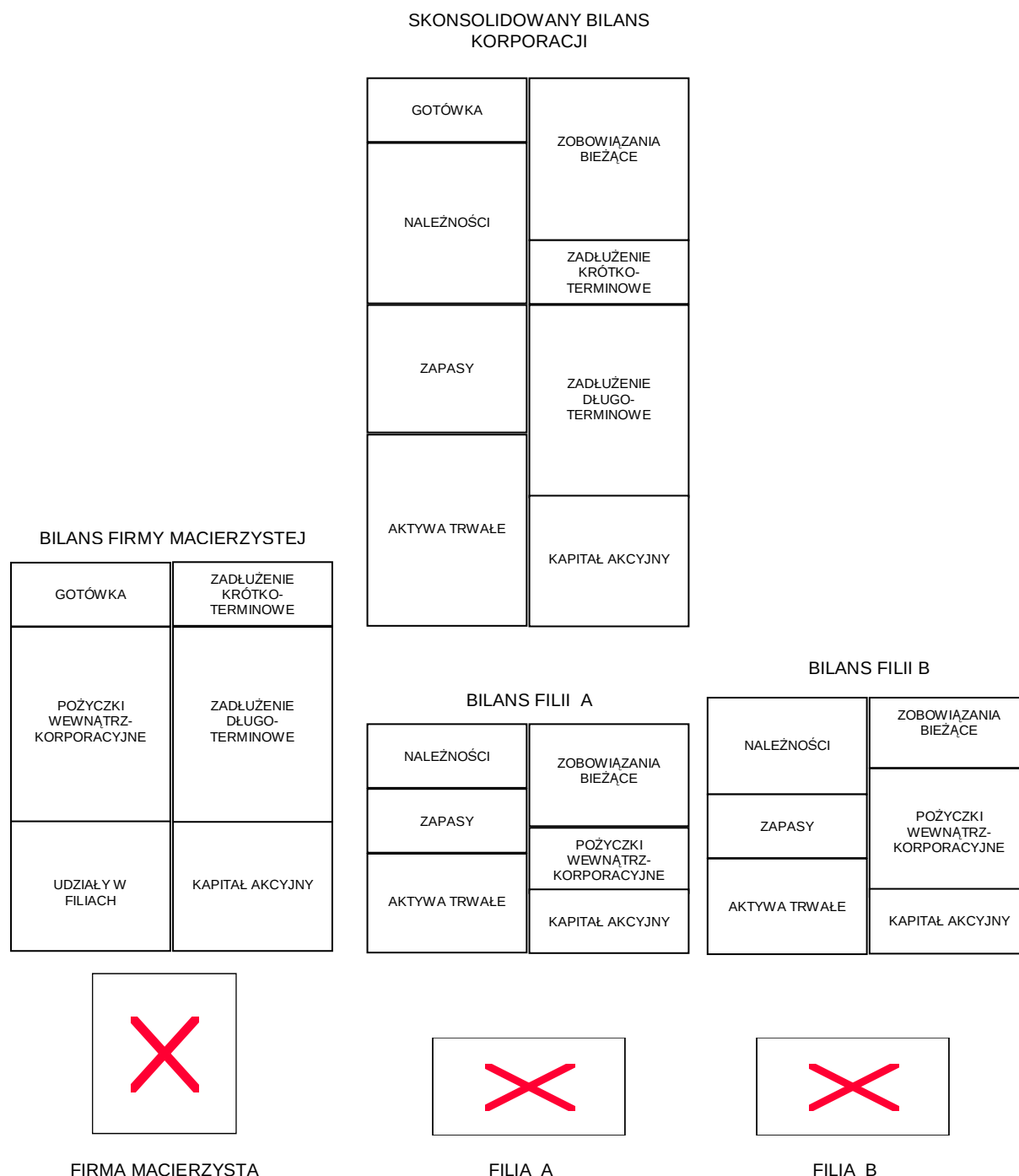
Gdy biuro kontrolera patrzy na strukturę korporacji z punktu widzenia konsolidacji rachunkowości finansowej, jednostki zostają uporządkowane w odmienny sposób, pokazany na schemacie 5.4. Sprawozdania finansowe centrali korporacji oraz Fabryki 1 i Fabryki 2 są skonsolidowane w sprawozdania firmy macierzystej. Następnie sprawozdania finansowe firmy macierzystej oraz sprawozdania finansowe każdej prawnie niezależnej filii są przetwarzane w skonsolidowane sprawozdania finansowe korporacji. Struktura ukazana na schemacie 5.4. nie uwzględnia kwestii bieżącego zarządzania korporacją. Z tego wynika, że zarządy poszczególnych pionów przemysłowych mają nikły pożytek ze sprawozdawczości przygotowywanej przez rachunkowość finansową, ponieważ sprawozdania te nie korespondują z ich zakresem kontroli. Jedynie prezes filii A, który jest także Wiceprezesem Grupy 3, może wykorzystać sprawozdania finansowe rachunkowości na poziomie grupy. Podobnie, dwaj menadżerowie niższego

szczebla, prezesi filii B oraz filii C, mogą korzystać z takich sprawozdań, gdyż zakres ich władztwa obejmuje prawnie samodzielne filie.

Schemat 5.5. *Struktura bilansu konsolidowanego w ramach firmy macierzystej.*



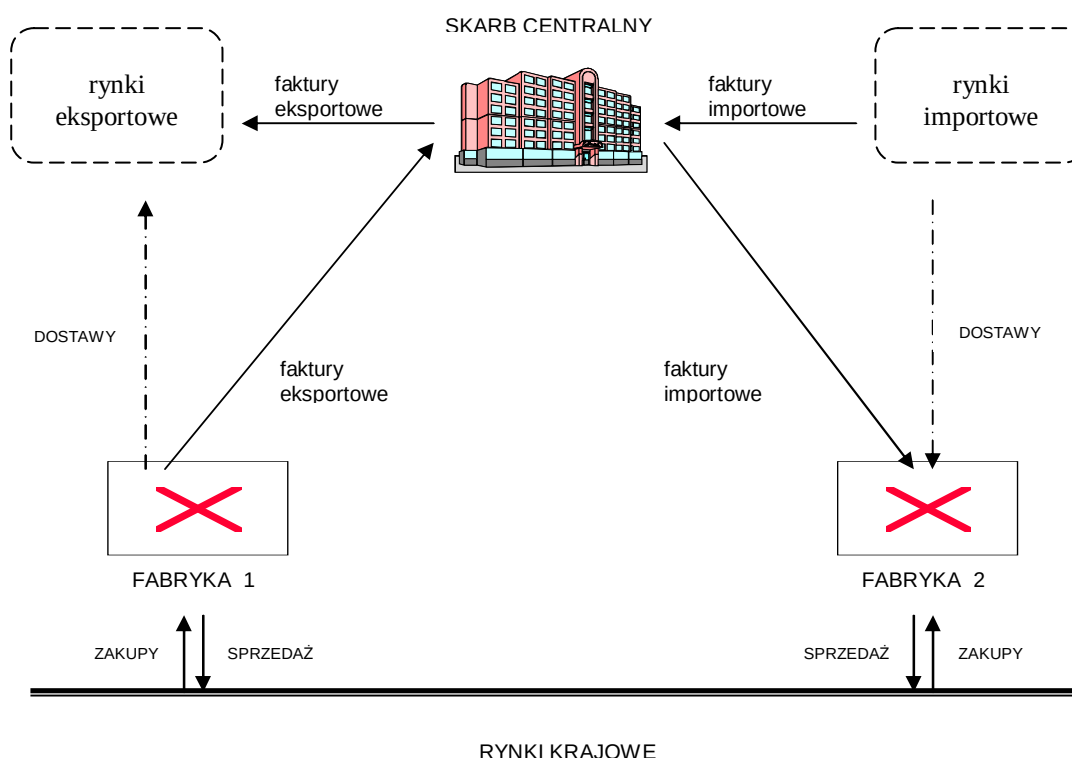
Schemat 5.6. Konsolidacja bilansów firmy macierzystej oraz filii w ramach bilansu korporacji.



Dwa rodzaje korzyści mogą wynikać z centralizacji. Po pierwsze, jak przedstawiono na schemacie 5.8., scentralizowany skarb może teraz mieć obraz całkowitego zagrożenia korporacji zmianami wartości USD. Ekspozycja netto stanowi

różnicę między należnościami eksportowymi a zobowiązaniami importowymi, 400 FIM - 200 FIM lub 100 USD - 50 USD. Jeśli polityką firmy jest zabezpieczenie ekspozycji walutowej, pokryta musi zostać tylko objęta ryzykiem kwota netto.

Schemat 5.7. Centralizacja rozliczeń eksportowych i importowych w korporacji krajowej.

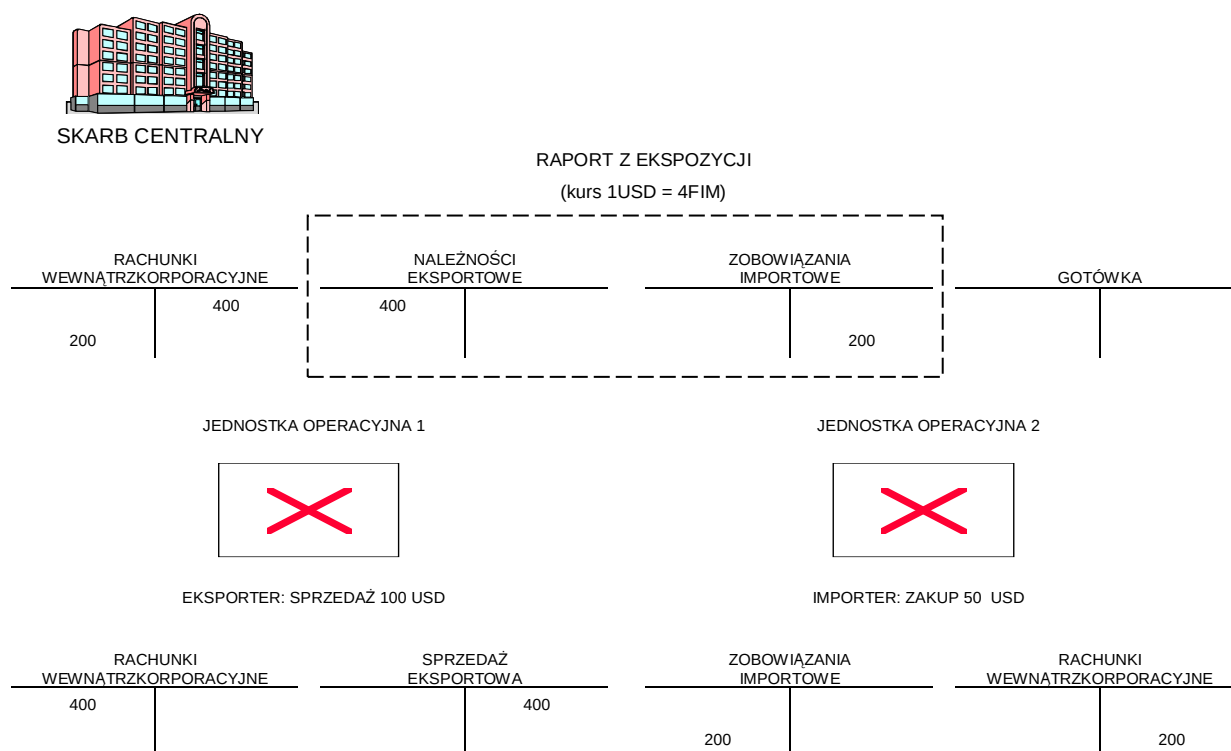


Druga korzyść jest związana z kupowaniem i sprzedawaniem walut obcych. Gdy skarb centralny otrzymuje płatność 100 USD od swojego klienta eksportowego, 50 USD może pozostać na denominowanym w USD rachunku bankowym i zostać użyte do spłaty zobowiązań importowych. Jako całość korporacja oszczędza marżę między kursem kupna i sprzedaży USD od kwoty 50 USD.

Dodatkowe korzyści, które mogą powstać z centralizacji transakcji walutowych są związane z rozmiarem transakcji. Skarb centralny może potrafić zgromadzić większą liczbę drobnych transakcji z różnych jednostek, zgrupować je razem, i przez to uzyskać korzystniejszy kurs walutowy. Inne korzyści mogą obejmować większe zdyscyplinowanie transakcji wewnętrznych, a zatem łatwiejsze uzgodnienie zapisów księgowych między różnymi jednostkami.

Negatywne skutki mogą dotyczyć dodatkowych kosztów administracyjnych. Skarb centralny musi wtedy również bardzo pilnować bieżącego przepływu informacji między nim a jednostkami na temat płatności otrzymywanych od klientów, by umożliwić efektywne kredytowanie i inkasowanie należności.

Schemat 5.8. Skarbowy raport z ekspozycji walutowej.



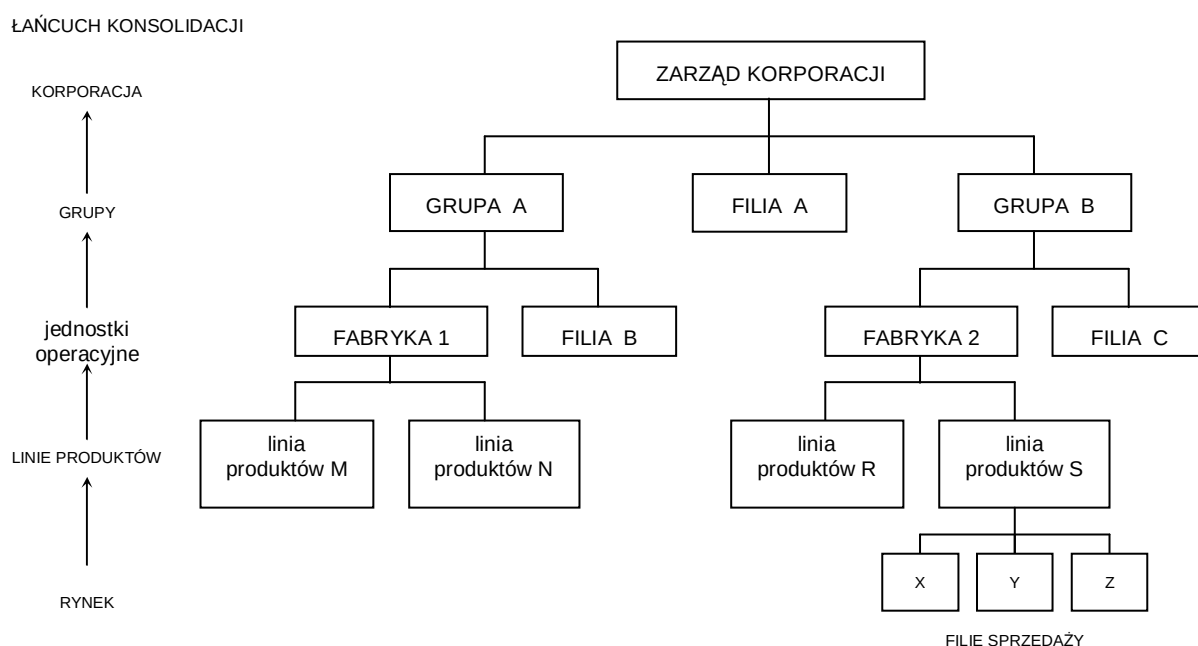
5.3. STRUKTURY KORPORACJI MIĘDZYNARODOWYCH

Na Schemacie 5.9. przedstawiono strukturę centrum dochodowego (*profit center*) korporacji o produkcji wieloasortymentowej, którą zilustrowano powyżej na schemacie 5.3. Zakładamy teraz, że nasza korporacja działa w trybie międzynarodowym. Jednostki firmy macierzystej działają na krajowych rynkach, a filie są zlokalizowane za granicą. W pewnych przypadkach może być korzystne posiadanie także jednostki firmy macierzystej, oddziału zlokalizowanego za granicą. Korzyści mogą wynikać choćby ze względów podatkowych.

Założmy, że firma macierzysta jest ulokowana w Finlandii, filia A w USA, filia B w Wielkiej Brytanii, a filia C w Szwecji. Dla celów sprawozdawczości zarządczej biuro kontrolera musi być zdolne do kompilowania raportu dla Wiceprezesa Grupy A,

włączając zarówno dane dotyczące filii B, jak i Fabryki 1. Bazową walutą korporacji jest FIM. Dane dotyczące Fabryki 1 są już wyrażone w tej walucie. Dane o filii B są podane w GBP i muszą zostać przeliczone na FIM dla celów sprawozdawczych. Wewnętrzna wycena oraz inne zasady i procedury korporacyjne są przestrzegane w trakcie opracowywania tych sprawozdań.

Schemat 5.9. *Struktura centrum dochodowego (profit center) korporacji międzynarodowej o produkcji wieloasortymentowej.*



Na schemacie 5.4. pokazano pewne etapy procesu konsolidacji w celu przygotowania skonsolidowanych sprawozdań finansowych. Każda firma musi przestrzegać przepisów rachunkowych oraz konwencji ich kraju macierzystego. Na przykład filia A musi przygotować swoje sprawozdania finansowe w zgodzie z *US GAAP* (*Generally Accepted Accounting Principles*, czyli Powszechnie Akceptowane Zasady Rachunkowości). W trakcie konsolidacji biuro kontrolera musi zdecydować, jak połączyć sprawozdania finansowe przygotowane odpowiednio do jednych reguł ze sprawozdaniami podporządkowanymi innym regułom. W dodatku biuro kontrolera musi zdecydować, jaką metodę przeliczenia należy użyć: czy powinniśmy zastosować kursy walut z ostatniego dnia roku obrachunkowego, czy jakieś inne kursy.

Skarb centralny może zostać zmuszony do włączenia się w proces konsolidacji, jeśli filie mają słabą strukturę kapitałową. Na przykład jeśli filia A wygenerowała stratę w roku obrachunkowym, może potrzebować dopływu nowego kapitału akcyjnego zanim jeszcze jej sprawozdania finansowe zostaną przygotowane. Ten dopływ może być konieczny, by utrzymać wypłacalność filii odpowiednio do przepisów i standardów jej macierzystego kraju.

Kwestie, do których musi się odnieść organizacja skarbu wiążą się z decentralizacją lub centralizacją działalności skarbowej. W przeszłości działalność ta była zwykle w korporacjach międzynarodowych zdecentralizowana. Wyżej wspomniano, że obecnie istnieje trend do centralizacji, który jest zauważalny w większości dużych korporacji. Mimo tego trendu, jest oczywiste, że nigdy nie można scentralizować całej działalności skarbowej w tym samym sensie, jak jest to możliwe w jednooddziałowej firmie działającej jedynie w kraju macierzystym. Dyskusja koncentruje się zatem w naturalny sposób wokół stopnia centralizacji, który można uznać za właściwy.

Przykładowo, w firmie Electrolux, która jest jedną z największych w Szwecji, o sprzedaży wartej wiele miliardów USD i posiadającej około 400 firm na całym świecie, funkcja skarbową jest wysoce scentralizowana. Centralizacja była prowadzona na dwóch poziomach. W każdym ważniejszym kraju jej działalności komórka skarbową każdej filii sprawozdaje skarbnikowi filii nazywanej główną firmą rozliczeniową (*head clearing company*), będącej zwykle największą filią Electroluxu w danym kraju. Jak stwierdził Skarbnik Korporacji Electrolux:¹⁰

„Na przykład w Niemczech, gdzie Electrolux utrzymuje od 30 do 35 firm, HCC (*head clearing company*) działa jako bank dla naszych operacji w tym kraju. Wszystkie niemieckie firmy Electroluxu są powiązane z lokalnym skarbem przez system rachunku centralnego w niemieckim banku. Stopa procentowa (wewnętrzna) jest ustanowiona tak, by zachęcić deponujące podmioty do lokowania w systemie i podmioty pożyczające do zaciągania kredytów w nim, zamiast korzystania z instytucji zewnętrznych. Zatem całe finansowanie zewnętrzne oraz zarządzanie płynnością

¹⁰ Matts P. Ekman, Wiceprezes do spraw Finansów i Skarbnik Grupy, AB Electrolux, „*Treasury Management in an acquisition-active multinational company: Electrolux*”, wystąpienie konferencyjne, Sztokholm 1990.

jest prowadzone przez HCC. To podejście, z jedną firmą główną i CFO (*Chief Financial Officer*, czyli skarbnik głównej firmy rozliczającej), znacząco usprawnia i przyspiesza procesy decyzyjne, przy tak dużej liczbie firm w naszej grupie.”

Skarb centralny na poziomie korporacji lub, jak sam Electrolux to określa, Skarb Grupy w Centrali jest prowadzony jako instytucja finansowa. Jak przedstawiono dalej w raporcie Skarbnika:

„Przykładowo, jeśli niemiecki HCC potrzebuje funduszy, zwraca się o nie zarówno do finansowego rynku niemieckiego, jak i Skarbu Grupy. Pozwala to nam porównać oprocentowania, a także zachęca specjalistów skarbowych grupy do większej kreatywności w ich wysiłkach uzyskania niższych kosztów finansowania operacji niemieckich.”

Z powyższego wynika, że działalność skarbową może równocześnie występować w ramach skarbu lokalnego na poziomie każdej filii, skarbu regionalnego na poziomie głównej firmy rozliczającej HCC oraz skarbu centralnego na poziomie zarządu korporacji. Różnica między Electroluxem a choćby dużymi amerykańskimi korporacjami międzynarodowymi polega na tym, że te ostatnie często prowadzą działalność regionalnych skarbów w formie jednostek finansowych, które są oddzielone od firm operacyjnych. Jak przedstawiono w sprawozdaniu Electroluxa, jego skarby regionalne są zarazem skarbami największych lokalnych jednostek operacyjnych. Jednakże w znacznym stopniu główne zasady działalności w obu typach organizacyjnych są takie same.

By przesądzić o stopniu centralizacji, korporacje międzynarodowe muszą porównać korzyści i potencjalne problemy związane zarówno ze decentralizowanym, jak i scentralizowanym trybem działania.

Korzyścią z decentralizacji jest autonomia, jaką można obdarzyć lokalne jednostki. Nie muszą one przedkładać decyzji do rozważenia wyższemu szczeblom zarządzania organizacją i mogą te decyzje szybciej podejmować. Kolejną korzyścią jest to, że organizacja lokalnego skarbu może być dostosowana do specyfiki lokalnej. Rynek brazylijski wymaga systemów i wiedzy, które nigdzie indziej się nie przydają. Po trzecie, zdecentralizowanym organizacjom wystarczają niezbyt rozbudowane centra zarządzające, co zmniejsza ciężary finansowe nakładane na jednostki operacyjne, a przeznaczone na sfinansowanie działalności centrali.

Decentralizacja niesie ze sobą także potencjalne problemy. Niewielkie jednostki operacyjne dokonują rozdrobnionych operacji o niewielkiej wartości. Nie mają one świadomości całkowitej ekspozycji korporacji i nie są w stanie uchwycić jego salda lub pokryć je transakcją przeciwną. Ponieważ działalność skarbową jest często dodatkowym obowiązkiem lokalnego kontrolera, otrzymuje ona niski priorytet. Ponieważ zdecentralizowane operacje oznaczają z reguły niską wartość transakcji, w efekcie wysokie okazują się koszty na zatrudnionego. Wreszcie, ryzyka związane z działalnością skarbową uległy zwiększeniu, a w związku z tym rozszerzeniu uległ wybór instrumentów pokrywania tych ryzyk. To wymaga podwyższonych kwalifikacji skarbowych, czego brak w małych lokalnych jednostkach skarbowych.

Potencjalnych problemów decentralizacji można uniknąć, przenosząc większość działań do skarbów centralnych: rozmiary i wartości transakcji mogą zostać zwiększone, pozycje ekspozycji netto dla całej grupy mogą zostać określone, konsekwentne zasady działania mogą zostać wprowadzone w całej korporacji oraz może zostać podwyższona jakość kadr skarbowych.

Centralizacja również pociąga za sobą potencjalne problemy. Może ona prowadzić do zbiurokratyzowania organizacji. Przez usunięcie co ciekawszej pracy z lokalnych jednostek operacyjnych, centralizacja może prowadzić do obniżenia jakości lokalnego personelu, gdyż ludzie o wyższych kwalifikacjach nie będą chcieli pracować na lokalnie dostępnych stanowiskach. Centralizacja tworzy konieczność płacenia przez lokalne firmy skarbowi centralnemu prowizji za zarządzanie, z czym mogą się wiązać problemy podatkowe. Personelowi skarbu centralnego może być trudno właściwie powiązać ekspozycję z poszczególnymi transakcjami lokalnymi, co może prowadzić do nieporozumień. Jednostka skarbu centralnego może chcieć działać jak *profit center* (centrum dochodowe), co może się spotkać z oporem zarówno ze strony jednostek operacyjnych, jak i kadry zarządzającej wysokiego szczebla. Przede wszystkim scentralizowana organizacja skarbu wymaga stworzenia wyszukanych systemów.

Poza stopniem centralizacji należy rozważyć także formy centralizacji. Można mówić o centralizacji przepływów pieniężnych i/lub transakcji walutowych oraz zarządzania ekspozycją. Istnieją dwie podstawowe formy centralizacji przepływów pieniężnych: *pooling* (grupowanie) i *netting* (saldowanie).

W poolingu, celem skarbnika jest skoncentrowanie wszystkich dostępnych funduszy w *pool* gotówkowy (pule). Osiąga się to przez postawienie jednostkom operacyjnym wymogu transferowania nadwyżek funduszy na centralny rachunek puli. Fundusze te są następnie inwestowane lub używane na pokrycie finansowych potrzeb innych jednostek operacyjnych. Jeśli na rachunku puli występuje łączny deficyt, wtedy fundusze zostaną pożyczone przez skarb centralny w celu doprowadzenia salda gotówkowego do docelowego poziomu. Skarb centralny pilnuje, by inwestycje i pożyczki były dokonywane po optymalnych stopach procentowych oraz żeby fundusze nie leżały nie zagospodarowane, nawet w ujęciu dobowym.

Pooling powinien być wprowadzony najpierw na poziomie krajowym, w miejscu działalności firm. Pooling międzynarodowy można wypróbować dopiero, gdy systemy krajowe działają sprawnie. W niektórych krajach pooling podlega restrykcjom ze strony instytucji regulujących gospodarkę.

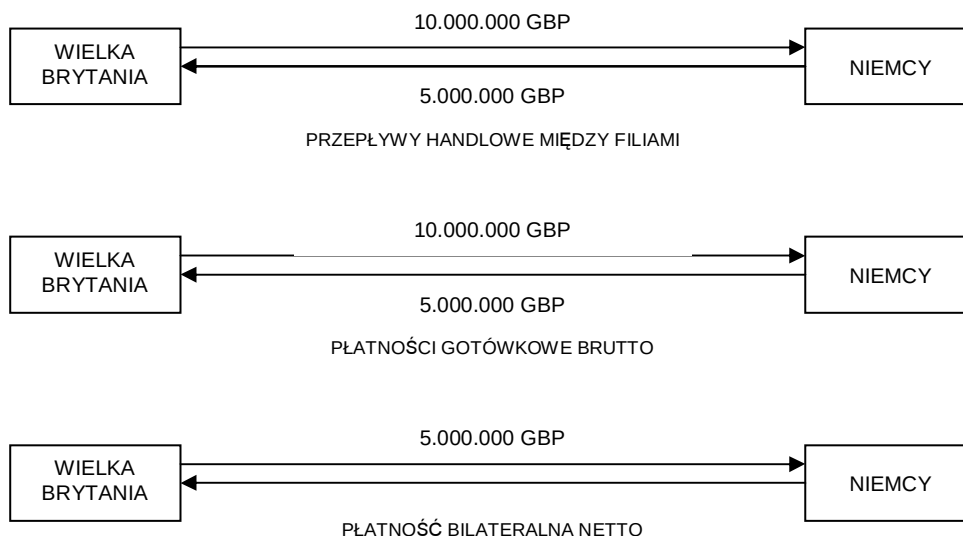
W nettingu skarb centralny stara się zredukować koszty transferowe i walutowe transferów międzynarodowych w ramach korporacji. Koszty transferowe i walutowe zwykle zależą od wysokości transferowanych kwot. Redukcja kosztów może zatem być uzyskana, gdy wartość transferów jest obniżona dzięki pokrywaniu lub saldowaniu zobowiązań między firmami składowymi korporacji międzynarodowej.

Netting może mieć charakter bilateralny (dwustronny) lub multilateralny (wielostronny). *Netting* bilateralny jest prostszy i nie wymaga skomplikowanego systemu kontrolnego. Obejmuje on dwie filie o wzajemnych przepływach handlowych, które zgadzają się rozliczać swoje rachunki na bazie netto. Przykład jest zawarty na schemacie 5.10., gdzie występują filie brytyjska i niemiecka o łącznych przepływach handlowych wartych 15.000.000 GBP. Dzięki uzgodnieniu rozliczeń na bazie netto (saldem), transfery zostają zredukowane z 15.000.000 GBP do 5.000.000 GBP.

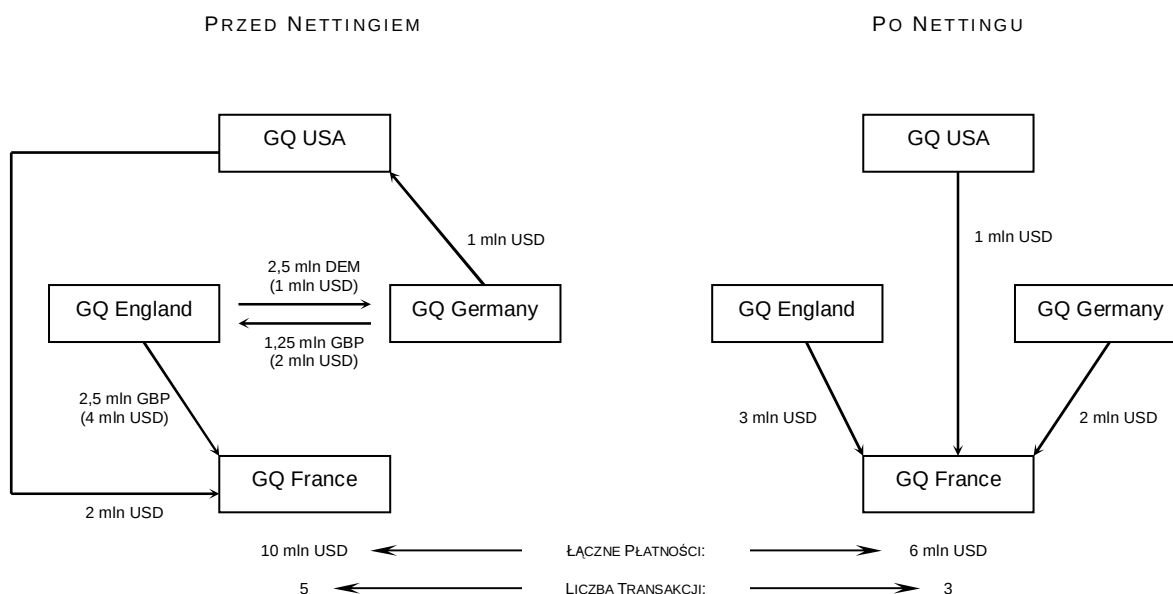
Netting multilateralny obejmuje rozliczenia wszystkich zobowiązań handlowych za pomocą jednego przekazu środków między jednostką operacyjną a centrum rozliczeniowym. Schemat 5.11. zawiera ilustrację nettingu multilateralnego bez pośrednictwa centrum rozliczeniowego. Netting multilateralny redukuje zarówno

wartość, jak i liczbę transferów. On także może podlegać ograniczeniom przez władze i prawodawstwo niektórych krajów.

Schemat 5.10. *Netting bilateralny.*



Schemat 5.11. *Netting multilateralny przykładowej firmy GlobalQuest (GQ).*



Formą centralizacji dla celów zarządzania walutą i ekspozycją jest *matching* (dopasowanie). *Matching* jest w dużej mierze analogiczny do nettingu multilateralnego, ale jako całość stanowi szerszą koncepcję. Oprócz płatności wewnątrz korporacji międzynarodowej, *matching* obejmuje także płatności na rzecz dostawców zewnętrznych oraz płatności otrzymywane w walutach obcych od

klientów spoza korporacji. Zarządzanie procesem matchingu wymaga bardzo wyszukanych systemów śledzenia wpłat i wypłat co do ich waluty, kwoty i czasu. Wymaga także wysokiego stopnia scentralizowania korporacji, zanim może zostać uruchomiony.

Inną formą centralizacji zarządzania walutą i ekspozycją jest stworzenie firmy refakturującej. Dostawy z różnych jednostek są dokonywane bezpośrednio do odbiorców finalnych, którymi mogą być firmy afiliowane lub klienci zewnętrzni. Podobnie, wszystkie dostawy są otrzymywane bezpośrednio od dostawców będących firmami afiliowanymi lub dostawcami zewnętrznymi. Jednakże dostawcy zawsze obciążają specjalną firmę refakturującą, która z kolei obciąża nabywcę finalnego. Każdy dostawca obciąża firmę refakturującą w swojej własnej walucie. Firma refakturująca z kolei obciąża odbiorcę finalnego w jego walucie. Ta procedura umożliwia skoncentrowanie wszystkich ekspozycji walutowych wynikających z przepływów handlowych w firmie refakturującej.

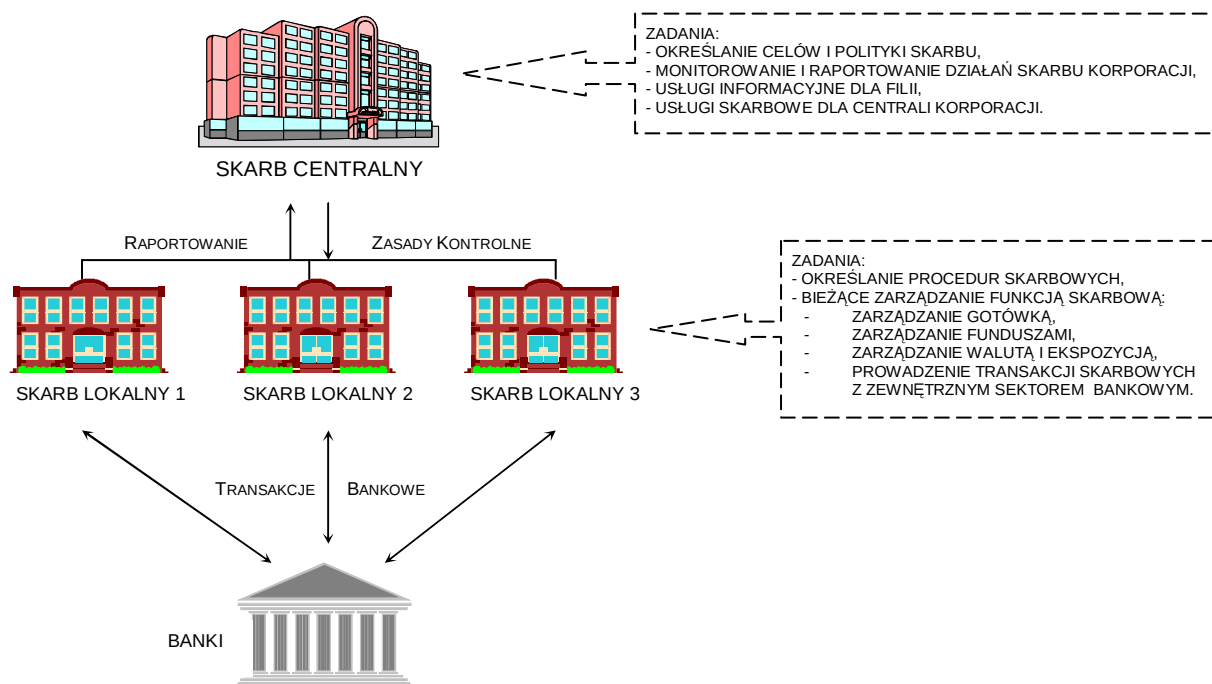
Dla dopełnienia prezentacji organizacji skarbu w korporacjach międzynarodowych musimy jeszcze omówić sposoby zarządzania relacjami korporacji z bankami. Role, które skarb przyjmuje, możemy z grubsza sklasyfikować w trzech kategoriach: rola doradcy, agenta lub banku.

W wielu korporacjach departamenty skarbu zaczęły od funkcji doradczej i ewoluowały w stronę roli agenta, wraz z rozrostem firmy i wzrostem zmienności kursów walutowych i stóp procentowych w latach 1970-tych, co prowadziło do potrzeby skoordynowanego podejścia do centralnego skarbu korporacji. W ostatnich latach niektóre skarby wielkich korporacji przemysłowych o dobrej ocenie kredytowej przyjęły rolę banku przez utworzenie *in-house banks* (banków wewnętrznych) i pominęły sektor bankowy w prowadzeniu wewnątrzkorporacyjnych rozliczeń transakcji, w rozliczeniach w walutach obcych, a nawet w emisji własnych papierów wartościowych.

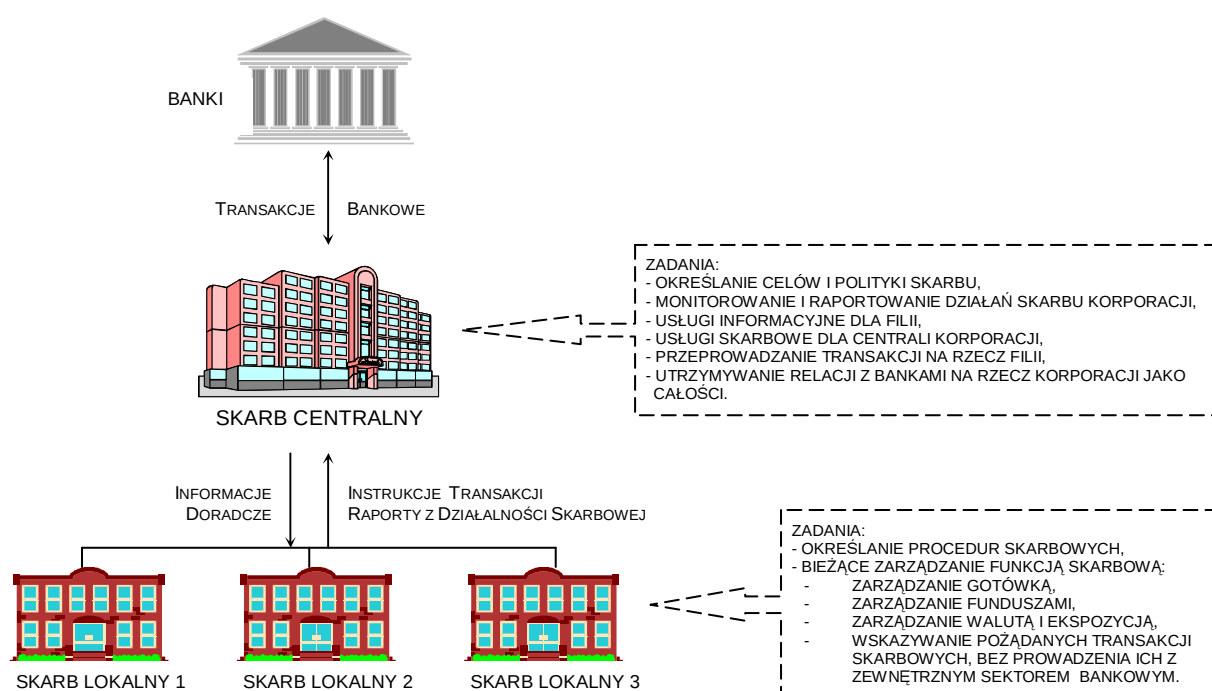
Na schemacie 5.12. pokazano skarb centralny w roli doradczej. Ta forma zakłada zdecentralizowaną strukturę zarządzania skarbem, z przeniesieniem podejmowania wszystkich decyzji na poziom skarbów lokalnych w poszczególnych firmach-filiach. Wiodącą funkcją skarbu centralnego jest dostarczanie źródeł informacji wewnętrznej skarbowi jednostek lokalnych. Skarb centralny dostarcza informacji na temat bieżących i przewidywanych stóp procentowych oraz kursów

walut i papierów wartościowych, a także doradza na temat możliwych kierunków działań skarbowych. Jednakże wszystkie decyzje są podejmowane przez filie, które także indywidualnie utrzymują kontakty z bankami.

Schemat 5.12. *Skarb centralny w roli doradcy.*

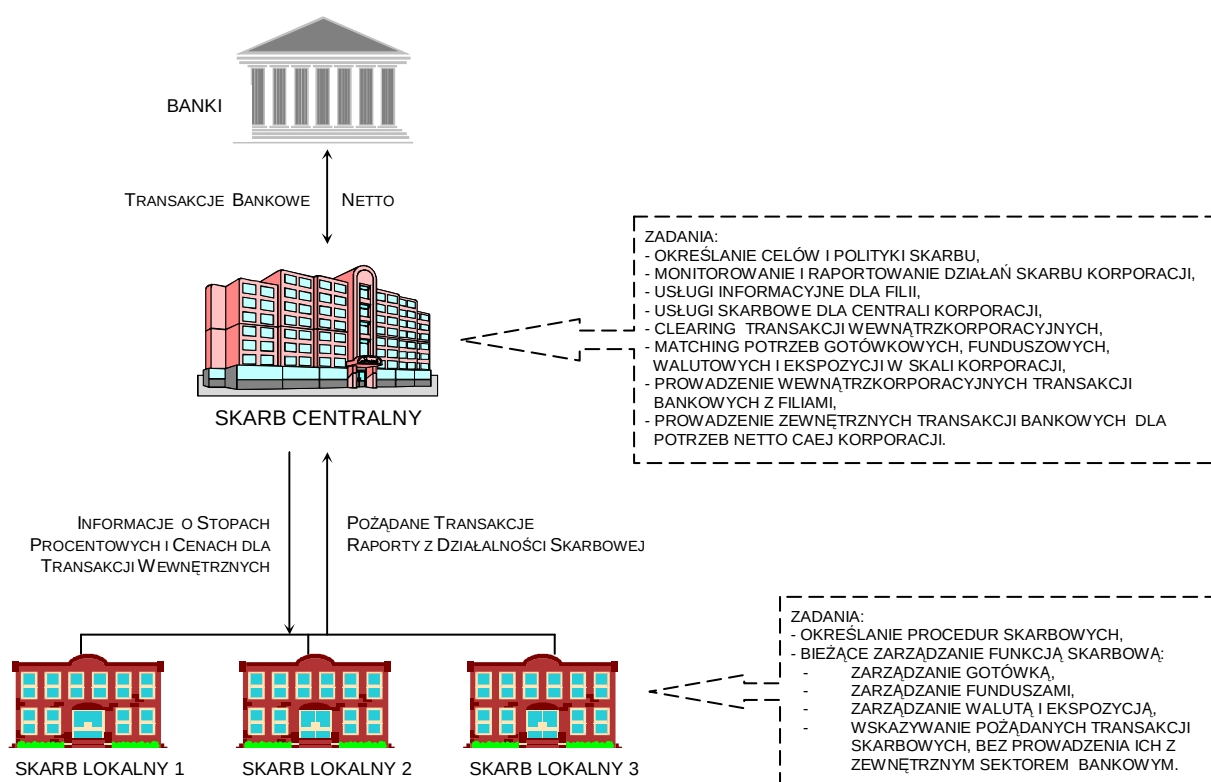


Schemat 5.13. *Skarb centralny w roli agenta.*



W roli agenta skarb centralny utrzymuje relacje z bankami. Przeprowadza on także transakcje bankowe i skarbowe na podstawie wskazówek i z upoważnienia lokalnych skarbów jednostek. Lokalne skarby jednostek są odpowiedzialne za określanie potrzebnych transakcji i za przekazywanie skarbowi centralnemu wskazówek na ich temat. Skarb centralny dokonuje rozliczeń w imieniu jednostek operacyjnych, a jednostki operacyjne nadal przesyłają listy do banków. Na schemacie 5.13. pokazano skarb centralny w roli agenta. Główna korzyść z tej roli to prowadzenie transakcji i relacji z bankami za pośrednictwem scentralizowanej funkcji, pozwalającej najefektywniej zagospodarować zasoby całej korporacji. Skarby lokalne nie potrzebują utrzymywać drogich ekspertów od rozliczeń. Transakcje są skoncentrowane w ograniczonej liczbie banków, dla których korporacja staje się bardziej wartościowym klientem, niż gdy relacje z bankami są rozproszone.

Schemat 5.14. Skarb centralny w roli banku.



W roli banku skarb centralny dokonuje saldowania i matchingu wewnątrzkorporacyjnego dla potrzeb skarbowych i wykorzystuje zewnętrzne usługi bankowe jedynie do tych potrzeb, którym nie może sprostać skarb korporacji. Na

schemacie 5.14. podano przykład skarbu centralnego w roli bankowej. W tym przykładzie podejmowanie decyzji skarbowych jest częściowo zdecentralizowane. Odpowiedzialność za zidentyfikowanie i zabezpieczenie ekspozycji wciąż spoczywa na filiach. Jednakże filie muszą rozliczać się ze skarbem centralnym, jakby był on ich zewnętrznym bankiem. Skarb centralny zarządza potrzebami korporacji jako całości i negocjuje z bankami na rzecz wszystkich jednostek korporacji.

Niektóre większe firmy tworzą swoje własne „banki wewnętrzne”. Dobrze znanym przykładem *in-house banking* jest BP Finance International stworzony przez swoją firmę macierzystą, the British Petroleum Company plc. Te banki wewnętrzne często dysponują własnymi centrami transakcji walutowych i rynku pieniężnego (*dealing rooms*), prowadzonymi w sposób podobny do bankowych. Niektóre z bardziej agresywnych banków wewnętrznych posunęły się tak daleko, że emitują własne papiery wartościowe bez pomocy klasycznych banków, co jest najbardziej alarmującym branżę bankową trendem.

5.4. SKARBOWOŚĆ CENTRÓW KOSZTOWYCH I DOCHODOWYCH

Powyżej stwierdzono, że organizacje skarbu centralnego uprzednio pełniły role doradcze. Ewolucja, która dokonała się w ostatnich latach w kierunku roli bankowej zrodziła pytanie, czy departamenty skarbu centralnego powinny być traktowane jako centra kosztowe, czy też powinny być uważane za centra dochodowe, które prowadzą interesy na własne konto.

Odpowiedź na to pytanie zależy w pierwszym rzędzie od kultury korporacyjnej. W przeszłości wiele korporacji traktowało funkcję finansową jako uzupełniającą, która ma wspierać działalność operacyjną i marketingową. Ten pogląd był prawdopodobnie właściwy w dekadach gwałtownego wzrostu gospodarczego i mocno regulowanych rynków finansowych. Jednakże gdy od lat 1970-tych wzrost gospodarczy został znacznie spowolniony, wiele korporacji zaczęło generować więcej gotówki niż było w stanie dochodowo reinwestować we własną działalność. W rezultacie dochód z inwestycji finansowych stał się istotny z punktu widzenia całkowitej rentowności. Równocześnie wielokrotnie zwiększyły się ryzyka, którym muszą sprostać skarby. To spowodowało, że wraz ze śmielszym angażowaniem się skarbów w dochodowe operacje, stosunek zarządów firm do tej sfery działalności zaczął się zmieniać.

Motywowanie personelu skarbu może zostać poprawione przez przekształcenie operacji skarbowych z działalności urzędniczej w operacje, których rezultaty dają się mierzyć za pomocą podobnych kryteriów, jak tradycyjnie stosowane wobec rezultatów produkcji i marketingu. Motywacja personelu skarbu może być dalej wzmocniona, jeśli jego wynagrodzenie jest powiązane z efektami działalności. Prowadzi to do pojawienia się potrzeby stworzenia systemów pomiaru efektów działalności, a dla operacji skarbowych nie zawsze łatwo je skonstruować.

Zakres operacji należących do skarbu jest również czynnikiem wpływającym na decyzję, czy skarb powinien działać jako centrum dochodowe. Czy skarb powinien poszukiwać zewnętrznych transakcji, czy powinien ograniczać się jedynie do transakcji wynikających z podstawowej działalności korporacji? Nawet tak znane przykłady jak BP Finance International nie obejmują konkurencji z bankami w przyjmowaniu depozytów pieniężnych od klientów. Innym przykładem dopuszczalnego zakresu działania są operacje walutowe.

Wreszcie także kwestie rachunkowe są czynnikiem wartym rozważenia. Zezwolenie skarbowi na działanie jako *profit center* oznacza, że system rachunkowości korporacji musi być odpowiednio zaawansowany, by móc oddzielić skarb od reszty organizacji.

Schemat 5.15. *Etapowe podejście do centralizacji skarbu.*

stopień złożoności	cele skarbu	forma centralizacji	zarządzanie ekspozycją	prognozy przepływów pieniężnych
niski ↓ wysoki	centrum kosztowe ↓ dochodowe	agent ↓ bank	z kontraktów ↓ z prognoz	zaangażowanie ↓ zaangażowanie i prognoza

Jaki by nie był obecny status skarbu, jego ewolucję należy postrzegać jako etapową. Na schemacie 5.15. wymieniono najważniejsze stadia tego procesu. Systemy ewoluują od niskiego do wysokiego stopnia złożoności, wraz z

przesuwaniem się celu działania skarbu od centrum kosztowego do centrum zyskowego. Forma centralizacji ewoluuje od roli doradczej, przez rolę agenta do roli banku. Zarządzanie ekspozycją przesuwają się od zarządzania istniejącymi kontraktami w kierunku zarządzania prognozowanymi pozycjami objętymi ryzykiem. Podobnie prognozy przepływów pieniężnych w różnych walutach przechodzą od przewidywań opartych na istniejącym zaangażowaniu, do prognoz opartych na działaniach zarówno dokonanych, jak i zamierzonych.

6. SYSTEMY ZARZĄDZANIA SKARBEM W CYKLU DOCHODOWYM

6.1. CYKL DOCHODOWY I OPERACJE MIĘDZYNARODOWE

Podstawowy cykl dochodowy ze schematu 4.5 w rozdziale 4 należy zmodyfikować z uwzględnieniem cech korporacji międzynarodowej. Po pierwsze, wielość jednostek operacyjnych firmy powoduje komplikacje. Gdy kilka jednostek operacyjnych zaopatruje tego samego klienta, systemy skarbowe muszą śledzić całość dostaw w celu zachowania kontroli nad poziomem wystawienia na ryzyko kredytowe reprezentowanym przez tego klienta. Po drugie, by kontrolować ekspozycję walutową, systemy muszą być zdolne śledzić przepływy walutowe. Wzajemne obroty między częściami jednej korporacji, zwłaszcza działającymi w różnych krajach, muszą być identyfikowane, rejestrowane i zarządzane oddzielnie w stosunku do obrotów między korporacją i partnerami zewnętrznymi.

Dla wielu branż podstawowy cykl dochodowy musi zostać poszerzony również przez włączenie dodatkowych etapów. W wielu przemysłach cała produkcja jest uruchamiana na zamówienie. Zamówienia są uzyskiwane w drodze przetargów. Jeśli firma przedkłada ofertę, angażuje się całkowicie. Ponieważ tylko część ofert kończy się zamówieniem, z reguły złożonych jest więcej ofert niż firma byłaby w stanie zrealizować, gdyby zdobyła wszystkie zamówienia, o które się stara. Rozbudowany cykl dochodowy, który obejmuje proces gromadzenia zamówień, przedstawiony jest na schemacie 6.1. Oprócz etapu przetargowego do schematu 6.1. dodano także pewne nowe etapy, w wyniku wydzielenia fakturowania (*billing*), należności, (*accounts receivable*) oraz wpływów gotówkowych, w podziale na bardziej szczegółowe fazy.

W zależności od rodzaju działalności prowadzonej przez firmę skarb może być zmuszony do udziału w każdym etapie rozszerzonego cyklu dochodowego. Na przykład jeśli firma przedkłada ofertę przetargową w walucie obcej, skarb będzie musiał chronić firmę przed ryzykiem kursu walutowego. Przy skomplikowanych kontraktach dostawy dóbr inwestycyjnych, które wiążą się z kredytem dostawcy,

skarb musi się włączyć na etapie przetargowym w zorganizowanie pakietu finansowego, umożliwiające udzielenie takiego kredytu.

Schemat 6.1. *Rozbudowany cykl dochodowy.*



6.2. RYZYKA ZWIĄZANE Z CYKLEM DOCHODOWYM

Zanim systemy dla cyklu dochodowego mogą zostać zaprojektowane, skarb musi rozpoznać ryzyka związane z różnymi etapami cyklu.

Ryzyko kredytowe (lub partnera) może się pojawić od momentu przedłożenia oferty do chwili, gdy klient spłaci dostawę. Częstą praktyką w przemyśle jest wymaganie, by dostawca złożył wadium (kaucję) przetargowe jako gwarancję, w formie gotówkowej lub akceptowanego przez klienta zobowiązania do zapłaty. Klient może przejąć wadium, jeśli kontrakt został przyznany dostawcy, a ten go nie akceptuje. Czasami procedura przetargowa trwa kilka miesięcy i sytuacja finansowa klienta może w tym okresie ulec zmianie. Dostawca może więc zyskać solidne powody handlowe do odmowy przyjęcia kontraktu, nawet tracąc wadium.

Ryzyko kraju, zwane także ryzykiem politycznym lub transgranicznym, jest obecne na każdym etapie procesu. Rozwijając przykład z poprzedniego akapitu, dostawca może wyczuwać, że sytuacja polityczna w kraju klienta zmieniła się znacząco, usprawiedliwiając odrzucenie kontraktu. W rzeczywistości rewolucyjny rząd Iranu, powstały po obaleniu szacha i utworzeniu republiki islamskiej, bezpodstawnie przejął kilka kaucji we wczesnych latach 1980-tych. Kaucje te były związane z kontraktami, które firmy zagraniczne zawarły z usuniętym rządem szacha.

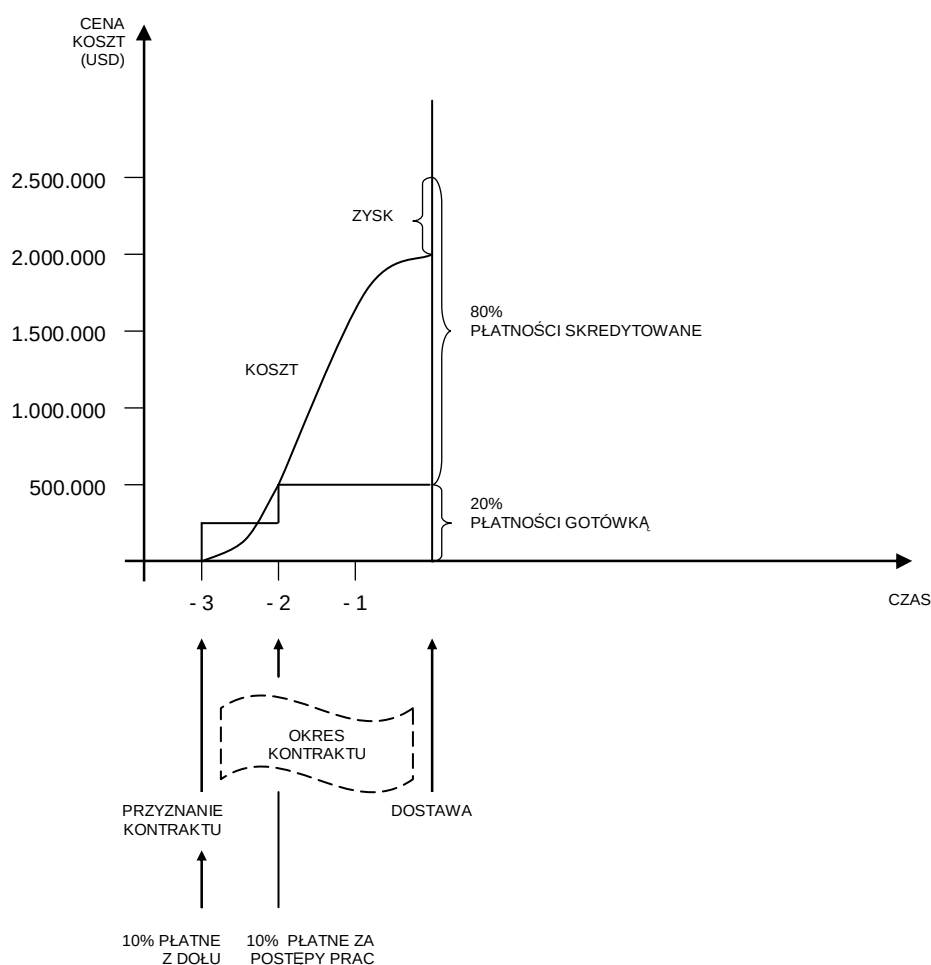
Ryzyko kursu walutowego może często się pojawiać od momentu rozstrzygnięcia przetargu do chwili, gdy zapłata za dostawę zostanie zainkasowana. Ryzyko płynności oraz ryzyko stopy procentowej istnieje od momentu, gdy dostawca musi zainwestować fundusze w sfinansowanie produkcji. Jeśli dostawca musi przedłożyć wniosek o pakiet kredytowy w tym samym czasie, gdy odbywa się przetarg na dostawę wytworzonych dóbr, ryzyko stopy procentowej może zaistnieć już na etapie przetargowym.

Ryzyka operacyjne, jak błędy w dokumentacji, oszukańcze zachowania itp., wiążą się ze wszystkimi etapami cyklu.

Schematy 6.2. oraz 6.3. ilustrują hipotetyczną dostawę dóbr inwestycyjnych z wykorzystaniem kredytu dostawcy. Według schematu 6.2., klient przyznaje dostawcy kontrakt na kwotę 2,5 mln USD z dostawą w trzy lata od jego zawarcia. Trzyletni okres nie jest niczym niezwykłym, na przykład przy dostawach kompletnych fabryk

„pod klucz”. Klient dokonuje 10% wpłaty zaliczkowej i przyrzeka dokonać wpłaty następnych 10% w rok później, zależnie od postępu prac. Dostawca obiecuje zorganizować pięcioletni kredyt dostawcy pokrywający pozostałe 80% ceny uzgodnionej w kontrakcie. Innymi słowy klient płaci 0,5 mln USD w okresie kontraktu, a pozostałe 2 mln USD w półrocznych ratach po 0,2 mln USD przez pięć lat od dostawy. Płatności związane z kredytem dostawcy są przedstawione na schemacie 6.3.

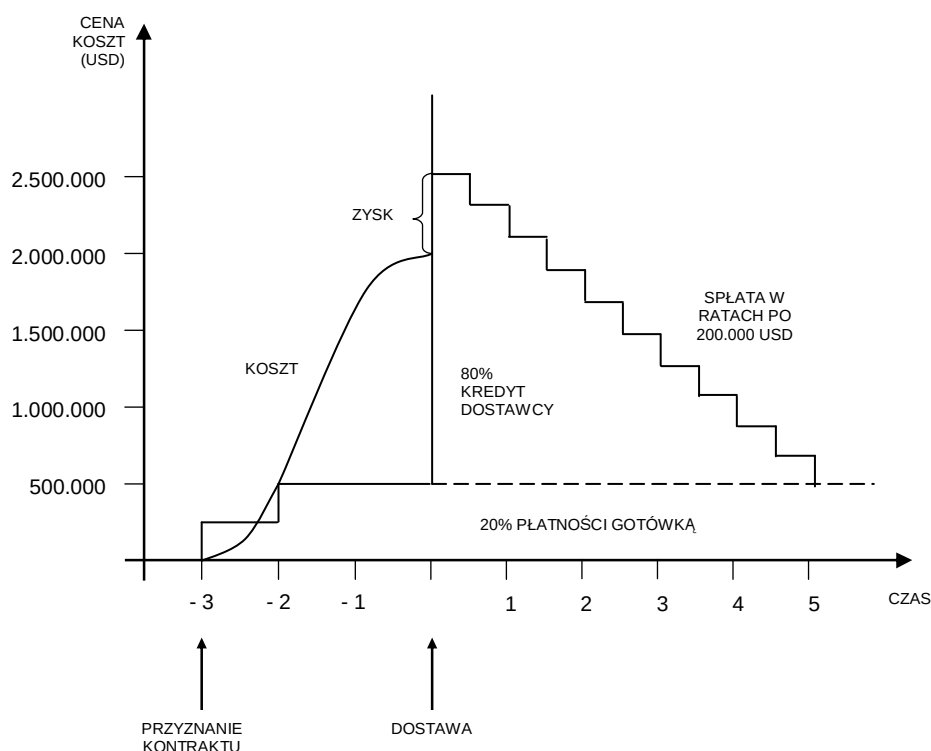
Schemat 6.2. Kontrakt na dostawę dóbr inwestycyjnych z kredytem dostawcy.



Ryzyka dostawcy w trakcie przetargu, czyli od momentu przedłożenia oferty do chwili uzyskania kontraktu, zawierają również możliwość, że koszty wytworzenia wzrosną w stosunku do zakładanych w kalkulacjach ceny ofertowej, co jest nazywane ryzykiem eskalacji kosztu. Jeśli składamy ofertę w walucie obcej, a kurs walutowy zmienia się na naszą niekorzyść, możemy wygrać przetarg, zostając z kontraktem przynoszącym straty. Jeśli przyrzekliśmy zorganizować kredyt dla

odbiorcy o określonej stopie procentowej, ale nie zapewniłmy sobie środków po takiej samej lub niższej stopie procentowej, znajdziemy się w obliczu ryzyka stopy procentowej.

Schemat 6.3. Ryzyka związane z kontraktem na dostawę dóbr inwestycyjnych finansowaną kredytem dostawcy.



RYZYKA DOSTAWCY		
1) RYZYKA OKRESU PRZETARGU:	2) RYZYKA OKRESU KONSTRUKCJI:	3) RYZYKA OKRESU KREDYTOWANIA PO DOSTAWIE:
- ESKALACJI KOSZTU,	- NIEOTRZYMANIA ZAPŁATY:	- NIEOTRZYMANIA ZAPŁATY:
- KURSU WALUTOWEGO,	- HANDLOWE,	- HANDLOWE,
- STOPY PROCENTOWEJ.	- POLITYCZNE,	- POLITYCZNE,
	- KURSU WALUTOWEGO,	- KURSU WALUTOWEGO,
	- STOPY PROCENTOWEJ,	- STOPY PROCENTOWEJ.
	- ESKALACJI KOSZTU,	
	- BEZPODSTAWNEJ EGZEKUCJI ZABEZPIECZEŃ.	

Okres konstrukcji (wytwarzania) niesie ze sobą dodatkowe ryzyka: kredytowe i kraju, które na schemacie 6.3. są nazywane ryzykiem handlowym i politycznym. Ryzyka niesłusznego przejścia zabezpieczeń terminowości realizacji kontraktu lub zabezpieczeń zwrotu zaliczkowych płatności na wypadek braku dostawy zostały już omówione powyżej.

Okres kredytu po dokonaniu dostawy wiąże się z ryzykiem kredytowym, kraju, kursu walutowego oraz stopy procentowej. W uzupełnieniu ryzyk wymienionych na schemacie 6.3., może wystąpić ryzyko płynności, o ile dostawca nie zapewni wystarczających środków finansowych zanim uzyska kontrakt. Na schemacie 6.3. krzywa akumulacji kosztu rośnie powyżej funkcji, która wskazuje otrzymane częściowe płatności. Innymi słowy, ryzyko płynności może się urzeczywistnić w momencie poprzedzającym dostawę o dwa lata.

Ryzyko operacyjne może występować przez cały czas na etapie przetargu, konstrukcji i kredytowania.

6.3. ZARZĄDZANIE RYZYKIEM KREDYTOWYM

Zarządzanie ryzykiem kredytowym jest zadaniem komórki (departamentu) kredytów i należności (inkasa) w centrali korporacji. Istnieją dwie logiczne alternatywy dla podporządkowania organizacyjnego departamentu kredytowego: funkcja finansowa lub funkcja sprzedaży.

W wyjątkowych przypadkach departament kredytowy może także podlegać bezpośrednio ścisłemu kierownictwu firmy. Jednakże w większości firm departament kredytowy podlega funkcji finansowej, w ramach której istnieją dwie dalsze możliwości wyboru: biuro skarbu lub biuro kontrolera.

Większość korporacji w USA lokuje departamenty kredytowe w biurze skarbu. Typowym przykładem jest Levi Strauss & Co., powołany powyżej w rozważaniach poprzedzających schemat 5.1. To umiejscowienie departamentu kredytowego jest oparte na argumencie, że biuro skarbu kontroluje fundusze związane z kontami dłużniczymi (należnościami). Środki zainwestowane w należności są przynajmniej częściowo pod wpływem polityki kredytowej, zatem departament kredytowy powinien podlegać skarbnikowi.

Istnieje także aspekt podziału obowiązków. Jeśli departament kredytowy podlega skarbnikowi, a nie biurze kontrolera, kontroler może lepiej nadzorować działalność departamentu kredytowego i jego sprawozdawczość.

Polityka kredytowa: Każda firma, która sprzedaje na kredyt, prowadzi politykę kredytową, przynajmniej w tym sensie, że poszczególne decyzje kredytowe są

podejmowane według jakiegoś wzorca. Firmy bardzo różnią się między sobą pod względem stopnia sprecyzowania polityki kredytowej. W większości firm polityka ta nie jest w pełni rozwinięta. W firmach wielobranżowych każda grupa produktów może wiązać się ze specjalnie dla niej wypracowaną polityką kredytową. W dodatku polityka kredytowania poszczególnych grup produktów w wielu korporacjach międzynarodowych jest zróżnicowana zależnie od kraju działalności.

Polityka kredytowa musi być widziana w związku z celami firmy. Zwykle każda firma posiada pewne cele, które stara się osiągnąć: dochód, sprzedaż, wielkość obrotów, wzrost itp. Dla osiągnięcia tych ogólnych celów firmy, każda komórka funkcjonalna, włączając departament kredytowy, musi realizować pewne cele szczegółowe.

Dla departamentu kredytowego specyficzne cele mogą być określone według:

- poziomu sprzedaży klientom z różnych kategorii ryzyka kredytowego,
- relacji między departamentem kredytowym a departamentem sprzedaży,
- wielkości środków zainwestowanych w należności,
- stanu należności, czyli stopnia ryzyka kredytowego,
- wyszkolenia i rozbudowy personelu kredytowego.

Cele wskazują na pozycję, którą departament kredytowy usiłuje zająć. Odpowiadają one na pytanie, co próbujemy osiągnąć. Czy staramy się powiększyć poziom sprzedaży do granic możliwości? To może zostać osiągnięte kosztem jakości należności. Z drugiej strony, jeśli naszym celem jest utrzymanie dobrego stanu należności i niskiego ryzyka kredytowego, to może pogorszyć nasze relacje z departamentem sprzedaży, który chciałby zebrać zamówienia również od klientów o słabej wiarygodności kredytowej.

Polityka kredytowa odpowiada w ogólnym zarysie na pytanie, co będziemy czynić dla zrealizowania ustalonych celów. Polityka kredytowa ustanawia szerokie granice, w ramach których będą podejmowane decyzje w dłuższym horyzoncie czasowym.

Główne składowe polityki kredytowej mogą być ujęte następująco:

- 1) Decyzja kredytowa: Czy dany klient powinien otrzymać kredyt, a jeśli tak, to w jakiej wysokości?
- 2) Okres kredytowania: Na jak długo należy przyznać kredyt?

- 3) Forma kredytu: W jakiej postaci kredyt powinien być udzielony?
- 4) Realizacja: W jaki sposób monitorować i wymuszać dotrzymanie warunków kredytu?
- 5) Pozostałe warunki sprzedaży: Jakie inne bodźce i ograniczenia należy rozważyć?

Skutki polityki kredytowej muszą być rozumiane zarówno przez kierownictwo odpowiedzialne za marketing, jak i za kredytowanie. Pracownicy marketingu muszą zaakceptować, że sprzedaży nie można uznać za w pełni dokonaną dopóki nie zostanie uiszczona pełna zapłata. Z drugiej strony zarządzający kredytem muszą rozumieć, że zbyt restrykcyjna polityka kredytowa wyeliminuje wszelkie ryzykowne przedsięwzięcia, które jednak mogły być dochodowe.

Stosowanie polityki kredytowej: By być efektywną, polityka kredytowa musi być bezpośrednio i precyzyjnie powiązana z działaniem. Jej stosowanie wiąże się z trzema fazami w kontroli:

- przypisanie obowiązków i odpowiedzialności, a także przekazanie uprawnień,
- ustanowienie procedur autoryzacji decyzji oraz audytu wewnętrznego i zewnętrznego,
- dostarczanie periodycznych sprawozdań z postępów oraz oceny zarządzających kredytami.

Polityka kredytowa musi być przedstawiana tym, którzy są bezpośrednio związani z funkcją kredytową, ale także tym, którzy odpowiadają za sprzedaż.

Polityka kredytowa tworzy szerokie granice, w ramach których decyzje są podejmowane w dłuższym okresie. By te granice działały, konieczne jest wyspecyfikowanie, kto ma prawo do podejmowania określonych rodzajów decyzji. Blisko związane z przypisaniem odpowiedzialności jest stworzenie szczegółowych procedur bieżących operacji.

Polityka kredytowa znajduje się pod wpływem zarówno czynników wewnętrznych, jak i zewnętrznych, do których należą:

- praktyka danej branży lub przemysłu,
- lokalne zwyczaje,
- ograniczenia konkurencyjne,

- natura produktów,
- charakter bazy konsumenckiej,
- zróżnicowanie rozmiarów zamówień,
- częstotliwość zamówień itp.

Z tego wynika, że firma wytwarzająca kilka produktów, które są sprzedawane w bardzo zróżnicowanych warunkach, rozwinię odmienną interpretację polityki kredytowej dla każdego produktu. Podobnie, dla danego produktu, może się okazać niezbędne zróżnicowanie stosowania polityki kredytowej w zależności od rynku sprzedaży.

Polityka kredytowa nie może być rozważana w izolacji od innych systemów skarbu. W uzupełnieniu jej wpływu na zarządzanie należnościami i systemami inkasa, będzie ona miała skutki również dla zarządzania płynnością i gotówką, relacji z bankami oraz systemami zarządzania ekspozycją walutową.

Przyjrzyjmy się teraz bardziej szczegółowo decyzjom, które należy podjąć dla realizacji kluczowych składników polityki kredytowej. Zaczynając od decyzji kredytowej, potrzebujemy informacji, czy kredyt w ogóle powinien być udzielony, a jeśli tak, to w jakiej wysokości. Możemy brać pod uwagę różne źródła informacji, na których decyzję można by oprzeć:

- 1) Opinie banku: Moglibyśmy się zwrócić o opinię na temat klienta do naszych bankowców. To źródło jest łatwe w użyciu, ale dostarcza zwykle tylko podstawowych informacji.
- 2) Opinie handlowe: Moglibyśmy poprosić naszego klienta o dostarczenie listy partnerów, z którymi klient prowadził interesy poprzednio i zapytać ich o opinię na temat potencjalnego klienta. To źródło może okazać się mało przydatne, gdyż potencjalni klienci nie są skłonni przekazywać nazw dostawców, którzy daliby im złe rekomendacje.
- 3) Stowarzyszenia handlowe: Mogą one być cennym źródłem informacji, jeżeli świadczą tego typu usługi i jeżeli jest dość czasu na uzyskanie ich opinii.
- 4) Biura kredytowe: Firmy jak Dun & Bradstreet mogą być przydatnym źródłem informacji. Jednakże jakość usług jest różna w poszczególnych biurach, a nawet w oddziałach tego samego biura w różnych krajach. Dun & Bradstreet w Brazylii może świadczyć innej jakości usługi niż Dun & Bradstreet w USA.

- 5) Analizy wewnętrzne: W sytuacji, gdy potencjalna ekspozycja kredytowa jest z natury zarówno dużych rozmiarów, jak i długoterminowa, zwykle jest konieczne przeprowadzenie wewnętrznych analiz sprawozdawczości klienta. W przypadku nowo powstałych firm, podjęcie decyzji może być konieczne na podstawie planu biznesowego.

Wobec firmy, z którą interesy są prowadzone już jakiś czas, ostateczna ocena może być konieczna bardziej na podstawie historii płatności i kontaktów osobistych między dyrektorem kredytowym a klientem, niż na podstawie analiz sprawozdań finansowych. Na przykład w przypadku firmy Levi Strauss & Co., która sprzedaje dżinsy do małych butików, nie ma uzasadnienia studiowanie ich ksiąg rachunkowych i sprawozdań finansowych. Decyzje kredytowe są opierane raczej na historii rozliczeń butików z firmą oraz bezpośrednich kontaktach pracownika kredytowego z ich właścicielami. Nic dziwnego zatem, że departament kredytowy zatrudnia 160 osób, jak przedstawiono powyżej w podrozdziale 5.1.

Decyzję na temat okresu kredytowania, czyli na jak długo kredyt powinien być udzielony, opiera się często na praktyce stosowanej w danej branży. Jednakże kredyt może zostać użyty również jako narzędzie konkurencji. W obu przypadkach koszt finansowania okresu kredytu powinien być bezpośrednio związany z polityką cenową. By uniknąć niezgodności, która może okazać się kosztowna, warunki kredytu powinny być jasno określone, zarówno podczas negocjacji, jak i w chwili wystawiania faktury. Warunki płatności zawsze powinny być szczegółowe. Na przykład powinno się określać termin na „30 dni od daty wystawienia faktury”, a nie „30 dni netto”.

Formy kredytu handlowego - o ile nie rozważamy specjalnych warunków, jak eksport dóbr inwestycyjnych z kredytem dostawcy - można uporządkować w cztery główne kategorie:

- kredyt w rachunku otwartym (*open account*),
- kredyt quasi-wekslowy (*near drafts*),
- kredyt wekslowy (*drafts and bills of exchange*),
- inkasa dokumentowe, akredytywy itp. (*documentary collections, letters of credits*).

Warunki **kredytu w rachunku otwartym** oferują najmniej bezpieczeństwa. Wysiłki egzekwowania należności nie mają wtedy wsparcia. Wpływy gotówkowe muszą być przewidywane na podstawie doświadczenia. Z niezapłaconymi fakturami nie wiążą się bezpośrednio żadne możliwości finansowe. Jednakże rachunek otwarty jest najczęstszą formą kredytu kupieckiego.

„**Quasi**” **weksle** mogą być w niektórych krajach użyte jako zabezpieczenie pożyczek lub do zapewnienia sobie poparcia banku w staraniach o wyegzekwowanie należności. Przykładem quasi-weksli są brazylijskie *duplicatas*. Są to kopie faktur z napisaną na nich przez klienta akceptacją do zapłaty w taki sam sposób, jak to się robi na wekslach trasowanych.

Weksle reprezentują bezwarunkowe finansowe zobowiązanie do zapłaty w określonym lub możliwym do określenia czasie. W porównaniu do rachunku otwartego, ta forma kredytu dostarcza dodatkowego zabezpieczenia. Czyni również monitorowanie należności łatwiejszymi, gdyż sprzedawca jest informowany o braku zapłaty przez bank inkasujący weksel. Co więcej, przewidywania wpływów gotówki mogą być bardziej wiarygodne niż w przypadku kredytu w rachunku otwartym. Może to zależeć od siły przetargowej sprzedawcy wobec klienta, pozwalającej zmusić go do zaakceptowania tej formy kredytu. Jeśli klientami są silne korporacje przemysłowe, mogą być one niechętnie przyjęciu takiej formy kredytu. W przypadku sprzedaży kosztownych dóbr kapitałowych z wydłużonymi okresami kredytowania może być konieczne użycie pewnych form weksli lub skryptów dłużnych, by zapewnić źródło dyskontowego finansowania dla sprzedawcy.

Czwarta forma kredytu, **inkaso oparte na dokumentach**, jest powszechnie stosowane w handlu międzynarodowym, gdy sprzedawca ma ograniczoną wiedzę na temat nabywcy. Istnieją dwie formy kredytu dokumentowego: zapłata za wydaniem dokumentów oraz akredytywa dokumentowa otwierana przez bank na rzecz nabywcy. Jeśli sprzedawca sprostał wymaganiom wymienionym w umowie inkasowej i przedstawi konieczne dokumenty bankowi będącemu stroną umowy, płatność powinna nastąpić natychmiast. Jednakże istnieje kilka wariantów kredytu dokumentowego, które wymagają specjalnej wiedzy i wysiłków administracyjnych oraz dodatkowych kosztów ze strony sprzedawcy. Nie jest możliwe szczegółowe przedstawienie rozmaitych form kredytu dokumentowego w tym miejscu. Należy tylko podkreślić, że najmniej ryzykowną i najbardziej bezpośrednią formą kredytu

dokumentowego z punktu widzenia sprzedawcy jest nieodwołalna, potwierdzona akredytywa płatna za okazaniem w walucie sprzedawcy. W tym przypadku bank potwierdzający dokonuje natychmiastowej płatności na rzecz sprzedawcy na podstawie przedłożonych dokumentów i w ramach własnych rachunków banku, co powoduje, że traktuje się to jako pożyczkę udzieloną bankowi, który wystawił akredytywę. Z tego wynika, że sprzedawca nie może użyć takiej akredytywy dla finansowania swoich operacji.

Wyegzekwowanie terminów i warunków kredytu: W typowych, kontynuowanych od pewnego czasu interesach, każdy klient powinien mieć ustanowiony limit kredytowy lub „linię kredytową”, do wysokości których kredyt może być wykorzystany w danym czasie. Przy każdym spływającym nowym zamówieniu departament kredytowy powinien sprawdzić, czy kwota zamówienia, powiększona o już istniejący niezapłacony dług klienta, mieści się w limicie kredytowym. W uzupełnieniu linii kredytowej inne warunki kredytu, raz uzgodnione, powinny zostać odnotowane w teczce klienta i w przypadku każdego nowego zamówienia okres, forma i inne cechy kredytu powinny być sprawdzone względem linii kredytowej. Limity kredytowe i maksymalne, akceptowalne okresy zwłoki w zapłacie powinny być regularnie weryfikowane, zgodnie z posiadanym doświadczeniem.

Niedotrzymywanie uzgodnionych warunków i metod płatności powinno być monitorowane przez personel zajmujący się należnościami, a informacje o tym powinny być przekazywane zarówno klientowi, jak i współpracownikom odpowiedzialnym za sprzedaż.

Jeśli kilka filii korporacji międzynarodowej obsługuje tę samą bazę klientów, filie powinny realizować zgodną politykę kredytową. Z tego wynika potrzeba kontroli kredytowej na wyższym szczeblu. Pracownicy skarbu korporacji na poziomie centrali lub regionu powinni regularnie przeglądać politykę kredytową i zgromadzone doświadczenia z klientami filii działających na ich terenie.

Inne kwestie związane z polityką kredytową dotyczą fakturowania, minimalnej wielkości zamówienia, dyskont gotówkowych i ilościowych, odsetek karnych oraz mechanizmów płatności. Waluta fakturowania musi być rozważana w związku z poziomem cen, określeniem waluty kosztów wytworzenia, konkurencji oraz zakładaną marżą zysku. Chociaż sprzedawca może chcieć zminimalizować różnice między walutami sprzedaży i walutami finansowania produkcji, zwyczajem w branży i

konkurencja mogą mu to uniemożliwić. Podobnie, presja konkurencji może zmusić sprzedawcę do zaakceptowania bardzo niskiego minimalnego poziomu zamówienia, ale może to zostać zrekompensowane przez wprowadzenie opłat przeładunkowych, manipulacyjnych itp. Dyskonta gotówkowe mogą być finansowo usprawiedliwione tam, gdzie występują wysokie koszty odsetkowe oraz znaczące przyspieszenie w reakcji klientów. W pewnych regionach i krajach, jak Skandynawia i Finlandia, istnieje utarta praktyka obciążania odsetkami karnymi dłużników spóźniających się z zapłatą. Szczególnie przy eksporcie warunki płatności muszą być jasno sprecyzowane na fakturach.

Negocjacje warunków kredytu dają okazję do przedyskutowania metod płatności. Ustalenie metod płatności powinno być akceptowalne przez obie strony i być korzystne zarówno dla sprzedawcy, jak i klienta. Metoda i obieg płatności powinny być załączone do każdej umowy dystrybucji. Waga metod i obiegu płatności będzie wyraźnie widoczna, gdy będziemy rozważać instrumenty inkasowania oraz systemy rozliczeń w dalszej części.

Systemy i procedury departamentu kredytowego: Systemy i procedury departamentu kredytowego muszą być spisane w instrukcji kredytowej. Jak w generalnych instrukcjach skarbowych, powinna ona opisywać organizację, procedury, sprawozdania oraz miary efektywności departamentu kredytowego. Jej cele są zbieżne z celami ogólnych instrukcji skarbowych. Instrukcja jest najważniejsza jako gotowe odniesienie dla efektywnej kontroli własnej działalności przez sam departament kredytowy. W rozbudowanych organizacjach taka instrukcja wspiera podział kompetencji. Stanowi także dla innych departamentów gotowy informator o kredytowych praktykach firmy. Ponadto instrukcja jest ważnym narzędziem w programach szkolenia personelu. By była użyteczna, informacje w niej muszą być aktualizowane i zarówno prezentacja sytuacji w firmie, jak i wokół niej muszą być rewidowane, gdy tylko zachodzą ku temu jakieś powody.

Jako uzupełnienie ogólnej instrukcji kredytowej dla departamentu kredytów i inkasa (windykacji) istnieje potrzeba tworzenia krótszej i bardziej praktycznej instrukcji kredytowej sprzedawcy. Rola instrukcji kredytowej sprzedawcy jest dwójaka. Sprzedawca musi pojmować generalne założenia polityki kredytowej firmy w celu właściwego postępowania z klientami. Po drugie, sprzedawcy powinni także

rozumieć powody leżące u podstaw tych decyzji kredytowych, które były niekorzystne dla pewnych klientów.

Instrukcja kredytowa sprzedawcy winna zawierać tylko część materiału z instrukcji podstawowej. Zwykle wystarczy umieszczenie następujących części: definicja kredytu i filozofii prowadzenia interesów, polityka kredytowa, rola kredytowa sprzedawcy, wsparcie departamentu kredytowego dla sprzedaży, jak ocenić ryzyko kredytowe, sprawozdanie sprzedawcy o nowym kliencie (rachunku), finansowe sprawozdania klienta, referencje handlowe i bankowe, raporty agencji kredytowych, dalsze informacje kredytowe, zatwierdzenie kredytu, procedury kontroli kredytu, warunki sprzedaży i inkasa.

6.4. ZARZĄDZANIE NALEŻNOŚCIAMI

Zarządzanie należnościami wiąże się ze stadiami rozszerzonego cyklu dochodowego, począwszy od fazy, gdy faktura jest wysłana, a kończąc na fazie, gdy płatność zostaje otrzymana. Cel powiązany z tym etapem cyklu dochodowego to zainkasowanie funduszy po możliwie najniższym koszcie całkowitym, bez negatywnych skutków dla relacji z klientem. Łączne koszty finansowe związane z inkasowaniem środków są reprezentowane przez dwa poniższe składniki:

- koszty oprocentowania oraz
- koszty ogólnego administrowania monitowaniem i prowadzeniem przeterminowanych rachunków klienta.

By zilustrować wpływ tych dwu składowych, rozważmy przykład, w którym:

- administracyjne wydatki na śledzenie rachunku klienta i upomnienia wynoszą 3 USD na fakturę,
- koszt odsetek od środków zamrożonych jako należności na rachunku wynosi 10% rocznie, oraz
- przeciętna wartość faktury wynosi 500 USD.

By uczynić wysiłki administracyjne opłacalnymi, zaoszczędzone koszty odsetkowe na przyspieszonych płatnościach powinny przynajmniej zrównać się z łącznymi wydatkami administracyjnymi:

$$3USD = \frac{10}{100} \times \frac{x}{365} \times 500$$

z czego wynika, że

$$x = \frac{3 \times 365 \times 100}{10 \times 500} = 21,9 \text{ dni}$$

Konkluzja jest taka, że płatność faktury powinna zostać przyspieszona o 22 dni, by monitowanie opóźnionej płatności było opłacalne. Z kalkulacji wynika w sposób oczywisty, że duże faktury powinny być monitowane skrupulatniej niż małe, biorąc pod uwagę koszty monitowania. Także, im wyższe koszty funduszy dla firmy, tym ważniejsze będzie monitowanie.

Oprócz regulowania płatności przez klienta, system zarządzania należnościami korporacji międzynarodowej będzie pod wpływem następujących czynników:

- natury produktu i obsługiwanego rynku,
- pozycji rynkowej sprzedawcy,
- charakteru bazy klientów,
- warunków kredytowych,
- dostępnego wsparcia systemu,
- zaangażowania personelu odpowiedzialnego za sprzedaż.

Polityka firmy częściowo wyznacza wagę poszczególnych czynników. Jednakże ograniczenia narzucone przez zwyczaje handlowe w różnych krajach działalności powodują, że ujednolicone systemy kontroli należności nie dają takich samych wyników ściągania płatności we wszystkich krajach.

System informacji dla zarządzania należnościami może zostać podzielony na dwie kategorie: system monitorowania oraz system bieżącej kontroli.

Celem systemu monitorowania należności jest:

- pomiar efektywności działania zarządzających kredytami,
- określenie rachunków, które najbardziej podnoszą koszty ściągania należności,
- identyfikacja zmian w regularności płatności klienta,
- dostarczanie danych dla prognoz wpływów gotówkowych.

Systemy kontroli bieżącej są składową systemów należności departamentu, które są stosowane w celu:

- identyfikacji rachunków z zaległymi płatnościami,
- pobudzania do wyjaśnienia wątpliwości podnoszonych przez klienta, które powodują opóźnienie w uzyskaniu od niego płatności,
- inicjacji procedur monitorowania o zapłatę.

Systemy monitorowania zwykle generują dwa rodzaje sprawozdań, które są wykorzystywane przez kadrę zarządzającą wyższego szczebla jako źródła informacji:

- raporty o średnim okresie ściągania należności, (*days sales outstanding reports*, czyli *DSO-reports*),
- analizy tworzenia się przeterminowanych należności.

Raport o nie zapłaconej sprzedaży na dany dzień (*DSO-report*) próbuje podsumować jedną liczbą zmiany w regulowaniu płatności przez klienta. Żeby uzyskać wielkość DSO, najpierw obliczamy średnią sprzedaż w dolarach. Następnie bierzemy poziom należności i obliczamy, ile dni sprzedaży on reprezentuje. Jeśli średnia sprzedaż dzienna pozostaje stała, i jeśli poziom należności rośnie, wielkość DSO będzie również rosła. Przeciwnie, jeżeli zobrazujemy dane DSO jako krzywą i ta krzywa zaczyna się wznosić, stanowi to sygnał, że klienci spowalniają swoje płatności.

By rozpatrzyć to na przykładzie, załóżmy że:

20 000 USD = poziom należności na koniec okresu,

36 000 USD = całkowita sprzedaż w ciągu okresu,

90 = liczba dni w okresie.

Miara DSO, określona jako:

$$DSO = \frac{\text{należależność na koniec okresu}}{\frac{\text{sprzedaż w okresie}}{\text{liczba dni w okresie}}}$$

jest wtedy obliczona następująco:

$$DSO = \frac{20.000}{\frac{36.000}{90}} = 50 \text{ dni}$$

Innymi słowy, ponieważ sprzedaż wynosi średnio 36.000 USD / 90 dni = 400 USD na dzień, i ponieważ należności na koniec okresu wynoszą 20.000 USD wiemy, że $20.000 / 400 = 50$ -dniowa sprzedaż jest zablokowana w należnościach. Jeśli dzienna sprzedaż pozostaje na tym samym poziomie, i jeśli następny raport DSO podaje 55 dni wiemy, że klienci spowolnili regulowanie płatności w sposób znaczący. By odkryć powód tej zmiany, konieczne są bardziej szczegółowe analizy. Może się okazać, że zarządzający kredytem nie realizuje polityki kredytowej tak dokładnie, jak przedtem lub że klienci mają coraz większe trudności z płaceniem w uzgodnionych terminach.

Poza oceną działalności zarządzającego kredytem i regulowania płatności przez klienta, statystyka DSO jest używana do przewidywania wpływów gotówkowych. Może być ona jednak zbyt uproszczona i dostarczać błędnych informacji, jeśli sprzedaż podlega okresowym fluktuacjom lub jeśli kilka rachunków dostarcza znacznej części wpływów ze sprzedaży. Można uniknąć tych trudności dzięki okresowemu obliczaniu rozkładu nieściągniętych należności. Załóżmy na przykład że regularność płatności przez klienta pozostaje bez zmian i kształtuje się następująco:

- a) 10% wpływów ze sprzedaży miesięcznej jest inkasowanych w tym samym miesiącu. Zatem 90% płatności za sprzedaż z miesiąca pozostaje nieściągnięte na koniec miesiąca,
- b) 30% tej płatności jest inkasowane w następnym miesiącu. Zatem, $100 - 10 - 30 = 60\%$ płatności za sprzedaż pozostaje nie zainkasowana na koniec drugiego miesiąca,
- c) 40% płatności jest inkasowane następny miesiąc później. Zatem, $100 - 10 - 30 - 40 + 20\%$ płatności pozostaje nie zainkasowane na koniec trzeciego miesiąca,
- d) 20% płatności jest regulowane w czwartym miesiącu. Zatem, $100 - 10 - 30 - 40 - 20 = 0\%$ pozostaje nie zapłacone.

W tabeli 6.1. przedstawiono aktualne poziomy nieściągniętych należności rozważanej firmy. Patrząc po przekątnej kolumn, można sprawdzić, że schemat płatności pozostaje niezmienny. Na przykład jeśli spojrzymy na sprzedaż w kwietniu, zauważymy, że 92% płatności pozostaje nie zainkasowane na koniec tego

miesiąca, 63% na koniec maja i 20% na koniec czerwca. Jest to w zgodzie z zakładanym rozkładem płatności przez klienta.

Tabela 6.1. *Rozkład nieściągniętych należności*

Odsetek zaległych płatności za sprzedaż z poprzednich okresów	Miesiące											
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Bieżący m-c	90	89	91	92	97	95	92	90	89	91	90	92
M-c wstecz	62	60	59	60	63	73	70	60	58	60	63	62
Dwa m-ce wstecz	20	19	17	18	19	20	30	30	25	17	16	20
Trzy m-ce wstecz	4	1	2	3	2	1	3	5	5	3	2	2
Poprzednio (odsetek za 4 do 6 m-cy wstecz)	0,5	0,2	0,2	0,2	0,8	0,6	0,5	0,8	0,6	0,2	0,1	0,1

Rozkład nieściągniętych należności dostarcza informacji, która jest bardziej trafna niż miara DSO. Możemy wykryć zmiany w przebiegu inkasowania należności, patrząc na pionowe kolumny tabeli 6.1. w poszczególnych miesiącach. Efektywność inkasowa zarządzającego kredytem może zostać oceniona przez porównanie rozkładów rocznych. W końcu przepływy pieniężne związane z każdą miesięczną sprzedażą mogą być śledzone dzięki przeglądowi danych statystycznych po przekątnej od górnej lewej strony, do dolnej prawej, jak to pokazano powyżej dla sprzedaży z kwietnia.

Rozkład nieściągniętych należności może zostać użyty również do oszacowania poziomu należności na potrzeby prognozowanego bilansu. Załóżmy na przykład że ujęta w bilansie sprzedaż z ostatniego kwartału roku bilansowego wynosi:

MIESIĄC:	SPRZEDAŻ:
Październik	13.000 USD
Listopad	10.000 USD
Grudzień	9.000 USD

Wykorzystując nasze założenia na temat rozkładu ściąganości z poprzedniej strony, obliczymy szacunkowy poziom należności na koniec roku w następujący sposób:

$$(0,2)13.000 + ((0,6)10.000 + (0,9)9.000 = 16.700.$$

Używając prostą miarę DSO, którą obliczyliśmy na poprzednich stronach, wynoszącą 50 (dni), ujętą w bilansie sprzedaż za kwartał ($13.000 + 10.000 + 9.000 = 32.000$), liczbę dni w kwartale wynoszącą 90 oraz wstawiając te wielkości do wzoru na obliczanie DSO, otrzymujemy:

$$DSO = 50 = \frac{x}{\frac{32.000}{90}}$$

z czego:

$$x = 17.750 \text{ USD}$$

Jeśli sprzedaż mocno się waha w poszczególnych miesiącach, różnica między tymi rezultatami może być znacznie bardziej drastyczna.

Raport prezentujący analizę powstawania przeterminowanych należności dostarcza szybkiego i szczegółowego przeglądu sytuacji należności. Dla stworzenia takiego hipotetycznego raportu na koniec czerwca przeanalizujemy stan wymagalnych należności, rozmieszczając rachunki w różnych grupach przeterminowania.

Założmy na przykład że sprzedaż w czerwcu i trzech poprzedzających miesiącach kształtowała się następująco:

MIESIĄC	SPRZEDAŻ
Marzec	10.000 USD
Kwiecień	10.000 USD
Maj	12.000 USD
Czerwiec	14.000 USD

Zakładając, że ściągальność odpowiada układowi opisanemu powyżej, analiza przeterminowania powinna wyglądać następująco:

Tabela 6.2. Analiza wieku należności na dzień 30 czerwca roku 200X

KLIENT NR	BIEŻĄCE	31 DO 60 DNI	61 DO 90 DNI	91 DO 120 DNI
.....				
RAZEM	12.600	7.200	2.200	0

Jeśli przebieg ściągłości pozostaje normalny, 90% płatności z czerwcowej sprzedaży lub 12.600 USD będzie wymagalne na koniec czerwca. Odpowiednio, 0% płatności za marcową sprzedaż, to jest faktury o płatnościach zaległych od 91 do 120 dni, pozostaje wymagalne na koniec czerwca. Raport powinien prezentować analizy w układzie klientami, jeżeli indywidualni klienci mają znaczący wpływ na naszą sprzedaż.

Wewnętrzne systemy kontroli są używane do identyfikacji rachunków przeterminowanych, pobudzania do wyjaśnienia wątpliwości podnoszonych przez klienta, które powodują opóźnienie w opłacaniu zaległych faktur oraz do inicjowania procedur monitorowania, jeśli klienci zalegają z płatnościami.

Cztery poniższe źródła informacji są podstawą bieżącego systemu kontroli:

- 1) **Teczki klienta:** W dużych korporacjach, departament kredytowy powinien zakładać klientom indywidualne zbiory ważnych informacji, które umownie nazwano tu teczkami. Powinny one zawierać wskazanie nadzorującego należności na rachunku danego klienta, nazwisko pracownika działu sprzedaży zajmującego się klientem, procedury oraz daty wygaśnięcia obecnych warunków akceptacji faktur klienta, zwyczaje regulowania płatności przez klienta zarówno dla płatności standardowych, jak i przejściowych, działania, które uprzednio skutkowały przyspieszeniem płatności oraz szczególne problemy, jakie napotkano. W małych firmach tego rodzaju informacje są zwykle gromadzone w pamięci personelu zajmującego się należnościami, stąd brak formalizacji ich przechowywania.
- 2) **Analizy przeterminowania:** Wyżej omówiony raport z analizą przeterminowania jest często głównym dokumentem używanym dla monitorowania i upominania o płatności.
- 3) **Zestawienia faktur:** Jeśli klientów jest niewielu, proste chronologiczne wyliczenie faktur w układzie dat wymagalności może stanowić najefektywniejszy sposób zachowania kontroli nad upomnieniami dla klientów.
- 4) **Zestawienia płatności klientów:** wymienienie faktur według klientów i odnotowywanie płatności na tej samej liście pokazuje przebieg ostatnich płatności, a także tworzy listę otwartych faktur.

Skuteczność zarządzającego kredytem oraz rodzaj ponagleń klienta do zapłaty, które on realizuje, będą kształtowane przez wiele czynników, jak choćby:

- pozycja rynkowa firmy,
- baza klientów,
- jakość polityki kredytowej,
- rodzaj warunków kredytowych,
- forma, w jakiej informuje się klientów o kredycie,
- systemy informacji wykorzystywane do kontroli upominania klientów.

Celem zarządzających kredytem jest zminimalizowanie opóźnienia płatności przez klienta w efektywny kosztowo sposób, bez uszczerbku dla stosunków z klientem. Sześć wyżej wymienionych czynników wpływa na działania zarządzającego kredytem, a zarazem ogranicza je.

W ramach tych ograniczeń, zarządzający kredytem musi postawić sobie trzy podstawowe pytania:

- 1) Czas: kiedy ponaglenie należy wystosować?
- 2) Częstotliwość i intensywność: Jak szybko i mocno powinno ponaglenie narastać?
- 3) Forma: Jaką formę należy nadać ponagleniu?

Zakładając, że warunki kredytu są zgodne ze zwyczajami handlowymi i są znane w momencie zakupu, należy spodziewać się płatności bez zwłoki. Polityka monitorowania klientów powinna być formułowana na podstawie tego założenia.

Możliwe jest utworzenie różnych kategorii klientów, którzy zasługują na zróżnicowaną uwagę. W tabeli 6.3. podano przykład czterech odmiennych kategorii klientów, do których stosuje się inne zasady polityki kredytowej.

Tabela 6.3. Zasady polityki kredytowej dla przykładowych czterech grup klientów.

KATEGORIA KLIENTA		PODSTAWA KREDYTU I POLITYKA DOSTAW
OPIS	KOD	
Główne rachunki	A	Przegląd kredytu wskazuje, że nie stanowi on problemu. Podstawą kwalifikacji jest udział klienta w ogólnej sprzedaży firmy przekraczający 2% oraz bieżąca sytuacja wzajemnych rozliczeń.
Standardowy klient krajowy	B	Dostawy zależne od przeglądu kredytu. Przy fakturach zaległych 60 dni i więcej, żadne rachunki nie będą obsługiwane bez wyraźnej akceptacji przez kierownika kredytów. Postępowanie prawne inicjowane od 75 dnia zwłoki.
Standardowy klient eksportowy	C	Dostawy zależne od oceny kredytów zagranicznych. Wszystkie płatności zaległe 45 dni sygnalizowane kierownikowi kredytów.
Drobny klient	D	Dostawy w ramach łagodnych (<i>lenient</i>) standardów kredytowych; przebieg płatności jest miarą statusu. Dostawy zostają zawieszone przy zwłoce 30 dni w regulowaniu rachunków, postępowanie prawne przy 45 dniach zwłoki.

Źródło: J. B. Giannotti, R. W. Smith, *Treasury management*, Wiley, Nowy Jork, 1981, s. 23.

6.5. INKASO I JEGO INSTRUMENTY

Na koniec tego rozdziału powracamy do działalności skarbu w wąskim tego słowa znaczeniu. Odwołując się do rozszerzonego cyklu dochodowego ze schematu 6.1., odpowiedzialność skarbu w wąskim znaczeniu rozpoczyna się, gdy zapłata zostaje otrzymana od klienta. Jak poprzednio zauważyliśmy, w rzeczywistości odpowiedzialność ta powstaje w znacznie wcześniejszej fazie cyklu dochodowego.

Znaczące opóźnienia w cyklu dochodowym mogą być wywołane przyczynami, które obejmują niewłaściwą dostawę, błędy w obliczeniach, spowolnienia i opóźnienia w transmisji danych z departamentu dostaw potrzebnych do przygotowania faktur, błędną kategorię w fakturowaniu, brak przejrzystości warunków płatności i terminów ich wymagalności oraz niekompletność instrukcji na temat metod i obiegu płatności. Skarb musi się angażować w poprawę systemów, które wiążą się z tymi problemami.

Pierwszorzędna odpowiedzialność skarbu dotyczy systemów, które znajdują się pod bezpośrednią kontrolą departamentu skarbu. Skarbnik musi upewnić się, że płatności są efektywnie zagospodarowywane po ich uzyskaniu. Środki przekazane

przez klientów nie są natychmiast automatycznie dostępne firmie. Z tego powodu, w rozszerzonym cyklu dochodowym ze schematu 6.1. czyni się rozróżnienie pomiędzy etapem, gdy płatność jest przekazana, gdy jest zdeponowana w banku oraz gdy fundusze są dostępne do wykorzystania. Systemy skarbowe muszą czynić wyraźne rozróżnienie między powstaniem prawem do środków a realnym wpływem środków.

By zrozumieć różnicę między tymi dwoma pojęciami, musimy się najpierw zapoznać z koncepcją rozrachunków. Koncepcja rozrachunków jest istotna, ponieważ obowiązuje prawne odróżnienie przyrzeczenia zapłaty od rzeczywistego transferu wartości. Gdy obietnica zapłaty jest przekazana sprzedawcy przez klienta, sprzedawca ma prawo do środków, ale w rzeczywistości nie czerpie korzyści z ich wartości. Środki mogą być wykorzystane, gdy wartość została uzyskana, czyli od daty wpływu na rachunek sprzedawcy. Data wpływu określa, kiedy wpływy gotówkowe zaczynają wypracowywać odsetki w systemie bankowym.

Rozważając przykład załóżmy, że:

Bank A = bank sprzedawcy,

Bank B = bank klienta.

Klient wystawia czek na bank B, przesyła czek sprzedawcy, firma sprzedawcy otrzymuje czek, następnie przedkłada go w banku A, który przedkłada czek bankowi B do inkasa, bank B rozlicza czek i bank A stawia środki do dyspozycji sprzedawcy. Długość okresu rozrachunku zależy od otoczenia bankowego i może wahać się od jednego dnia roboczego do kilku tygodni. Na przykład firmy, które działały tylko w jednym kraju, o dobrze rozwiniętym systemie rozliczeń finansowych, mogą być całkowicie nieprzygotowane na długie okresy rozrachunków, które napotkają w swoich transakcjach eksportowych.

W poprzednim przykładzie rozważaliśmy zapłatę czekiem, który jest wciąż najbardziej powszechnym instrumentem na wielu dużych rynkach, jak choćby w USA. Dalszą komplikacją dla skarbu jest to, że różne instrumenty inkasa mają różny czas rozrachunków, nawet w tym samym otoczeniu.

Poniższy przykład omawia płatność czekiem w transferze międzybankowym w danym otoczeniu europejskim:

<u>DNI</u>	<u>REALIZACJA CZEKU</u>	<u>TRANSFER MIĘDZYBANKOWY</u>
Dzień 1	Klient wysyła czek	-
Dzień 2 przed południem	Firma otrzymuje czek	-
Dzień 2 po południu	Firma przedkłada czek bankowi	-
Dzień 4	Czek zostaje wykupiony	Klient płaci transferem międzybankowym
Dzień 5	Środki są dostępne	Środki są dostępne

Byłoby oczywiście z korzyścią dla sprzedawcy namówić klienta, żeby dokonał transferu międzybankowego w tym samym dniu, gdy wysyła czek. Jednakże klient może tego nie chcieć, gdyż straci środki wcześniej, niż gdyby trzymał się zwykłej procedury czekowej. W przypadku płatności czekiem, klient traci środki, gdy czek zostaje przedstawiony do inkasa.

Skarbnik firmy sprzedającej dysponuje dwoma podstawowymi podejściami do zredukowania okresu rozrachunków:

- 1) skarbnik może negocjować skrócenie czasu rozrachunków ze swoimi bankami,
- 2) skarbnik może namówić klienta do korzystania z instrumentów, które czynią środki szybciej dostępnymi.

Może on, na przykład poprosić naszych klientów, by korzystali z transferu teleksowego zamiast płatności czekiem. Jednakże płatność teleksowa kosztuje więcej, a to sprzedawca musi ponosić takie koszty. Generalnie, jeśli rozważamy dany rynek zagraniczny, na którym nasza jednostka zamierza podjąć działalność, musimy przedsięwziąć następujące kroki:

- 1) Musimy zapoznać się z różnymi technikami inkasowania należności, które są dostępne w docelowym kraju.
- 2) Następnie, musimy zidentyfikować elementy odpowiedzialne za opóźnienia i koszty, wiążące się z daną techniką.
- 3) W odniesieniu do każdej techniki płatności musimy rozważyć sposoby zredukowania opóźnień.
- 4) Na koniec musimy skalkulować kwoty graniczne, powyżej których zmiana stosowanej techniki inkasowania zaczyna się opłacać.

Zwykle, w każdym środowisku, dostępne są następujące kategorie instrumentów inkasowania należności:

- 1) transfery bankowe,
- 2) чеки,
- 3) weksle lub quasi-weksle,
- 4) bezpośrednie polecenia zapłaty lub pobrania,
- 5) gotówka.

W każdej kategorii, istnieje kilka alternatyw. W tym miejscu nie jest możliwe zaprezentowanie całej ich różnorodności. Na kilku prostych przykładach, przyjrzymy się tylko najpowszechniejszemu podejściu.

Podstawowe podejście jest takie samo jak w przypadku zarządzania należnościami. Ponieważ różne instrumenty inkasa wiążą się z różnymi kosztami przekazywania gotówki, musimy obliczyć kwoty graniczne, by się dowiedzieć, kiedy warto rozważyć zmianę jednej metody inkasa na inną.

Z różnymi instrumentami inkasa wiążą się trzy składowe koszty:

- 1) koszt jednostkowy, jak choćby koszt wysłania jednego teleksu,
- 2) koszt ogólny, czyli koszt obsługi systemu transmisji, oraz
- 3) koszt pieniądza w drodze, który jest alternatywnym kosztem środków w okresie wędrowania środków przez system rozrachunkowy.

Jako przykład zastosowania tych komponentów kosztu skalkulujemy kwotę graniczną dla telegraficznego transferu czeku w stosunku do transferu pocztowego. Zakładamy, że poniższe koszty są odpowiednie do naszej sytuacji:

- 1) koszt jednostkowy stanowi koszt teleksu = 12 USD (jako sprzedawca musimy ponieść koszt teleksu, by uzyskać akceptację klienta dla teleksowej drogi transferu zamiast pocztowej),
- 2) koszt pieniądza w drodze musi zostać skalkulowany przy użyciu kosztów pozyskania środków i przyspieszenia dostępności środków:

10% = średni koszt odsetkowy,

3 dni = przyspieszenie dostępności środków dzięki użyciu teleksu zamiast poczty,

1,4 = współczynnik potrzebny do uwzględnienia dni wolnych i wakacji; jeden dzień roboczy jest traktowany jako 1,4 dnia odsetkowego,

- 3) koszt obsługi systemu transmisji został w tym przykładzie pominięty - możemy założyć, że obydwa systemy znajdują się już w użyciu.

y = kwota graniczna transferu w USD.

W punkcie granicznym dodatkowy koszt teleksu musi równać się dochodom odsetkowym, które możemy uzyskać z wcześniejszego otrzymania środków:

$$12USD = \frac{10}{100} \times \frac{3 \times 1,4}{360} \times y$$

Kwota graniczna wynosi:

$$y = 10.300USD$$

Konkluzja jest taka, że transfer telegraficzny jest efektywny kosztowo dla sum płatności przekraczających 10.300 USD.

By zidentyfikować opóźnienia związane z różnymi instrumentami inkasa, musimy najpierw zrozumieć, jak różne mechanizmy transferu płatności i systemy rozliczeń działają. Nie próbując dokonać wyczerpującego opisu, przyjrzymy się tylko ich dwóm rodzajom, transferom bankowym i czekom. Dla celów opisu, dokonamy rozróżnienia między inkasem krajowym i zagranicznym.

6.5.1. INKASO KRAJOWE

Transfery bankowe dominują w Europie kontynentalnej i Skandynawii. Wiążą się one z przekazaniem środków z rachunku bankowego klienta na rachunek sprzedawcy bez tworzenia zbywalnego instrumentu. Transfery są inicjowane przez płatnika, ale odpowiedzialność za przepływ środków i awizowanie wpływu spoczywa na systemie bankowym.

Transfery bankowe między rachunkami w różnych bankach mogą być realizowane na kilka sposobów. Różnica tkwi w strukturze procesu rozrachunków. Bank klienta może być członkiem tego samego centrum rozrachunkowego co bank sprzedawcy. Transfer poprzez to samo centrum rozrachunkowe jest zilustrowany na schemacie 6.4. Jeśli bank płaćcy jest członkiem innego centrum rozrachunkowego

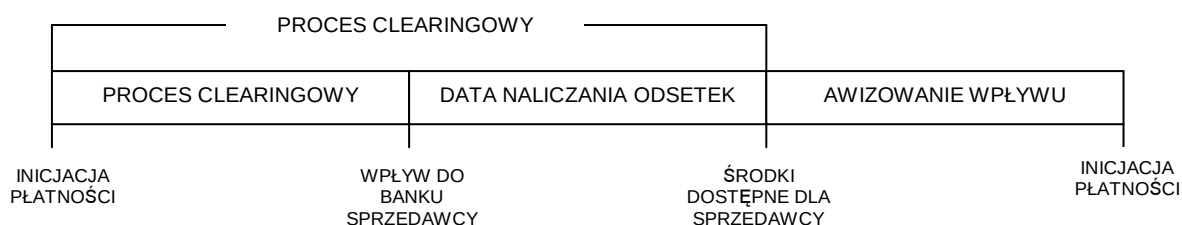
lub jeśli w danym kraju brak jest jakiegokolwiek formalnego systemu rozrachunków, łańcuch wydarzeń w procesie rozrachunkowym jest bardziej skomplikowany i zajmuje więcej czasu.

Schemat 6.4. Transfer w ramach jednego centrum rozliczeniowego (clearingowego).



Składniki opóźniające w przypadku transferu bankowego są pokazane na Schemacie 6.5. Proces rozrachunkowy działa następująco: raz lub częściej w ciągu dnia roboczego banki należące do systemu rozrachunków spotykają się, żeby wymienić zagregowane płatności i wpływy, które się im nawzajem należą. Banki dokonują wtedy rozliczeń saldem. Beneficjenci otrzymanych środków są następnie zawiadamiani o zmianach na ich rachunkach.

Schemat 6.5. Składniki opóźnień w transferach bankowych.



Opóźnienia rozrachunkowe są różne zależnie od kraju. Rozrachunki w ramach jednego centrum mogą zająć jeden dzień. Te, które wiążą się z wykorzystaniem dwu centrów mogą trwać cztery do pięciu dni. Transfery z banków spoza obszarów rozrachunkowych mogą zająć siedem dni lub więcej. Nawet z dobrze zorganizowanymi systemami rozrachunków, płatności teleksowe lub telefoniczne mogą zredukować opóźnienia w rozrachunkach, zakładając jednak przesyłanie odpowiednio dużych kwot, opłacenie specjalnych prowizji oraz akceptację ze strony sprzedawcy, że pokryje dodatkowe koszty z tym związane.

Datowanie obciążenia lub uznania rachunku klienta, powodujące rozpoczęcie przez bank naliczania odsetek na rachunku, jest istotnym składnikiem kosztu inkasa. Na przykład w kilku krajach kontynentalnej Europy, banki zabierają obu stronom transakcji po jednym dniu, to jest rachunek klienta jest obciążany dzień roboczy przed płatnością, a rachunek sprzedawcy jest uznawany jeden dzień roboczy po otrzymaniu przez jego bank właściwych środków. W niektórych krajach możliwe jest negocjowanie uznawania rachunku tego samego dnia, jako składowej pakietu relacji z bankiem.

Opóźnienie awizowania jest trzecim elementem opóźnienia. Jest to szczególnie ważne dla inkasa transferów bankowych, gdyż awizo inicjuje się po otrzymaniu środków. Częstotliwość i sposób awizowania powinny być zawsze rozważane przy kształtowaniu zapotrzebowania na inkaso transferów bankowych. Dostęp do informacji o zmianach stanu rachunków jest tą sferą relacji klientów z bankami, w której wprowadzenie komputeryzacji i internetu pozwoliło na największy postęp, redukując opóźnienia niemalże do zera. Niestety, wpływ informatyki na pozostałe składniki opóźnień w dostępności środków dla klienta banku nie jest jeszcze tak silny.

Czeki są szeroko wykorzystywane w Kanadzie, Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych. Czek jest bezwarunkowym poleceniem skierowanym do banku posiadacza rachunku, na którym podana jest suma, która ma być zapłacona wystawcy czeku (remitentowi) lub komuś innemu na jego zlecenie. Klient zwykle przesyła czek sprzedawcy, a on z kolei znosi go do banku w celu inkasa. Czeki są zwykle inkasowane w ramach tego samego procesu rozrachunkowego co transfery bankowe. Banki należące do systemu rozrachunkowego wymieniają się czekami, które są na nie wystawione, dokonując rozliczeń saldem za czeki z całego dnia. Ten proces jest zilustrowany na schemacie 6.6.

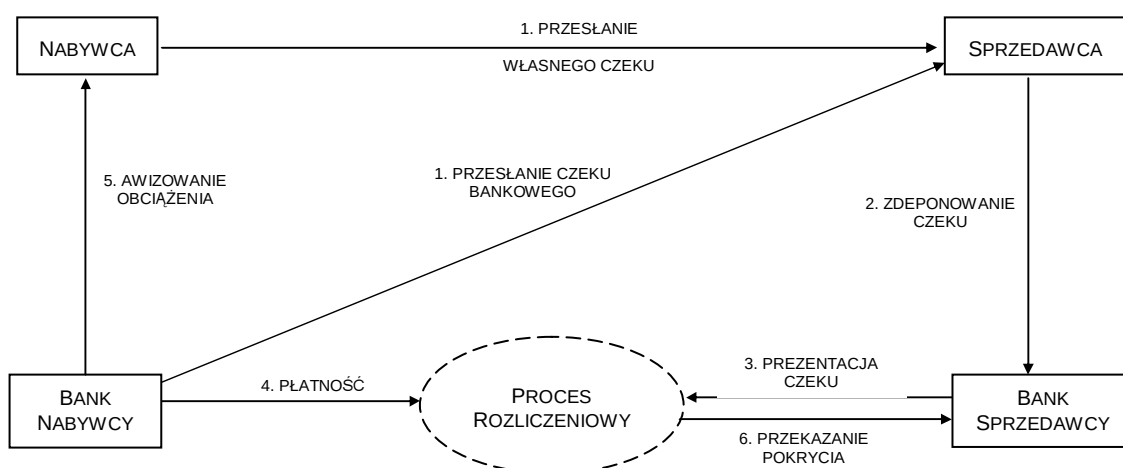
Istnieją trzy elementy opóźnień związane z inkasem czeków: opóźnienia pocztowe, wewnętrznej obsługi oraz daty rozrachunku lub wpływu. Schemat 6.7. prezentuje składniki opóźnień w inkasie czeków.

Opóźnienia pocztowe mogą być w USA redukowane przez używanie regionalnych skrzytek pocztowych (P.O. Box). W systemie skrzytek klienci są instruowani, by wysyłali czeki na adres skrytki pocztowej, która jest opróżniana w ciągu dnia przez bank sprzedawcy, co eliminuje opóźnienia związane z doręczeniem.

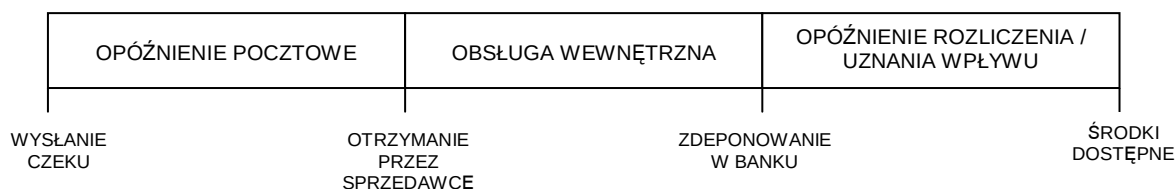
Wewnętrzna obsługa czeków w firmie po ich otrzymaniu musi być prowadzona najefektywniej jak się da i wszystkie чеки powinny być przedstawione do inkasa tego samego dnia, w którym zostały otrzymane.

Opóźnienia w dacie rozrachunku lub wpływu mogą w większości krajów być zredukowane jedynie w drodze negocjacji datowania wpływu środków.

Schemat 6.6. *Proces inkasowania czeków.*



Schemat 6.7. *Składniki opóźnień inkasie czeków.*



6.5.2. INKASO MIĘDZYNARODOWE

Międzynarodowe transfery środków finansowych są bardziej skomplikowane niż transfery krajowe, z kilku różnych powodów. W grę wchodzi różne strefy czasowe i olbrzymie odległości geograficzne. W transferze muszą współdziałać dwa lub więcej systemy bankowe. Trzeba również dokonywać konwersji walut zagranicznych. Czas przekazu jest zwykle o wiele dłuższy niż przy transferach krajowych. By sprostać potrzebom handlu międzynarodowego, międzynarodowa społeczność bankowa rozwinęła dwie podstawowe zasady stosowane w rozrachunkach międzynarodowych:

- 1) wszystkie rozrachunki międzynarodowe muszą być dokonywane za pomocą bankowych transferów lub czeków, które mogą być rozliczone w oderwaniu od transakcji przez nie finansowanych,
- 2) ostateczny rozrachunek musi być dokonany w kraju waluty, w której transakcja była denominowana.

Drugą zasadę można w pełni zrozumieć patrząc na ustalanie obiegu rozrachunków: płatności w markach niemieckich muszą być rozliczane poprzez rachunki bankowe reprezentujące strony rozrachunków w Niemczech, a płatności dolarowe w USA.

Transfer bankowy w walucie eksportera: Gdy importer dokonuje płatności w walucie eksportera, importer nabywa zwykle potrzebną walutę zagraniczną w swoim banku, któremu następnie poleca, by dokonał transferu bankowego tych środków. Z kolei bank importera poleca swojemu bankowi-korespondentowi w kraju eksportera, by ten obciążył jego rachunek i dokonał krajowego transferu bankowego na rzecz banku eksportera. Proces ten został zilustrowany na schemacie 6.8.

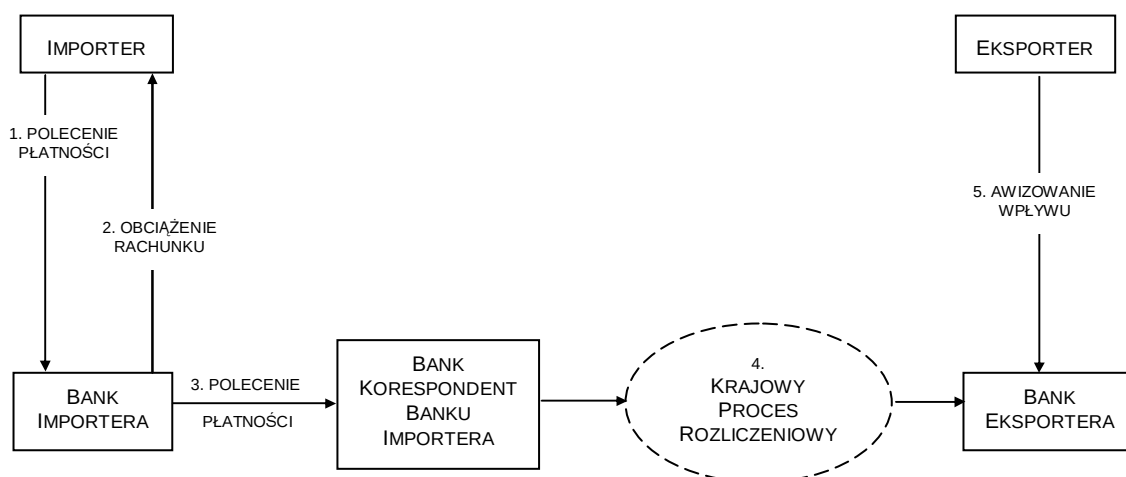
Czek bankowy w walucie eksportera: Importer może również zwrócić się do swojego banku o wystawienie czeku bankowego i przesłanie go eksporterowi. Bank importera może wystawić czek na bank w kraju eksportera. Czek zostanie zainkasowany w takim samym cyklu, jak inne czeki w kraju eksportera. Ten proces przedstawiono na schemacie 6.9.

Bank importera może także wystawić czek na bank w kraju trzecim. Na przykład może wystawić czek w USD na francuski bank w Paryżu. Bezpośredni rozrachunek tego czeku dolarowego nie jest technicznie możliwy. Bank eksportera musi przedłożyć go w banku paryskim. Z kolei, bank paryski zwróci czek dolarowy wystawiony na bank amerykański. Bank z USA przedłoży ten czek lokalnemu bankowi-korespondentowi banku importera.

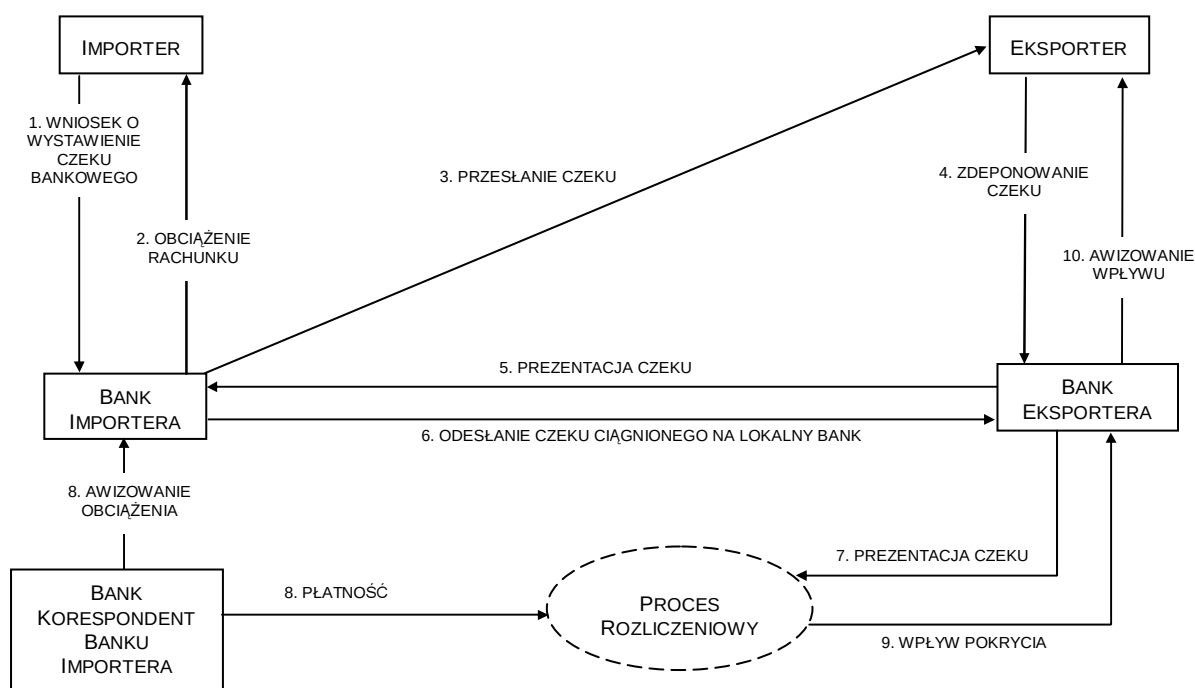
Jeśli importer posiada zgodę na utrzymywanie rachunku w walucie obcej, może on wysłać swój własny czek do eksportera. Czeki przedsiębiorstw są inkasowane w taki sam sposób jak czeki bankowe. Jednakże istnieje istotna różnica między obiema alternatywami z punktu widzenia importera. Gdy bank importera wystawi czek, rachunek importera będzie obciążony natychmiast. Przeciwnie, jeśli importer wysyła swój własny czek, niejako zatrzymuje u siebie „pieniądz w drodze” z pierwszej

alternatywy, gdyż środki z jego rachunku schodzą dopiero wtedy, gdy czek „wróci” od eksportera i zostanie przedłożony jego bankowi przez bank eksportera do realizacji.

Schemat 6.8. *Transfer bankowy w walucie eksportera.*



Schemat 6.9. *Czek bankowy ciągniony w walucie eksportera na bank spoza kraju eksportera.*



Oprócz waluty eksportera, transakcja może być denominowana w walucie importera lub walucie trzeciej. W każdym przypadku importer może płacić transferem bankowym, czekiem bankowym lub czekiem własnym. Nie będziemy w tym miejscu

usiłowali przedstawić wszystkich wspomnianych wariantów. Wystarczy wskazać, że wszystkie transakcje w walucie trzeciej wymagają włączenia dodatkowego systemu bankowego i konieczność przeprowadzenia dwóch konwersji walut obcych. Jest oczywiste, że czas potrzebny na inkaso może być zróżnicowany, zależnie od metody inkasa. Na przykład gdy instrukcje i awiza są przesyłane pocztą, transfery bankowe wewnątrz Europy mogą zabrać 6 do 10 dni. Przy użyciu waluty trzeciej okres ten wydłuża się nawet do 25 dni.

Wynika z tego, że skarb korporacji międzynarodowej musi przeprowadzić dogłębne rozeznanie systemów inkasowania. Takie analizy powinny zawierać identyfikację najbardziej efektywnych dróg i metod inkasa, sposób szybkiego i jasnego przekazywania instrukcji importerowi, negocjowanie daty uznawania rachunku przez bank otrzymujący oraz monitorowanie egzekwowania płatności.

Jeśli płatności dokonuje się w walucie eksportera, najważniejszą rzeczą jest szybkość przepływu instrukcji dotyczącej płatności do banku-korespondenta współpracującego z bankiem importera. Eksporter powinien zatem wymagać awiza telegraficznego, co wyeliminuje opóźnienia pocztowe. Gdy płatność ma być dokonana w walucie importera, eksporter musi zidentyfikować, jaki bank-korespondent współpracuje z jego bankiem w kraju importera. Jeśli płatność ma być dokonana w walucie trzeciej, eksporter musi przekazać precyzyjne instrukcje i próbować uniknąć opóźnień pocztowych, żądając płatności z użyciem awiza telegraficznego.

7. SYSTEMY ZARZĄDZANIA SKARBEM W CYKLU WYDATKOWYM

7.1. CYKL WYDATKOWY I OPERACJE MIĘDZYNARODOWE

Cykl wydatkowy (nabywanie) był pokazany na Schemacie 4.7 w rozdziale wprowadzającym. Dla celów zarządzania skarbem, musi on zostać rozbudowany, by można było ukazać jego bardziej szczegółowy rozkład na różne etapy, które leżą w kręgu zainteresowań departamentu skarbu. Układ etapów w rozszerzonym cyklu wydatkowym przedstawiono na Schemacie 7.1.

Pod wieloma względami, wydatki reprezentują lustrzane odbicie dochodów. Jednakże centrum uwagi skarbnika jest skupione na innych etapach cyklu. W przypadku cyklu dochodowego, sprzedawca odpowiada za punktualne i właściwe przygotowanie faktur, za przesłanie faktur do klienta oraz za konsekwentne wyegzekwowanie od klienta realizacji warunków kredytu. W większości firm, procedury kontroli nad wydatkami okazują się być znacznie dokładniejsze niż kontroli na dochodami. Innymi problemami skarbu nabywcy są reakcje na warunki kredytu i na żądania zapłaty.

By kontrolować wpływ gotówki na zakupy, skarbnik musi rozważyć trzy elementy kosztowe związane z wydatkami:

- 1) koszty administrowania systemem wydatkowania,
- 2) koszty alternatywne odsetek, oraz
- 3) koszty „złej woli” spowodowane opóźnieniem płatności.

Koszty administracyjne są funkcją procedur kontrolnych. Jeśli skarb chce zagwarantować, że płatności będą zawsze dokonywane tak późno, jak to możliwe, co pozwala firmie dłużej obracać środkami, monitorowanie ostatecznego terminu każdej płatności może się wiązać ze znacznymi kosztami administracyjnymi.

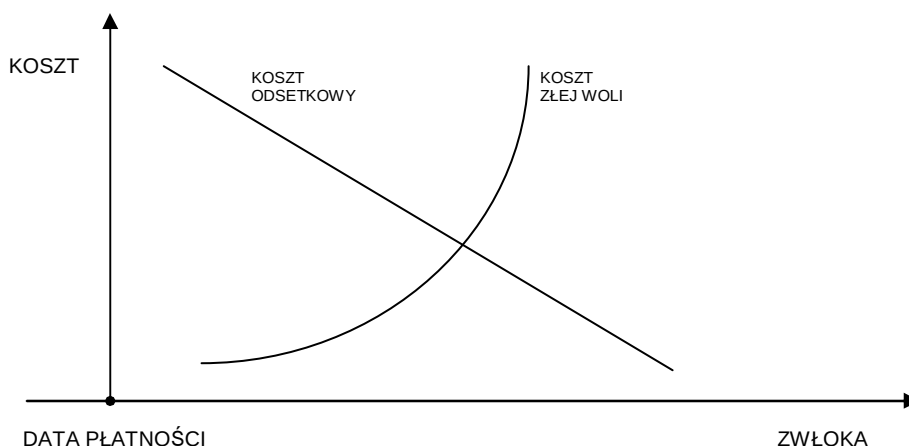
Koszty odsetkowe są kosztami sfinansowania płatności na rzecz dostawców. Im później płatności są dokonywane, tym niższe będą wspomniane koszty odsetkowe.

Schemat 7.1. *Etapy cyklu wydatkowego.*



Koszty „złej woli” spowodowane opóźnieniem zapłaty, to jest, koszty relacji z dostawcą, są trudne do oszacowania, ale mogą być bardzo znaczące. Jeśli założymy na moment, że koszty administrowania są dane i skoncentrujemy się na relacjach między kosztami finansowania a kosztami złej woli, otrzymamy krzywe z Wykresu 7.2.

Schemat 7.2. Relacja między kosztami a zwłoką w zapłacie.



Koszty sfinansowania zapłaty dostawcom obniżają się linearnie wraz ze wzrostem opóźnienia. Jednakże relacje z dostawcami stają się napięte, gdy płatności są opóźnione, i koszty złej woli zaczynają rosnać w przyspieszonym tempie.

Jak w przypadku dochodów, wydatki w korporacji międzynarodowej wymagają bardziej skomplikowanego systemu kontroli. Systemy skarbowe muszą dokonywać rozróżnienia między wydatkami, które są dokonywane w walucie krajowej a wydatkami w walutach obcych. Drugie rozróżnienie, które musi być przeprowadzone, dotyczy zakupów od firm związanych z korporacją i zakupów od zewnętrznych dostawców.

7.2. RYZYKA ZWIĄZANE Z CYKLEM WYDATKOWYM

Ryzyko kredytowe jest obecne w cyklu wydatkowym w odwrócony sposób. Nasza firma reprezentuje ryzyko kredytowe dla naszych dostawców. Musimy zatem rozumieć ich punkt widzenia. Jeśli reprezentujemy poważne ryzyko kredytowe dla sprzedawcy, musimy dostosować się do jego sytuacji, choćby przez podpisanie dokumentu dłużnego. Jeśli uznajemy tę formę płatności za zbyt restrykcyjną, musimy wtedy przekonać dostawcę, że wiąże się z nami niskie ryzyko i wynegocjować lepsze warunki, takie jak choćby kredyt w rachunku otwartym. Warunki rachunku otwartego są lepsze w tym sensie, że możemy lepiej kontrolować moment, w którym dokonamy rzeczywistej płatności.

Ryzyko kursu walutowego może być obecne w cyklu wydatkowym w zróżnicowanym stopniu. Wybór źródła dostawy może już spowodować powstanie tak zwanego ryzyka ekonomicznego. Jeśli musimy się związać długoterminowo przez korzystanie ze szczególnego źródła dostaw, nasze koszty mogą wzrosnąć szybciej niż koszty naszych konkurentów, którzy korzystają ze źródeł dostaw rozlokowanych w innych krajach.

Złożenie zamówienia stwarza zaangażowanie, które może wyrażać się w walucie obcej. Kreujemy wtedy zagrożenie zmianami kursu walutowego związanego z konkretną transakcją. To ryzyko transakcji istnieje, chociaż dane zamówienie nie jest zawarte w naszych zapisach rachunkowości finansowej. Z tego wynika, że skarb musi posiadać systemy, które śledzą zamówienia wyrażone w walucie obcej. Innymi słowy, by kontrolować ryzyko kursu walutowego, skarb musi rozbudować tradycyjne systemy księgowe, by ujmowały w sposób właściwy nasze zaangażowanie finansowe w walutach obcych.

Ryzyko stopy procentowej również jest obecne przy zakupach w cyklu wydatkowym. Zwykle istnieje wybór między ceną a warunkami płatności: jeśli zgodzimy się zapłacić wcześniej, nasz dostawca może zaakceptować niższą cenę. Nasz wybór warunków zależy od przewidywanego przez nas kosztu funduszy. Jeśli stopa procentowa ulega zmianie po złożeniu przez nas zamówienia, ale przed dokonaniem płatności, to łatwo może się okazać, że wybraliśmy złą kombinację ceny i warunków płatności.

W cyklu wydatkowym może się pojawić **ryzyko płynności**. Jeśli zamówienia zostaną złożone zbyt wcześnie, jeśli te zamówienia są zbyt duże lub jeśli nasz dostawca realizuje dostawy zbyt szybko, nasza płynność może zostać zagrożona.

W ramach cyklu wydatkowego może się też pojawić kilka rodzajów **ryzyk operacyjnych**. Możemy zapłacić za dobra, które nie odpowiadają zamówieniu, płatność może zostać przekazana zbyt wcześnie lub mogą pojawić się błędy w realizacji płatności. Wreszcie, **ryzyko oszustwa** istnieje zarówno na etapie, gdy przeprowadzany jest zakup dóbr, jak i na etapie, gdy płatność jest rzeczywiście dokonywana.

7.3. ROLA SKARBU W LOKOWANIU ZAMÓWIEŃ

We wczesnych stadiach cyklu wydatkowego rola skarbu jest bardzo ograniczona. Problemy operacyjne determinują dobór dostawców i ulokowanie zamówień. Skarb zwykle zajmuje się pośrednimi problemami, jak choćby stwierdzenie, czy uzyskany od dostawcy kredyt odpowiada standardowym warunkom stosowanym w danej branży.

Bardziej bezpośrednim problemem jest doradzanie departamentowi zakupów w wyborze między warunkami kredytu i ceną. Na przykład możemy założyć, że decyzja na temat warunków płatności jest podejmowana w następujących ramach:

- 1) nasz koszt funduszy wynosi 8% rocznie,
- 2) koszt funduszy sprzedawcy wynosi 14% rocznie,
- 3) wartość zamówienia wynosi 100 USD,
- 4) nasze pierwotne żądanie co do terminu płatności to 60 dni,
- 5) sprzedawca prosi nas o akceptację 30-dniowego terminu płatności.

Jeśli zgodzimy się na prośbę dostawcy, musimy zdobyć środki na dokonanie zapłaty o jeden miesiąc wcześniej, niż pierwotnie planowaliśmy. Zatem, dodatkowy koszt odsetkowy dla nas wynosi:

$$\frac{8}{100} \times \frac{1}{12} \times 100 = 0,67 \text{ USD}$$

Ponieważ sprzedawca otrzymuje środki wcześniej, niż pierwotnie oferował, możemy zwrócić się o odstąpienie części korzyści, które odniósł. Na przykład możemy poprosić sprzedawcę o zredukowanie ceny o 1 % lub o 1 USD. Redukcja kosztów wyniesie dla nas netto:×

$$1 - 0,67 = 0,33 \text{ USD}$$

Pozycja sprzedawcy wygląda następująco: sprzedawca otrzymuje płatność miesiąc wcześniej niż początkowo żądał i może zarabiać odsetki od tych środków. Jego dochód odsetkowy wynosi:

$$\frac{14}{100} \times \frac{1}{12} \times 100 = 1,17 \text{ USD}$$

Jeśli sprzedawca zgodzi się na naszą prośbę i zredukuje cenę o 1%, uzyska on następujące oszczędności netto na przyspieszonej zapłacie:

$$1,17 - 1 = 0,17USD$$

Rolą skarbu jest doradzanie departamentowi zakupów w kwestiach naszych kosztów pozyskania funduszy oraz na temat przewidywanych kosztów funduszy dla sprzedawcy.

W handlu międzynarodowym, skarb może być zmuszonym również do doradzania departamentowi zakupów na temat waluty faktury. Z definicji, w handlu zagranicznym ryzyko walutowe musi wziąć na siebie albo nabywca, albo sprzedawca.

Nabywcy powszechnie zakładają, że mogą uniknąć ryzyka kursu walutowego dzięki wynegocjowaniu cen podanych w ich walucie krajowej. Jednakże jest prawdopodobne, że sprzedawca włączy swoje ryzyko w formułę konwersji waluty. Konsekwentnie, cena podana przez eksportera może zawierać wyższe koszty zabezpieczenia niż importer mógłby sobie zapewnić na rynku walutowych transakcji terminowych.

Mogą również wystąpić problemy wewnętrznej kontroli walutowej, które trzeba wziąć pod uwagę. Kontrole walutowe mogą pozwolić na zabezpieczenie zobowiązania wyrażonego w walucie obcej, ale nie zobowiązania wyrażonego w walucie krajowej. Z tego wynika, że może się okazać bardziej opłacalnym dla firmy zakup w walucie sprzedawcy i powierzenie skarbowi nabywcy uzyskanie potrzebnego zabezpieczenia.

7.4. KONTROLA ZOBOWIĄZAŃ

Problemy skarbu ze systemami kontroli zobowiązań to:

- 1) koszt kontroli administracyjnej systemu,
- 2) długość czasu potrzebnego do uzyskania autoryzacji płatności i przygotowania dokumentów zapłaty, oraz
- 3) rozkład płatności w czasie.

Jeśli autoryzacja i procedury przygotowania płatności są zbyt skomplikowane, system będzie drogi w eksploatacji. Jeśli poddanie dokumentów zarówno kontroli jakościowej, jak i kontroli cenowej, ilościowej oraz warunków kredytu zabiera dużo czasu, firma może stracić dyskonta za szybką zapłatę. Wreszcie, polityka rozkładu

płatności w czasie musi odpowiadać na dwie kwestie: jak dużo kredytu kupieckiego należy zaciągnąć oraz jak często płatności powinny być dokonywane.

Polityka korporacji powinna jasno definiować odpowiedź na pytanie, jak wysoki kredyt kupiecki należy zaciągnąć. Odpowiedź będzie zależała od pozycji rynkowej firmy, dostępności gotówki, wyjściowych negocjacji warunków kredytu oraz praktyk stosowanych w kraju działalności. Wracając do Wykresu 7.2., każda firma musi rozważyć koszt finansowania kapitału pracującego względem wpływu opóźnienia płatności na relacje z dostawcami i na swoje źródła dostaw.

Kształt krzywej kosztów zlej woli będzie zależeć od rynkowej pozycji firmy. W większości przypadków, firma może regulować faktury, których płatność przypada w weekendy lub wolne dni w bankach (np. brytyjskie *bank holidays*) po takiej przerwie, bez pogarszania relacji z dostawcą, to znaczy, krzywa zlej woli jest płaska. Często firma może ustanowić pewne daty płatności dla każdego miesiąca i regulować faktury płatne między tymi datami przy najbliższej wyznaczonej okazji. Po trzecie, firmy powinny różnicować traktowanie dostawców. Dostawcy zapewniający najistotniejsze materiały powinni być traktowani uprzywilejowanie w porównaniu do mniej ważnych dostawców.

Kształt krzywej kosztów odsetkowych i zmiany w krzywej mogą również wywoływać zmiany w polityce płatności. W sierpniu 1986 roku, gdy jednodniowa stopa procentowa wzrosła w Finlandii do 40% rocznie, firmy nagle zauważyły, że przy odsetkach karnych za opóźnione płatności w wysokości 16% rocznie, stało się dla nich bardzo opłacalne niezapłacenie wszystkich faktur i zainwestowanie tych środków na krótkoterminowym rynku pieniężnym.

Częstotliwość płatności jest kwestią związaną z systemami skarbowymi oraz celami wydajnościowymi. Koszty administracyjne mogą zostać zredukowane przez mechanizację oraz przez wprowadzenie systemów płatności transzami. Główny strumień płatności może być uruchamiany, na przykład raz na miesiąc, a strumienie uzupełniające dla pokrycia przeterminowanych faktur, płatności incydentalnych i wypłacania dyskonta gotówkowego mogą być uruchamiane raz na tydzień lub miesiąc.

Uporządkowany układ płatności dostarcza większej pewności dla prognoz wydatków, umożliwia skarbowi ustanowienie pokrycia na rynkach walutowych

transakcji terminowych dla rozliczeń transzami w walucie obcej oraz pozwala skarbowi na rozpoznanie charakteru datowania obciążenia i uznania w instrumentach płatności. Na przykład jeśli banki stosują datowanie obciążenia z jednodniowym wyprzedzeniem wobec transakcji, nie należy inicjować transferów bankowych w poniedziałki lub kiedykolwiek nazajutrz po innego typu dniach, gdy banki są nieczynne.

7.5. INSTRUMENTY PŁATNOŚCI

Jak w przypadku instrumentów inkasa, omówionych w rozdziale 4, wszystkie instrumenty płatności można podzielić na cztery kategorie: transfery bankowe, czeki, weksle i quasi weksle oraz bezpośrednie polecenia przelewu. Rozważania skarbu nad wyborem instrumentu płatności będą zdeterminowane przez stopień kontroli nad ostateczną płatnością, koszty administracyjne oraz obieg płatności.

Nabywca preferuje zachowanie kontroli nad ostateczną zapłatą z dwóch powodów: elastyczności, jaką to daje w zarządzaniu płynnością oraz siłę przetargową, jaką się zachowuje na wypadek dyskusji wokół dokonanej dostawy. Z tego wynika, że nabywcy preferują instrumenty, które są inicjowane przez nich. Do tej kategorii należą czeki i transfery bankowe. Dla kontrastu, weksle i bezpośrednie polecenia przelewu nie dają elastyczności czasowej, gdy już weksel zaakceptowano lub autoryzowano polecenie.

W kilku krajach istnieją instrumenty płatności, które mieszczą się pomiędzy skrajnymi cechami czeków i weksli. Na przykład jeśli działamy we Francji lub Niemczech, możemy otrzymać od naszego dostawcy weksel trasowany, chociaż nie był on częścią oryginalnej umowy kredytowej. By zachować kontrolę nad płatnością, musimy odmówić akceptacji trasy. W niektórych krajach, odmowie musi towarzyszyć standardowy list, że płacenie czekami stanowi naszą politykę unikania złej reputacji płatniczej w lokalnym środowisku bankowym.

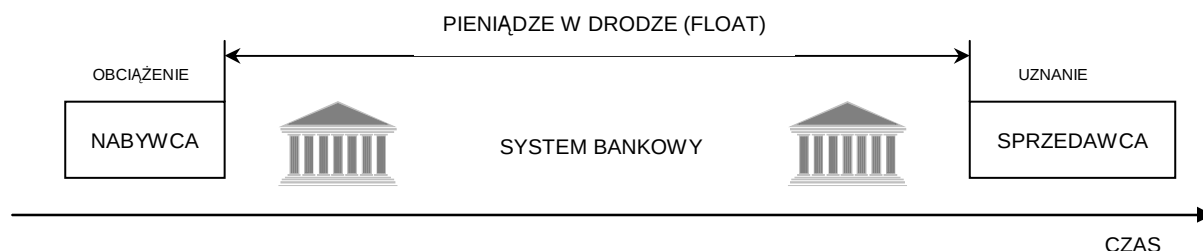
Zakładając, że inne czynniki są stałe, skarb powinien wybrać metodę płatności, która pociąga za sobą najmniej przygotowań i kosztów realizacji. Powyżej stwierdzono, że czeki pozwalają zachować kontrolę. Jednakże ponieważ muszą być przygotowywane indywidualnie i podpisane przez jednego, a często co najmniej dwóch członków zarządu, koszty przygotowania okazują się wysokie. W kategoriach

wewnętrznych kosztów administracyjnych, istnieje zatem odwrócenie w relatywnej atrakcyjności różnych instrumentów płatności. Koszty administracyjne zostaną zminimalizowane, jeśli sprzedawcy są uprawnieni do inicjowania procesu inkasa, jak w przypadku weksli i quasi weksli oraz bezpośrednich poleceń zapłaty. Czeki reprezentują instrument o najwyższych kosztach administracyjnych, a transfery bankowe znajdują się gdzieś pośrodku.

Z punktu widzenia obiegu płatności, najlepszym instrumentem płatności dla nabywcy jest taki instrument, który prowadzi do najszybszego uznania rachunku sprzedawcy, przy najpóźniejszym obciążeniu rachunku nabywcy. Praktyki datowania wpływu oraz opóźnienia pocztowe lub inne związane z przekazywaniem, determinują ranking instrumentów w każdym kraju lub odrębnym środowisku.

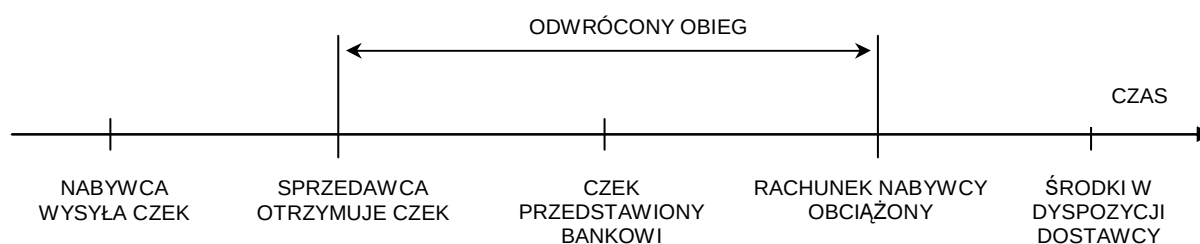
Straty ponoszone przez skarb na rzecz systemów bankowych, w związku ze znajdowaniem się pieniędzy w drodze pomiędzy datą obciążenia rachunku nabywcy a datą uznania rachunku sprzedawcy, ilustruje Schemat 7.3.

Schemat 7.3. *Strata pieniędzy w drodze (float) na rzecz systemu bankowego.*



W niektórych krajach, możliwe jest korzystanie przez nabywcę z tak zwanego „odwróconego obiegu” pieniędzy w drodze (*reverse float*), którego koncepcję prezentuje Schemat 7.4.

Schemat 7.4. *Koncepcja odwróconego obiegu pieniędzy w drodze (reverse float).*



Typową cechą odwróconego obiegu jest pozostawanie środków na rachunku nabywcy nawet w jakiś czas po otrzymaniu przez jego bank czeku do wykupu, niemalże do chwili przekazania środków sprzedawcy (opóźnienie obciążenia rachunku nabywcy względem wystawienia przez niego dyspozycji płatniczej). W pewnych krajach, чеки powodują obieg do tego stopnia odwrócony, że sprzedawcy otrzymują płatność, zanim rachunek nabywcy został obciążony. Jednakże w niektórych krajach Europy kontynentalnej występują istotne wyjątki. Na przykład w Holandii чеки są realizowane w ciężar rachunku płatnika przez jego bank na trzy dni robocze przed właściwą dla nich datą przedłożenia ich przez dostawcę. Ponieważ poczta krajowa idzie jeden dzień, rachunek nabywcy zostanie obciążony na jeden lub dwa dni przed doręczeniem czeku do jego banku. Przez te kilka dni, z pieniędzy nie ma pożytku ani nabywca, ani dostawca, tylko bank. W rezultacie, w Holandii чеки nie są używane jako instrument płatności handlowych, chyba że firmie powiedzie się wyegocjowanie od swojego banku specjalnych warunków.

Ekstremalnym przypadkiem odwróconego obiegu w płatnościach międzynarodowych może być sytuacja, gdy nabywca wystawia чеки na banki spoza kraju waluty czeków. Na przykład jeśli jako nabywca, musimy zapłacić naszemu dostawcy z USA w USD, możemy mu przesłać nasz czek denominowany w USD, a wystawiony na nasz rachunek posiadany w oddziale kanadyjskiego banku, który mieści się we Frankfurcie nad Menem w Niemczech. Okres inkasa w takim przypadku może wynieść 25 dni, w trakcie których środki pozostają na naszym rachunku. Jest oczywiste, że jeżeli systemy skarbowe dostawcy działają prawidłowo, nasz trik zostałby szybko odkryty i nasze zachowanie płatnicze wkrótce doprowadziłoby do poważnych zastrzeżeń ze strony skarbu dostawcy.

8. ZARZĄDZANIE PŁYNNOŚCIĄ FINANSOWĄ KORPORACJI

8.1. POTRZEBY INFORMACYJNE

Schemat 4.2. z Rozdziału 4 daje sumaryczny ogłęd przepływów pieniężnych w korporacji przemysłowej. Źródła i przeznaczenie różnych przepływów pieniężnych zostały przedstawione w sposób bardziej szczegółowy na Schemacie 4.10. dotyczącym cyklu skarbowego. Równoważenie przychodzących i wychodzących przepływów pieniężnych w celu zachowania płynności finansowej jest bardzo ważnym zadaniem skarbu.

Wpływy i wydatki gotówkowe korporacji zwykle są obciążone jakimś stopniem niepewności. Ta niepewność tworzy ryzyko płynności. Firma zawsze musi być gotowa do sprostania swoim zobowiązaniom płatniczym. W korporacjach międzynarodowych, każda filia musi być zdolna do regulowania swoich zobowiązań w każdej chwili. Jeśli firmie zaczyna brakować pieniędzy, zwykle może ona zgromadzić środki albo pożyczką krótkoterminową, albo z likwidacji inwestycji w instrumenty krótkoterminowe.

Definicja ryzyka płynności musi zawierać element kosztowy: utrzymanie płynności powinno pociągać za sobą minimalne koszty netto. Jeśli istnieje potrzeba zaciągnięcia dalszych pożyczek, to ważne jest by koszty ich pozyskania i obsługi spłat były jak najniższe. Jeśli inwestycje muszą zostać zamienione na gotówkę, skarb powinien być zdolny do zbycia ich z możliwie najmniejszym dyskontem. Wreszcie, jeśli występuje nadwyżka gotówki, powinna ona być zainwestowana z możliwie najwyższym oprocentowaniem. Należy jednak uwzględnić ryzyko partnera i łatwość zamiany inwestycji na gotówkę, a także inne ryzyka skarbowe.

Gdziekolwiek przepływy pieniężne podlegają niepewności, płynność może być zarządzana jedynie przez posiadanie rezerwy płynności, która może zostać wykorzystana, gdy tylko pojawia się nieoczekiwane zapotrzebowanie na gotówkę.

Rezerwa płynności może być zwykle utrzymywana w jednej z dwu form: inwestycji krótkoterminowych lub niewykorzystanych możliwości pożyczania na krótki termin.

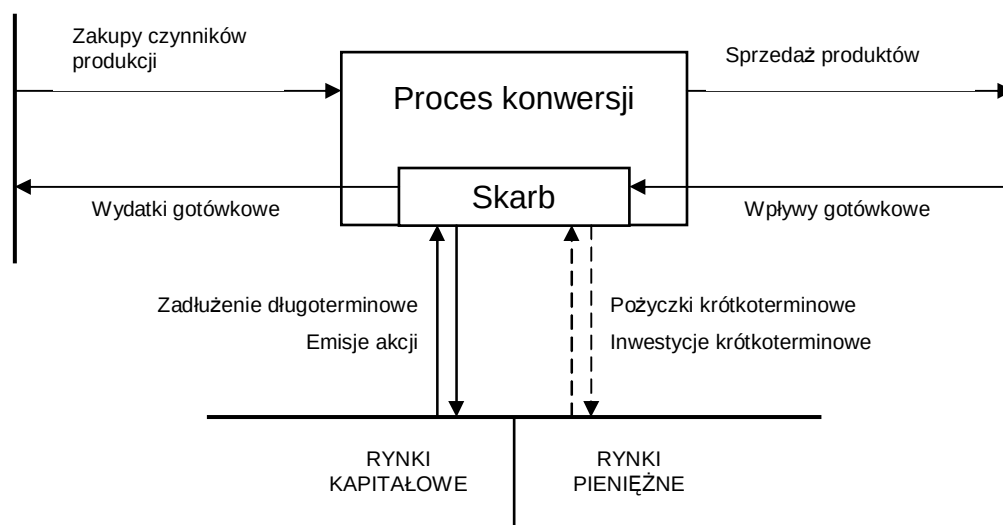
Myśląc o aktywnej stronie bilansu, możemy inwestować fundusze trzymane jako rezerwa w postaci inwestycji krótkoterminowych i zarabiać na nich odsetki. Jeśli powstaje zapotrzebowanie na gotówkę, możemy przekształcić te inwestycje w gotówkę, sprzedając je na rynku pieniężnym. Po stronie pasywnej bilansu, możemy poczynić ustalenia z bankami lub innymi instytucjami finansowymi, w których dysponujemy możliwościami pożyczania dodatkowych środków i użycia ich dla pokrycia niespodziewanych płatności.

Zarówno sprzedaż inwestycji, jak i pożyczanie dodatkowych środków pociągają za sobą koszty. Zarządzanie ryzykiem płynności musi być zatem prowadzone przy możliwie najniższych kosztach. Inwestycje powinny być utrzymywane w formie, która pozwala je zbyć z jak najniższym dyskontem (naszą stratą). Odpowiednio, ustalenia pożyczkowe powinny być takie, żeby nie występowała potrzeba zapłaty nadmiernych odsetek od nowych środków.

Dodatkową komplikacją w zarządzaniu płynnością korporacji międzynarodowych jest fakt, że w każdym kraju działalności, każda filia musi być zdolna do utrzymywania płynności przez cały czas. Skarb musi utrzymywać rezerwy płynności lub uzgodnienia pożyczkowe w różnych walutach lub w innym przypadku, być przygotowanym na konwersję walutową rezerw posiadanych w jednej walucie i uruchomienie ich w innych walutach, zależnie od pojawiających się potrzeb. Skarb musi również zdecydować, gdzie rezerwy płynności będą przechowywane: centralnie na poziomie korporacji, czy lokalnie na poziomie każdej filii.

W zarządzaniu płynnością, zwykle przyjmujemy krótkoterminowy punkt widzenia i zakładamy, że inne wpływy i wypływy gotówki są dane. Poniższy schemat 8.1. wykorzystuje konstrukcję schematu 4.2., który ilustrował księgowe podejście do firmy, tym razem w celu zwrócenia uwagi na narzędzia zarządzania płynnością. Linie przerywane przedstawiające inwestycje krótkoterminowe i możliwości pożyczkowe stanowią narzędzia zarządzania płynnością, podczas gdy linie ciągłe reprezentują inne przepływy gotówkowe oraz fizyczne przepływy sprzedaży produktów, a zakupy czynników produkcji są przyjmowane jako dane.

Schemat 8.1. Pożyczki i inwestycje krótkoterminowe jako narzędzia zarządzania płynnością.



Bilansowy punkt widzenia na zarządzanie płynnością jest podany na Schemacie 8.2. Skarb ma do czynienia z saldami gotówkowymi oraz inwestycjami i pożyczkami krótkoterminowymi.

Schemat 8.2. Bilansowe ujęcie zarządzania płynnością.

BILANS	
Gotówka w bankach	Zobowiązania bieżące
Płynne papiery wartościowe	Zadłużenie krótkoterminowe
Należności	Zadłużenie długoterminowe
Zapasy	Kapitał akcyjny
Aktywa trwałe	

Salda należności i zobowiązań są włączone na Schemacie 8.2. do potencjalnego źródła funduszy. Bierze się to stąd, że należności mogą zostać czasem zbyte w krótkim terminie, a opóźnienie płatności zapadalnych zobowiązań również może być użyte jako rodzaj wymuszonej pożyczki, choć koszty odwleknięcia płatności mogą być wysokie.

Schemat 8.1. wskazuje na potrzeby informacyjne w zarządzaniu płynnością. Potrzeby mogą być częściowo pokryte ze źródeł wewnętrznych. Po pierwsze, musimy znać leżące u podstaw przepływy czynników produkcji i produktów. Wydatki gotówkowe na zakup czynników produkcji oraz wpływy gotówkowe ze sprzedaży produktów są przewidywane w oparciu o prognozy przepływów rzeczowych.

Wydatki gotówkowe na finansowanie projektów inwestycyjnych, emisje i wykupy instrumentów zadłużenia długoterminowego, emisje nowych akcji oraz płatności dywidend i odsetek mogą być wywnioskowane z odpowiednich rocznych budżetów. Wreszcie, firma może potrzebować środki na przejęcia innych firm lub otrzymywać środki z rozdziału firm. Czasami te przepływy mogą być oszacowane na podstawie budżetów krótkoterminowych z uwzględnieniem informacji zawartych w planach strategicznych.

W innych przypadkach, przejęcia i podziały nie są możliwe do przewidzenia i trzeba tworzyć na gorąco plany sfinansowania przejęcia lub zagospodarowania skutków w przepływach pieniężnych, które wywołał podział. Z tego wynika, że zarządzający płynnością krótkoterminową może nie być w stanie uchwycić skutków restrukturyzacji firmy w swoich dokumentach planowania.

Zewnętrzne źródła informacji są również konieczne w zarządzaniu płynnością. Informacje na temat inwestycji krótkoterminowych i możliwości pożyczkowych muszą pochodzić z zewnątrz. To dotyczy również prognoz stóp procentowych.

8.2. SYSTEMY PLANOWANIA I PROGNOZOWANIA GOTÓWKOWEGO

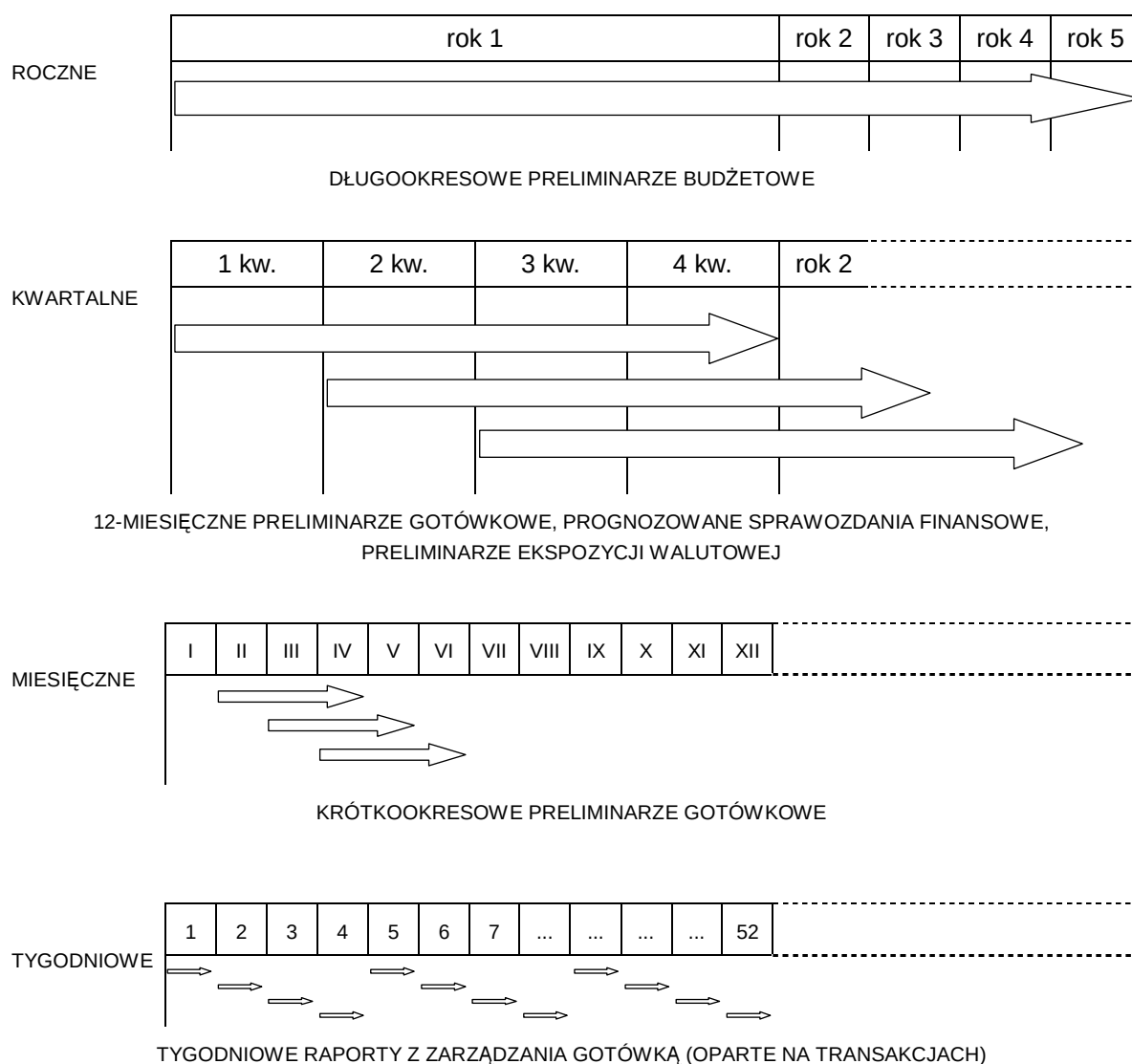
Systemy planowania dla finansów korporacji i zarządzania skarbem mają kilka warstw. Plany pięcioletnie zwykle obejmują najdłuższy horyzont czasowy. Większość firm przygotowuje prognozę pięcioletnią, która jest corocznie rewidowana, i która ma formę sprawozdań finansowych: przewidywane rachunki wyników, bilanse oraz sprawozdania z źródeł i wykorzystania funduszy dla każdego z pięciu lat osobno. Górna część Schematu 8.3 przedstawia horyzont czasowy objęty długookresowymi planami finansowymi.

Dane źródłowe do długookresowych planów finansowych pochodzą ze strategicznych planów korporacji, a także ze sprawozdań finansowych powiązanych datą początku okresu objętego planem. Celem planu długookresowego jest

przewidzenie przyszłej struktury kapitałowej oraz przybliżonych rozmiarów głównych potrzeb finansowych, włączając nowe emisje akcji.

Środkowa część Schematu 8.3. ilustruje wzajemny związek 12-miesięcznych preliminarzy gotówkowych oraz ich związek z długookresowymi planami finansowymi. 12-miesięczny preliminarz gotówkowy jest zwykle przygotowywany w odstępach kwartalnych, a nawet miesięcznych. Preliminarz, który obejmuje miesiące pokrywające się z podatkowym rokiem firmy, jest zwykle przygotowywany razem z innymi planami rocznymi, używanymi do finansowej kontroli działalności. Przygotowanie w powiązaniu z planami sprzedaży, produkcji, zakupów, działalności ogólnej, badań i rozwoju oraz wydatków inwestycyjnych, zapewnia preliminarzom gotówkowym zgodność z innymi dokumentami planowania w korporacji.

Schemat 8.3. Horyzonty planowania finansowego.



Zrewidowane preliminarze gotówkowe na drugi, trzeci i czwarty kwartał roku podatkowego są zwykle przygotowywane dla celów zarządzania gotówką bez równoległej rewizji preliminarzy operacyjnych. Wszechstronny proces preliminowania może zwykle być przeprowadzany tylko raz do roku. Ilość pracy, którą trzeba by w innym wypadku wykonać, byłaby zbyt wyczerpująca dla korporacji. Z tego wynika, że departament skarbu musi posiadać zdolność rewidowania 12-miesięcznych preliminarzy gotówkowych bez szczególnego wsparcia ze strony departamentów operacyjnych.

Jeśli 12-miesięczne preliminarze gotówkowe są rewidowane tylko kwartalnie, w drugim i trzecim miesiącu każdego kwartału trzeba bazować na preliminarzach, które były opracowane miesiąc lub dwa wcześniej. By uniknąć braku aktualności preliminarzy, departamenty skarbu często nowelizują miesięczne preliminarze gotówkowe na początku każdego miesiąca, ale jedynie dla najbliższych trzech miesięcy. Schemat 8.3. przedstawia zrewidowane miesięczne preliminarze gotówkowe umieszczone poniżej kwartalnie przygotowywanych 12-miesięcznych preliminarzy gotówkowych.

12-miesięczne preliminarze gotówkowe zwykle zawierają w sobie preliminarze ekspozycji walutowej. Dane źródłowe muszą więc być wyrażone także w oryginalnych walutach wyjściowych transakcji handlowych i finansowych, a nie tylko w podstawowej walucie korporacji. 12-miesięczne preliminarze gotówkowe obejmują rezultaty wysokości oraz rytmu podstawowego finansowania długoterminowego, włączając zarówno emisje długoterminowych instrumentów dłużnych, jak i akcji. Te preliminarze mogą być zatem wykorzystane jako materiał źródłowy do długookresowego planowania płynności.

Dane źródłowe dla 12- miesięcznych i 3-miesięcznych preliminarzy gotówkowych są na poziomie szczegółów wykorzystywane w zwykłym preliminowaniu, na przykład wpływy gotówkowe ze sprzedaży w danym miesiącu są oparte na przewidywanej łącznej sprzedaży dla tego miesiąca i miesięcy poprzednich, a nie na poszczególnych transakcjach.

Planowanie gotówkowe używane do bieżącego podejmowania decyzji dotyczących płynności przez skarb jest zwykle prowadzone na podstawie tygodniowej lub dziennej. Te preliminarze są ukazane w dolnej części Schematu 8.3. Plany tygodniowe i dzienne zwykle uwidaczniają skutki poszczególnych transakcji. Z

tego wynika, że źródłowe dane dla planów tygodniowych różnią się od danych wykorzystywanych do przygotowywania preliminarzy kwartalnych lub miesięcznych. Tygodniowe i/lub dzienne preliminarze są tworzone na bazie dokumentów, które wiążą się z konkretnymi transakcjami, na przykład faktur wymagających zapłaty w ciągu kilku najbliższych dni. Preliminarze kwartalne i/lub miesięczne opierają się na przewidywanych łącznych zakupach i przeciętnych warunkach płatności założonych w tych przewidywaniach.

8.3. INWESTOWANIE NADWYŻEK FINANSOWYCH

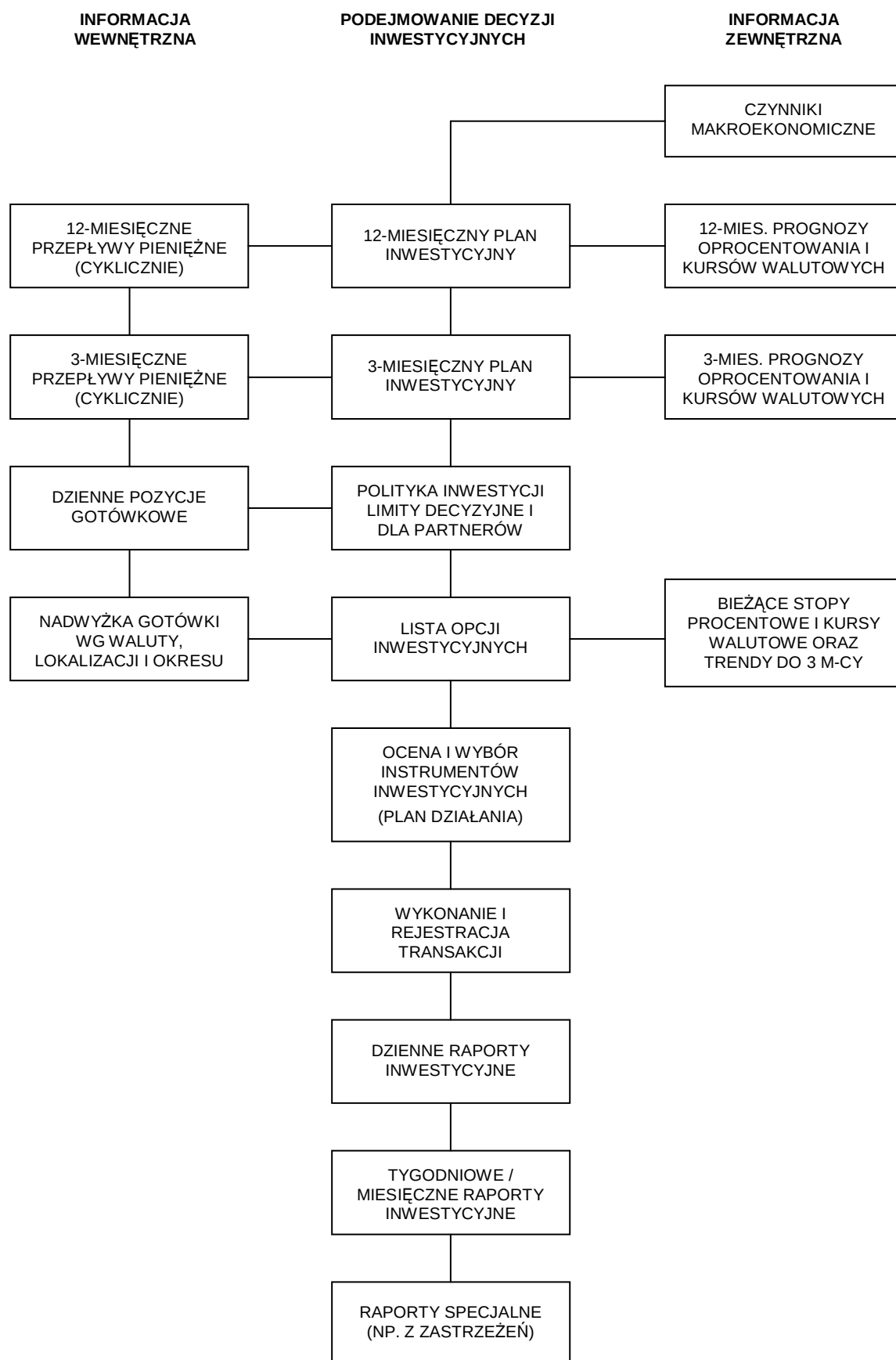
Gdy tylko wystąpi nadwyżka przekraczająca minimum wymagane dla płynnego przeprowadzania transakcji, skarb centrali musi inwestować te wolne środki. W tej części będziemy rozważali proces decyzyjny związany z inwestowaniem nadwyżek funduszy. Schemat 8.4. zawiera przegląd takiego procesu.

Celem zarządzania inwestycjami finansowymi jest minimalizacja różnicy między całkowitymi wydatkami odsetkowymi a całkowitymi wpływami odsetkowymi, zakładając że korporacja jest pożyczkobiorcą netto. Inwestycje krótkoterminowe muszą być dokonywane bez podejmowania nadmiernego ryzyka. Ryzyka, które skarbnik musi brać pod uwagę, zawierają ryzyko kredytowe lub partnera, ryzyko kraju, ryzyko kursu walutowego, ryzyko stopy procentowej oraz, ponieważ rozważamy zarządzanie płynnością, ryzyko płynności. Inwestycje podejmowane przez skarbnika muszą być tego rodzaju, że mogą być wycofane, jeśli wystąpi niespodziewane zapotrzebowanie na gotówkę. Skarbnik musi utrzymywać pewną elastyczność w swoim zarządzaniu inwestycjami.

Sukces zarządzania inwestycjami zależy od jakości i właściwego rozkładu w czasie decyzji podejmowanych w tym procesie. By podejmować decyzje wysokiej jakości, skarbnik potrzebuje system wspierania decyzji. Główne składniki systemu wsparcia decyzji zawierają:

- zbieranie i przetwarzanie informacji,
- listę instrumentów inwestycji,
- ocenę dostępnych alternatyw inwestycyjnych,
- system rejestracji i sprawozdawczości,
- ocenę konsekwencji podatkowych.

Schemat 8.4. Przegląd inwestycyjnego procesu decyzyjnego.



Proces zarządzania inwestycjami jest realizowany na bieżąco. Skarbnik musi być zdolny do identyfikacji dostępnych środków pod względem rozmiarów, lokalizacji, okresu i waluty. Różne preliminarze gotówkowe, które zostały omówione, są skonstruowane tak, by pomóc skarbnikowi w tym procesie identyfikacji. Innymi słowy, wewnętrzny system informacji generuje potrzebne dane na temat bieżącej i przyszłej sytuacji gotówkowej.

Skarbnik musi także znać dostępne instrumenty inwestycji, ich bieżącą i przyszłą rentowność, a także związane z nimi warunki i ryzyka. System informacji zewnętrznej jest potrzebny, by otrzymywać tego rodzaju informacje. Prognozy stóp procentowych i kursów walutowych są bardzo istotne dla określenia, jakie decyzje należy podjąć. Chociaż istnieją różne metody prognozowania tych wielkości, większość obecnie użytecznych prognoz odzwierciedla silny wpływ opinii ekspertów, co niesie ze sobą pewną liczbę wad.

Założmy, że jako rezultat procesu gromadzenia i przetworzenia informacji, sprawozdanie skarbu dotyczące inwestycji zawiera następujące prognozy dostępnych środków:

Tabela 8.1. *Dzienne sprawozdanie na temat funduszy dostępnych do zainwestowania.*

KWOTA WALUTY	OKRES	LOKALIZACJA	INSTRUMENT	RENTOWNOŚĆ
80.000 GBP	od dnia 0 do dnia 7	Londyn	2 certyfikaty depozytowe po 50.000 GBP każdy	10%
450.000 DEM	od dnia 2 do dnia 8	Frankfurt	depozyt na rynku pieniężnym	6%
1.000.000 USD	od dnia 30 do dnia 90	Londyn	?	?

Innymi słowy, skarb ma w Londynie 80.000 GBP dostępnych do natychmiastowego inwestowania na 7 dni. We Frankfurcie, skarb będzie dysponował jutro 450.000 do zainwestowania również na siedem dni. Wreszcie, za miesiąc od dzisiaj będzie dostępne do zainwestowania w Londynie 1.000.000 USD na dwa miesiące lub 60 dni.

Tak, jak prognozy ile, gdzie, na jak długo i w jakiej walucie inwestować, skarb musi znać dostępne alternatywne instrumenty inwestycji w celu określenia, jakiego rodzaju inwestycji dokonać. Lista instrumentów inwestycji dostępnych skarbowi

zawiera zarówno warianty krajowe, jak i zagraniczne. Te alternatywy mogą być ograniczone minimalną wysokością transakcji, długością okresu inwestowania, płynnością rynków wtórnych danych instrumentów, a także wiarygodnością kredytową emitenta danego instrumentu. Zagraniczne alternatywy inwestycyjne mogą być również ograniczone regulacjami podatkowymi (może funkcjonować zniechęcający podatek od uzyskanych odsetek), ryzyko kraju, kontrola walutowa oraz ekspozycja walutowa.

Zakładamy w Tabeli 8.1., że najbardziej użyteczny instrument inwestycji do ulokowania kwoty 80.000 GBP na siedem dni to bankowy certyfikat depozytowy, który przynosi rocznie 10% dochodu. We Frankfurcie, najlepszą alternatywą inwestycyjną jest lokata na rynku pieniężnym, która przynosi 6% rocznie. Dla 1.000.000 USD, które będą dostępne za miesiąc od dzisiaj możemy rozważyć wykorzystanie instrumentu spoza rynku gotówkowego (kontrakty futures na stopy procentowe lub opcje). Zarządzanie ekspozycją stóp procentowych zostanie omówione w następnym, odrębnym punkcie.

Selekcja tych alternatyw inwestycyjnych jest wynikiem analiz, które skarbnik prowadził po zidentyfikowaniu nadwyżkowych funduszy. Kryteria doboru instrumentów zwykle zawierają:

- 1) dochodowość inwestycji: z zasady, powinniśmy rozważyć zarówno aprecjację kapitału, jak i dochody odsetkowe. Dla inwestycji krótkoterminowych, bezpieczeństwo i płynność mogą się okazać jednak ważniejszymi kryteriami.
- 2) ryzyko kredytowe: większość zarządów firm nie pozwoli skarbowi podjąć ryzyka kredytowego w inwestycjach krótkoterminowych. To kryterium może zatem ograniczać skarbowi wybór alternatyw.
- 3) zbywalność: większość zarządów będzie wymagało, żeby skarbnik inwestował tylko w instrumenty o łatwej zbywalności, by zapewnić płynność.
- 4) rozmiar: denominowanie niektórych instrumentów wymaga od firm inwestowania relatywnie pokaźnych kwot.
- 5) okres: często saldo gotówkowe jest dostępne tylko na krótki okres, podczas gdy instrumenty bazują na wyrażnie dłuższych okresach wykupu. Skarbnik musi wtedy zdecydować, czy warto pożyczać na część tego okresu, w której środki staną się potrzebne, a będą niedostępne, gdyż zostały zainwestowane.

- 6) ryzyko kursu walutowego: skarbnik, który pragnie uniknąć ryzyka walutowego, ma tendencję do preferowania inwestycji w walucie posiadanych nadwyżek funduszy.
- 7) ryzyko stopy procentowej: by uniknąć wpływu zmian cen, skarbnik może mieć pokusę inwestowania w instrumenty o bliskiej dacie wykupu, które są wtedy przetrzymywane aż do tej daty.
- 8) koszty transakcji: prowizje maklerskie, opłaty skarbowe i inne koszty transakcji redukują dochód z inwestycji krótkoterminowych. Należy uwzględnić te koszty w kalkulacjach rentowności poszczególnych instrumentów.
- 9) otwartość rynku: koszty i ryzyka wzrosną jeśli skarbnik inwestuje na rynkach, do których ma ograniczony dostęp lub na temat których ma zbyt mało informacji.

Istnieją dwie podstawowe strategie, które skarbnik może realizować przy ocenie alternatyw inwestycyjnych: strategia bieżąca oraz strategia wyznaczonego terminu. W strategii bieżącej, skarbnik maksymalizuje płynność przez inwestowanie na rynku jednodniowym. Bardziej agresywny skarbnik będzie usiłował zmaksymalizować zwrot na inwestycjach, używając instrumentów terminowych o wyższej rentowności.

Skarbnik może również dobierać strategię bieżącą lub terminową, zależnie od kwoty dostępnej do zainwestowania oraz denominacji instrumentów. Procedury używane do wyjaśnienia tych problemów są nazywane procedurą zrównoważenia oraz procedurą optymalnego okresu.

Procedura zrównoważenia pomaga odpowiedzieć na pytanie, jak wysoki koszt funduszy może zostać zaabsorbowany, by móc skorzystać z wyższej rentowności inwestycji. Rozważmy kwotę 80.000 GBP dostępną do zainwestowania na siedem dni, jak w Tabeli 8.2. Certyfikaty depozytowe są dostępne w nominałach 50.000 GBP każdy. Ich rentowność wynosi 10% rocznie. Skarbnik ma dwie alternatywy:

- a) Zainwestować 50.000 w certyfikaty depozytowe, przynoszące 10%, oraz zainwestować $80.000 - 50.000 = 30.000$ GBP w bankowy rachunek depozytowy, przynoszący 5%.

Na bazie rocznej, otrzymałby:

$$(0,1) 50.000 + (0,05) 30.000 = 6.500 \text{ GBP}$$

- b) Pożyczyć 20.000 GBP, płacąc 15% odsetek i zainwestować 100.000 GBP w certyfikaty depozytowe, przynoszące 10%.

Na bazie rocznej, otrzymałby:

$$(0,1) 100.000 - (0,15) 20.000 = 7.000 \text{ GBP.}$$

Zatem, warto jest pożyczyć dodatkowe 20.000 GBP i zainwestować w dwie jednostki certyfikatów depozytowych. W punkcie zrównoważenia:

$$\frac{5}{100} \times x = \frac{10}{100} \times 50.000 - \frac{15}{100} \times (50.000 - x)$$

$$x = 25.000$$

gdzie x stanowi nadwyżkę ponad równą wielokrotność certyfikatów depozytowych.

Możemy zatem skonkludować, że jeśli mamy do zainwestowania $50.000 + x = 75.000$, opłaca się pożyczyć dodatkowe fundusze i zainwestować w drugą jednostkę certyfikatów depozytowych o nominale 50.000 GBP.

W sprawozdaniu na temat dostępnych funduszy, skarbnik ma dostępne 450.000 DEM od dnia 2 (= jutro) na okres siedmiu dni. Skarbnik zdecydował, że rynek pieniężny będzie najlepszym instrumentem dla tej inwestycji. Jednakże minimalny okres dla inwestycji na rynku pieniężnym wynosi 30 dni, a środki są dostępne wyłącznie na krótszy okres. Skarbnik dysponuje dwiema alternatywami:

- a) fundusze mogą zostać ulokowane na rachunku depozytu bankowego, przynosząc 2% rocznie,
- b) fundusze mogą zostać ulokowane w 30-dniowym depozycie na rynku pieniężnym, przynosząc 6% rocznie. Ponieważ środki są dostępne tylko na 7 dni, skarbnik musi pożyczyć taką samą kwotę na okres od dnia 8-go do dnia 30-go i zapłacić od pożyczonej kwoty 8% rocznie.

Kalkulacje zostały przeprowadzone poniżej. Wynika z nich, że jeśli skarbnik dysponuje nadwyżkowymi funduszami na więcej niż 10 dni, wtedy opłaca mu się zainwestować środki w depozyty rynku pieniężnego o dłuższym okresie. Ponieważ fundusze są dostępne tylko na 7 dni, lepiej ulokować je na rachunku bankowym, przynosząc 2% rocznie.

Procedury wyznaczania optymalnego okresu:

Mamy do dyspozycji 450.000 DEM od jutra na tydzień (czyli tzw. *tom-week* = *tomorrow for one week*), które możemy zainwestować. Alternatywy inwestycyjne to:

a) 7-dniowy depozyt bankowy o zwrocie 2% rocznie:

$$\frac{2}{100} \times \frac{7}{365} \times 450.000 = 172,80 \text{ DEM}$$

b) 30-dniowy depozyt na rynku pieniężnym o zwrocie 6% rocznie:

$$\frac{6}{100} \times \frac{30}{365} \times 450.000 = 2.219,40 \text{ DEM}$$

pomniejszone o koszty 23-dniowej pożyczki za 8% rocznie:

$$\frac{8}{100} \times \frac{23}{365} \times 450.000 = 2.268,45 \text{ DEM}$$

daje dochód odsetkowy netto: $2.219,40 - 2.268,45 = -49,05 \text{ DEM}$.

W punkcie równowagi, optymalna liczba dni inwestycji wynosi:

$$\frac{2}{100} \times \frac{x}{365} \times 450.000 = \left[\frac{6}{100} \times \frac{30}{365} - \frac{8}{100} \times \frac{(30-x)}{365} \right] \times 450.000$$

$$\begin{array}{lcl} \text{DOCHODY ODSETKOWE Z} & = & \text{DOCHODY ODSETKOWE Z} \\ \text{DEPOZYTU BANKOWEGO} & & \text{DEPOZYTU RYNKU PIENIĘŻNEGO} - \text{ODSETKOWE KOSZTY} \\ & & \text{POŻYCZKI} \end{array}$$

$$x = 10 \text{ dni}$$

Jeśli skarbnik dysponuje nadwyżką funduszy na więcej niż 10 dni, wtedy opłacalne staje się ich zainwestowanie w depozyt rynku pieniężnego o dłuższym terminie, nawet jeśli na dni stanowiące różnicę między okresem dysponowania nadwyżką środków a okresem depozytu rynku pieniężnego trzeba będzie zaciągnąć pożyczkę.

Ewidencja takich inwestycji jest z reguły dokonywana w oparciu o odcinki pokwitowania transakcji, które zwykle zawierają najważniejsze dane dotyczące warunków, na jakich transakcje przeprowadzono (daty, kwoty, oprocentowania, waluty, sposoby płatności itp.). Pokwitowanie transakcji jest wykorzystywane jako:

- potwierdzenie dokonania transakcji,
- podstawowy dokument do zapisów rachunkowych,
- materiał do raportów z inwestycji.

Pokwitowanie transakcji odgrywa równocześnie dwie role, gdyż służy mechanizmom kontrolnym, a także pozwala skarbnikowi monitorować rezultaty własnej pracy.

W celu monitorowania rezultatów inwestowania, powszechnie stosuje się wyliczanie wartości inwestycji według ich bieżących cen rynkowych (*mark to market*). Ta praktyka jest stosowana z następujących powodów:

- 1) dwa cele inwestycji to zarobek na oprocentowaniu i zysk na aprecjacji kapitału, stąd natychmiastowe odzwierciedlanie zmian wartości w cenach rynkowych jest bardzo ważne,
- 2) dzięki obliczaniu bieżącej wartości rynkowej, krótkoterminowe straty są również rozpoznawane natychmiastowo, a ich ponoszenie sygnalizuje potrzebę zmian w portfelu inwestycji.

8.4. FINANSOWANIE DEFICYTÓW GOTÓWKI

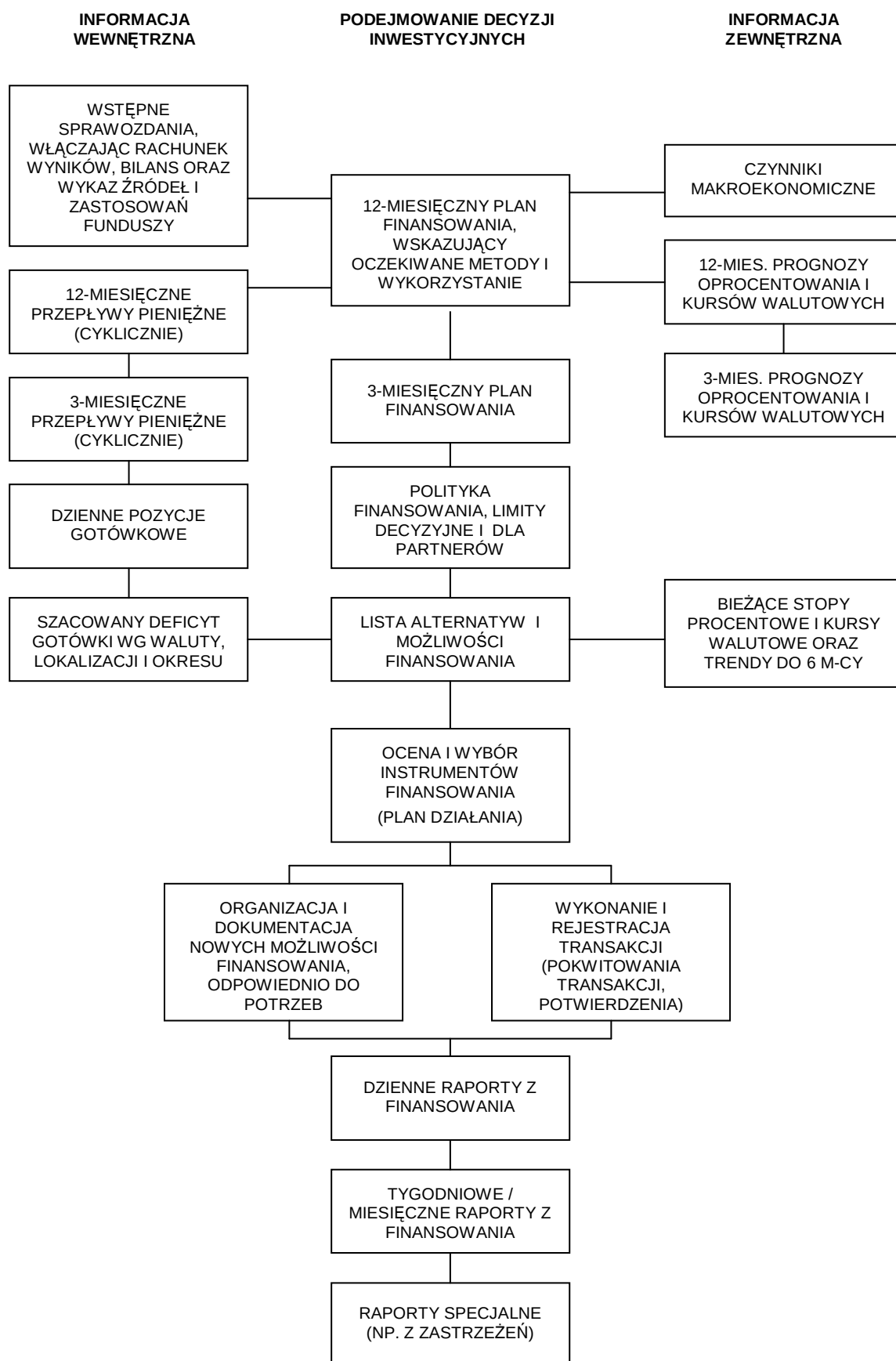
Decyzje związane z finansowaniem deficytów gotówkowych stanowią lustrzane odbicie decyzji o inwestycjach krótkoterminowych, omówionych w poprzednim punkcie. Jak przy zarządzaniu inwestycjami, skarb może przyczynić się do zwiększenia dochodowości firmy dzięki efektywnym decyzjom dotyczącym finansowania, czyli pozyskiwania dodatkowych środków finansowych z zewnątrz.

Celem decyzji w sprawie finansowania jest zminimalizowanie wszelkich kosztów finansowania, odpowiednio do założeń dotyczących płynności. Skarbnik musi zachowywać odpowiedni stopień elastyczności oraz musi unikać dostarczania wierzycielom nadmiernego zabezpieczenia dla otrzymanych od nich kredytów lub pożyczek.

Inaczej niż w procesie inwestowania, występują dwa odrębne stadia w zarządzaniu deficytem finansowym:

- 1) skarbnik musi się upewnić, że dostępne możliwości pożyczania wystarczają na pokrycie potrzeb finansowych. Jednakże utrzymywanie zbyt wielu możliwości pożyczkowych prowadzi do płaćenia nadmiernych prowizji za gotowość, i dlatego powinno się tego unikać,
- 2) gdy potrzeba finansowa powstanie, istniejące możliwości pożyczkowe zostają wykorzystane.

Schemat 8.5. Przegląd procesu decyzyjnego finansowania deficytu.



W celu efektywnego zarządzania procesem podejmowania decyzji o finansowaniu deficytu, skarbnik potrzebuje zarówno informacji wewnętrznych, jak i zewnętrznych. Musi istnieć wystarczająca ilość informacji wewnętrznych, by umożliwić skarbnikowi identyfikację deficytu od strony jego kwoty, lokalizacji, okresu i waluty. Tego typu informacje są dostarczane przez preliminarze gotówkowe i systemy prognozowania. Informacje zewnętrzne są potrzebne na temat możliwych źródeł środków, bieżącego kosztu różnych źródeł finansowania oraz prognoz tego dotyczących, warunków związanych z możliwymi źródłami, wymogów ich zabezpieczenia oraz podatkowych i rachunkowych reguł dotyczących różnych instrumentów.

Schemat 8.5. daje przegląd procesu finansowania deficytu. Wewnętrzne źródła informacji wpierw określają szacowane deficyty w układzie walutami, lokalizacją i okresem. Po drugie, zewnętrzne źródła dostarczają informacji o możliwych źródłach finansowania oraz związanych z nimi warunkach i kosztach. Te informacje są analizowane przez skarbnika w celu określenia najodpowiedniejszych źródeł, jakie należy wykorzystać wraz ze związanymi z nimi kosztami i warunkami.

Po podjęciu decyzji o finansowaniu i przeprowadzeniu samej operacji, operacja ta musi zostać odnotowana. Zapisy muszą dostarczać skarbnikowi zwrótną sprawozdawczość na temat działalności finansowej, wszelkich kosztów zaciągania pożyczek, zorganizowanych możliwości pożyczkowych, ich wykorzystania i dostępności oraz właściwości z punktu widzenia kontroli wewnętrznej.

Przykład dziennego sprawozdania z finansowania został przedstawiony w Tabeli 8.4. Jest ono podzielone na części, które wymieniają możliwości pożyczkowe uruchomione i wykorzystane, zaciągnięte pożyczki według lokalizacji, kwot i walut, instrumenty, które zostały odnowione, podjęte działania zabezpieczenia transakcją przeciwną (*hedging*) oraz raporty płatności odsetkowych i kapitałowych od instrumentów w trakcie wykorzystania.

Jako przykład podejmowania decyzji w finansowaniu deficytu gotówkowego, rozważymy następującą sytuację. Preliminarz gotówkowy wskazuje, że nasza firma będzie miała do czynienia z trzema odrębnymi deficytami. Pierwsze dwa deficyty muszą zostać pokryte transakcjami pożyczkowymi. Trzeci deficyt wynikający z raportu wskazuje, że pożyczka 10 milionów USD, która już jest w trakcie wykorzystania, musi zostać odnowiona za miesiąc od dzisiaj:

Tabela 8.2. *Dzienne sprawozdanie z deficytu gotówkowego.*

KWOTA I WALUTA	OKRES	LOKALIZACJA
75.000 GBP	od dnia 1 do dnia 30	Londyn
100.000 USD	od dnia 1 do dnia 20	Londyn
10.000.000 USD	od dnia 30 do dnia 90	Nowy Jork

Następnym krokiem jest wybór instrumentu finansowania do wykorzystania przy dwóch pierwszych deficytach. Podstawowe instrumenty finansowania krótkoterminowego mogą być uporządkowane w cztery kategorie:

- możliwości przekroczenia stanu konta (*overdraft facilities*),
- możliwości dyskontowe (*discount facilities*),
- bankowe pożyczki o stałym oprocentowaniu (*fixed rate bank loans*),
- instrumenty rynku pieniężnego, np. papiery komercyjne (*commercial papers*, euro-commercial papers).

Najważniejsze atrybuty tych instrumentów zostały wymienione w Tabeli 8.3.

Tabela 8.3. *Główne instrumenty finansowania krótkoterminowego.*

MOŻLIWOŚĆ PRZEKROCZENIA STANU KONTA: - krótkoterminowa pożyczka bankowa, - może zostać zamówiona z wyprzedzeniem, - odsetki płatne w wysokości przekraczającej podstawową stopę bankową o kilka punktów procentowych, zależnie od zdolności kredytowej firmy (np. 4% powyżej stopy bazowej).
MOŻLIWOŚCI DYSKONTOWE: - weksle, akcepty bankowe, skrypty dłużne, polecenia wypłaty, - oprocentowanie stałe (przekroczenie stanu konta oprocentowane zmiennie), - wymogi zabezpieczenia spłaty bardziej rygorystyczne niż przy korzystaniu tylko z możliwości przekroczenia stanu konta.
POŻYCZKI BANKOWE: - mogą być skonstruowane na wiele różnych sposobów, - mogą mieć oprocentowanie stałe lub zmienne, - warunki zależne od finansowej kondycji pożyczkobiorcy.
PAPIERY KOMERCYJNE: - instrumenty stanowiące przedmiot obrotu na rynku pierwotnym i wtórnym, - dostępne dla dużych firm o wysokim ratingu kredytowym.

Tabela 8.4. Dzienny raport z finansowania.**Raport z możliwości finansowania (*facility report*)**

DZIAŁANIE	PARTNER	INSTRUMENT	KWOTA I WALUTA	OKRES	ŁĄCZNY KOSZT	ZABEZPIECZENIE	POWÓD
Otwarte	Bank A	Pożyczka bankowa	10 mln GBP	lipiec 1999 - lipiec 2000	12%	List gwarancyjny	Zastąpienie debetu B
Zamknięte	Bank B	Debet na rachunku	3 mln GBP	1 lipiec 1999	17%	Bez zabezpieczenia	Zbyt mało i drogo

Raport z wykorzystywanego finansowania (*drawdown report*)

MIEJSCE	KWOTA I WALUTA	WYMAGANY OKRES	INSTRUMENT	PARTNER	OKRES DOSTĘPNY	ŁĄCZNY KOSZT	POWÓD
Londyn	75.000 GBP	1-30 stycznia	Pożyczka	Bank EFG	1-30 stycznia		Kapitał pracujący
Londyn	100.000 USD	1-20 stycznia	Pożyczka	Bank HIJ	1-20 stycznia		Kapitał pracujący

Raport z odnowienia źródeł finansowania (*roll-over report*)

INSTRUMENT	PARTNER	TRANSZE	KWOTA I WALUTA	OKRES	ŁĄCZNY KOSZT	DATA NASTĘPNEGO DZIAŁANIA
Pożyczka bankowa	Bank B	7	10.000.000 USD	1 luty - 30 czerwca		30 czerwca

Raport z zabezpieczeń (*hedge report*)

DZIAŁANIE	KWOTA I WALUTA	OKRES	KOSZT	POWÓD	DATA NASTĘPNEGO DZIAŁANIA
Trzymiesięczne futures na czerwiec	10.000.000 USD	1 stycznia - 1 lutego		Zabezpieczenie odnowienia pożyczki z Banku B, koniecznego na 1 lutego	1 luty

Raport z płatności (*payments report*)

INSTRUMENT	PARTNER	TRANSZA	KWOTA I WALUTA PŁATNOŚCI	OKRES	SZCZEGÓŁY PŁATNOŚCI

Skarbnik musi ocenić różne alternatywy finansowania i przygotować swój plan finansowy, wybierając najodpowiedniejsze alternatywy z tej listy. Kryteria zastosowane do selekcji tych alternatyw zawierają łączne koszty zaciągnięcia pożyczek, wymogi zabezpieczenia spłaty oraz elastyczność warunków. Inne czynniki mogą dotyczyć już uzgodnionych możliwości pożyczkowych, szybkości uzgadniania nowych możliwości, skutków dla oceny kredytowej przedsiębiorstwa, handlowy status instrumentu, zastosowanie środków i dogodność.

Korzystając z tych kryteriów, skarbnik powinien umieć wyselekcjonować instrumenty, które najlepiej odpowiadają potrzebom firmy, zminimalizują łączne koszty zaciągnięcia pożyczek, nie wymagają nadmiernych zabezpieczeń spłaty oraz nie ograniczają elastyczności skarbnika w reagowaniu na zmiany płynności.

Skarbnik mógłby wyselekcjonować instrumenty do wykorzystania przez prowadzenie strategii bieżącej. Jest to ekstremalna strategia, przyjmująca krótkoterminowy punkt widzenia. Każdego dnia, skarbnik dopuszcza do powstania zadłużenia na rachunkach bankowych. Oczywiście zaletą tej strategii jest to, że suma zadłużenia w rachunkach odpowiada dziennym potrzebom pożyczkowym. Główną wadą tej metody jest wysoki koszt korzystania z debetu na rachunkach oraz wystawienie się na ryzyko stopy procentowej.

Skarbnik może również postępować według mniej agresywnej strategii i próbować zminimalizować koszt pożyczania, używając tańszych, ale zarazem mniej elastycznych instrumentów. To podejście jest nazywane strategią wyznaczonego okresu. Możliwe jest także zastosowanie kombinacji tych dwu strategii. Istnieją dwie podstawowe procedury decyzyjne do analizy strategii kombinowanej. Są one nazywane procedurą zrównoważenia oraz procedurą optymalnego okresu pożyczania.

Procedura obliczania kwoty zrównoważenia (break-even procedure)

Rozważmy pierwszy deficyt 75.000 GBP z raportu dziennego w Tabeli 8.2.. Załóżmy, że skarbnikowi zostały dwie alternatywy sfinansowania deficytu:

- 1) Zadłużenie (debet) w rachunku na 75.000 GBP, o łącznym koszcie odsetkowym 15% rocznie.

- 2) Zaciągnięcie pożyczki na 100.000 GBP oprocentowanej 10% rocznie i złożenie nadwyżki środków w wysokości 25.000 w depozycie bankowym oprocentowanym 5% rocznie.

Analiza alternatyw:

- 1) Debet w rachunku bankowym:

$$\frac{15}{100} \times \frac{30}{365} \times 75.000 = 924,67 \text{ GBP}$$

- 2) Pożyczka i depozyt:

$$\frac{10}{100} \times \frac{30}{365} \times 100.000 - \frac{5}{100} \times \frac{30}{365} \times 25.000 = 730,59 \text{ GBP}$$

Analiza pokazuje, że opłaca się zaaranżować pożyczkę 100.000 GBP i umieścić nadwyżkę 25.000 GBP jako depozyt w banku. Koszt możliwości debetowej jest znacznie większy (924,67 GBP) niż różnica (102,74 GBP) między odsetkowym kosztem pożyczki (833,33 GBP) a dochodami odsetkowymi z depozytu (730,59 GBP). Oczywistym założeniem, przyjętym w tej analizie, jest taki sam okres 30 dni dla pożyczki i depozytu.

W procedurze zrównoważenia, określamy minimalny poziom pożyczek konieczny, by uczynić strategię pożyczkową przynajmniej tak mało kosztowną, jak strategia debetowa.

Niech x = deficyt gotówkowy do sfinansowania. Wtedy w punkcie zrównoważenia:

$$\frac{15}{100} \times \frac{30}{365} \times x = \frac{10}{100} \times \frac{30}{365} \times 100.000 - \frac{5}{100} \times \frac{30}{365} \times (100.000 - x)$$

z czego możemy otrzymać: $x = 50.000 \text{ GBP}$

Kwota zrównoważenia wskazuje, że jeśli potrzeby pożyczkowe przekraczają 50.000 GBP, wtedy korzystnie jest pożyczyć 100.000 GBP i umieścić różnicę między tą kwotą a potrzebami pożyczkowymi w banku jako depozyt.

Procedura obliczania optymalnego okresu deficytu dla opłacalności pożyczki

Dalej, rozważymy drugi deficyt 100.000 USD, który musi być sfinansowany od dzisiaj do dnia 20-tego. Zakładamy, że minimalny okres pożyczki wynosi 30 dni. Skarbnik ma dwie alternatywy:

- a) użyć możliwości debetu w rachunku bankowym na 20 dni, przy koszcie 15% rocznie,
- b) zorganizować pożyczkę 100.000 USD, przy koszcie 10% rocznie, i umieścić otrzymane środki jako depozyt w banku na czas, gdy nie są one potrzebne, czyli na ostatnie 10 dni 30-dniowego okresu, z odsetkami 5% rocznie.

Procedura optymalnego okresu pożyczania wskazuje minimalną liczbę dni, w ciągu których pożyczka powinna i tak być nam niezbędna, by zapewnić, że jej koszty będą niższe niż przy użyciu debetu w rachunku.

Analiza alternatyw:

- 1) Debet w rachunku bankowym na 20 dni, po koszcie 15% w skali roku:

$$\frac{15}{100} \times \frac{20}{365} \times 100.000 = 821,90 USD$$

- 2) Pożyczka i depozyt:

Aranżacja pożyczki 100.000 USD na minimalny okres 30 dni, przy koszcie 10% w skali roku. Fundusze nie będą potrzebne od dnia 21 do dnia 30, a zatem mogą zostać ulokowane jako depozyt na 5% rocznie. Koszt odsetkowy netto wynosi:

$$\frac{10}{100} \times \frac{30}{365} \times 100.000 - \frac{5}{100} \times \frac{10}{365} \times 100.000 = 684,90 USD$$

Z powyższej analizy wynika, że warto zorganizować pożyczkę na 30 dni i zainwestować otrzymane środki, gdy nie są potrzebne, na niższy procent.

Równoważąca liczba dni x (*optimal borrowing term*) wynosi:

$$\frac{15}{100} \times \frac{x}{365} \times 100.000 = \left(\frac{10}{100} \times \frac{30}{365} - \frac{5}{100} \times \frac{30-x}{365} \right) \times 100.000$$

z czego otrzymujemy: $x = 15 dni$

Jeśli środki są potrzebne na więcej niż 15 dni, wtedy korzystnie jest zaaranżować pożyczkę.

9. ZARZĄDZANIE EKSPOZYCJĄ STOPY PROCENTOWEJ

9.1. SYSTEM ZARZĄDZANIA EKSPOZYCJĄ STOPY PROCENTOWEJ

Chociaż skarbnicy korporacji wciąż mają tendencję do koncentrowania się na prognozowaniu, monitorowaniu i kontrolowaniu ekspozycji kursu walutowego, są oni coraz bardziej świadomi znaczenia zarządzania ekspozycją stopy procentowej – pogłębionego wysokimi realnymi stopami odsetkowymi oraz rozwojem nowych technik monitorowania i kontrolowania ekspozycji, a także działań zabezpieczających.

W obliczaniu kosztów odsetkowych (całkowitego kosztu pozyskania funduszy) rzeczą niezbędną jest porównanie wszystkich kosztów powiązanych z daną metodą pozyskiwania środków i rozpatrzenie ich w powiązaniu z, na przykład okresami naliczania odsetek od długu. Wymaga to przygotowania symulacji obliczeń, by ustalić rzeczywisty koszt alternatywnych metod pożyczania i zabezpieczania.

Nawet przy tej samej nominalnej stopie procentowej, realny koszt dziennych obciążeń może być znacząco inny choćby od związanego z sześcioma interwałami w miesiącu. Przykładowo, przy nominalnej stopie 13% rocznie, dzienne obciążenia w okresie sześciu miesięcy dają efektywną stopę procentową w wysokości 13,43%, a w okresie 12 miesięcy, stopę procentową wynoszącą 13,88% - to jest 88 punktów bazowych. Opodatkowanie również może być ważnym czynnikiem, jeśli koszty korzyści związanych z danymi instrumentami są traktowane dla celów podatkowych nie jako czyste odsetki, ale jako prowizje. Skutki możliwych alternatyw w podatku dochodowym od firm lub w podatku od wartości dodanej muszą zostać zidentyfikowane i włączone do próbnych kalkulacji.

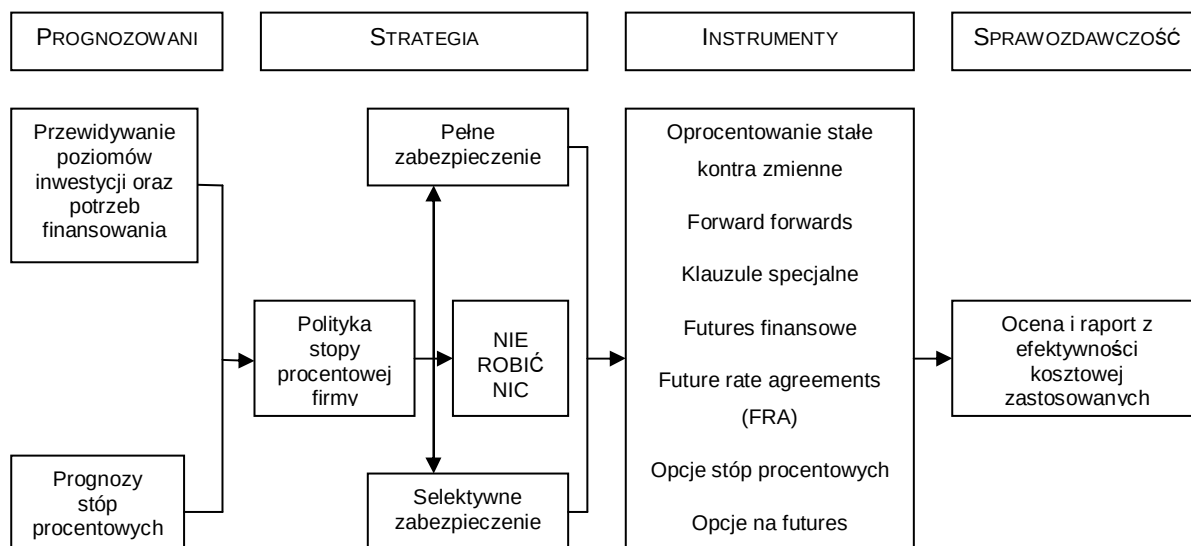
Ekspozycja stopy procentowej jest to kwota finansowania lub inwestycji zagrożona niekorzystnymi zmianami w stopach procentowych, w rezultacie których

wyższe stają się koszty obsługi długu lub obniża się zwrot na inwestycjach. Ryzyko to powstaje ponieważ stopy procentowe nie są w danym okresie całkowicie stałe.

Zabezpieczenie może zneutralizować wpływ niekorzystnych ruchów stóp procentowych na koszty finansowania lub dochody z inwestycji. Oprocentowanie uczynione stałym dzięki zabezpieczeniu niekoniecznie odpowiada bieżącej stopie rynkowej, ale stanowi rynkowy punkt widzenia na temat przyszłej stopy, którą można wyprowadzić z krzywej rentowności dla danej struktury terminowej stóp procentowych.

Zarządzanie ekspozycją stopy procentowej przez skarb korporacji wiąże się z wyborem określonego punktu widzenia na temat stóp procentowych i odpowiednim do tego aranżowaniem okresów zaciąganych lub oferowanych pożyczek oraz działań zabezpieczających wobec istniejącego lub przewidywanego zaangażowania finansowego. Najistotniejsze składniki systemu zarządzania ekspozycją stopy procentowej to prognozowanie, strategia, instrumenty i techniki oraz sprawozdawczość.

Schemat 9.1. System zarządzania ekspozycją stopy procentowej



9.1.1. PROGNOZOWANIE I STRATEGIA

Jako część procesu preliminowania lub planowania krótkoterminowego, firmy powinny prognozować koszty i wpływy odsetkowe na okres od roku do dwóch, w oparciu o przewidywane poziomy zaciągania pożyczek i inwestowania, proporcje pożyczek i inwestycji już istniejących o stałej stopie procentowej oraz o przewidywane kształtowanie się stopy procentowej w danym okresie. Prognoza oparta na istniejącym oprocentowaniu lub bardziej precyzyjnie, na rynkowych oczekiwaniach co do stóp procentowych, które już ujęto w krzywej rentowności, powinna zostać sformułowana jako przypadek bazowy.

Gdy mają miejsce lub są przewidywane poważne pożyczki lub inwestycje długoterminowe, może się okazać konieczne wykorzystanie bardziej długookresowego spojrzenia na stopy procentowe. Wiele firm nie potrafi zidentyfikować wiodących elementów swoich potrzeb finansowania kapitału pracującego, które w swej istocie mają charakter potrzeb średnio- lub długoterminowych, przez co stanowią podłoże dla powstania różnych wariantów ekspozycji stopy procentowej.

W trakcie definiowania polityki korporacji dotyczącej ryzyka stopy procentowej, wyższy szczebel kierowniczy powinien określić poziomy kompetencji i limity dla personelu skarbu, akceptowane instrumenty finansowe, odpowiedni horyzont czasowy dla zarządzania stopą procentową oraz wybory między ryzykiem i nagrodą. W tworzeniu tej polityki, zarząd powinien uzgodnić właściwą strategię, biorąc pod uwagę czynniki oddziałujące na firmę, takie jak wrażliwość relacji kosztów do dochodów odsetkowych oraz działania konkurencji. Jeśli firma zachowuje się bardzo defensywnie, i pożąda pewności, strategia może zawierać pełne zabezpieczenie, ale z reguły uwzględnia ona wybrane zabezpieczenia, oparte na opinii dotyczącej stóp procentowych.

9.1.2. INSTRUMENTY

Tradycyjne techniki związane z ekspozycją stopy procentowej sprowadzają się do wyboru między stałym a zmiennym oprocentowaniem nowych pożyczek oraz powiązaniem z tym wyborem okresu korekt w pożyczkach o zmiennym oprocentowaniu, stanowiącym użyteczne narzędzie podbudowy opinii o stopach

procentowych, a także do stosowania transakcji terminowych dla ustabilizowania oprocentowania przyszłych pożyczek i inwestycji.

Na przykład skarbnik korporacji, który chce pożyczyć na trzy miesiące, ale dopiero za trzy miesiące, i spodziewa się wzrostu oprocentowania w większym stopniu niż stopa zastosowana w krzywej rentowności, zaciągnąłby pożyczkę na sześć miesięcy i zainwestował uzyskane środki na trzy miesiące, blokując wysokość oprocentowania przyszłej pożyczki na poziomie bieżącego oprocentowania pożyczek sześciomiesięcznych. Zostałoby to skorygowane o różnicę między oprocentowaniem zaciągniętej pożyczki sześciomiesięcznej, a oprocentowaniem pożyczki udzielonej na pierwsze trzy miesiące.

Ta procedura powoduje zbędne wykorzystanie linii kredytowej, często ma niechciane konsekwencje dla bilansu oraz obciąża firmę całą rozpiętością między oprocentowaniem pożyczki zaciągniętej i pożyczki udzielonej. Przy całej szerokiej gamie instrumentów zarządzania stopą procentową obecnie dostępnych za pośrednictwem giełd, brokerów lub banków, można tych niedogodności unikać.

Główne techniki zarządzania stopą procentową to klauzule specjalne (*special clauses*), swapy (wymiany) stóp procentowych (*interest rate swaps*), kontrakty financial futures (*financial futures contracts*), *future rate agreements* (FRAs), opcje na stopy procentowe (*interest rate options*) oraz opcje na futures (*options on futures*).

Klauzule specjalne mogą być zawarte w umowach pożyczek o zmiennym oprocentowaniu, dla zapewnienia elastyczności. Górny limit, powyżej którego stopa procentowa nie może wzrosnąć, zwana czapką lub pokrywą (*a cap*), może zostać ustalona albo samodzielnie, albo jako tak zwany kołnierzyk (*collar*), będący połączeniem *cap* z limitem, poniżej którego stopa procentowa nie może spaść (*floor*). Klauzule skylock lub droplock umożliwiają pożyczkobiorcy zamianę zmiennego oprocentowania na stałe, jeżeli stopy stanowiące limity zostaną osiągnięte. Banki często zabezpieczają te dodatkowe klauzule przez *agio* (opłatę odpowiadającą premii opcyjnej) od stóp procentowych. Z tego względu ważne jest, by oszacować efektywność ich kosztów.

Organizator **swapu stopy procentowej** może przekształcić uzyskaną od dostawcy dużą kwotę o stałym oprocentowaniu, tworząc dla większej liczby odbiorców stałego oprocentowania relatywnie małe pakiety o wartości od 500.000

GBP w górę. Dostawca stałego oprocentowania dysponuje dostępem do tanich środków o stałym oprocentowaniu niedostępnych ogólnie na rynku, ale może potrzebować finansowania o zmiennej stopie procentowej i może zamienić się na korzystną pożyczkę o zmiennym oprocentowaniu, by uzyskać niskie zmienne oprocentowanie.

Skorzystanie ze swapów stóp procentowych jest decyzją strategiczną, opartą na wizji ruchów stóp procentowych w okresie kilku lat lub na potrzebie zamrożenia poziomu oprocentowania, choćby w związku z finansowaniem projektów (*project financing*). Zaaranżowane typowo z wykorzystaniem brokera lub banku, swapy stóp procentowych zwykle odnoszą się do finansowania o dłuższym terminie, sięgającym kilku lat.

Kontrakt **financial futures** jest umową zakupu lub sprzedaży standardowej ilości specyficznego instrumentu finansowego, na przykład depozytu trzymiesięcznego, w dniu określonym z wyprzedzeniem i po cenie uzgodnionej między stronami za pośrednictwem zorganizowanej giełdy. Skarbnik korporacji kupuje kontrakty futures dla zagwarantowania konkretnego oprocentowania przyszłej inwestycji. Strata na oprocentowaniu możliwym do uzyskania z inwestycji jest kompensowana dochodami ze sprzedaży kontraktów. Ponieważ tytuł do instrumentu nie przechodzi na nabywcę do chwili dostawy, kontrakty financial futures nie reprezentują aktywów ani zobowiązań. Financial futures są zatem użyteczną techniką zabezpieczania lub monitorowania stóp procentowych.

Financial futures, którymi handluje się na London International Financial Futures Exchange (LIFFE) obejmują kontrakty na 3-miesięczną stopę procentową w GBP, 20-letnie obligacje rządowe, 3-miesięczną stopę procentową w eurodolarach oraz obligacje skarbu USA. Podobnymi instrumentami handluje się również na innych światowych giełdach, z których największe i o największej płynności to Chicago Board of Trade oraz International Monetary Market, będący częścią Chicago Mercantile Exchange. Financial Futures mogą stanowić właściwe zabezpieczenie tylko wtedy, gdy instrument i okres jest taki sam na rynku gotówkowym i futures, jeśli wymagana data jest datą kontraktu futures oraz jeśli wartość potrzebnego zabezpieczenia za pomocą futures odpowiada wartości wielokrotności kontraktów futures. W innym wypadku, uzyskana efektywna stopa oprocentowania będzie zawierała element nieprzewidywalności. Istotna niepewność wynika z różnicy między

ceną na rynku gotówkowym a ceną futures, odzwierciedlającej kształt krzywej rentowności. O ile ta różnica, znana jako baza, zmniejsza się do zera wraz z nadejściem daty realizacji kontraktu futures, podlega ona zmianom wraz ze zmianą krzywej rentowności.

Korzystając z futures, zabezpieczający zamienia ryzyko ceny gotówkowej na ryzyko bazy, i może w momencie zamknięcia kontraktu futures stwierdzić, że zabezpieczenie nie było w pełni efektywne. Z punktu widzenia skarbnika korporacji, główne wady korzystania z financial futures to wspomniane ryzyko bazy i implikacje dla przepływów pieniężnych codziennego weryfikowania rynkowej pozycji futures (mark to market). Ten wymóg czyni zabezpieczenie trudnym do monitorowania i administrowania. Jednakże płynny rynek stworzony przez wymiany dostarcza elastyczności w zamykaniu pozycji w dowolnym momencie. Jest to lepsze, niż procedury terminowych stóp procentowych, gdzie skarbnicy są zakładnikami swoich pierwotnych decyzji.

Future rates agreement (FRA), zwany także forward rate agreement, ustala gwarantowane oprocentowanie pożyczki lub depozytu, poczynając od konkretnej daty na ustalony okres. Kontrakt jest zwykle zawierany między bankiem a klientem instytucjonalnym, chociaż rynek międzybankowy również istnieje. Instytucja ma zwykle swobodę w organizowaniu podstawowej pożyczki tam, gdzie może uzyskać najlepsze oprocentowanie.

Rozliczenie FRA odbywa się za pomocą transferu gotówkowego między klientem i bankiem w początkowym dniu pożyczki lub depozytu. Kwota stanowi zdyskontowaną wartość różnicy między odsetkami płatnymi lub otrzymanymi przy ustalonej stopie procentowej a referencyjną stopą procentową, taką jak LIBOR z godziny 11.00.

Oplata od FRA jest zwykle pobierana jako korekta do gwarantowanego oprocentowania, bez płatności gotówkowej przy rozpoczęciu umowy. Korzyści z FRA leżą w możliwości uzyskania instrumentu ukształtowanego na miarę potrzeb z precyzyjnie określonym oprocentowaniem oraz w jej administracyjnej prostocie. Relatywne koszty i korzyści z FRA oraz z financial futures powinny być odrębnie rozważone dla każdego konkretnego przypadku.

Opcje na stopę procentową dają nabywcy opcji prawo, ale nie narzucają obowiązku, zakupu (call) lub sprzedaży (sell) podstawowego depozytu lub innego instrumentu po uzgodnionej stopie procentowej, w określonym dniu lub przed nim. Opcje mogą obejmować instrumenty podstawowe lub kontrakty futures.

Dostępne opcje na stopy procentowe, będące przedmiotem handlu giełdowego, obejmują kontrakty na trzymiesięczne depozyty eurodolarowe Philadelphia Stock Exchange, oraz opcje London Stock Exchange na krótkoterminowe papiery rządowe. Pewna liczba banków handluje na wolnym rynku specjalnie dostosowanymi opcjami, głównie w USD i GBP.

Opcje są użyteczne, gdy zapotrzebowanie na podstawową pożyczkę lub depozyt nie jest przesądzone, ale gdy poszukiwana jest gwarantowana wysokość oprocentowania, na przykład by osiągnąć założone w preliminarzu oprocentowanie inwestycji, przy niepewnym poziomie inwestycji z powodu nieprzewidywalności przepływów pieniężnych. Jednakże trzeba brać pod uwagę zarówno zwrot z potencjalnej inwestycji, jak i wpływ zapłaconej prowizji opcyjnej na zredukowanie zwrotu z istniejących inwestycji, jeśli nowa inwestycja nie zostanie dokonana, a przez to opcja wygaśnie bezużytecznie.

Przed wykorzystaniem opcji, skarbnicy powinni przeprowadzić ostrożną analizę wariantową (co-jeśli) łącznych kosztów lub dochodów odsetkowych dla zakresu możliwych stóp procentowych. W dodatku, opcje muszą być monitorowane w ciągły sposób, ponieważ w okresie ich działania, możliwość ich dochodowego zrealizowania pojawia się ograniczoną liczbę razy.

Opcje na futures są wariantem opcji, w której instrument podstawowy to kontrakt terminowy, a nie depozyt. LIFFE wprowadził ostatnio opcję na trzymiesięczne eurodolarowe kontrakty terminowe, która daje możliwość zrealizowania opcji przy dochodowej okazji, z jednoczesnym zachowaniem zabezpieczenia. Alternatywa sprzedania opcji i zawarcia osobnej transakcji zabezpieczającej również powinna zostać poddana ocenie, chociaż zabezpieczenie z użyciem takiej opcji jest trudniejsze do zarządzania, ponieważ korzystający jest nadal wystawiony na ryzyko bazowe.

Opcje mogą być kupowane i sprzedawane jako część większej strategii operacji finansowych, włączając pozycje w różnych instrumentach finansowych, na różnych

giełdach oraz potencjalne pozycje na rynku pozagiełdowym (OTC), a także utrzymywane w będących przedmiotem obrotu opcjach.

Wartość wszystkich pozycji trzeba wyceniać według bieżącej wartości rynkowej (*mark to market*) i wyniki powinny być porównywane z saldem na rachunku sum przejściowych dla premii opcyjnych. Niezrealizowane straty powinny być w każdym przypadku stwierdzone, a niezrealizowane zyski powinny zwykle również zostać ujęte w rachunku zysków i strat, odpowiednio z ich pojawieniem się.

Ze szczególną uwagą trzeba podejść do stwierdzenia niezrealizowanych zysków na pozagiełdowym rynku opcji (OTC). W takich przypadkach, należy się rozeznąć w jakim stopniu rynek podstawowy dla danej opcji wykazuje płynność dla poszczególnych dat ważności opcji i ich ceny realizacji. Równie dobrze może się zdarzyć, że brak płynności pewnych opcji z rynku OTC przyczyni się do opóźnienia dochodu z premii opcyjnej.

9.1.3. SPRAWOZDAWCZOŚĆ

Ostatnim etapem w procesie zarządzania stopą procentową jest sprawozdanie i przegląd podjętych decyzji. Skuteczność przeglądu zależy od prawidłowej dokumentacji prognoz stóp procentowych, kształtu ogólnej polityki oraz decyzji ją realizujących. Dokumentacja taka zawiera zapis przyczyn wyboru okresu, na jaki zaciągnięto pożyczkę lub ją udzielono oraz archiwizowane arkusze robocze z kalkulacjami przeprowadzonymi dla dokonania wyboru jednego instrumentu po porównaniu go z innymi. Kalkulacje mogą, na przykład uzasadniać preferowanie FRA względem financial future. W dokumentacji powinny się znaleźć także notowania instrumentów rzeczywiście uzyskane, by można je porównać z oczekiwanymi.

Skomputeryzowane centrum robocze skarbu może pomóc w stworzeniu ujednoliconych metod kalkulacji oraz może przechowywać zapisy rozważanych alternatyw i zawartych transakcji, z modułem sprawozdawczym pozwalającym generować dzienne, tygodniowe i miesięczne raporty, o stopniu zagregowania zgodnym z przeznaczeniem raportu. Taki zestaw sprawozdawczy powinien zawierać przegląd zysków i strat z wykorzystania instrumentów zarządzania ekspozycją i zabezpieczeń aż do chwili obecnej, gdzie korzyści z działań zabezpieczających są weryfikowane na tle zabezpieczanej pozycji. Odpowiedni proces weryfikacyjny

umożliwia formalną ocenę efektywności skarbu w zarządzaniu ekspozycją stopy procentowej.

9.2. POWODY ZARZĄDZANIA EKSPOZYCJĄ STOPY PROCENTOWEJ

Przez dziesięciolecia szybkiego wzrostu gospodarczego, korporacje przemysłowe zwykły pożyczać środki o stałym oprocentowaniu na długi okres i tylko relatywnie niewielką część pozycji bilansowych finansowały zadłużeniem krótkoterminowym. Co ważniejsze, nikła część pozycji bilansowych była inwestowana w płynne papiery wartościowe. Zwykle, pożyczone środki mogły być bardziej dochodowo zainwestowane w działalność produkcyjną (operacyjną).

W latach 1980-tych, wzrost gospodarczy w wielu gałęziach przemysłu został znacząco spowolniony lub zanikł. Korporacje zaczęły utrzymywać znaczną część swoich pozycji bilansowych w aktywach finansowych. Ze względu na sekurytyzację, korporacje zaczęły w większym niż w poprzednich dekadach stopniu wykorzystywać dług krótkoterminowy. Z tego względu, bilanse wiodących korporacji zaczęły przypominać bardziej bilanse banków komercyjnych.

W krajach o regulowanych stopach procentowych i wysokiej inflacji (jak choćby w Finlandii, do chwili podporządkowania polityki pieniężnej Europejskiemu Bankowi Centralnemu od początku 1999 roku), potrzeba zarządzania ekspozycją stopy procentowej była bardzo ograniczona. Kryzys z sierpnia 1986 roku dał wielu korporacjom identyczną nauczkę jak bankom.

Tabela 9.1. *Pozycje bilansowe korporacji przemysłowej szczególnie narażone na ryzyko stopy procentowej*

AKTYWA		PASywa	
Gotówka w bankach	200	Zobowiązania bieżące	300
Płynne papiery wartościowe	400	Zadłużenie krótkoterminowe	400
Należności	300	Zadłużenie długoterminowe	500
Zapasy	500	Kapitał akcyjny	800
Aktywa trwałe	600		

9.3. PRZYKŁAD ZARZĄDZANIA EKSPOZYCJĄ STOPY PROCENTOWEJ W FIRMIE BUDOWLANEJ

Założmy, że dziś jest 1 listopada 2000 roku. Jakiś czas temu, nasza firma otrzymała kontrakt na budowę, która jest obecnie w trakcie realizacji. Koszty akumulują się jako funkcja czasu i finansujemy prace pożyczkami o zmiennym oprocentowaniu z naszego banku. Płacimy premię 1% ponad obowiązujące oprocentowanie trzymiesięcznych certyfikatów depozytowych (CD). Na przykład gdy oprocentowanie CD wynosi 12%, nasz koszt funduszy wynosi 13%.

Odpowiednio do naszego preliminarza gotówkowego, na dzień 15 grudnia 2000 roku musimy pożyczyć 30 mln USD na następne trzy miesiące, by sfinansować postępy budowy. Wraz z tymi postępami, pojawi się potrzeba zaangażowania dodatkowych funduszy. Z tego względu, na dzień 15 marca kolejnego roku, będziemy potrzebowali pożyczyć 40 mln USD na następne trzy miesiące, by odnowić pożyczkę z 15 grudnia i pokryć przyrost kosztów przedsięwzięcia. Wreszcie, na dzień 15 czerwca 2001 roku, będziemy musieli pożyczyć 50 mln USD na trzy miesiące, aby odnowić istniejące pożyczki i pokryć pozostałe dodatkowe koszty, które narosną w okresie od czerwca do września.

Konstrukcja będzie ukończona i przekazana do 15 września. Cena kontraktowa zostanie nam zapłacona tego samego dnia. Wtedy też spłacimy pożyczone 50 mln USD. W dniach odnowienia i spłaty pożyczek, prognozowany bilans naszej firmy będzie wyglądał następująco:

Bilans prognozowany na 15 grudnia 2000 roku (w mln USD)			
Prace w trakcie	30	Zadłużenie krótkoterminowe	30
Bilans prognozowany na 15 marca 2001 roku (w mln USD)			
Prace w trakcie	40	Zadłużenie krótkoterminowe	40
Bilans prognozowany na 15 czerwca 2001 roku (w mln USD)			
Prace w trakcie	50	Zadłużenie krótkoterminowe	50
Bilans prognozowany na 15 września 2001 roku (w mln USD)			
Prace w trakcie	-	Zadłużenie krótkoterminowe	-

Stopa procentowa jest stała dla każdego trzymiesięcznego okresu w odpowiedniej dacie odnowienia, na przykład na 15 grudnia dla pożyczki 30 mln USD, na 15 marca dla pożyczki 40 mln USD oraz na 15 czerwca dla pożyczki 50 mln USD. Obawiamy się, że stopy procentowe mogą pójść w górę między dniem dzisiejszym a datami odnowienia pożyczek. Kontrakt został przyznany po ustalonej cenie. Nasze szacunki kosztu były oparte na założeniu, że koszty odsetkowe nie powinny w żaden sposób przekroczyć 14%. Obecnie płacimy odsetki w wysokości około 13%.

By pokryć naszą ekspozycję stopy procentowej, planujemy zabezpieczenie za pomocą terminowych kontraktów na stopę procentową. Kontrakty, które mają być zastosowane do zabezpieczenia, to 90-dniowe futures na certyfikaty depozytowe o wartości 1.000.000 USD każdy.

Obecne ceny futures i wynikające z nich oprocentowanie na rynkach futures wyglądają jak poniżej:

DATA KONTRAKTU	CENA FUTURES	OPROCENTOWANIE
Grudzień 17	88,24	$100 - 88,24 = 11,76\%$
Marzec 15	88,20	$100 - 88,20 = 11,80\%$
Czerwiec 15	87,95	$100 - 87,95 = 12,05\%$

Decydujemy się dokonać krótkiej sprzedaży 30 kontraktów 15 grudnia, 40 kontraktów 15 marca i 50 kontraktów 15 czerwca, o hipotetycznej wartości 1.000.000 USD każdy. Krótka sprzedaż oznacza, że sprzedajemy coś, czego obecnie nie posiadamy. Mamy nadzieję móc odkupić kontrakty po niższej cenie, jeśli stopy procentowe wzrosną. By rozliczyć tę transakcję, musimy zakupić:

- a) 30 kontraktów na 15 grudnia przed 15 grudnia,
- b) 40 kontraktów na 15 marca przed 15 marca, oraz
- c) 50 kontraktów na 15 czerwca przed 15 czerwca.

Możemy określić datę, kiedy dokonamy zakupu. Zależy ona od naszych przewidywań dotyczących ruchów stóp procentowych.

Gdy nadchodzi 15 grudnia, stwierdzamy że stopa procentowa rynku futures stosowana do kontraktów na 15 grudnia wzrosła do 11,96%. Możemy zatem kupić 30

kontraktów na 15 grudnia po cenie $100 - 11,96 = 88,04$ i zrealizować zyski wynoszące:

$$\frac{(88,24 - 88,04)}{100} \times \frac{3}{12} \times 1.000.000 \times 30 = 15.000 \text{ USD}$$

Ponieważ $\frac{0,01}{100} \times \frac{3}{12} \times 1.000.000 = 25 \text{ USD}$, gdzie:

wartość hipotetyczna instrumentu = 1.000.000 USD,

okres = 3 miesiące = 3/12 roku,

dla każdej 1/100 procenta, odsetki = 25 USD

można to samo obliczyć jako:

$$(88,24 - 88,04) \times 100 \times 30 \times 25 = 15.000 \text{ USD}$$

Oprocentowanie na rynku gotówkowym dla 90-dniowych certyfikatów depozytowych wynosi 12,05% na 15 grudnia. Oprocentowanie zaciągniętej przez nas pożyczki 30 mln USD będzie zatem ustalone na 13,05%. Wydatki odsetkowe za trzy miesiące wyniosą 978.750 USD i możemy wykorzystać dochody z transakcji futures na zredukowanie kosztów odsetkowych. Oprocentowanie po zmniejszeniu o zyski z transakcji futures wynosi 12,85%.

$$978.750 \text{ USD} - 15.000 \text{ USD} = 963.750 \text{ USD}$$

$$963.750 = \frac{x}{100} \times \frac{3}{12} \times 30.000.000$$

$$x = 12,85\%$$

Cena futures krótko przed 15 marca wynosi 85,92. Możemy zatem kupić potrzebne 40 kontraktów, by zlikwidować naszą pozycję po cenie 85,92 i zrealizować zyski w wysokości:

$$\frac{(88,20 - 85,92)}{100} \times \frac{3}{12} \times 1.000.000 \times 40 = 228.000 \text{ USD}$$

lub

$$(88,20 - 85,92) \times 100 \times 40 \times 25 = 228.000 \text{ USD}$$

Stopa procentowa na rynku gotówkowym na 15 marca wynosi 14,05 % i z marżą 1%, oprocentowanie naszej pożyczki zaciągniętej na 40 mln USD zostanie

ustalone w wysokości 15%. Wydatki odsetkowe za trzy miesiące wyniosą 1.505.000 USD. Po odjęciu dochodu z transakcji futures, efektywna stopa procentowa wyniesie 12,77%.

$$1.505.000USD - 228.000USD = 1.277.000USD$$

$$1.277.000 = \frac{y}{100} \times \frac{3}{12} \times 40.000.000$$

$$y = 12,77\%$$

Wreszcie, gdy nadchodzi 15 czerwca, stwierdzamy, że możemy kupić 50 kontraktów futures na 15 czerwca za 86,23 i osiągnąć zysk:

$$\frac{(87,95 - 86,23)}{100} \times \frac{3}{12} \times 1.000.000 \times 50 = 215.000USD$$

lub

$$(87,95 - 86,23) \times 100 \times 50 \times 25 = 215.000USD$$

Oprocentowanie 90-dniowych certyfikatów depozytowych na rynku gotówkowym na 15 czerwca wynosi 14,80%, wliczając naszą marżę. Nie zabezpieczony koszt odsetkowy pożyczki 50 mln USD wynosi zatem 1.850.000 USD. Po odjęciu zysku z transakcji futures, efektywna zabezpieczona stopa procentowa zostanie zredukowana do 13,08%

$$1.850.000USD - 215.000USD = 1.635.000USD$$

$$1.635.000 = \frac{z}{100} \times \frac{3}{12} \times 50.000.000$$

$$z = 13,08\%$$

Jest oczywiste, że w tym przykładzie właściwie oceniliśmy zmiany stóp procentowych i przyjęliśmy prawidłową strategię zabezpieczeń. Jednakże mogliśmy się pomylić w naszych założeniach co do rosnących stóp procentowych. Jeżeli stopy znacząco by spadły, stracilibyśmy okazję zyskania na niższym oprocentowaniu pożyczek.

9.4. TECHNIKI ZABEZPIECZANIA I RACHUNKOWOŚĆ SKARBOWA

9.4.1. ZAKUP KONTRAKTÓW FUTURES DLA ZYSKANIA NA SPADKU STÓP PROCENTOWYCH

Zakładamy, że dziś jest 1 września 2000 roku. Preliminarz budżetowy, przygotowany parę dni temu, wykazuje deficyt 100 mln USD na okres sześciu miesięcy. Pokrywamy deficyt emisją instrumentów rynku pieniężnego na sumę 100 mln USD o dacie wykupu (zapadalności) za 6 miesięcy i oprocentowaniu 11% rocznie. Oczekujemy spadku stóp procentowych w okresie pożyczki i chcielibyśmy zyskać na tym spadku. Decydujemy się zabezpieczyć przed ryzykiem, zakupując trzymiesięczne kontrakty futures na bony skarbowe na 15 grudnia o nominale 1.000.000 USD każdy.

90-dniowe kontrakty futures na bony skarbowe na 15 grudnia są dziś sprzedawane po cenie 89,19, czyli z oprocentowaniem $100 - 89,19 = 10,81\%$. Kupujemy 200 kontraktów, ponieważ wymagalność kontraktów wynosi 3 miesiące, a termin spłaty naszej pożyczki 6 miesięcy. By uczynić sumę odsetek od kontraktów futures w przybliżeniu równą sumie odsetek od pożyczki, liczba kontraktów futures musi być dwukrotnie wyższa od liczby instrumentów pożyczkowych, które wyemitowaliśmy, zakładając że hipotetyczna wartość kontraktu jest równa wartości instrumentu.

Stopy procentowe w okresie wrzesień-listopad uległy obniżeniu, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. 1 listopada 2000 roku, 90-dniowe kontrakty futures na bony skarbowe na 15 grudnia są sprzedawane po 89,81, czyli z oprocentowaniem $100 - 89,81 = 10,19\%$. Sprzedajemy wszystkie 200 kontraktów. Rezultaty naszych operacji na rynkach gotówkowym i futures są następujące:

DATA	RYNEK GOTÓWKOWY	RYNEK FUTURES
1 września	Emisja instrumentów na 100 mln USD za 11%	Zakup 200 90-dniowych kontraktów futures na bony skarbowe na 15 grudnia po 89,19 (1.000.000 USD na kontrakt)
1 grudnia	Stopa procentowa spadła do 10,47%	Sprzedaż 200 90-dniowych kontraktów futures na bony skarbowe na 15 grudnia po 89,81 (stopa procentowa 10,19%)
	Koszt odsetkowy: 5.500.000 USD ¹⁾	Zyski z futures: 312.500 USD ²⁾

$$^1) \text{ Ponieważ: } \frac{11}{100} \times \frac{6}{12} \times 100 \times 1.000.000 = 5.500.000 \text{ USD}.$$

$$^2) \text{ Ponieważ: } \frac{(89,81 - 89,19)}{100} \times \frac{3}{12} \times 200 \times 1.000.000 = 312.500 \text{ USD}.$$

Efektywny koszt pożyczki stanowi różnicę między odsetkami do zapłaty, a zyskiem z transakcji futures:

$$5.500.000 \text{ USD} - 312.500 \text{ USD} = 5.187.500 \text{ USD}.$$

Ten koszt odpowiada oprocentowaniu 10,375% w skali rocznej. Udało nam się obniżyć koszt funduszy, ponieważ przyjęliśmy właściwe założenie na temat kształtowania się stóp procentowych oraz skutecznie zabezpieczyliśmy kontraktami futures na stopę procentową. Gdyby wystąpił wzrost stóp procentowych, lepszy wynik końcowy osiągnęlibyśmy oczywiście bez zabezpieczenia.

9.4.2. ZAKUP KONTRAKTÓW FUTURES DLA ZABEZPIECZENIA BIEŻĄCYCH ZYSKÓW Z INWESTYCJI

Zakładamy, że dziś jest 1 maja 2000 roku. Ostatnio przygotowany preliminarz gotówkowy wykazuje, że nasza firma będzie posiadała nadwyżkę gotówki w wysokości 1.000.000 GBP od 15 sierpnia do 15 listopada. Planujemy zainwestować nadwyżkę w certyfikaty depozytowe, które obecnie przynoszą 11% rocznie. Obawiamy się, że stopy procentowe mogą spaść pomiędzy dziś a 15 sierpnia i rozważamy zabezpieczenie zysku za pomocą kontraktów terminowych na stopę procentową.

Obecnie, 90-dniowy kontrakt futures na 15 września o hipotetycznej wartości 500.000 GBP jest sprzedawany po cenie 90,00. Zabezpieczamy naszą pozycję, zakupując dwa kontrakty 90-dniowe na 15 września. 15 sierpnia, gdy nasza firma otrzymuje nadwyżkę gotówki w wysokości 1.000.000 GBP i inwestuje ją w certyfikaty depozytowe, oprocentowanie tych certyfikatów spadło do 10%. Kontrakt futures na 15 września jest sprzedawany po 90,50. Sprzedajemy dwa kontrakty i realizujemy zysk. Wyniki operacji na rynku gotówkowym i terminowym są następujące:

DATA	RYNEK GOTÓWKOWY	RYNEK FUTURES
1 maja	Bez transakcji.	Zakup 15 kontraktów na stopę procentową na 2 września o kwocie 500.000 GBP każdy po 90,00.
15 sierpnia	Uzyskanie nadwyżki 1.000.000 GBP i zainwestowanie jej w 90-dniowe CD za 10% rocznie.	Sprzedaż 15 kontraktów na stopę procentową na 2 września po 90,50.
	Odsetki z depozytu: 25.000 USD ¹⁾	Zysk: 1250 USD ²⁾

$$^1) \text{ Ponieważ: } \frac{10}{100} \times \frac{3}{12} \times 1.000.000 = 25.000 \text{ GBP}.$$

$$^2) \text{ Ponieważ: } \frac{(90,50 - 90,00)}{100} \times \frac{3}{12} \times 2 \times 500.000 = 1.250 \text{ GBP}.$$

Efektywny dochód z inwestycji jest sumą uzyskanych odsetek i zysku z transakcji terminowej:

$$25.000 \text{ GBP} + 1.250 \text{ GBP} = 26.250 \text{ GBP}.$$

Odpowiada to odsetkom rocznym w wysokości 10,5%. Ponownie właściwie oceniliśmy zmiany stóp procentowych i potrafiliśmy poprawić zwrot na inwestycji uzyskany na rynku gotówkowym. Jednakże gdyby stopy procentowe zmieniły się w przeciwnym kierunku (wzrosły), transakcja terminowa pozbawiłaby nas korzyści ze wzrostu oprocentowania certyfikatów depozytowych.

9.4.3. SPRZEDAŻ KONTRAKTÓW FUTURES DLA ZABEZPIECZENIA PRZED RYZYKIEM WZROSTU STÓP PROCENTOWYCH

Założmy, że dziś jest 1 czerwca 2000 roku. Nasza firma finansuje obecnie krótkoterminowy deficyt gotówkowy 10.000.000 GBP za pomocą 180-dniowego instrumentu pożyczkowego, o kosztach odsetkowych 10,25% rocznie. Instrument staje się zapadalny 15 listopada. Spodziewamy się, że pożyczka zostanie odnowiona na następny 180-dniowy okres.

Oprocentowanie tego typu pożyczki wynosi obecnie 11%. Wyrobiliśmy sobie pogląd na temat stóp procentowych i spodziewamy się, że w okresie między dziś a

datą odnowienia pożyczki oprocentowanie wzrośnie. Decydujemy zatem ustanowić uprzedzające zabezpieczenie i dokonać krótkiej sprzedaży kontraktów futures, co powinno nas ochronić przed ryzykiem wzrostu stóp procentowych.

Ustanawiamy zabezpieczenie dokonując krótkiej sprzedaży 40-tu 90-dniowych kontraktów na stopę procentową, po 500.000 GBP każdy, w cenie 88,75. Ponieważ zabezpieczane zobowiązanie jest instrumentem 180-dniowym, podczas gdy podstawowy instrument kontraktu terminowego obejmuje 90 dni, całkowita wartość kontraktów terminowych musi stanowić dwukrotność wartości instrumentów gotówkowych, które mają być zabezpieczone.

Nasz pogląd na temat stóp procentowych okazuje się błędny. Zamiast rosnąć, do 15 listopada stopy procentowe spadły. Instrument pożyczkowy został odnowiony z odsetkowym kosztem 10%. Trzymiesięczne kontrakty na 15 grudnia są sprzedawane po 89,50. By zlikwidować naszą krótką pozycję, musimy zakupić 40 kontraktów po cenie 89,50. Wyniki transakcji gotówkowych i terminowych są następujące:

DATA	RYNEK GOTÓWKOWY	RYNEK FUTURES
1 czerwca	(Stopa procentowa obecnie wynosi 11%)	Krótka sprzedaż 40-tu 90-dniowych kontraktów na stopę procentową
15 listopada	Odnowienie (roll-over) 180-dniowej pożyczki 10.000.000 GBP za 10%	Sprzedaż 200-tu 90-dniowych kontraktów futures na bony skarbowe na 15 grudnia po 89,81 (stopa procentowa 10,19%)
	Koszt odsetkowy: 500.000 GBP ¹⁾	Zyski z futures: 312.500 USD ²⁾

$$^1) \text{ Ponieważ: } \frac{10}{100} \times \frac{180}{360} \times 100 \times 1.000.000 = 500.000 \text{ GBP} .$$

$$^2) \text{ Ponieważ: } \frac{(89,50 - 88,75)}{100} \times \frac{3}{12} \times 40 \times 500.000 = 37.500 \text{ GBP} .$$

Całkowity koszt odsetkowy transakcji wynosi zatem:

$$500.000 \text{ GBP} + 37.000 \text{ GBP} = 537.000 \text{ GBP} ,$$

co odpowiada rocznym odsetkom 10,75%.

Zabezpieczenie miało chronić naszą firmę przed skutkami wzrostu stóp procentowych. W tym przykładzie, w rzeczywistości nastąpił ich spadek.

Ustanowione zabezpieczenie odebrało naszej firmie korzyści z tego spadku. Strata przyszłego okresu na zabezpieczeniu jest odpisana w ciężar wydatków odsetkowych w okresie do wymagalności 180-dniowego depozytu. Zatem, na przykład na dzień 31 grudnia 2000 roku, 45 dni tej straty przyszłego okresu musi zostać zamortyzowane.

Koszt odsetkowy za okres od 15 listopada do 31 grudnia wynosi:

$$\frac{10}{100} \times \frac{45}{360} \times 10.000.000 = 125.000 \text{ GBP}.$$

Zamortyzowana strata za okres od 15 listopada do 31 grudnia wynosi:

$$\frac{45}{180} \times 37.500 = 9.375 \text{ GBP}.$$

9.4.4. SWAPY STÓP PROCENTOWYCH

Rynek swapów stóp procentowych jest obecnie znacząco rozbudowany. Rynek wtórny został rozwinięty, a płynność została pogłębiona dostępnością zestandaryzowanej dokumentacji na rynkach w Londynie i Nowym Jorku. W Londynie powszechnie są teraz używane standardowe warunki swapów stóp procentowych Brytyjskiego Związku Banków (British Bankers Association Interest Rate Swap – BBAIRS) dla swapów międzybankowych na rynku hurtowym. Często tworzą one podstawę umów o dłuższym terminie na rynku kapitałowym. W Nowym Jorku, Międzynarodowe Stowarzyszenie Dealerów Swapów (International Swap Dealer Association – ISDA) również ogłosiło standardowe warunki swapów stóp procentowych, a Stowarzyszenie przygotowało podobne warunki również dla swapów walutowych.

Tak zwane swapy „plain-vanilla” są obecnie dominującym rodzajem transakcji swapowych. Jednakże wraz ze wzrostem liczby graczy na rynku, znaczenie tego typu swapów zmalało, gdyż wielu uczestników rynku zaczęło badać nowe możliwości związane z instrumentami hybrydowymi, pozwalającymi zarobić wyższe prowizje.

Zarówno swapy procentowe, jak i walutowe są instrumentami zarządzania zobowiązaniami. Obecnie najszybciej rozwijającym się produktem rynku swapów jest swap oparty o aktywa. Pozwala to posiadaczom instrumentów dłużnych dokonywać zarówno transformacji stóp procentowych (ze stałych na płynne i na odwrót), jak i

walut, a także obu łącznie. Uznaje się to za najefektywniejsze narzędzie zarządzania portfelowego.

W transakcjach na rynku swapów występują dwaj główni użytkownicy: użytkownik końcowy (*end user*) i pośrednik (*intermediary*). Użytkownik końcowy angażuje się na rynku swapów w celu dokonania transformacji swojej ekspozycji stopy procentowej lub walutowej z jakichś przyczyn ekonomicznych lub finansowych. Pośrednik, z drugiej strony, angażuje się na rynku swapów w celu generowania prowizji lub, wyjątkowo, by uzyskać dochody z ustanowienia otwartej pozycji w swapie. Użytkownicy końcowi reprezentują szeroką sferę działalności gospodarczej włączając banki, korporacje i suwerenne państwa. Generalnie, istnieje pięć powodów, dla których użytkownik końcowy działa na rynku swapów:

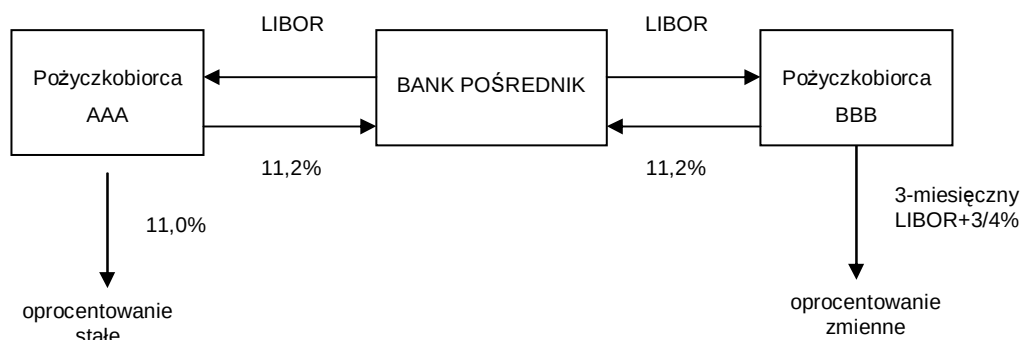
- 1) by obniżyć koszty finansowania,
- 2) by nabyć dochodowe aktywa,
- 3) by zabezpieczyć ekspozycję stopy procentowej lub walutową, powstałe w toku klasycznej działalności gospodarczej,
- 4) by zrealizować krótkoterminowe strategie zarządzania aktywami i pasywami,
- 5) by spekulować.

Na międzynarodowych rynkach kapitałowych, inwestorzy w instrumenty o stałym dochodzie są bardziej wrażliwi na zmiany w cenie kredytu, niż inwestorzy w instrumenty o zmiennym oprocentowaniu. Konsekwentnie, wymaga się większej prowizji od firm o niskim ratingu na rynku długu o stałym oprocentowaniu, niż o zmiennym. Ten relatywny arbitraż pozwala zarówno wysoko notowanym firmom (AAA), jak i niżej notowanym (BBB) korzystać z udziału w swapach stóp procentowych. Prosty przykład pozwoli pomóc w wyjaśnieniu tych relacji.

Tabela 9.2. Wyjściowe oprocentowania dostępne firmom o różnym ratingu.

FIRMA	OPROCENTOWANIE STAŁE	OPROCENTOWANIE ZMIENNE
Korporacja AAA	11,0%	LIBOR+1/4%
Korporacja BBB	12,5%	LIBOR+3/4%
Różnica	1,5%	0,5%

Schemat 9.2. Mechanizm swapu stóp procentowych.



Założmy, że firmy mają dostęp do środków oprocentowanych, jak w Tabeli 9.2.. Jest jasne, że gdy firma AAA może uzyskać tańsze fundusze w obu przypadkach, jak można by się spodziewać, ma relatywnie większą przewagę na rynku funduszy o stałym oprocentowaniu. Obie firmy mogą odnieść korzyść z tej sytuacji, jeśli firma AAA wyemituje instrumenty dłużne o stałym oprocentowaniu, a firma BBB o zmiennym. Podczas, gdy obie firmy odpowiadają za obsługę swego długu w okresie jego istnienia, mogą uzgodnić wymianę strumieni wpływów w taki sposób, by uwzględnić oprocentowanie pasywów drugiej strony. Schemat 9.2. służy zilustrowaniu koncepcji.

Na pierwszy rzut oka wydaje się jakby tylko firma AAA korzystała na wymianie, gdyż otrzymuje ona 0,2% (11,2% - 11,0%) więcej od pożyczkobiorcy BBB, niż musi zapłacić w odsetkach. Jednakże z Tabeli 9.3. wynika, że obie firmy odnoszą korzyść ze swapu.

Tabela 9.3. Rozliczenie transakcji swapu stóp procentowych.

POZYCJE ROZLICZENIA	FIRMA AAA	FIRMA BBB
Oprocentowanie wyjściowe	11,0%	LIBOR+3/4%
Otrzymane ze swapu	(11,2%)	(LIBOR)
Zapłacone za swap	LIBOR	11,2%
Płatności netto	LIBOR-0,2%	11,95%
Finansowanie bezpośrednie (patrz powyżej)	LIBOR+1/4%	12,5%
Korzyść netto ze swapu	0,45%	0,55%

Swapy stopy procentowej są wykorzystywane zarówno do zabezpieczania zaangażowania wymagającego zapłaty odsetek, jak i do uzyskiwania tanich funduszy.

9.4.5. RACHUNKOWOŚĆ DLA POTRZEB SWAPÓW

Jak dla większości nowych instrumentów finansowych, ani w Wielkiej Brytanii, ani w skali międzynarodowej, nie ma zasad, regulacji lub wskazówek dotyczących księgowania transakcji swapowych. O ile na tej podstawie może się wydawać, że istnieje pewna elastyczność jeśli chodzi o metody rachunkowości dla swapów (i rzeczywiście wielu uczestników rynku stosuje rozmaite sposoby), to jednak należy przywiązywać wagę do podstawowych reguł przygotowywania i prowadzenia rachunków finansowych. Dla celów rachunkowości swapów, najważniejsze podstawowe zasady są następujące:

- 1) rozważa w stwierdzaniu dochodów i strat,
- 2) równoważenie wpływów i wydatków,
- 3) konsekwencja w zachowywaniu takich samych pozycji w kolejnych okresach,
- 4) właściwa procedura ujawniania niekonsekwencji,
- 5) prawidłowe przeliczanie transakcji walutowych oraz walutowych aktywów i pasywów.

W ramach tych zasad, możliwe jest stworzenie polityki i procedur rachunkowych, które zapewnią, że konta właściwie odzwierciedlą ekonomiczną istotę poszczególnych transakcji swapowych lub ich portfela. Należy to uznać za podstawowy cel zasad rachunkowych stosowanych do transakcji swapowych, pamiętając oczywiście, że dla celów sprawozdawczych, konta muszą dawać prawdziwy i uczciwy obraz sytuacji firmy.

Rynek swapów rozwinął się w taki sposób, że pewne jego segmenty wykazują obecnie odpowiednią płynność, gdy inne są mniej płynne i dotyczą głównie transakcji hybrydowych, które nie są przedmiotem obrotu poza rynkiem pierwotnym. Płynność rynku jest najistotniejszą kwestią dla ustalenia, czy niezrealizowane zyski z otwartej pozycji swapowej powinny zostać ujęte w rachunku zysków i strat lub uznane za dochody przyszłego okresu, do czasu ich zrealizowania. Jest to zgodne z celem

odzwierciedlania ekonomicznej istoty transakcji lub grupy transakcji oraz rynku takich transakcji.

Przed stworzeniem polityki i procedur rachunkowych dla jakiegokolwiek operacji swapowej, należy przeanalizować związane z nią ryzyka i konsekwencje gospodarcze. Dla prostych swapów procentowych i walutowych są one w zasadzie dobrze określone, a uczestnicy takich transakcji wykazują pewną konsekwentność działań. Wynika to prawdopodobnie z okresów wymagalności tych instrumentów i potrzeby stworzenia pewnych standardów handlowych dla transakcji mających wspólne cechy. Nie ma to miejsca w odniesieniu do specjalnie zaprojektowanych transakcji, które mogą stanowić hybrydy bardziej tradycyjnych operacji, takich jak swapy stóp procentowych, walutowe i oparte na aktywach. Hybrydy te wymagają dogłębnych analiz, i jest zatem istotne, by księgowi potrafili przeanalizować oraz zinterpretować ryzyka gospodarcze złożonych transakcji, w celu ich właściwego zarachowania.

Oprócz analizy ryzyk gospodarczych, konieczne jest rozważenie powodów podjęcia transakcji. Z księgowego punktu widzenia, zwykle występuje pięć powodów do wdania się w transakcję swapową:

- 1) by uzyskać dostęp do środków żądanego rodzaju o oprocentowaniu niższym niż powszechnie dostępne,
- 2) by uzyskać dostęp do funduszy w walucie po kursie korzystniejszym niż ogólnie dostępny,
- 3) by zabezpieczyć znane lub planowane przepływy pieniężne,
- 4) by spekulować na przyszłych zmianach stóp procentowych lub kursów walutowych,
- 5) by wykorzystać możliwości arbitrażu między rynkiem swapów a innymi rynkami finansowymi.

Rynek swapów zaczyna obejmować instytucje finansowe, które działają jako pośrednicy lub zleceńodawcy w operacjach swapowych, oraz użytkowników końcowych, którymi mogą być inne instytucje finansowe, korporacje, organizacje ponadnarodowe lub rządy. Zwykle, cele instytucji finansowej będącej pośrednikiem i użytkownika końcowego będą różne. Instytucja finansowa przeprowadza operacje swapowe przeważnie po to, by stworzyć możliwość swapową dla swoich klientów. Takie instytucje finansowe mogą prowadzić działalność swapową przez

zabezpieczanie lub nabycie przez pośrednika (*warehousing*) każdej otwartej pozycji swapowej, dopóki nie zostanie zlokalizowany swap całkowicie lub prawie całkowicie ją pokrywający. Mogą też operować portfelem swapów tak dobranym, że można się obyć bez odrębnego zabezpieczania poszczególnych transakcji.

Użytkownik końcowy zwykle wykorzystuje rynek swapów do uzyskania dostępu do określonego rodzaju waluty lub oprocentowania po obniżonych kosztach lub do zabezpieczenia znanych lub przyszłych przepływów pieniężnych. Ponieważ cele gospodarcze instytucji finansowych oferujących ceny swapów różnią się zwykle od celów użytkownika końcowego, ich problemy rachunkowe nie zostaną w tym miejscu przedstawione.

Sektor korporacji przemysłowych wykorzystuje rynek swapów stóp procentowych głównie do uzyskiwania dostępu do pożyczek o stałej lub zmiennej stopie procentowej, ale niższej niż dostępna na rynku. W formułowaniu właściwego postępowania księgowego dla sektora korporacji ważne jest, by pamiętać, iż celem swapu jest redukcja kosztów podstawowej pożyczki. Zatem oprocentowaniem pozyskanych funduszy, odzwierciedlonym na rachunkach korporacji, powinno być rzeczywiste oprocentowanie pożyczek po skorygowaniu o płatności lub wpływy netto z umowy swapu stóp procentowych.

Płatności i wpływy ze swapu powinny być zatem naliczane równomiernie przez okres, do którego się odnoszą. Odnotowanie w rachunku zysków i strat powinno być dokonane w celu skorygowania kosztu zaciągniętych przez firmę pożyczek, które również zostały naliczone w prosty sposób w odpowiednich okresach między ich odnowieniami. Nie są wymagane żadne zapisy na rachunkach w odniesieniu do oprocentowania kwoty kapitału swapu stóp procentowych, gdyż jest to czysto hipotetyczna wielkość i nie reprezentuje ani aktywów czy pasywów, ani pozycji pozabilansowej.

9.4.5. FORWARD RATE AGREEMENTS (FRA)

Załóżmy, że dziś jest 1 sierpnia 2000 roku. Nasza firma przygotowała prognozę gotówkową, z której wynika, że od 1 listopada pojawi się deficyt gotówkowy w wysokości 10 mln USD, który będzie występował przez następne sześć miesięcy. Zostanie on pokryty przez zaciągnięcie 180-dniowej pożyczki na eurorynku. Obecna

stopa LIBOR wynosi 6,5%. Nasz zarząd obawia się, że stopy procentowe mogą wzrosnąć w omawianym okresie.

By zminimalizować niepewność, decydujemy się zakupić Forward Rate Agreement (FRA) „3 na 9”, czyli o stopie procentowej uzgodnionej dziś, w tym wypadku 6,75%, która będzie obowiązywać dla transakcji sześciomiesięcznych za trzy miesiące. Jeśli rzeczywiste oprocentowanie okaże się wtedy niższe, będziemy musieli wypłacić sprzedawcy FRA wyrównanie (od kwoty 10 mln USD). Wzrost oprocentowania spowoduje, że to sprzedawca będzie musiał go nam zrekompensować w stosunku do oprocentowania uzgodnionego w dniu zakupu FRA (6,75%).

W dniu 1 listopada pożyczka zostaje zaciągnięta. W rzeczywistości, stopy procentowe uległy podwyższeniu i dominująca sześciomiesięczna stopa LIBOR wynosi 7,5%. Zatem, odsetki płatne od pożyczki zostały ustalone na poziomie 7,5%. Z drugiej strony, zyskujemy na FRA. Całościowe skutki transakcji są pokazane w poniższej tabeli:

DATA	RYNEK GOTÓWKOWY	RYNEK FRA
1 sierpnia	Bez transakcji.	Kupno FRA 3 na 9 za 6,75%
1 listopada	Zaciągnięcie eurodolarowej pożyczki na 6 miesięcy za 7,5%	LIBOR = 7,5%, zatem rozliczenie FRA: 36.262 USD ²⁾
	Odsetki do zapłaty: 375.000 USD ¹⁾	Odsetki należne z FRA: 36.262 USD ²⁾

$$^1) \text{ Ponieważ: } \frac{7,5}{100} \times \frac{180}{360} \times 1.000.000 = 375.000 \text{ USD}$$

²⁾ Rozliczenie wpłaty wyrównawczej FRA zostało skalkulowane następująco:

$$\frac{(7,5 - 6,75)}{100} \times \frac{180}{360} \times 10.000.000 \times \frac{1}{1 + \left(1 + \frac{7,5 \times 180}{100 \times 360}\right)}$$

Innymi słowy, różnica między odsetkami rzeczywistymi i uzgodnionymi została sprowadzona do tej, z daty rozliczenia wpłaty wyrównawczej przez zdyskontowanie jej obowiązującą stopą LIBOR. Ponieważ zyskaliśmy na FRA, efektywna stopa procentowa została zredukowana. Można ją obliczyć następująco:

$$\frac{375.000 - 36.262}{10.000.000} \times \frac{360}{180} = 6,77\%.$$

10. ZARZĄDZANIE EKSPOZYCJĄ KURSU WALUTOWEGO

10.1. DEFINICJA I MIARY EKSPOZYCJI KURSU WALUTOWEGO

Terminologia związana z miarami ekspozycji nie posiada jeszcze solidnych korzeni. W literaturze przedmiotu są proponowane różne koncepcje miar. Poniższe cztery definicje obejmują koncepcje najczęściej wykorzystywane w literaturze:

- 1) ekspozycja przepływów gotówkowych
 - związane z transakcjami,
 - związane z działalnością operacyjną (operacyjne),
- 2) ekspozycja księgowa (ekspozycja przeliczeniowa)
 - związane z rachunkiem zysków i strat,
 - związane z bilansem.

Często używane definicje czynią rozróżnienie między ekspozycjami:

- transakcji,
- ekonomicznym,
- przeliczeniowym (translacji).

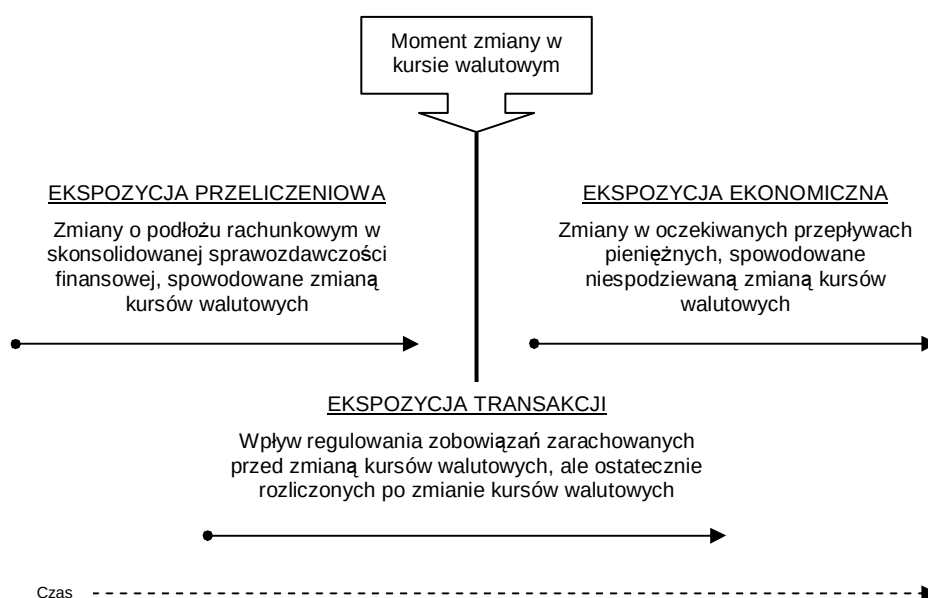
W tym ujęciu, ekspozycja ekonomiczna odpowiada ekspozycji związanej z działalnością operacyjną z pierwszego podziału. Nieporozumienie bierze się po części z faktu, że niektórzy autorzy wolą nazywać obydwa rodzaje ekspozycji powiązane z rachunkiem zysków i strat (transakcji, operacyjne) mianem ekspozycji ekonomicznych.

Jakichkolwiek definicji by nie stosować, ekspozycje przepływów pieniężnych starają się spoglądać w przyszłość, podczas gdy koncepcje ekspozycji księgowej patrzą poprzez sprawozdania finansowe z przeszłości. Miary księgowe i rachunku wyników mogą prowadzić do takich samych rezultatów w dłuższym okresie. W krótkim okresie, mogą jednak wykazywać znaczące rozbieżności. Zatem, dobrzy menadżerowie będą przyglądali się ekspozycji z obu perspektyw.

Ekspozycja kursu walutowego stanowi miarę potencjalnych zmian w rentowności, przepływach pieniężnych netto oraz wartości rynkowej firmy spowodowanych zmianą w kursach walut. Ważnym zadaniem zarządzającego finansami jest pomiar ekspozycji kursu walutowego i zarządzanie nim w taki sposób, by maksymalizować przepływy pieniężne netto, rentowności i wartość rynkową firmy.

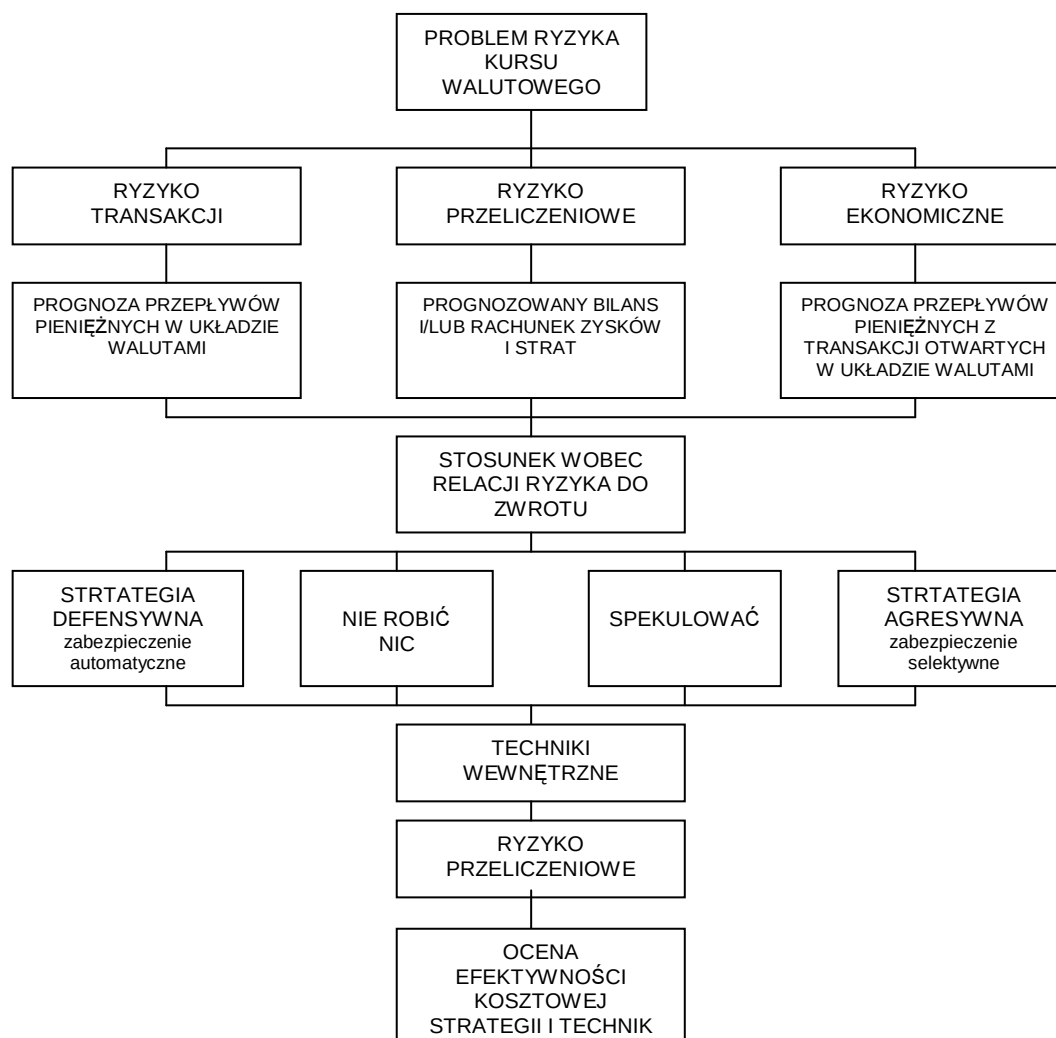
Jakie skutki dla firmy ma zmiana w kursach walutowych? Mogą one zostać zmierzone na kilka różnych sposobów. Schemat 6.1. przedstawia trzy główne typy ekspozycji kursu walutowego: przeliczeniową (translacji), transakcyjną oraz ekonomiczną.

Schemat 10.1. *Różnice między przeliczeniową, transakcyjną i ekonomiczną ekspozycją kursu walutowego.*



Ekspozycja przeliczeniowa mierzy ujęte księgowo potencjalne zmiany w skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych firmy, które wynikają ze zmian w kursach walut. Ekspozycja transakcji mierzy zmiany w wartości istniejących zobowiązań powstałych przed zmianą kursu walutowego, ale których spłata nie była przewidywana przed zajściem tej zmiany. Ekspozycja ekonomiczna mierzy zmiany w spodziewanych przepływach pieniężnych w efekcie nieoczekiwanej zmiany kursów walutowych.

Schemat 10.2. System zarządzania ekspozycją walutową



10.1.1. EKSPOZYCJA PRZELICZENIOWA

Ekspozycja przeliczeniowa (*translation exposure*), nazywane także ekspozycją księgową, powstaje z konieczności sporządzania przez korporacje międzynarodowe skonsolidowanych raportów z działalności na całym świecie, odpowiednio do z góry ustalonych zasad rachunkowości. Aktywa, zobowiązania, dochody i wydatki pierwotnie mierzone w obcej walucie muszą zostać przekalkulowane i wyrażone w walucie kraju siedziby centrali, by można je skonsolidować z rachunkami w walucie kraju siedziby. To przeliczenie, nazwane translacją, musi odbywać się zgodnie z zasadami ustanowionymi przez rząd kraju siedziby, przez stowarzyszenie księgowych lub przez samą firmę.

Najprostszy przykład ekspozycji przeliczeniowej stanowi strata dolarowej wartości bankowego salda 500.000 GBP utrzymywanego w brytyjskim banku przez amerykańską firmę. Jeśli początkowo funt brytyjski był wart 2,20 USD, saldo w banku zostałoby wykazane w księgach macierzystej firmy w USA o wartości w dolarach 1.000.000 USD (czyli, 500.000 GBP razy 2,20 USD). Jeśli następnie wartość funta spadłaby do poziomu 1,50 USD, macierzysta firma w USA wykazałaby wartość swojego salda na rachunku w banku brytyjskim na poziomie 750.000 USD (czyli, 500.000 GBP razy 1,50 USD), tracąc 350.000 USD. Zależnie od obowiązujących konkretnych zasad księgowych, strata taka mogłaby zostać wykazana w obliczeniu dochodu netto firmy macierzystej lub mogłaby zostać odpisana bezpośrednio w ciężar kapitału akcyjnego poprzez fundusz rezerwowy. Specyfika amerykańskich zasad rachunkowych zostanie omówiona w dalszej części rozdziału.

Powyższy przykład ilustruje wagę rozróżnienia pomiędzy walutą, w której rachunek jest denominowany, a walutą, w której rachunek jest mierzony. Składnik aktywów lub zobowiązań jest denominowany w obcej walucie, jeżeli kwota jest niezmienna w sensie jednostek tej obcej waluty, niezależnie od wszelkich zmian kursu walutowego. Saldo w banku brytyjskim było denominowane w funtach szterlingach i zawsze będzie wynosiło 500.000 GBP, niezależnie od poziomu kursu walutowego. Aktywa pieniężne, takie jak gotówka i należności, oraz pasywa pieniężne, takie jak zobowiązania i zadłużenie, są zwykle denominowane tylko w jednej walucie.

Składnik aktywów lub pasywów może być mierzony w dowolnej walucie, włączając walutę denominacji. W powyższym przykładzie, saldo bankowe 500.000 GBP było mierzone (oraz denominowane) w funtach szterlingach. W pewnym momencie było mierzone również w dolarach, wynosząc 1.100.000 USD, a później ponownie mierzone w dolarach, wynosząc 750.000 USD. W tych samych momentach to saldo mogło być mierzone we frankach francuskich lub jenach japońskich. Zasadniczo, aktywa i pasywa pieniężne, które z definicji są wyrażone w jednej walucie, mogą być mierzone w tej walucie denominacji, jak i w każdej innej walucie. Aktywa trwałe (takie jak grunty, budynki i wyposażenie) nie są denominowane w żadnej walucie. Jednakże mierzone mogą być w dowolnej walucie.

10.1.2. EKSPOZYCJA TRANSAKCJI

Ekspozycja transakcji (*transaction exposure*) odnosi się do zysków lub strat, które powstają z rozliczania transakcji o warunkach ujętych w obcej walucie. Transakcje obejmują:

- 1) zakup lub sprzedaż na kredyt dóbr i usług, których ceny są wyrażone w obcych walutach,
- 2) zaciąganie lub udzielanie pożyczek denominowanych w obcych walutach,
- 3) bycie stroną niezrealizowanego kontraktu forward na walutę obcą,
- 4) wszelkie inne sposoby nabycia aktywów lub utworzenia pasywów denominowanych w walutach obcych.

Najbardziej typowy przykład ekspozycji transakcji powstaje, gdy przedsiębiorstwo ma należności lub płatności denominowane w obcej walucie. Załóżmy, że firma z USA sprzedaje towary na kredyt w rachunku otwartym belgijskiemu nabywcy za 400.000 BEF, z datą zapłaty w ciągu 60 dni. Kurs wymiany wynosi 40 BEF za 1 USD, i amerykański sprzedawca spodziewa się zamienić 400.000 BEF na 10.000 USD, gdy płatność jest otrzymana. Niepewność powstaje z powodu ryzyka, że sprzedawca amerykański otrzyma inną kwotę niż 10.000 USD po zamianie wpływów w BEF na USD.

Na przykład jeżeli kurs walutowy w momencie otrzymania płatności wyniósł 42 BEF za 1 USD, sprzedawca z USA otrzymałby tylko $400.000 \text{ BEF} / 42 \text{ BEF} = 9.524 \text{ USD}$, czyli o 476 USD mniej niż przewidywał. Gdyby kurs walutowy kształtował się na poziomie 38 BEF za 1 USD, sprzedawca uzyskałby 10.526 USD, o 526 USD ponad spodziewaną kwotę. Jak wcześniej stwierdzono, ekspozycja jest szansą zarówno straty, jak i zysku. Warto zauważyć, że gdyby sprzedawca z USA wystawił fakturę w USD, ekspozycja transakcji zostałaby przeniesiona na nabywcę belgijskiego.

Drugi przykład ekspozycji transakcji powstaje, gdy fundusze są przedmiotem zaciąganej lub udzielanej pożyczki i ich kwota jest denominowana w walucie obcej. Na przykład brytyjska Beecham Group pożyczyła w 1971 roku 100 mln CHF (franków szwajcarskich), które były wtedy warte 10,13 mln GBP. W 1976 roku, gdy pożyczkę należało spłacić, koszt spłaty kapitału wyniósł 22,73 mln GBP.

10.1.3. EKSPOZYCJA EKONOMICZNA

Ekspozycja ekonomiczna (*economic exposure*) kursu walutowego jest określona jako możliwość, że wartość bieżąca netto oczekiwanych przepływów pieniężnych firmy zmieni się w rezultacie nieoczekiwanej zmiany w kursie walutowym. Zmiana wartości może być na plus lub na minus, zależnie od wpływu zmiany kursu walutowego na rozmiary sprzedaży, ceny i koszty. Oczekiwana zmiana w kursach walut nie mieści się w definicji ekspozycji ekonomicznej, ponieważ zarówno zarząd firmy, jak i inwestorzy, ujęli tę informację w swych ocenach spodziewanych wyników operacyjnych i wartości rynkowej firmy.

Ekspozycja ekonomiczna jest znacznie bardziej istotne dla długookresowej kondycji firmy, niż zmiany spowodowane ekspozycją przeliczeniową, czy nawet transakcyjną. Jednakże ekspozycja ekonomiczna ma niechybnie subiektywny charakter, ponieważ zależy ono od szacowania przyszłych przepływów pieniężnych, w arbitralnie dobranym okresie czasu. Zatem, ekspozycja ekonomiczna nie bierze się z procesu księgowania, ale raczej jest wyprowadzane z procesów analiz ekonomicznych. Planowanie ekspozycji ekonomicznej jest odpowiedzialnością spoczywającą na całym zarządzie, gdyż obejmuje ono wzajemne oddziaływanie strategii finansowania, marketingu, zaopatrzenia oraz produkcji.

Z perspektywy zarządzających firmą, plany finansowe już odzwierciedlają informacje na temat skutków oczekiwanych zmian w kursach walutowych. Na przykład w warunkach równowagi, kurs forward może być użyty jako wolny od przekłamań wskaźnik przyszłego kursu dla operacji bieżących (*spot*). W takim przypadku, zarząd wykorzystałby do przygotowania preliminarzy operacyjnych raczej kurs forward, zamiast zakładać pozostanie kursu spot bez zmian. Innym przykładem może być to, że oczekiwane przepływy pieniężne na zamortyzowanie długu od razu odzwierciedlałyby międzynarodowy efekt Fischera.¹¹ Poziom oczekiwanych płatności kapitałowych i odsetkowych byłby raczej funkcją kursu walutowego oczekiwanego, a nie bieżącego.

Z perspektywy inwestorów, jeśli rynek walutowy jest wydajny, informacje o spodziewanych zmianach kursów walutowych byłyby powszechnie znane, a zatem

¹¹ Efekt Fishera wskazuje na dwuskładnikowość nominalnej stopy procentowej, gdzie pierwszy składnik to pożądana przez inwestora realna stopa zwrotu, a drugi to premia równoważąca mu skutki inflacji.

odzwierciedlone w rynkowej wartości firmy. Jedynie nieoczekiwane zmiany w kursie walutowym lub niewydolność rynku walutowego mogą spowodować zmiany wartości rynkowej firmy.

Przykład

Założmy, że Aviva uzgodniła sprzedaż do Wielkiej Brytanii, w ciągu następnych 2 lat, 100 par dżinsów po 24 USD za parę oraz zakup w Wielkiej Brytanii, w tym samym okresie, 200 jardów materiału teksas po 2 GBP za jard. Założmy, że 2 jardy materiału są potrzebne do uszycia pary dżinsów, i że koszty robocizny wynoszą 8 USD od pary.

Założmy, że w czasie zawierania umowy kurs walutowy wynosi $1\text{GBP} = 2\text{USD}$, i że następnie dolar zostaje zdevaluowany do $1\text{GBP} = 2,5\text{USD}$. Założmy także, że elastyczność popytu na dżinsy Aviva w Wielkiej Brytanii wynosi -2, i że po dewaluacji Aviva podnosi cenę dżinsów do 25 USD za parę.

1. Jakie są zyski/straty z powodu dewaluacji na sprzedanych dżinsach i zakupionym materiale po cenach uzgodnionych? (Czyli, jakie są zyski/straty spowodowane ekspozycją transakcji na zobowiązaniach i należnościach?)
2. Jakie są zyski/straty ze zwiększonej konkurencyjności dżinsów Aviva, czyli z ekspozycji ekonomicznej?

Zakładamy, że Aviva może kupić potrzebny materiał po 2 GBP za jard, i że płace nie zostały podwyższone po dewaluacji.

1. Efekt ekspozycji transakcji:

Przed dewaluacją:

Oczekiwane roczne przychody = $100\text{ par} \times 24\text{ USD za parę} = 2400\text{ USD}$

Oczekiwane roczne koszty = $100\text{ par} \times 2\text{ jardy na parę} \times 2\text{ GBP za jard} \times 2\text{ USD za 1GBP} = 100\text{ par} \times 8\text{ USD za parę} = 1600\text{ USD}$

Oczekiwany roczny zysk = $2400\text{ USD} - 1600\text{ USD} = 800\text{ USD}$

Cena sprzedaży = $24\text{ USD} = 24\text{ USD} / 2\text{ GBP} = 12\text{ GBP}$

Po dewaluacji:

Roczne przychody = $100\text{ par} \times 24\text{ USD za parę} = 2400\text{ USD}$

Roczne koszty = $100\text{ par} \times 2\text{ jardy na parę} \times 2\text{ GBP za jard} \times 2,50\text{ USD za 1GBP} = 100\text{ par} \times 8\text{ USD za parę} = 1800\text{ USD}$

Oczekiwany roczny zysk = 2400 USD - 1800 USD = 600 USD

Cena sprzedaży = 25 USD = 24 USD / 2,50 GBP = 10 GBP

2. Efekt ekspozycji ekonomicznej:

Przed dewaluacją:

Oczekiwany roczny zysk = 800 USD (jak pokazano powyżej)

Po dewaluacji:

Gdy dolarowa cena pary dzinsów rośnie z 24 USD do 25 USD, cena w GBP spada z 12 GBP do 10 GBP. Jest to redukcja ceny o 16,67%. Przy elastyczności popytu rzędu -2, wynikiem będzie wzrost sprzedaży o 33,33% do 133 par rocznie. Z tego wynika, że po dewaluacji dolara:

Roczne przychody = 133 pary x 25 USD za parę = 3325 USD

Roczne koszty = 133 pary x 2 jardy na parę x 2 GBP za jard x 2,50 USD za 1GBP
= 133 pary x 8 USD za parę = 2394 USD

Oczekiwany roczny zysk = 3325 USD - 2394 USD = 931 USD

Wynika z powyższego, że zyski eksportera wzrosły o 131 USD w ciągu roku w efekcie ekspozycji ekonomicznej. W tym specyficznym przykładzie, firma będzie prawdopodobnie zadowolona z dewaluacji, ponieważ w dłuższym okresie na tym zyska. Należy jednak pamiętać, że czasowe straty na zobowiązaniach w wyniku ekspozycji transakcji mogą czasami być bardzo poważne.

10.2. KALKULACJA POZYCJI OBJĘTYCH EKSPOZYCJĄ KURSU WALUTOWEGO W KORPORACJACH MIĘDZYNARODOWYCH

Kolejność działań związanych z wyszukiwaniem pozycji bilansowych objętych ekspozycją kursu walutowego w zasadzie powinna być następująca:

- analiza finansów w filiach korporacji dla uporządkowania ich bilansów w walutach lokalnych,
- translacja (przeliczenie) pozycji bilansowych na walutę główną, stosowaną przez centralę korporacji,
- konsolidacja bilansów filii wyrażonych w jednej walucie w jeden bilans korporacji,
- analiza skonsolidowanego bilansu korporacji,

- sporządzenie raportu na temat ekspozycji translacji,
- sporządzenie raportu na temat ekspozycji transakcji.

ILUSTRACJA METODY PRZELICZENIA:

Zastosowana metoda bieżącego kursu (Current Rate Method) jest skrótowo nazywana FASB 52. Rozpatrzmy następujący bilans francuskiej filii należącej do amerykańskiej firmy macierzystej, zwanej Instruments Napoleon S.A.:

POZYCJE BILANSOWE	FRF	PRZED DEWALUACJĄ		PO DEWALUACJI	
		Kurs	USD	Kurs	USD
AKTYWA					
Gotówka	1.600	6,4	250	8,0	200
Należności	3.200	6,4	500	8,0	400
Zapasy	2.400	6,4	375	8,0	300
Aktywa trwałe	4.800	6,4	750	8,0	600
Aktywa razem	12.000		1.875		1.500
PASYWA					
Zobowiązania bieżące	800	6,4	125	8,0	100
Zadłużenie krótkoterminowe	1.600	6,4	250	8,0	200
Zadłużenie długoterminowe	1.600	6,4	250	8,0	200
Kapitał	1.800	6,0	300	6,0	300
Zyski zatrzymane	6.200	a)	1000	b)	1000
Korekta translacyjna			(50)		(300)
Pasywa razem	12.000		1.875		1.500

a) Skumulowana suma zatrzymanych zysków z wszystkich poprzednich lat, przeliczona po kursach obowiązujących w poszczególnych latach.

b) Przeliczone na dolary po takim samym kursie, jak przed dewaluacją.

W tym przykładzie nie występuje działalność operacyjna. Z tego względu nie ma rachunku wyników i przeliczeniu podlega tylko bilans.

10.3. TWORZENIE POLITYKI ZARZĄDZANIA EKSPOZYCJĄ WALUTOWĄ

Zanim zaczniesz próbować zarządzania ekspozycją kursu walutowego, zarząd każdej firmy powinien postawić sobie trzy podstawowe pytania dotyczące celów swojej polityki:

- 1) Jak firma ocenia zwrot na swoich inwestycjach zagranicznych?
- 2) Jakie cele ma firma w zarządzaniu ekspozycją spadku zwrotu na inwestycjach wynikających z niekorzystnych ruchów kursu walutowego?
- 3) Jak powinny być skonstruowane zadania bieżącego zarządzania ekspozycją?

Oceniając zwrot na inwestycjach zagranicznych, po pierwsze, powinniśmy rozważyć różne formy, w postaci których dochód może być uzyskany:

- a) dywidendy,
- b) opłaty patentowe, licencyjne, prowizje za zarządzanie,
- c) marże na sprzedanych produktach.

Kolejny zestaw źródeł dochodów, mających jednak w praktyce trochę mniejsze znaczenie, to:

- d) lepsze ceny akcji firmy,
- e) lepsze wykorzystanie chłonności rynku krajowego,
- f) międzynarodowe korzyści marketingowe ze zróżnicowania produktów.

Po drugie, powinniśmy wyłować wiodące składniki każdego dochodu z inwestycji zagranicznej i określić, jaki wpływ na ich wartość będą miały zmiany kursu walutowego. Przystępując do zarządzania ekspozycją walutową, każda firma powinna:

- 1) określić, jakie metody wykorzysta do pomiaru zwrotu na inwestycji zagranicznej,
- 2) uszeregować te dochody według ważności,
- 3) stworzyć miary ekspozycji, które właściwie oddają wpływ zmian kursu walutowego na dany dochód.

Tabela 10.1. *Miary ekspozycji kursu walutowego i powiązane z nimi cele zwrotu na inwestycji.*

MIARY EKSPOZYCJI	PROBLEMY ZARZĄDU
PRZELICZENIOWE (KSIĘGOWE)	
Efekt rachunku zysków i strat	Zabezpieczenie odnotowanych strumieni dochodu
Bilans ^a	Zabezpieczenie inwestycji netto w lokalnej walucie
Całkowita rachunkowość ^a	Zabezpieczenie odnotowanych rezultatów księgowych
TRANSAKCYJNE	
Poziom firmy macierzystej	Zabezpieczenie przekazów gotówki do firmy macierzystej
Korporacja	Zabezpieczenie zysków w walucie lokalnej
EKONOMICZNE (OPERACYJNE)	
Generowanie gotówki w jednostce	Zabezpieczenie ^b wpływów gotówkowych na poziomie jednostek operacyjnych
Generowanie gotówki w korporacji	Zabezpieczenie ^b wpływów gotówkowych korporacji

^a W praktyce, widoczność wpływu fluktuacji kursu walutowego i działania zabezpieczające zostaną określone przez sposób, w jaki zyski i straty są traktowane i odpowiednio raportowane.

^b W kategoriach bazowej waluty firmy macierzystej.

10.3.1. PODSTAWOWE PODEJŚCIA DO ZARZĄDZANIA EKSPOZYCJĄ KURSU WALUTOWEGO

Gdy zarząd firmy podejmie decyzje, które cele dotyczące dochodów z inwestycji zagranicznych są najważniejsze i określi, jakie miary ekspozycji są powiązane z tymi celami, musi następnie zdecydować, które z podstawowych podejść zastosuje do zarządzania ekspozycją kursu walutowego:

- 1) nie robić nic,
- 2) zabezpieczyć wszystko,
- 3) spekulować,
- 4) zabezpieczyć selektywnie.

Pierwsze podejście - nie robić nic: To podejście przyjmuje pogląd, że kursy walut obcych nie mogą być lepiej przewidywane, niż robią to rynki transakcji forward; ryzyka związane z kursem walutowym są „niezarządzalne”. W długim okresie firmy, które zabezpieczają wszystkie pozycje i ponoszą tego koszty, kończą tak samo, jak firmy, które nie stosują zabezpieczeń.

Drugie podejście - zabezpieczyć wszystko: Od strony praktycznej, postępowanie w ten sposób jest niemożliwe. Żadna miara ekspozycji nie jest w

stanie uchwycić wszystkich możliwych konsekwencji zmian kursu walutowego. Wyeliminowanie wszystkich ryzyk byłoby o wiele za drogie.

Trzecie podejście - spekulować: Nieliczne korporacje świadomie uczestniczą w działalności spekulacyjnej.

Czwarte podejście - zabezpieczyć selektywnie: Celem powinno być zredukowanie wystawienia na ryzyko (a zatem, również jego potencjalnych skutków) do wcześniej określonych, akceptowalnych poziomów.

Od strony bieżącej polityki zarządzania ekspozycją, zarząd musi zagwarantować, że pomiar i percepcja ryzyka, rozłożenie odpowiedzialności oraz ocena efektów działalności są ze sobą zgrane. Ważna jest też kolejność priorytetów, to jest, władze finansowe, operacyjne i najwyższego szczebla w firmie muszą razem zdecydować, które definicje ekspozycji są najważniejsze dla firmy. W praktyce, podejścia kładące nacisk na ekspozycje bilansowe (przeliczeniowe) lub transakcyjne są najbardziej rozpowszechnione. Większy nacisk powinien być kładziony na strategię, które koncentrują się na dochodach, albo poprzez rachunkowość i rachunek zysków i strat, albo poprzez przepływy i ekspozycje generowania gotówki.

10.3.2. TWORZENIE PROGÓW RYZYKA

Niechęć firmy do ryzyka kursu walutowego powinna być zgodna z jej stosunkiem do innych ryzyk operacyjnych. Do ustanowienia możliwych do zaakceptowania poziomów ryzyka zmian kursu walutowego firma powinna zastosować takie same kryteria, jakie używa do oceny innych ryzyk. Zarządzający wyższego szczebla powinni starać się zidentyfikować:

- wielkości progowe powodujące podjęcie akcji ochronnych,
- możliwe do zaakceptowania poziomy kosztów zabezpieczenia mającego obniżyć ekspozycje do bardziej odpowiednich poziomów.

Przykładem miary akceptowalnego poziomu skutków pozostawienia ekspozycji walutowej bez zabezpieczenia mogą być największe akceptowalne wahania dochodu z jednej akcji.

10.3.3. ZASADY ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA ZABEZPIECZENIE I JEGO OCENY

Zarządzanie ekspozycją okazuje się scentralizowaną funkcją, o podstawowej odpowiedzialności spoczywającej na skarbniku korporacji. Jednakże władztwo skarbnika oraz jego możliwości działania w obszarach dostarczających najbardziej efektywnego zabezpieczenia są bardzo ograniczone. Władztwo zapewniania najefektywniejszych rozwiązań dla pokrycia ryzyk jest z reguły rozproszone między zarząd operacyjny na poziomie regionalnym, krajowym lub jednostki wchodzącej w skład korporacji. Umieszczenie decyzji o zabezpieczeniu ekspozycji może zatem prowadzić do konfliktów.

Odpowiedzialność za ekspozycję na ryzyko powinna być umieszczona na tym samym poziomie, na którym są podejmowane decyzje operacyjne i finansowe o podobnej wadze. Także menadżerowie szczebli lokalnych powinni odpowiadać i być oceniani za zarządzanie ekspozycją będącą w zakresie ich kontroli. Na przykład skarb korporacji będzie z reguły określał strukturę kapitałową filii, a przez to także jej ekspozycje bilansowe. Definicja konsekwentnego umiejscowienia odpowiedzialności za zarządzanie ekspozycją może zostać ujęta następująco:

Zarządzający najwyższego szczebla powinni zawsze mieć świadomość, że alternatywy finansowe, dostępne skarbowi korporacji do ochrony przed ekspozycją kursu walutowego, oferują jedynie rozwiązania krótkoterminowe, pociągając przy tym za sobą bardzo znaczące koszty. Zyski na walucie bazowej zależą ostatecznie w dłuższym okresie od marży operacyjnej, czyli ceny minus koszty. Dyrektywy polityki zabezpieczeń powinny dawać odpowiedź na dwa pytania:

- 1) Czy zarząd preferuje niskie koszty finansowania (oznaczające niskie wydatki odsetkowe) i wysokie koszty ekspozycji (oznaczające możliwość zarówno dużych zysków jak i strat na zmianach kursu walutowego) w stosunku do wysokich kosztów pozyskania środków i niższych zysków lub strat kursowych, czy woli jakąś formę kompromisu.
- 2) Jak dużo można wydać na ochronę przed stratą księgową.

W efektywnym systemie oceny działalności zabezpieczającej przed ryzykiem walutowym, kalkulacje powinny być przeprowadzane z uwzględnieniem rozłożenia odpowiedzialności, przepływu informacji oraz możliwości podejmowania działań. Konieczne są też realne zachęty dla menadżerów do możliwie najlepszego działania.

10.4. ZARZĄDZANIE EKSPOZYCJĄ PRZELICZENIOWĄ

Rozważmy ekspozycję przeliczeniową francuskiej filii Instruments Napoleon S.A., widziane z pozycji macierzystej firmy Washington Controls , Inc.:

POZYCJE BILANSOWE	KWOTY Z BILANSU (FRF)	RAPORT Z EKSPOZYCJI PRZELICZENIOWEJ
AKTYWA		
Gotówka	1.600.000	1.600.000
Należności	3.200.000	3.200.000
Zapasy	2.400.000	2.400.000
Aktywa trwale netto	4.800.000	4.800.000
Aktywa razem	12.000.000	12.000.000
PASywa		
Zobowiązania bieżące	800.000	800.000
Pożyczki krótkoterminowe	1.600.000	1.600.000
Pożyczki długoterminowe	1.600.000	1.600.000
Kapitał akcyjny	1.800.000	
Zyski zatrzymane	6.200.000	
Pasywa razem	12.000.000	4.000.000

Aktywa objęte ekspozycją netto = 12.000.000 - 4.000.000 = 8.000.000 FRF.

Zakładamy, że w tym przykładzie 1 USD = 6,4 FRF, co daje dolarową wartość aktywów objętych ekspozycją wynoszącą 1.250.000 USD.

Zdaniem zarządu, kurs FRF względem USD zostanie zdewaluowany o 20%. Kurs walutowy zmieni się z 6,4 FRF = 1 USD na 8 FRF = 1 USD. Korporacja poniesie stratę translacyjną wynoszącą $20 / 100 \times 1.250.000 = 250.000$ USD, jeśli rzeczywiście frank zostanie tak zdewaluowany.

By uchronić się przed stratą translacyjną, powinniśmy ustanowić zabezpieczenie. Możliwe są dwa rodzaje zabezpieczeń: zabezpieczenie bilansowe, kontraktowe.

10.4.1. ZABEZPIECZENIE BILANSOWE

W oparciu o warunki wynikające z poniższego przykładowego bilansu, rozpatrzmy dwie podstawowe możliwości zabezpieczenia bilansowego ekspozycji walutowej.

Strategia 1: zaciągnięcie pożyczki na 8.000.000 FRF i zainwestowanie jej w łatwo zbywalne papiery wartościowe denominowane w USD.

Strategia 2: zaciągnięcie pożyczki na 8.000.000 FRF, zainwestowanie 1.800.000 FRF w łatwo zbywalne papiery wartościowe denominowane w USD oraz wypłata 6.200.000 FRF jako dywidendy.

Potencjalne problemy, które mogą się ujawnić, to:

- koszty ustanowienia zabezpieczeń,
- zmiany w strukturze kapitałowej.

POZYCJE BILANSOWE	BILANS BEZ ZABEZPIECZENIA (FRF)	ALTERNATYWNE ZABEZPIECZENIA	
		1-sze zabezpieczenie bilansu	2-gie zabezpieczenie bilansu
AKTYWA			
Gotówka	1.600.000	1.600.000	1.600.000
Płynne papiery wartościowe (denominowane w USD)	-	8.000.000	1.800.000
Należności	3.200.000	3.200.000	3.200.000
Zapasy	2.400.000	2.400.000	2.400.000
Aktywa trwale netto	4.800.000	4.800.000	4.800.000
Aktywa razem	12.000.000	20.000.000	13.800.000
PASYWA			
Zobowiązania bieżące	800.000	800.000	800.000
Pożyczki krótkoterminowe	1.600.000	1.600.000	1.600.000
Papiery wartościowe	-	8.000.000	8.000.000
Pożyczki długoterminowe	1.600.000	1.600.000	1.600.000
Kapitał akcyjny	1.800.000	1.800.000	1.800.000
Zyski zatrzymane	6.200.000	6.200.000	-
Pasywa razem	12.000.000	20.000.000	13.800.000
Aktywa objęte ekspozycją netto	8.000.000	-	-

10.4.2. ZABEZPIECZENIE KONTRAKTOWE (NA RYNKU FORWARD)

Zdaniem zarządu, kurs FRF względem USD zostanie zdewaluowany o 20%. Kurs walutowy zmieni się z 6,4 FRF = 1 USD na 8 FRF = 1 USD. Obecny kurs forward: 7,5 FRF = 1 USD (stopa trzymiesięczna).

Zabezpieczenie: sprzedaż FRF z dostawą za trzy miesiące w zamian za USD, czyli my obiecujemy dostarczyć 7,5 FRF za każdego 1 USD, którego obiecuje dostarczyć partner kontraktu.

Założenie: nasz pogląd na kurs walutowy był prawidłowy.

W dniu realizacji kontraktu forward:

Za każdego dolara zbytego na rynku transakcji bieżących (spot) otrzymujemy 8 FRF. Za każde 7,5 FRF dostarczone partnerowi kontraktu forward otrzymujemy od niego 1 USD. 1 USD daje nam $8 \text{ FRF} - 7,5 \text{ FRF} = 0,5 \text{ FRF}$ lub $(8 \text{ FRF} - 7,5 \text{ FRF}) / 8 \text{ FRF} = 0,0625 \text{ USD}$. By pokryć ryzyko dewaluacji, musimy sprzedać 30.000.000 FRF, skoro grozi nam strata przeliczeniowa 250.000 USD. Wynika to z równania:

$$\frac{1}{x} = \frac{0,0625 \text{ USD}}{250.000 \text{ USD}} = 4.000.000 \text{ USD} = 7,5 \text{ FRF} = 7,5 \text{ FRF} * 4.000.000 \text{ USD} = 30.000.000 \text{ FRF}$$

Należy postawić pytania:

- jaki jest koszt tej strategii,
- co by się stało, gdyby nie ustanowiono zabezpieczenia.

W rzeczywistości, takie działanie sprowadza się do spekulowania na przyszłym kursie bieżącym (spot). Można równie dobrze czynić to bez związku z ekspozycją bilansową. Kto w związku z tym wygrywa spekulując na rynkach forward?

10.5. ZARZĄDZANIE EKSPOZYCJĄ TRANSAKCYJNĄ

By zilustrować, jak techniki zabezpieczeń kontraktowych mogą zostać użyte do ochrony przed ekspozycją transakcyjną, rozważmy przykład, w którym Dayton, firma wytwórcza z USA, sprzedaje turbogenerator gazowy brytyjskiej firmie Crown w miesiącu marcu za 1.000.000 GBP. Zapłata ma nastąpić trzy miesiące później, w czerwcu. koszty pozyskania kapitału dla Dayton wynoszą 12%. Warunki przebiegu transakcji są ukształtowane przez następujące notowania:

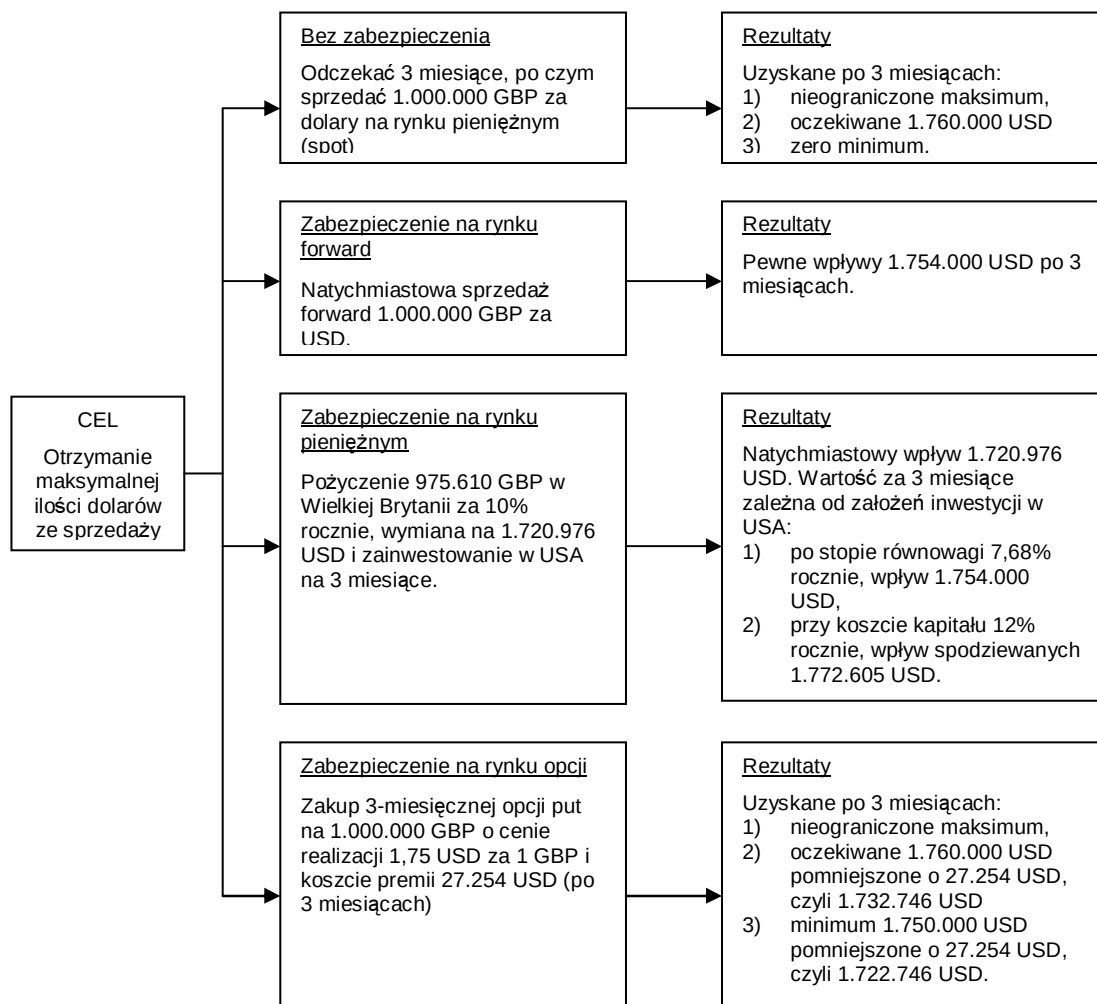
- a) bieżący (spot) kurs walutowy: $1,7640 \text{ USD} = 1 \text{ GBP}$
- b) trzymiesięczny kurs forward: $1,7540 = 1 \text{ GBP}$ (roczne dyskonto 2,2676%)
- c) oprocentowanie trzymiesięcznych pożyczek w Wielkiej Brytanii: 10,0% (lub 2,5% kwartalnie)
- d) oprocentowanie trzymiesięcznych inwestycji w Wielkiej Brytanii: 8,0% (lub 2,0% kwartalnie)

- e) oprocentowanie trzymiesięcznych pożyczek w USA: 8,0% (lub 2,0% kwartalnie)
- f) oprocentowanie trzymiesięcznych inwestycji w USA: 6,0% (lub 1,5% kwartalnie)
- g) opcja put (kupna) na czerwiec na Philadelphia Stock Exchange: 12.500 GBP; cena strike (realizacji) 1,75 USD, premia od 1 GBP wynosi 2,5 centa; koszty brokerskie 25 USD od kontraktu.
- h) opcja put na czerwiec na rynku pozagiełdowym (w banku) za 1.000.000 GBP: cena strike 1,75USD; premia 1,5% (prowizja).

Służby doradcze w sprawach kursowych firmy Dayton prognozują, że kurs spot za trzy miesiące wyniesie 1,76 USD = 1 GBP. Dayton ma cztery alternatywy:

- pozostać bez zabezpieczenia,
- zabezpieczyć się na rynku forward,
- zabezpieczyć się na rynku bankowym lub
- zabezpieczyć się na rynku opcji.

Schemat 10.3. Porównanie alternatywnych strategii zabezpieczeń.



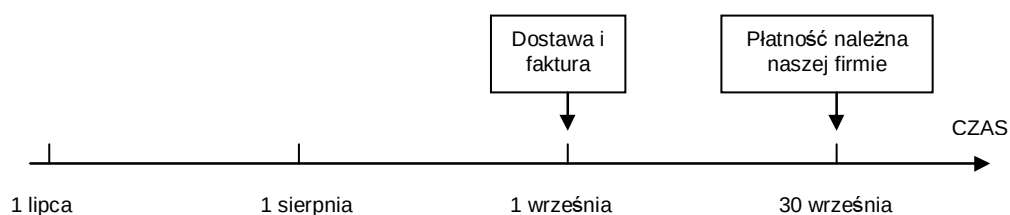
10.5.1. POZYCJA NIEZABEZPIECZONA

Dayton może zdecydować, że zaakceptuje ryzyko transakcyjne. Jeśli firma wierzy swoim doradcom walutowym, spodziewa się otrzymać $1.000.000 \text{ GBP} \times 1,76 \text{ USD} = 1.760.000 \text{ USD}$ za trzy miesiące. Jednakże ta kwota jest objęta ekspozycją. Jeśli kurs funta by spadł, powiedzmy do poziomu 1,65 USD, Dayton otrzymałby tylko 1.650.000 USD. Ryzyko kursu walutowego nie jest jednostronne. Jeśli transakcja pozostała bez zabezpieczenia i funt wzmocnił się więcej, niż przewidywali doradcy, Dayton mógłby otrzymać znacznie więcej niż 1.760.000 USD.

10.5.2. ZABEZPIECZENIE ZAANGAŻOWANIA HANDLOWEGO ZA POMOCĄ OPCJI WALUTOWEJ

Jesteśmy brytyjską firmą eksportującą do USA. Zgodnie ze zwyczajami handlowymi, nasze faktury są wystawiane w USD. Jesteśmy zatem narażeni na zmiany relacji kursowych między GBP i USD.

Dziś jest 1 lipca 2000 roku. Otrzymaliśmy duże zamówienie o wartości 1.500.000 USD, którego realizacja ma nastąpić w ciągu dwóch miesięcy, a zapłata jest spodziewana w miesiąc po dostawie. Przewidujemy, że na koniec września GBP ulegnie wzmocnieniu. Jeśli nasza prognoza jest prawidłowa, otrzymamy w zamian za 1.500.000 USD wyraźnie mniej GBP, niż mogli byśmy otrzymać przy obecnym kursie $1,50 \text{ USD} = 1 \text{ GBP}$.



Decydujemy się zabezpieczyć nasze zaangażowanie handlowe poprzez zakup opcji na wrzesień na 1.000.000 GBP o cenie wykonania $1,50 \text{ USD} = 1 \text{ GBP}$ (kupujemy opcję *at-the-money*, czyli „po cenie”). Opcja wygasa z końcem września, w tym samym momencie, gdy spodziewamy się otrzymać zapłatę od naszego klienta.

1. Premia od opcji jest skalkulowana w USD. Będąc firmą brytyjską, prowadzimy naszą rachunkowość w GBP. W chwili zakupu opcji, premia wynosi 0,03 USD od 1 GBP. Zatem, premia do zapłaty wynosi teraz $0,03 \times 1.000.000 = 30.000 \text{ USD}$. Gdy przeliczymy premię 30.000 USD na GBP po obecnym kursie, otrzymamy

$30.000 / 1,50 = 20.000$ GBP. Zapis rachunkowy: obciążyć premią w zawieszeniu, uznać gotówką 20.000 GBP

Następnie, rozważmy dwie wersje przyszłości. W pierwszej, nasza prognoza okazuje się błędna, a w drugiej - prawidłowa.

PRZYKŁAD 1 - PROGNOZA BŁĘDNA

POZYCJE	1 LIPCA	1 SIERPNIA	1 WRZEŚNIA	30 WRZEŚNIA
Kurs walutowy	1,50	1,45	1,45	1,48
Opcja	at-the-money	in-the-money	in-the-money	in-the-money
Premia w USD za 1 GBP	0,03	0,02	0,015	-
USD	30.000	20.000	15.000	-
GBP	20.000	13.793	10.345	-

2. Na dzień 1 sierpnia, dolar wzmocnił się i kurs walutowy wynosi $1,45 \text{ USD} = 1 \text{ GBP}$. Premia wynosi $0,02 \times 1.000.000 = 20.000 \text{ USD}$ lub 13.793 GBP według ówczesnie dominującego kursu. Zapisujemy stratę na naszym rachunku:

$$20.000 - 13.793 = 6.207.$$

Odpowiednio do dominującej konwencji rachunkowej, zapisujemy stratę, ale na poczet przyszłego okresu (jeszcze nie umieszczamy w rachunku zysków i strat), gdyż nie ma jeszcze w bilansie odpowiadających jej aktywów: obciążyć stratą przyszłego okresu, uznać premią w zawieszeniu 6.207 GBP.

3. Na dzień 1 września, zostaje dokonana dostawa i wystawiona faktura na kwotę 1.500.000 USD zostaje przesłana klientowi. Odnotowujemy fakturę na naszych rachunkach według bieżącego kursu: obciążyć należności, uznać sprzedaż 1.034.438 GBP. Kurs walutowy wynosi $1,45 \text{ USD} = 1 \text{ GBP}$, czyli dolar nadal jest silny.

Wartość opcji spadła jeszcze bardziej i wynosi teraz 15.000 USD lub, po bieżącym kursie, 10.345 GBP. Ponieważ w naszym bilansie występują już teraz aktywa podstawowe, musimy zamieścić w rachunku zysków i strat zarówno stratę przyszłego okresu w wysokości 6.207 GBP, jak i dalszą stratę $13.793 - 10.345 = 3.448$: obciążyć zyskiem 9.655 GBP; uznać stratą 6.207 GBP, uznać premią w zawieszeniu 3.448 GBP.

4. W dniu 30 września, dolar trochę osłabł i kurs wyniósł 1,48 USD = 1 GBP. Jednakże jest on wciąż wyższy niż cena wykonania opcji i opcja wygasa bezwartościowo.

Otrzymujemy płatność od naszego klienta i zamieniamy ją na GBP po bieżącym kursie 1,48 USD = 1 GBP:

$$1.500.000 \text{ USD} / 1,48 = 1.013.513 \text{ GBP}.$$

Należność zostaje rozliczona a różnica, czyli strata kursowa, zostaje ujęta jako obciążenie w rachunku zysków i strat: obciążyć gotówkę 1.013.513 GBP; obciążyć zysk 20.970 GBP; uznać należności 1.034.483 GBP. Opcja musi zostać odpisana w całości: obciążyć zysk; uznać premię w zawieszeniu 10.345 GBP.

Naszym celem było uzyskać przynajmniej 1.500.000 USD / 1,50 = 1.000.000 GBP, a otrzymaliśmy:

Zapłata wymieniona po kursie bieżącym:	1.500.000 USD / 1,48 = 1.013.513 GBP
Pomniejszona o: utraconą premię	20.000 GBP
Uzyskana kwota netto:	993.513 GBP

Dzięki retrospekcji, widzimy że korzystniejszym rozwiązaniem było nie kupować opcji, ponieważ dolar uległ pewnemu wzmocnieniu. W momencie zarejestrowania faktury wydawało się, że uzyskamy lepszy efekt, niż rzeczywisty. Stało się tak, ponieważ dolar był silny w sierpniu i na początku września. Zarachowaliśmy fakturę po kursie 1,48 USD = 1 GBP i musieliśmy stwierdzić stratę kursową w momencie otrzymania płatności.

PRZYKŁAD 2 - PROGNOZA PRAWIDŁOWA

Następnie rozpatrzmy przypadek, w którym kurs walutowy na 1 sierpnia i 1 września jest taki sam, jak w poprzednim przykładzie, ale gdzie GBP ulega wzmocnieniu na dzień 30 września:

POZYCJE	1 LIPCA	1 SIERPNIA	1 WRZEŚNIA	30 WRZEŚNIA
Kurs walutowy	1,50	1,45	1,45	1,55
Opcja	at-the-money	out-of-the-money		in-the-money
Premia w USD za 1 GBP	0,03	0,02	0,015	0,05
USD	30.000	20.000	15.000	50.000
GBP	20.000	13.793	10.345	32.258

Na dzień 30 września, kurs wynosi 1,55 USD = 1 GBP i opcja jest *in-the-money*. Możemy zatem zrealizować opcję lub ją odsprzedać wystawcy za jej wartość faktyczną. Na dzień wygaśnięcia, oba rozwiązania dają taki sam rezultat.

Jeśli zrealizujemy opcję i dostarczymy 1.500.000 USD, otrzymamy 1.000.000 GBP, co daje o 32.258 GBP więcej niż byśmy otrzymali po kursie bieżącym:

$$1.500.000 \text{ USD} / 1.55 = 967.742 \text{ GBP}.$$

Jeśli odsprzedamy opcję wystawcy, otrzymamy premię 50.000 USD, która po bieżącym kursie odpowiada 32.258 GBP.

4a. Zakładamy, że wykorzystamy ten ostatni wariant. Zapisy księgowe będą następujące:

- i) sprzedaż opcji
obciążyć gotówkę; uznać zysk 32.258 GBP,
- ii) odpisanie salda premii w zawieszeniu:
obciążyć zysk; uznać premię w zawieszeniu 10.345 GBP,
- iii) zapis wpływu gotówkowego i odpisanie straty kursowej:
obciążyć gotówkę 967.742 GBP
obciążyć zysk 66.741 GBP; uznać należności 1.034.483 GBP.

Naszym celem było uzyskać przynajmniej 1.500.000 USD / 1,50 = 1.000.000 GBP, a otrzymaliśmy:

płatność wymieniona po kursie bieżącym	1.500.000 USD / 1,55 = 967.742 GBP
plus: sprzedaż opcji w dniu wygaśnięcia	<u>32.258 GBP</u>
	1.000.000 GBP
minus: zapłacona premia	<u>20.000 GBP</u>
Uzyskana kwota netto	980.000 GBP

Gdybyśmy nie ustanowili zabezpieczenia z wykorzystaniem opcji, otrzymalibyśmy zapłatę, po wymianie na funty według kursu bieżącego, wynoszącą 967.742 GBP. Retrospektywnie patrząc, na zabezpieczeniu udało nam się coś zyskać.

11. POŻYCZKI NA MIĘDZYNARODOWYCH RYNKACH

11.1. EWOLUCJA PRODUKTÓW NA RYNKACH FINANSOWYCH

Korporacja, która rozważa zaciągnięcie pożyczki na międzynarodowych rynkach finansowych ma do wyboru szeroki wachlarz produktów reprezentujących zróżnicowany stopień rozwoju. Rozwój różnych kategorii produktów dokonywał się w nierównomiernym tempie. Niemniej, słusznym jest stwierdzenie, że starsze produkty nie zawsze są najmniej użytecznymi i popularnymi na rynkach finansowych. Dla przykładu, rozpowszechniony produkt, taki jak bony komercyjne (*commercial papers*), ma już ponad 150 lat. Należy zaznaczyć, że poniższa prezentacja produktów nie jest podporządkowana kolejności, w jakiej po raz pierwszy pojawiały się one na rynku.

11.1.1. POŻYCZKI I SPRZEDAŻ POŻYCZEK

Tradycyjna pożyczka bankowa jest najstarszą metodą gromadzenia środków finansowych przez firmy od podmiotów zewnętrznych. W przypadku tradycyjnej pożyczki bankowej, bank udzielający pożyczki **inicjuje** pożyczkę, tj. wyszukuje klienta, analizuje ryzyko kredytowe i podejmuje decyzję o przyznaniu pożyczki. Pożyczkobiorca i bank podpisują umowę o udzieleniu pożyczki, na mocy której bank przyznaje pożyczkobiorcy określoną kwotę funduszy na określony czas, z określoną stopą procentową, czyli strony zawierają umowę o przyznaniu **pożyczki**. Następnie bank **stawia pożyczkę do dyspozycji pożyczkobiorcy**, tzn. przekazuje sumę pożyczki pożyczkobiorcy i przelewa ją na jego konto. Jednocześnie bank musi zapewnić fundusze na pożyczkę, albo poprzez przyjęcie depozytów od ludności, albo przez zakup potrzebnych funduszy na rynku. Najistotniejszym w przypadku tradycyjnej pożyczki bankowej jest fakt, iż ta sama instytucja, bank, pozostaje końcowym **inwestorem** od momentu, w którym inicjuje się pożyczkę, aż po jej spłatę.

W przypadku tradycyjnej pożyczki bankowej, bank inicjujący pożyczkę jest zasadniczo uzależniony od zdolności kredytowej pożyczkobiorcy. Jeśli pożyczkobiorca zbankrutuje, pożyczkodawca ponosi stratę z powodu utraty kredytu. Istnieją „**pożyczki zabezpieczone**”, w ramach których pożyczający przedstawia bankowi zabezpieczenie w postaci własnego majątku. Jednakże takie zabezpieczenie nie gwarantuje pożyczkodawcy terminowej spłaty odsetek oraz kwoty pożyczki w przypadku zwłoki ze strony pożyczkobiorcy. To zabezpieczenie po prostu zapewnia pożyczkodawcy pierwszeństwo w składaniu roszczeń do zabezpieczenia w przypadku zwłoki. Na przykład kiedy w 1997 roku wybuchł kryzys finansowy w krajach Azji południowo-wschodniej, wiele światowych instytucji udzielających pożyczek miało możliwość przekonania się, że spłacanie pożyczek zabezpieczonych niczym praktycznie się nie różniło od spłacania pożyczek niezabezpieczonych.

Pożyczka konsorcjonalna jest udzielana przez syndykat banków. Grupa międzynarodowych instytucji stwarza dostęp do funduszy danemu pożyczkobiorcy na jednolitych warunkach i zasadach. Tak jak zwykła pożyczka, pożyczka konsorcjonalna jest sposobem finansowania w sytuacji, gdy strona inicjująca pożyczkę jest także inwestorem końcowym. Pożyczki konsorcjonalne mogą być stosunkowo niskie, wynosząc 10 milionów USD, ale mogą także sięgać olbrzymich kwot. W roku 1991 Philip Morris Cos, Inc. udzielił pożyczki konsorcjonalnej w wysokości 15 miliardów USD. Obecnie większość pożyczek to kwoty przekraczające 50 milionów USD lub ich odpowiedniki w innych walutach.

W procesie pożyczki konsorcjonalnej, pożyczkobiorca udziela upoważnienia, tj. wyznacza bank lub niewielką grupę banków w celu przygotowania pożyczki. Banki organizujące pożyczki czasami określane są jako banki przewodnie. We współpracy z pożyczkobiorcą, banki przewodnie wyselekcjonują grupę banków tworzących konsorcjum, w ramach którego każdy bank pożyczy odpowiedni procent wymaganej kwoty. Zgoda na udzielenie pożyczki jest zazwyczaj podpisywana w miesiąc lub dwa po przyznaniu upoważnienia. Po podpisaniu i po dostarczeniu pewnych dokumentów wymaganych przez umowę o pożyczce, pożyczkobiorca może już otrzymać pieniądze.

Pożyczkobiorca z góry wnosi na rzecz konsorcjum udzielającemu pożyczki pewne opłaty, natomiast odsetki oraz pozostałe opłaty przekazuje po otrzymaniu pieniędzy. Odsetki będą spłacane albo kwartalnie, albo co pół roku, a ich wysokość

będzie ustalana na nowo przy każdym terminie spłaty odsetek. Innymi słowy, taka pożyczka jest pożyczką o zmiennej stopie procentowej.

Wyróżnia się kilka podstawowych typów pożyczek konsorcjalnych. **Pożyczka terminowa (*Term Loan*)** jest zaciągana na okres udzielenia pożyczki i jest spłacana w całości w momencie, gdy staje się wymagalna lub też w ratach płatnych przed datą, kiedy to staje się wymagalna (np. dziesięć spłat co pół roku przez okres pięciu lat). Pożyczkobiorca ma możliwość wcześniejszej spłaty całości lub tylko części pożyczki bez żadnych dodatkowych opłat, ale nie może ponownie pobrać żadnej części już spłaconej kwoty.

Kredyt rewolwingowy daje pożyczkobiorcy możliwość wcześniejszego spłacenia kredytu, a także ponownego częściowego lub całościowego pobrania kwoty pożyczki w terminie nie przekraczającym terminu wymagalności pożyczki.

Pożyczka *Back-stop* jest pożyczką, która jest zaciągana tylko w skrajnych sytuacjach. Od wszystkich emitentów na amerykańskim rynku bonów komercyjnych wymaga się posiadania dostępu do pożyczek *Back-stop* (zwanych także *stand-by*) Zagadnienie to będzie osobno omówione w ostatnim punkcie tego rozdziału.

Pożyczki konsorcjalne posiadają kilka niewątpliwych zalet dla pożyczkobiorców. Koszt funduszy jest tym, co najbardziej przyciąga firmy, które dotychczas pożyczaly tylko na zasadach jeden od jednego. Ogólnie mówiąc pożyczkobiorcy mogą zgromadzić fundusze taniej na rynku pożyczek konsorcjalnych w porównaniu z kosztem pożyczania tej samej kwoty w formie kilku dwustronnych umów. Kolejną korzyścią jest okres spłaty pożyczki. Rynek pożyczek konsorcjalnych oferuje fundusze o szerokim zróżnicowaniu terminów spłat, poczynając od roku, a kończąc na terminach przekraczających 10 lat.

Rynek pożyczek konsorcjalnych jest dostępny dla firm, które w ogóle nie mają ocenionej zewnętrznie zdolności kredytowej lub też uzyskały oceny bardzo niskie. Banki wezmą pod uwagę dodatkowe składniki zabezpieczenia kredytu, takie jak zabezpieczenie na aktywach, czy też z wykorzystaniem struktur pozabilansowych, jak *project financing*.

Kolejną korzyścią dla pożyczkobiorcy jest zachowanie tajemnicy. Firmie, starającej się o pożyczkę w celu złożenia oferty przejęcia innej firmy, będzie zależało na zachowaniu dyskrecji, ażeby nie zaalarmować firmy mającej być obiektem

przejęcia. Ponadto, warunki umowy pożyczki pozostaną objęte tajemnicą, co nie ma miejsca przy publicznej emisji obligacji jako formie gromadzenia funduszy.

Wielkość pożyczek jest korzystna dla dużych pożyczkobiorców. Stwierdzono, że największe pożyczki konsorcjalne wahały się w granicach od 10 do 15 miliardów USD. Dla przykładu, w marcu 1999 Vodaphone, brytyjska firma działająca na rynku telefonów komórkowych, uzyskała konsorcjalną pożyczkę w wysokości 13 miliardów USD, które stanowiły część kwoty przeznaczonej na nabycie wartej 62 miliardy USD amerykańskiej firmy Airtouch. Był to jeden z największych pakietów długów uzyskanych przez europejską firmę.

Krótki termin i pewność stanowią ważną zaletę pożyczek konsorcjalnych. Jeśli pożyczkobiorca już upoważnił jakieś banki do zagwarantowania pożyczki, może być pewien, że otrzyma dostępne środki na ustalonych warunkach, a także, że jest to kwestia tylko kilku tygodni. Stanowi to główny powód, czyniący pożyczkę konsorcjalną najbardziej popularną techniką przejmowania innych firm. Pożyczka ta jest z kolei refinansowana na międzynarodowych rynkach obligacji. Na przykład większa część pożyczki zaciągniętej przez wspomnianą firmę Vodaphone musiała być zrefinansowana w ciągu 364 dni.

Elastyczność struktury pożyczki konsorcjalnej jest także ważną zaletą, zwłaszcza w przypadku przedsięwzięć, które wymagają złożonych terminów przekazania pożyczki oraz planu spłat.

Na koniec - firma, która wchodzi na rynki międzynarodowe po raz pierwszy, może skorzystać z rynku europożyczek w celu ustalenia i rozwijania **relacji z bankami zagranicznymi**.

Należy wymienić także korzyści dla banków działających na rynku pożyczek konsorcjalnych. Działalność na tym rynku pozwala bankowi na **rozłożenie ryzyka kredytowego** na grupę zróżnicowanych pożyczkobiorców. Załóżmy, dla przykładu, że średnia wielkość pożyczki wynosi 100 milionów USD, i że bank dysponuje kwotą 200 milionów przeznaczoną na pożyczki w pewnym okresie czasu. Działając w pojedynkę, bank może udzielić dwóch pożyczek. Partycypując w pożyczkach konsorcjalnych z wkładami po 10 milionów dolarów, bank może rozłożyć kwoty przeznaczone na pożyczki na 20 firm.

Drugą zaletą dostrzeganą przez banki jest fakt, iż działanie jako konsorcjum wiąże się z mniejszym ryzykiem **selektywnej niezdolności do spłaty**. Przykładem może być sytuacja, w której filia firmy macierzystej jest pożyczkobiorcą. Jeśli banki pożyczyły filii pieniądze bez otrzymania gwarancji ze strony firmy mającej pakiet kontrolny, a sytuacja finansowa filii nagle pogarsza się, firma macierzysta może podjąć decyzję o postawieniu filii w stan upadłości. Natomiast firma macierzysta oraz pozostałe filie mogą przetrwać. Jako, że nie są one prawnie odpowiedzialne za pożyczki filii, która zbankrutowała, banki nie mogą zwrócić się do nich w tej sprawie, przez co ponoszą straty wynikające z niespłaconej pożyczki. W przypadku konsorcjum, istnieje większe prawdopodobieństwo, iż część partycypujących banków udzieliła pożyczek firmie macierzystej lub którejś z jej filii. Istnieje zwyczaj dołączania do umów o pożyczkach klauzuli stanowiącej, że jeśli jedna z pożyczek nie będzie prawidłowo spłacana, to wszystkie inne pożyczki zaciągnięte przez tę samą grupę firm zostaną potraktowane jako wykorzystywane z naruszeniem umowy. W ten sposób, banki mogą wyrzucić presję na firmę z pakietem kontrolnym i/lub na filie, by wsparły finansowo filię mającą kłopoty finansowe.

Trzecia zaleta jest powiązana z wielkością banków udzielających pożyczek. **Małe banki mają możliwość uczestniczenia** w zgromadzeniu funduszy na pożyczkę dla dużych firm tylko na drodze pożyczek konsorcjalnych. Maksymalna wysokość dwustronnej pożyczki, jaką mógłby zapewnić mały bank, nie spotyka się zazwyczaj z zainteresowaniem ze strony olbrzymich korporacji.

W przypadku pożyczek wykorzystywanych na finansowanie przejęcia innej firmy, pojawia się często dodatkowa zaleta, mianowicie możliwość uzyskania atrakcyjnej marży bankowej. Na przykład pożyczka dla Vodaphone była wyceniona na poziomie od 60 do 70 punktów bazowych (0.6 do 0.7 %) powyżej LIBOR (London Interbank Offered Rate - stopa procentowa na londyńskim rynku eurowalutowym). W tym samym czasie, najlepsze firmy pożyczały przy marży bankowej wynoszącej tylko kilka punktów bazowych powyżej LIBOR.

Sprzedaż pożyczek jest krokiem w kierunku sekurytyzacji. Sekurytyzacja (*securitisation*) jest formą finansowania, w której strona inicjująca pożyczkę nie jest inwestorem. W tym procesie, całość pożyczki jest sprzedawana inwestorowi przez stronę inicjującą pożyczkę. Na przykład w Stanach Zjednoczonych większość pożyczek udzielanych przez banki oszczędnościowe na zakup domów jest

odsprzedawana bankom inwestycyjnym, które z kolei tworzą pakiety pożyczek, restrukturyzują je na nowe produkty i sprzedają inwestorom końcowym.

Banki mogą także sprzedawać całe portfele pożyczek. Taka sytuacja może mieć miejsce, gdy z pożyczkami wiąże się możliwe do zaakceptowania z punktu widzenia kupującego ryzyko kredytowe. Podobna sytuacja występuje, gdy pojawia się kryzys w sektorze bankowym. Trusty, odgrywające rolę zarządców komisarycznych, które są powoływane przez rządy celem naprawy sytuacji w bankowości, mogą sprzedawać całe portfele pożyczek tych banków, które znalazły się w trudnej sytuacji finansowej.

Istnieje także możliwość odsprzedania przez banki udzielające pożyczek **udziałów w pożyczce** (części pożyczek). Dla przykładu, Bank A pożyczył 100 milionów USD Korporacji Alpha. Następnie Bank A odsprzedaje 20 milionowy udział w pożyczce Bankowi B, 10 milionowy Bankowi C, 30 milionowy Bankowi D i 20 milionowy udział Bankowi E. W ten sposób, Bank A odsprzedał 80 milionowe udziały z pożyczki w wysokości 100 milionów USD. Banki, które wykupiły te udziały, automatycznie stają się bezpośrednimi pożyczkodawcami Korporacji Alpha. Istnieje kilka powodów, dla których banki nabywające takie udziały chcą uczestniczyć w pożyczce: mogą uzyskać fundusze po niższych kosztach niż te, które poniósł bank inicjujący pożyczkę lub też mogą dążyć do zróżnicowania swoich portfeli pożyczek.

Na rynku pożyczek konsorcjalnych, większość umów pożyczkowych zawiera dokumentację zezwalającą zaangażowanym bankom na sprzedaż swoich udziałów. Wyróżnia się trzy główne sposoby sprzedaży udziałów w pożyczkach przez banki udzielające pożyczek: przejęcie długu, cesja praw i współudział. W pierwszym przypadku, istniejąca umowa zostaje anulowana i zastąpiona nową umową przenoszącą wszystkie prawa i zobowiązania sprzedającego na nowego pożyczkodawcę. Cesja praw jest podobna do przejęcia długu. Różnica polega na tym, że ma zastosowanie do pożyczki, która już została przekazana. Zazwyczaj, w przypadku przejęcia długu i cesji praw wymagana jest zgoda pożyczkobiorcy.

Sprzedaż współudziału daje bankowi możliwość odstąpienia go, bez ujawniania szczegółów pierwotnej transakcji oraz bez zgody pożyczkobiorcy. Żadne z pierwotnych praw lub zobowiązań nie są przekazywane. Odstąpienie odbywa się w drodze podpisania oddzielnej umowy pomiędzy kupującym i sprzedającym. Świadomość istnienia takich praktyk rodzi naciski ze strony niektórych

pożyczkobiorców na to, by umieszczać w umowach pożyczkowych klauzule zabraniające bankom odsprzedawania swoich udziałów. Jednak większość pożyczkobiorców akceptuje to, iż odsprzedaż pożyczek jest normalną procedurą stosowaną przez banki w ramach prowadzenia swojej działalności i zarządzania pozycjami bilansowymi.

11.1.2. TRADYCYJNE DŁUŻNE PAPIERY WARTOŚCIOWE

Tradycyjne dłużne papiery wartościowe obejmują bony komercyjne, skrypty dłużne i obligacje. Bony komercyjne mają termin płatności krótszy lub równy 9 miesiącom. Obligacje zazwyczaj mają dłuższy okres wykupu, 10 i więcej miesięcy. Początkowo określenia skrypt dłużny używano w odniesieniu do papierów wartościowych z terminem wykupu późniejszym niż średnioterminowe obligacje. Skrypty dłużne następnie przekształciły się w papiery wartościowe o terminie wykupu bardzo zbliżonym do tego, jaki panuje na rynku obligacji.

W przypadku tradycyjnych dłużnych papierów wartościowych, firma zobowiązuje się do spłacania inwestorom sumy kapitału i odsetek w regularnie ustalonych terminach przez pewien okres czasu. Stroną zapewniającą pożyczkę nie jest bank handlowy, ale bank inwestycyjny. Bank inwestycyjny funkcjonuje jako strona zabezpieczająca transakcję, to znaczy emisję papierów wartościowych. Dla przykładu, Corporation Alpha sprzedaje obligacje wartości 100 milionów USD gwarantowi Y, który z kolei natychmiast sprzedaje obligacje inwestorom. Wynika z tego, że inicjator pożyczki, bank inwestycyjny, nie jest inwestorem nabywającym obligacje.

Tradycyjne papiery dłużne są zazwyczaj oparte na całościowej wiarygodności korporacji. Inwestorzy posiadający tego typu papiery wartościowe ponoszą ryzyko, iż niesprzyjająca sytuacja finansowa, w jakiej może się znaleźć korporacja, może doprowadzić do opóźnień w spłacie odsetek i kwoty kapitału. Ocenę ryzykowności opóźnień w spłacie szacują agencje ratingowe. Proces oceny ryzyka będzie omówiony bardziej szczegółowo w dalszej części.

Bankructwo naraża inwestorów na dwa typy ryzyka kredytowego. Pierwsze polega na tym, że inwestor nie otrzyma spłaty, a drugie, że płatność ulegnie opóźnieniu. W przypadku bankructwa, spłaty długów na ogół nie są wznawiane, aż

do chwili przyjęcia planu reorganizacji lub likwidacji firmy, która może nie zostać orzeczona nawet przez kilka lat po zgłoszeniu wstępnego wniosku upadłościowego.

Emisja bonów komercyjnych zostanie omówiona dokładniej w dalszej części tego rozdziału. Ponieważ korespondujący opis emisji krótkoterminowych skryptów dłużnych i obligacji zostanie pominięty, należy w tym miejscu uczynić kilka komentarzy dotyczących tych papierów dłużnych.

Pierwsze średnioterminowe skrypty dłużne (*MTN*, od *Medium Term Notes*) zostały wyemitowane przez korporację The General Motors Acceptance w roku 1972. Termin wykupu tych papierów wahał się od 18 do 36 miesięcy. Pierwsze MTN były sprzedawane bezpośrednio inwestorom. Z tego względu nie powstał rynek wtórny, a płynność papierów wartościowych była niewystarczająca. We wczesnych latach 1980-tych, Merrill Lynch i Salmon Brothers rozpoczęli obrót skryptami. Pierwsze emisje średnioterminowych skryptów nominowanych w ECU pojawiły się na międzynarodowych rynkach kapitałowych w połowie lat 1980-tych. Duży wzrost obrotów rozpoczął się w połowie lat 1990-tych.

Dla korporacji międzynarodowych, istnienie amerykańskiego rynku MTN stwarza kilka istotnych korzyści. Emitenci zyskują możliwość dostępu do największego i najbardziej złożonego na świecie rynku kapitałowego, a także możliwość ekspansji potencjału inwestycyjnego. Rynek amerykański jest w stanie pochłoniąć prawie każdą nową emisję i, co się z tym wiąże, emitenci uzyskują fundusze na okres dłuższy niż proponowany na innych rynkach.

Emitent spoza Stanów Zjednoczonych ma do wyboru trzy podstawowe sposoby emisji MTN: publiczną emisję papierów dłużnych zarejestrowanych przez Komisję Giełd i Papierów Wartościowych (SEC), tak zwaną emisję zgodną z Zasadą 144A oraz plasowania prywatne. Publiczna emisja składa się z następujących etapów: przygotowania bazowego prospektu emisyjnego, uzyskania oceny ratingowej, wyboru powiernika, przeprowadzenia stosownych procedur gospodarczych i prawnych oraz złożenia dokumentów przed Komisją Papierów Wartościowych (SEC). Wymagane dokumenty to bazowy prospekt emisyjny, umowa pomiędzy emitentem i powiernikiem, umowa o dystrybucji pomiędzy emitentem i agentami, suplement prospektu emisyjnego (przy każdorazowej nowej emisji), a także ubezpieczenie (przy każdorazowej emisji).

Sprawozdania finansowe zawarte w prospekcie muszą być dostosowane do amerykańskich standardów rachunkowych - US GAAP (the U.S. Generally Accepted Accounting Principles). Jeśli zagraniczny emitent nie dokonał wcześniej dostosowania swoich sprawozdań finansowych, z przeprowadzeniem ich właściwej konwersji może się wiązać długi okres czasu, a także spore wydatki. Zwiększa to znacznie koszt rejestracji i opóźni jej ukończenie. Zastosowanie standardów US GAAP może także oznaczać konieczność ujawnienia większej ilości informacji, niż to jest wymagane w kraju emitenta. Z tych to powodów wielu zagranicznych emitentów unika tej alternatywy i preferuje drugi sposób - emisję według Zasady 144A.

Komisja Giełd i Papierów Wartościowych przyjęła Zasadę 144A w kwietniu 1990 roku. Doprowadziło to do stworzenia **specjalnej klasy plasowań prywatnych**, która przypomina publiczny rynek obligacji. Do tego czasu inwestor musiał przetrzymywać prywatnie uplasowane papiery wartościowe przez dwa lata. Zgodnie z Zasadą 144A, Kwalifikowany Nabywca Instytucjonalny (*QIB* - *Qualified Institutional Buyer*) nie jest zobowiązany do zachowania papierów dłużnych przez okres dwóch lat i zezwala się mu na obrót tymi papierami na rynku wtórnym wśród pozostałych QIB. Grupa QIB, to grupa inwestorów instytucjonalnych będących właściwym przedmiotem zainteresowania zagranicznego emitenta.

W wyniku pojawienia się takiej możliwości, firmy zaczęły gwarantować nowe emisje i rozprowadzać je wśród QIB. Doprowadziło to do stworzenia nowego segmentu rynku, który przypomina pod wieloma względami publiczny rynek obligacji przemysłowych. Jest to bardzo korzystne dla korporacji zagranicznych, które w ten sposób mogą uniknąć wspomnianego wymogu jawności i korzystać z przywilejów wolnego rynku.

Jednak emitent zagraniczny musi przestrzegać pewnych wymogów jawności. Na prośbę posiadacza papierów lub ich potencjalnego nabywcy, emitent powinien przedłożyć krótką charakterystykę działalności oraz sprawozdania finansowe za okres ostatnich trzech lat finansowych, przygotowane w oparciu o standardy obowiązujące w kraju emitenta.

Trzeba pamiętać, że w czasie emisji, prywatne plasowania nie mogą uzyskać tej samej klasy, co inne papiery tego samego emitenta znajdujące się w obrocie na amerykańskiej giełdzie lub w ramach pozagiełdowego systemu obrotu, NASDAQ. To

powoduje, że metoda według Zasady 144A może być zastosowana tylko w przypadku pierwszego wejścia na amerykański rynek MTN.

Tradycyjne plasowania prywatne są zwolnione z rejestracji przez Komisję Papierów Wartościowych. Są one zazwyczaj oferowane ograniczonej liczbie dobrze poinformowanych inwestorów, a posiadacz otrzymuje dodatkowo premię, stanowiącą rodzaj rekompensaty za istniejące w obrocie ograniczenia.

Wszystkie emisje MTN na rynku amerykańskim, publiczne oraz prowadzone według Zasady 144A wymagają oszacowania ryzyka kredytowego. Możliwe jest także wyemitowanie MTN na rynkach europejskich, które narodziły się w połowie lat 1980-tych, a których obroty w połowie lat 1990-tych przekroczyły 500 miliardów USD według wartości papierów oczekujących na wykup. Istnieje możliwość wyemitowania europejskich MTN bez wspomnianego oszacowania zdolności kredytowej, jednak takie praktyki stają się obecnie rzadkością. Z tego względu, każda korporacja rozważająca emisję MTN postępuje słusznie, przygotowując się odpowiednio wcześniej do przeprowadzenia oszacowania zdolności kredytowej.

Dla największych międzynarodowych korporacji istnieje jeszcze możliwość przeprowadzenia Emisji Globalnej MTN. Typowym działaniem byłoby najpierw opracowanie Euro Programu dla MTN, a dopiero potem przeprowadzenie emisji na rynku amerykańskim według Zasady 144A.

Zauważono, że różnica pomiędzy średnioterminowymi skryptami dłużnymi, a tradycyjną obligacją zaczyna zanikać. Stąd też, powyższe uwagi dotyczące MTN, w większości odnoszą się także do tradycyjnych obligacji, czy to na rynku europejskim, czy też amerykańskim. Główną cechą wyróżniającą MTN jest konieczność przeprowadzenia bardziej rozbudowanych prac dokumentacyjnych i administracyjnych na początku przedsięwzięcia, niż w przypadku emisji tradycyjnych obligacji. Jednak, dzięki temu powstała innowacja w stosunku do obligacji, polegająca na tym, iż po uruchomieniu programu, emisja MTN wymaga z reguły jedynie drobnych uzupełnień i korekt. Przy emisji obligacji, prostszy jest sam start, ale wiele zadań ujawnia się z biegiem czasu. Innowacją w MTN w porównaniu do obligacji jest także to, że w ramach jednej dokumentacji MTN, możliwe jest emitowanie papierów o różnym terminie płatności, strukturze i w różnych walutach.

11.1.3. SEKURYZACJA STRUKTURYZOWANEGO KREDYTU

Sekurytyzacja oznacza proces, w którym pożyczki lub inne należności są grupowane w pakiety, gwarantowane i sprzedawane w formie papierów wartościowych. Takie instrumenty są powszechnie zwane papierami wartościowymi zabezpieczonymi aktywami (ABS).

W ramach finansowania z zabezpieczeniem aktywami, Korporacja Alpha, firma potrzebująca funduszy, usuwa z bilansu takie aktywa, jak 100 milionów dolarów w pożyczkach udzielonych posiadaczom kart kredytowych, na drodze ich sprzedaży specjalnej instytucji finansowej, tzw. spółce-córce zwanej w skrócie SPV (od Special Purpose Vehicle). SPV z kolei finansuje swój zakup poprzez emisję papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami dla inwestorów. Na zakończenie tych transakcji, bilans SPV ma następujący kształt:

Bilans SPV

Aktywa zakupione		ABS wyemitowane	
od Korporacji Alfa	100 USD	dla inwestorów	100 USD
	====		====

Z tej specjalnej struktury wynika, że SPV nie ma innej funkcji poza przyjmowaniem spłat kwot kredytu i odsetek od klientów Korporacji Alpha oraz poza wypłacaniem inwestorom kwoty kapitału i odsetek, należnych im z tytułu nabycia ABS. Bankructwo lub niewypłacalność Korporacji Alpha nie będzie miało wpływu na spłatę odsetek i kwoty kapitału otrzymywanych przez spółkę-córkę od posiadaczy kart kredytowych. Inwestorzy, którzy wykupili papiery wartościowe zabezpieczone na aktywach wiedzą, że spłaty zadłużenia przez posiadaczy kart kredytowych będą użyte przez spółkę-córkę tylko na cele spłaty odsetek i kwoty kapitału od papierów dłużnych, jakie nabyli od tej spółki.

W wyniku finansowania strukturyzowanego, firma taka jak Korporacja Alpha wchodzi na rynki papierów wartościowych z ratingiem długu o wiele wyższym niż całościowy rating korporacji. Na przykład korporacja Alpha może mieć całościowy rating kredytowy klasy BB i nadal może ubiegać się o przyznanie klasy AAA na papiery wartościowe zabezpieczone na aktywach, które mają być emitowane przez spółkę-córkę. W rezultacie, korporacje mogą pozyskać fundusze po koszcie znacznie niższym niż wynosiłby koszt pozyskania funduszy w sposób klasyczny.

Inwestorom, takim jak spółki lokacyjne, firmy ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne, oferuje się szerszy zakres zabezpieczenia przed zbyt niską oceną ratingową, niż jest to możliwe w przypadku tradycyjnych papierów dłużnych. Spółka-córka nie może zaciągnąć kolejnych pożyczek i wykorzystać ich w celu przejęcia innych firm, podczas gdy Korporacja Alpha zachowałaby taką możliwość po emisji tradycyjnych obligacji. W takim przypadku, posiadacze tradycyjnych obligacji Korporacji Alpha mieliby do czynienia z obniżeniem (*downgrading*) klasy papierów, w które zainwestowali. ABS pozostawiają większą swobodę firmie poszukującej funduszy, przy zapewnieniu dostarczycielom funduszy stabilniejszej atrakcyjności dokonanej przez nich inwestycji.

11.2. POZYSKIWANIE FUNDUSZY NA RYNKU EUROPOŻYCZEK

Pożyczkobiorca rozpoczyna proces organizacji europożyczki od rozmów z bankami, które są potencjalnymi aranżerami pożyczki, a następnie od przekazania upoważnienia do przygotowania pożyczki jednemu bankowi lub grupie banków. W przypadku europożyczki konsorcjalnej firmy Vodaphone na kwotę 13 miliardów USD, stworzono grupę pięciu banków, które otrzymały upoważnienie: Goldman Sachs, Barclays, Citibank, Bank of America i NatWest. Zazwyczaj banki inwestycyjne, takie jak Goldman Sachs, nie uczestniczą w pożyczkach na dłuższe okresy. W tym wyjątkowym przypadku, pożyczka miała krótki termin płatności, 364 dni, a więc mógł w niej uczestniczyć nawet bank inwestycyjny z niewielką bazą kapitałową. Po otrzymaniu upoważnienia, banki przewodnie zwracają się do innych banków, które mogą być zainteresowane dołączeniem do konsorcjum. Takie nawiązanie kontaktu może odbyć się w formie rozmowy telefonicznej, wysłania faksu lub bezpośrednich negocjacji w celu uzyskania obietnicy uczestnictwa w konsorcjum. Inną formą mogą być bezpośrednie prezentacje organizowane przez aranżerów pożyczki dla bankowców w największych centrach finansowych, takich jak Londyn, Frankfurt, New York City, czy Tokio.

Czasami stworzenie konsorcjum jest kwestią tylko kilku tygodni, czasami niezbędne są długie negocjacje. Wynik rozmów zależy od postrzeganego stopnia ryzyka związanego z pożyczkobiorcą, od okresu na jaki udzielana jest pożyczka, a także od ceny, jaką pożyczkobiorca jest skłonny zapłacić. Na przykład kiedy Vodaphone wstępnie zgodziła się na zapłatę swoim pożyczkodawcom marży w

wysokości 60 do 70 punktów bazowych powyżej LIBOR, włoska firma Olivetti starała się o uzyskanie 22,5 miliardowej europożyczki na sfinansowanie przejęcia (*hostile takeover*) Telekom-u Italia i zgodziła się na wycenę pożyczki na 225 punktów bazowych (2,25%) powyżej LIBOR.

W typowych europożyczkach konsorcjalnych, pożyczkobiorca zobowiązuje się do wpłacenia pożyczkodawcom z góry opłaty za aranżację pożyczki, opłaty za nie pobraną część pożyczki, opłaty agencyjnej oraz marży doliczanej do odsetek, którą banki udzielające pożyczki muszą wydatkować na zgromadzenie środków na pożyczkę.

Opłata wnoszona z góry jest proporcjonalnie dzielona przez banki przewodnie i przekazywana bankom uczestniczącym. Jest to zazwyczaj dokonywane w takich proporcjach, które maleją wraz ze zmniejszaniem się udziałów. Na przykład w ramach europożyczki w wysokości 200 milionów USD zaaranżowanej przez dwa banki dla średniej wielkości firmy - Nordic, banki otrzymały od pożyczkobiorcy wstępną opłatę za aranżację pożyczki w wysokości 0,2% jej kwoty, tj. łącznie 400.000 USD. Osiem banków, ze względu na swój wysoki wkład, pełniło rolę wiodących zarządców pożyczki, z których każdy wyłożył 12,5 miliona USD. Banki aranżujące pożyczkę zgodziły się na wypłacenie każdemu z nich prowizji w wysokości 0,1% pożyczki, tj. sumę 100.000 USD. Było także dziesięć zwykłych banków-zarządców, wnoszących do pożyczki po 5 milionów USD. Banki aranżujące przekazały każdemu z nich opłatę wysokości 0,075%, tj. kwotę 37.500 USD. Dwa banki aranżujące pożyczkę zatrzymały różnicę - 262.500 USD, same wnosząc do pożyczki po 25 milionów USD każdy, łącznie 50 milionów USD. Reasumując, dwa największe banki zarobiły na opłacie wstępnej 662.500 USD, czyli łącznie 1,325% wartości ich zaangażowania w transakcję.

To obliczenie wykazuje, że duży aranżer pożyczki może uzyskać sporych rozmiarów opłatę (1,325%) od swojego udziału nawet w przypadku, gdy całkowita opłata od pożyczki wnoszona przez pożyczkobiorcę jest relatywnie niska - 0,2%. Wykazuje to przewagę, jaką posiadają duże i silne banki nad słabszymi i mniejszymi (odpowiednio, zarządcy wiodący 0,8% i zwykli zarządcy 0,75% od zaangażowania), a także to, iż mogą uzyskać przyzwoity zysk nawet na rynkach, gdzie marże nie wiele przewyższają LIBOR.

Zarówno opłata wstępna, jak i marża doliczana do LIBOR, wzrastają wraz ze wzrostem ryzyka, jakie pociąga ze sobą powierzenie środków danemu pożyczkobiorcy. Rozważmy to na przykładzie dobrze udokumentowanego przypadku finansowania przedsięwzięcia Hub River Project w Pakistanie. Strony aranżujące finansowanie tego przedsięwzięcia zaoferowały uczestniczącym bankom następującą strukturę opłat wstępnych:

<u>STATUS</u>	<u>KWOTA POŻYCZKI</u>	<u>OPŁATA, %</u>
Współorganizator konsorcjum	50 mln USD (lub więcej)	2,00 % (stała stawka)
Bank senior	40 mln USD	1,80 %
Wiodący bank zarządzający	30 mln USD	1,60 %
Bank zarządzający	20 mln USD	1,30 %
Bank współzarządzający	10 mln USD	1,10 %

Jak widać, opłata wniesiona przez pożyczkobiorcę była 10 razy wyższa, niż w przypadku firmy Nordic. Nie jest to niczym nadzwyczajnym, gdyż Pakistan jest jednym z najbardziej ryzykownych miejsc na świecie na udzielanie kredytu. Marża płacona powyżej LIBOR w przypadku wspomnianej firmy Nordic wynosiła:

od 1 do 3 lat	0,275 %
od 4 do 5 lat	0,300 %

Była to marża dla firmy, która sama w sobie nie była bardzo stabilna, ale działała w stabilnym otoczeniu. Kiedy w 1997 roku wybuchł kryzys azjatycki, rząd Korei Południowej musiał zapożyczyć się na eurorynku w celu spłacenia długu krótkoterminowego, płacąc marżę ponad 400 punktów bazowych ponad LIBOR. Było to około 10 razy więcej od tego, co musiały przed kryzysem zapłacić najlepsze koreańskie firmy. Wykazuje to, że koszt pozyskania pieniądza może ulec zmianie wraz ze zmianami sytuacji finansowej pożyczkobiorcy.

Trzecia pozycja w kosztach, to prowizja za nie wykorzystaną część pożyczki, która zazwyczaj wynosi 50% stosowanej marży. Innymi słowy, jeśli pożyczkobiorca

zgodził się na zapłatę 0,6% marży ponad LIBOR, będzie musiał zapłacić 0,3% prowizji za nie wykorzystaną część pożyczki. Umowa o europożyczkach jest obszernym dokumentem zawierającym opis zobowiązań wszystkich stron. Celem tego dokumentu jest określenie i opisanie roli poszczególnych stron w transakcji pożyczki, takich jak pożyczkodawca (pożyczkodawcy), pożyczający, ośrodek koordynujący działalność członków konsorcjum, a także zajmujący się przepływem informacji i pieniędzy. Taki dokument pożyczki musi określać kwotę pożyczki, walutę, termin płatności, stopę procentową, redukcję kwoty pożyczki i plan jej spłat.

Dokument o pożyczce musi także określać warunki, jakie powinny być spełnione przez pożyczkobiorcę. Warunki te można podzielić na dwie kategorie: wstępne (*conditions precedent*) i właściwe, obowiązujące w czasie trwania pożyczki (*continuing conditions*).

Warunki wstępne muszą być spełnione zanim kwota pożyczki zostanie przekazana pożyczkobiorcy. Pożyczkodawcy wymagają potwierdzenia, że pożyczkobiorca rzeczywiście posiada upoważnienie do zaciągnięcia pożyczki, oraz że sygnatariusze są upoważnieni do podpisania dokumentu pożyczki. Pożyczkobiorca musi dostarczyć dowodów na to, że zaciągnięcie pożyczki nie narusza regulacji zewnętrznych i wewnętrznych dotyczących spółki. Przedstawiciele firmy muszą także udowodnić, iż dostarczone pożyczkodawcom informacje finansowe są dokładne, i że nie nastąpiła żadna istotnie negatywna zmiana od momentu sporządzenia sprawozdania finansowego. Ponadto, muszą udowodnić, że nie jest prowadzone żadne postępowanie sądowe, mogące zmienić jakiekolwiek przesłanki, na podstawie których podjęto decyzję o przyznaniu pożyczki.

Warunki właściwe, obowiązujące w trakcie trwania pożyczki, dotyczą spraw związanych z obsługą umowy o pożyczce, obliczeń i sposobów płatności odsetek oraz kwoty kapitału pożyczki, zgodności z różnymi ograniczeniami dotyczącymi działalności pożyczkobiorcy oraz utrzymania solidnej kondycji finansowej. Warunki te określają także okoliczności, w jakich umowa może być przedterminowo rozwiązana w przypadku naruszenia przez kredytobiorcę postanowień umowy.

Ograniczenia dotyczące działalności pożyczkobiorcy to zabezpieczenia finansowe, które są zawarte w umowie pożyczki i dotyczą działalności pożyczkobiorcy w czasie trwania pożyczki. Zezwalają one także pożyczkodawcom nie tylko na monitorowanie działalności pożyczkobiorcy, ale również na wywieranie

pewnego wpływu na przyszłe działania pożyczkobiorcy, w sposób mający zmniejszyć ryzyko nie spłacenia pożyczki.

Ograniczenia mogą wpłynąć na postępowanie pożyczkobiorcy na kilka różnych sposobów:

- zmuszania pożyczkobiorcy do dostosowywania się do obowiązujących wymagań prawnych,
- ograniczania nadmiernego korzystania z dodatkowych pożyczek,
- niedopuszczania do preferowania przez pożyczkobiorcę innych pożyczkodawców,
- ograniczania kwoty, którą pożyczkobiorca może wypłacić w postaci dywidend oraz przez zachowanie wartości netto firmy,
- wymagania zachowania przez pożyczkobiorcę odpowiedniego poziomu kapitału obrotowego i w ten sposób płynności.

Jedną z najczęściej stosowanych restrykcji jest klauzula zobowiązania negatywnego, która zapobiega przyznaniu przez pożyczkobiorcę gwarancji bezpieczeństwa (pierwszeństwa) spłat na korzyść innych pożyczkodawców. W najprostszej formie, polega to na zakazaniu zaciągania innych pożyczek zabezpieczonych (*secured borrowing*), chyba że pożyczkodawcy otrzymają tak samo satysfakcjonujące zabezpieczenie, „*pari passu*”. Celem tego jest zachowanie równorzędnej pozycji banków, które udzieliły pożyczki względem innych pożyczkodawców.

Dokument o pożyczce może także zawierać klauzule, odnoszące się do spraw związanych ze wzajemnymi stosunkami między pożyczkodawcami. Sprawy tego typu mogą dotyczyć, na przykład zasad podejmowania decyzji większością głosów, czy też procedur głosowania w przypadku, gdy pożyczkodawcy stoją w obliczu konieczności zrealizowania zabezpieczenia spłaty pożyczki. Wzajemne relacje między pożyczkodawcami mogą być bardzo istotne w przypadku finansowania przedsięwzięć o zróżnicowanych źródłach finansowania.

Poniższa Tabela 11.1. stanowi podsumowanie terminów i warunków dla typowego wielowalutowego euroinstrumentu pożyczkowego. Ten instrument ma charakter kredytu odnawialnego, co oznacza, że pożyczkobiorca może dokonać

wcześniejszej spłaty części lub całości należnej kwoty pożyczki i ponownie zaciągnąć ją w części lub całości, kiedykolwiek będzie to konieczne, w okresie pięciu lat.

Tabela 11.1. *Przykład wielowalutowej pożyczki odnawialnej na kwotę 200 mln USD, uzyskanej przez UTF Corporation.*

ZESTAWIENIE GŁÓWNYCH TERMINÓW I WARUNKÓW	
FORMA:	Niezabezpieczony wielowalutowy instrument kredytowy
KWOTA	200 mln USD lub ekwiwalent w jakiegokolwiek w pełni wymienialnej eurowalucie (poza koroną szwedzką), zależnie od jej dostępności
OKRES SPŁATY	5 lat
CEL	Ogólne cele włączając w to refinansowanie zaciągniętych długów i kapitału obrotowego
STOSOWANA MARŻA	od 1 roku do 3 lat 0.275 % od 4 do 5 lat 0.300 %
OPLATA ZA ZAANGAŻOWANIE (commitment fee)	50 % zastosowanej marży
OGRANICZENIA FINANSOWE	a) kapitał własny grupy kapitałowej nie mniej niż 40 % skonsolidowanych aktywów, b) skonsolidowany kapitał nie mniejszy niż 2 miliardy SEK, c) ograniczenia dotyczące zadłużenia filii: finansowe zadłużenie zewnętrzne wszystkich filii nie może przekraczać 750 mln SEK
DOKUMENTACJA	Standardowa dla tego typu eurowalutowych pożyczek konsorcjalnych
OBOWIAZUJĄCY SYSTEM PRAWNY	Prawodawstwo angielskie

11.3. EMISJA BONÓW KOMERCYJNYCH

11.3.1. DEFINICJA I HISTORIA BONÓW KOMERCYJNYCH

Bony komercyjne są krótkoterminowym skryptem dłużnym, dla użytku przemysłowego i handlowego, sprzedawanym z dyskontem inwestorom instytucjonalnym. Bony komercyjne emitowane w tej formie są, inaczej mówiąc, instrumentem zero-kuponowym. Tylko nieznaczna część bonów komercyjnych jest emitowana w formie przynoszącej odsetki. Rynek tych bonów cechuje się dużą skalą obrotów. Dla wielu emitentów, średnia wielkość transakcji wynosi około 5 milionów dolarów.

Korzenie bonów komercyjnych sięgają ponad 150 lat wstecz. Instrument ten nie jest więc niczym nowym, niemniej nadal jest bardzo popularny. Zobowiązania wynikające z tego typu papierów wartościowych przewyższają zobowiązania powstałe z weksli skarbowych i akceptów bankowych (*Bankers' Acceptances*).

Bony komercyjne nie podlegają rejestracji przez Komisję Papierów Wartościowych, a także nie są objęte wymaganiami dotyczącymi prospektu emisyjnego pod warunkiem, iż emisja przebiega w ramach któregoś z wyłączeń wynikających z Ustawy o Papierach Wartościowych (the Securities Act) z 1933 roku. W ramach najczęściej stosowanego zwolnienia na podstawie Rozdziału 3(a)(3), bony komercyjne są stosowane do sfinansowania „bieżących transakcji”, takich jak finansowanie kapitału pracującego.

Euro-bony komercyjne pojawiły się po raz pierwszy w połowie lat 1960-tych, kiedy to eksport kapitału z USA był ograniczony podatkami i innymi środkami fiskalno-administracyjnymi. Kilka amerykańskich firm zaczęło wówczas emitować w Londynie denominowane w dolarach bony komercyjne. W 1974 roku, rząd amerykański usunął restrykcje dotyczące eksportu kapitału, w wyniku czego, tańszym dla firm stało się pożyczanie na rynkach amerykańskich i eksportowanie funduszy, celem sfinansowania operacji w Europie i innych częściach świata. Doprowadziło to do upadku Euro-bonów komercyjnych. Odrodzenie tych papierów wartościowych nastąpiło w latach 1980-tych, ponieważ pozycja kredytowa amerykańskich banków pogorszyła się w związku z kryzysem w krajach słabo rozwiniętych gospodarczo. Inwestorzy ograniczyli swoje inwestycje w papiery

emitowane przez banki i zaczęli kupować więcej papierów wartościowych emitowanych przez rządy i korporacje. Rządy oraz firmy przekonały się, że mają możliwość zapożyczania się na rynkach przy takich samych kosztach jak w bankach. Dlatego też zwróciły się one bezpośrednio do inwestorów na eurorynkach, a nie do banków.

Nieco później, rynki bonów komercyjnych rozwinęły się w większości krajów, łącznie z Europą Środkową i Wschodnią. W tym miejscu ograniczymy się do rynku amerykańskiego, który bez wątpienia jest rynkiem największym i najbardziej płynnym.

11.3.2. INWESTORZY I EMITENCI NA RYNKU AMERYKAŃSKIM

Inwestujący w bony komercyjne, to instytucje takie jak trusty bankowe, firmy ubezpieczeniowe, firmy inwestycyjne zarządzające funduszami emerytalnymi i funduszami rynku pieniężnego oraz przedsiębiorstwa przemysłowe. W ostatnich latach, instytucje rządowe i władze lokalne, wliczając fundusze emerytalne prowadzone przez takie organizacje na rzecz swoich pracowników, rozpoczęły inwestowanie w bony na dużą skalę. Dla tych inwestorów, bony komercyjne stanowią atrakcyjną lokatę na okres zazwyczaj nie dłuższy niż 45 dni. Te papiery wartościowe zapewniają im krótki termin płatności, atrakcyjną stopę rentowności, a także sposób na zróżnicowanie posiadanych portfeli inwestycyjnych. Jako, że liczba emitentów jest bardzo duża, daje to możliwość rozłożenia ryzyka kredytowego.

Jednymi z najwcześniejszych emitentów bonów skarbowych w XIX wieku były firmy przemysłowe, które potrzebowały kapitału pracującego. Zaczęły one korzystać ze sprzedaży wolnorynkowej papierów wartościowych, w zamian za pożyczki bankowe. W latach 1920-tych, wprowadzenie sprzedaży samochodów i innych dóbr trwałego użytku znacznie zwiększyło zapotrzebowanie konsumentów na krótkoterminowe kredyty, co z kolei doprowadziło do stworzenia i gwałtownego wzrostu firm oferujących kredyty konsumenckie.

Obecnie, firmy nie będące instytucjami finansowymi nadal emitują bony komercyjne. Wystawiane przez nie papiery opiewają na wartość nieco mniejszą niż jedna czwarta wartości zobowiązań z tytułu bonów komercyjnych. Pozostała część pożyczanej kwoty jest przejmowana przez firmy finansowe. Większość głównych

dealerów bonów komercyjnych, takich jak Merrill Lynch i Goldman Sachs, prowadzi również sprzedaż własnych bonów. Celem tego jest zwiększenie płynności przez oferowanie jeszcze jednego źródła krótkoterminowych funduszy, a także zwiększenie wyboru w ramach struktury terminów płatności krótkoterminowych zobowiązań. Udział emitentów zagranicznych wynosi około 20% całości emitowanych papierów na amerykańskim rynku papierów wartościowych.

11.3.3. BANKOWE LINIE KREDYTOWE

Z powodu krótkiego terminu wykupu bonów komercyjnych, emitenci muszą dziennie spłacać dziesiątki miliardów dolarów. Indywidualny inwestor może czasem być w stanie wykupywać papiery funduszami wypracowanymi w tym czasie przez firmę w działalności operacyjnej. Jednakże zdecydowanie większa część papierów wartościowych jest spłacana poprzez sprzedaż nowych papierów, w celu uzyskania funduszy na spłatę.

Taka sytuacja stwarza ryzyko zarówno dla emitenta, jak i inwestora. Pewien niesprzyjający zbieg okoliczności może doprowadzić do sytuacji, w której nowa emisja będzie albo bardzo droga, albo po prostu niemożliwa. W celu uniknięcia takiego ryzyka, emitenci zabezpieczają wystawione papiery **bankowymi liniami kredytowymi**.

Z punktu widzenia emitenta, istnienie bankowych linii kredytowych jest wyrazem rozsądnego traktowania istniejącego ryzyka. Bezpośrednim powodem jest to, że inwestorzy zakupią tylko papiery zabezpieczone kredytowymi liniami bankowymi, a agencje ratingowe wydadzą odpowiednie oszacowanie ryzyka kredytowego tylko papierom zabezpieczonym liniami bankowymi.

Większość emitentów dokłada starań, ażeby posiadać 100% zabezpieczenia na swoje papiery. Jednak, największy indywidualny emitent bonów komercyjnych, the General Motors Acceptance Corporation (GMAC) posiada niespełna 60% zabezpieczenie linią bankową dla swoich papierów. Można by tu wymienić także sporą liczbę innych najwyżej notowanych emitentów, w przypadku których zabezpieczenie kształtuje się znacznie poniżej 100%. Emitenci muszą zapłacić bankom opłatę za uruchomienie i utrzymanie linii kredytowej. Ta opłata zwiększa

koszt finansowania i musi być uwzględniona przez emitenta podczas obliczania łącznych kosztów.

11.3.4. OCENA KREDYTOWA (RATING)

Jednym z kluczy do sukcesu bonów komercyjnych jest przekonanie inwestorów o tym, że dany papier jest instrumentem o wysokiej jakości, z niewielkim ryzykiem niespłacenia. Z tego powodu, dostęp do rynku istnieje tylko dla firm o wysokiej zdolności kredytowej.

W celu wykazania wysokiej zdolności kredytowej, emitenci starają się o uzyskanie oceny zdolności kredytowej z dwóch lub większej ilości agencji ratingowych: Standard and Poor's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Duff & Phelps, INC., Fitch Investors Service, Inc. W celu uzyskania ratingu, firma emisyjna musi wnieść opłatę do agencji ratingowej. Taka opłata oczywiście zwiększa koszt finansowania bonów komercyjnych. Z drugiej strony, emitent może skorzystać z posiadanej oceny zdolności kredytowej, gdy będzie chciał skorzystać z innych form finansowania dostępnych na rynku amerykańskim.

Proces oceny zdolności kredytowej będzie omawiany szczegółowo w następnym rozdziale. Jednakże streszczając proces szacowania zdolności kredytowej można powiedzieć, że odbywa się on na podstawie oceny jakości kierownictwa, zysków i bilansu firmy. Ogólnie mówiąc, kryteriami dla uzyskania dobrej oceny są silna kadra kierownicza, dobra pozycja w ustabilizowanej branży przemysłowej, wzrastające zyski, odpowiednia płynność, a także zdolność zapożyczenia się celem sprostania przewidywanym i nie przewidywanym potrzebom finansowym.

W przypadku pożyczek krótkoterminowych, takich jak bony komercyjne, tym co najbardziej interesuje agencje ratingowe jest **płynność** - czy pożyczkobiorca zbierze pieniądze na spłatę w dniu wymagalności pożyczki. Dzisiaj, ażeby firma uzyskała odpowiedni rating papierów wartościowych musi być zabezpieczona bankowymi liniami kredytowymi.

Ażeby zostać emitentem, który odniósł sukces na amerykańskim rynku bonów komercyjnych, firma musi uzyskać najwyższy lub bliski niemu rating krótkoterminowy. Emitent musi także utrzymać wysoką zdolność kredytową do okresu wykupu. W sytuacji, gdy firma utraci taką pozycję, wypadnie z rynku.

Jeśli firma nie może otrzymać wysokiego ratingu opartego na swojej zdolności generowania zysków i bilansie, może starać się o gwarancje pierwszorzędного banku lub firmy ubezpieczeniowej. Emitent musi oczywiście wnieść opłatę za taką gwarancję. Zwiększa to łączny koszt pożyczki, co może oznaczać, że emisja krótkoterminowych papierów wartościowych przestanie być oszczędnym sposobem gromadzenia funduszy. Nasuwa się tu wniosek, że amerykański rynek papierów wartościowych jest realnym źródłem funduszy, ale tylko dla firm o silnej pozycji.

11.3.5. WYBÓR DEALERA

Amerykańskie bony komercyjne są emitowane przez dealerów lub bezpośrednio przez emitentów. Bezpośrednimi emitentami są duże firmy, takie jak General Motors Acceptance Corporation. Dealerami są banki inwestycyjne, takie jak Merrill Lynch i Goldman Sachs. Wraz z rozluźnieniem wymogów prawa amerykańskiego, które od lat 1930-tych oddziela bankowość handlową od inwestycyjnej, przodujące banki handlowe, takie jak Citibank i J.P. Morgan, także stały się aktywne na tym rynku.

Dla zagranicznego emitenta, jedynym realnym sposobem wejścia na amerykański rynek jest wynajęcie dealera. Emitent płaci prowizję, która zwykle wynosiła 0.125 %. Ostra konkurencja wymusiła obniżenie tej prowizji i obecnie jest ona uzależniona od rozmiarów danego programu emisyjnego. Dla banków inwestycyjnych uzasadnieniem pobierania niskich opłat jest fakt, iż program emisji bonów komercyjnych stanowi główną działalność i podstawę relacji bankowych. Ta sama prawidłowość dotyczy zagranicznych firm po raz pierwszy wchodzących na amerykańskie rynki. Program bonów komercyjnych może być sposobem na stworzenie zauważalnej obecności firmy na tych rynkach i na zbudowanie relacji z bankiem inwestycyjnym. W przypadku firmy stosującej tę strategię, koszt zebrania pieniędzy nie jest jedynym punktem, na którym należy się skoncentrować. Wybierając dealera, firma powinna mieć na uwadze cele bardziej dalekosiężne niż sam program emisji bonów komercyjnych.

12. EMITOWANIE AKCJI NA MIĘDZYNARODOWYCH RYNKACH KAPITAŁOWYCH

12.1. RYNEK AMERYKAŃSKI JAKO PRZYKŁAD

W tym rozdziale przedmiotem rozważań będzie firma, która planuje emitować akcje na międzynarodowym rynku kapitałowym. Zamiast pobieżnej charakterystyki kilku ważniejszych rynków zostanie szerzej wykorzystany przykład rynku Stanów Zjednoczonych. Jest zarówno największy, jak i najbardziej rozwinięty rynek. Firma, która jest w stanie wystąpić z wstępną ofertą publiczną (*IPO, Initial Public Offer*) w USA najprawdopodobniej będzie również w stanie emitować akcje w Europie, czy na Dalekim Wschodzie. Rynek amerykański charakteryzuje się dobrym przyjęciem emisji pochodzących tak z dużych, jak i z małych firm. Jest gotowy zaakceptować firmy posiadające już pewien bagaż doświadczeń, ale także nowe firmy.

W ostatnich latach najlepszym przykładem firmy występującej z pierwotną ofertą publiczną (IPO) jest Netscape Communications Corp. W momencie emisji akcji firma istniała od 15 miesięcy. Przy sprzedaży wartości 15 mln USD i braku historii rentowności, w sierpniu 1995 roku zebrała kapitał w wysokości 140 mln USD. W listopadzie 1996 roku firma przeprowadziła drugą ofertę publiczną, dzięki której zgromadziła dodatkowy kapitał w wysokości 96 mln USD.

Obecnie małe firmy mogą oferować swoje akcje także za pomocą Internetu. Pierwsza oferta publiczna w Internecie przyniosła w 1995 roku amerykańskiemu browarowi Spring Street Brewery 1,6 mln USD.

Współczesny rynek amerykański jest otwarty dla firm zagranicznych. Przykładem dużej firmy zagranicznej emitującej akcje w USA może być Deutsche Telekom, który wystąpił z IPO w listopadzie 1996. Ponieważ ta emisja była wyjątkowo duża, została przeprowadzona w formie *Global Issue* (emisji globalnej, światowej), co oznacza, że akcje były emitowane jednocześnie w Europie, w obydwu

Amerykach i na rynkach azjatyckich. Deutsche Telekom sprzedał 600 mln akcji w cenie 28,50 DEM, bijąc europejski rekord wartości zgromadzonego kapitału kwotą 17,5 mld DEM.

W USA akcje Deutsche Telekom były notowane na Giełdzie w Nowym Jorku (New York Stock Exchange, w skrócie NYSE), która jest wiodącą giełdą w USA. Istnieje także możliwość emitowania akcji na rynku pozagiełdowym (tzw. over-the-counter market), to znaczy, na National Association of Securities Dealers' Automated Quoting System (w skrócie system NASDAQ). Jest to rynek otwarty nie tylko dla małych firm. Kiedy w 1983 roku szwedzka firma Telefon AB LM Ericsson wyemitowała na rynku amerykańskim akcje o wartości 230 mln USD, były one notowane na NASDAQ. Podobnie, Microsoft był notowany na NASDAQ po swojej IPO na kwotę 67 mln USD w 1986 roku.

Nawet małe zagraniczne firmy były i są w stanie zebrać kapitał z publicznej oferty na rynku amerykańskim. Szczególnie aktywne na tym rynku były izraelskie firmy zajmujące się zaawansowaną technologią. Węgierska firma telefoniczna Matar Rt była pierwszą firmą z Centralnej Europy, która została notowana na NYSE, w rezultacie emisji akcji o wartości 1 mld USD w listopadzie 1997 roku.

12.2. SZANSE I ZAGROŻENIA ZWIĄZANE Z WSTĘPNĄ OFERTĄ PUBLICZNĄ (IPO)

Firma, która ma silny zespół kierowniczy i wiarygodną historię inwestycji, którą można by przedstawić inwestorom, może rozważać IPO pod warunkiem, że rynek akcji zwykłych (*equity market*) ma korzystny klimat. Przed podjęciem decyzji, zarząd firmy musi zadać sobie cały szereg pytań analizujących szanse i zagrożenia związane z IPO.

Dla szybko rosnącej firmy, IPO oferuje szanse zdobycia dodatkowego kapitału pozwalającego podtrzymać wzrost. Polepszona dźwignia finansowa (stosunek długu do kapitału) stwarza dodatkowe możliwości zaciągnięcia kredytu, a często także bardziej korzystne warunki dla pozyskania dodatkowego kapitału własnego. IPO stwarza lepsze możliwości dla fuzji oraz zakupu innych firm, ponieważ można je kupić za pomocą pieniędzy pochodzących ze sprzedaży emisji lub płacić akcjami. IPO ma także wpływ na możliwości zwerbowania i zatrzymania pracowników na

kluczowych stanowiskach. Opcje nabycia akcji (*stock options*) mogą stanowić istotną zachętę motywującą do pracy i pozostania w firmie przez takich pracowników.

Notowanie na giełdzie polepsza obrót akcjami firmy oraz stwarza większe szanse na dotarcie do szerszego grona inwestorów za pośrednictwem komunikatów i obwieszczeń w prasie, z których część i tak firma musi zamieszczać, by spełnić formalnoprawne wymogi dotyczące emisji. Ponadto IPO daje pierwotnym właścicielom szanse na zróżnicowanie ich portfeli inwestycyjnych oraz na zaplanowanie struktury majątku (*estate planning*).

Istnieją też pewne zagrożenia i negatywne cechy związane IPO. Oferta publiczna redukuje kontrolę założycieli nad własnością i wiąże się z dojściem nowych udziałowców, którzy mogą mieć inne zdanie na temat polityki firmy. W najgorszym przypadku firma, do której prawa właścicielskie są przedmiotem publicznego obrotu, może być narażona na wrogie przejęcie, przeprowadzone przez konkurencję w celu wyeliminowania jej z rynku. Jeśli firma wejdzie na giełdę zbyt wcześnie, nowi udziałowcy mogą przejąć nieproporcjonalnie duży udział w zyskach. Lepszą cenę akcji można uzyskać poprzez późniejsze wejście na giełdę i wykorzystanie tego czasu na polepszenie wyników finansowych firmy. Wymagania dotyczące publikowania informacji o stanie finansowym (*disclosure requirements*), które musi spełnić firma będąca na giełdzie, mogą być trudne do zaakceptowania przez część kadry zarządzającej. Po wejściu na giełdę, firma musi przedkładać pewne finansowe sprawozdania, które odkrywają znacząco więcej informacji, niżby ujawniła firma nie będąca na giełdzie.

Inwestorzy, analitycy giełdowi i prasa finansowa mogą domagać się od zarządu firmy by poświęcał im swój czas, udzielając wyjaśnień na temat giełdowych losów akcji firmy. Ponadto, występują poważne wydatki jednorazowe i cykliczne związane z emisją oraz nowymi wymaganiami dotyczącymi księgowej strony różnych pozycji rachunku wyników i bilansu. Udziałowcy posiadający pakiet kontrolny akcji oraz zarząd muszą przestrzegać regulacji dotyczących wykorzystywania wewnętrznych informacji do nielegalnego obrotu akcjami (*insider trading*). Wreszcie, jeśli czas emisji nie jest odpowiedni, złe warunki rynkowe mogą prowadzić do porażki planowanej emisji, co może zniszczyć publiczny wizerunek firmy.

12.3. DECYZJA O WEJŚCIU NA GIEŁDĘ

Jeśli właściciele firmy i jej zarząd doszli do wniosku, że najlepszym sposobem zabezpieczenia interesów firmy i jej akcjonariuszy jest wejście na giełdę, to następną kwestią jest wybór momentu, w którym emisja powinna być przeprowadzona. Aby podjąć tę decyzję, zarząd powinien ocenić zarówno pozycję firmy jak i stan rynku akcji (equity market). W idealnej sytuacji, firma powinna zacząć przygotowywać się do IPO dużo wcześniej, zanim podejmie się decyzję, czy emisja akcji będzie miała miejsce, czy nie.

Dla młodej i stosunkowo małej firmy, jedną z najbardziej trudnych decyzji do podjęcia jest określenie, czy firma jest wystarczająco duża, dojrzała lub rentowna, aby wejść na giełdę. Prawdą jest, że rozmiar firmy pomaga, ale przykład Netscape Communications Corp. dowodzi, że nawet początkujące firmy bez historii rentowności mogą wejść na giełdę.

Silny zarząd jest jednym z kluczowych warunków odniesienia sukcesu podczas IPO. Zarząd firmy notowanej na giełdzie musi nie tylko być w stanie zarządzać jej rozrastającą się bieżącą działalnością. Musi on także umieć skutecznie postępować z analitykami finansowymi i kredytowymi, prasą finansową oraz udziałowcami. Drugim kluczowym warunkiem sukcesu podczas IPO jest wiarygodna historia inwestowania (*investment story*), sytuacja danej branży przemysłu, pozycja firmy na rynku i perspektywy rozwoju. Ukazane publicznie perspektywy i potencjał stabilnego wzrostu bardzo dobrze oddziałują na inwestorów. Po trzecie, sposób zagospodarowania wpływów z emisji będzie oceniony przez inwestorów. Wielkość oferty musi być uzasadniona finansowymi potrzebami firmy.

Co więcej, zarząd firmy musi ocenić warunki na rynku i właściwy dobór czasu emisji. Sukces nowej emisji zależy od ogólnej predyspozycji rynku do przyjmowania nowych emisji, w szczególności, pochodzących z tej branży przemysłu, w której specjalizuje się firma. Na rynku istnieją okresy specyficznej koniunktury dla akcji różnego rodzaju firm. W jednym roku inwestorzy walczą o akcje firm zajmujących się zaawansowaną technologią, a w następnym tracą zainteresowanie tą kategorią firm. Warunki na rynku mogą zmienić się gwałtownie i w sposób niemożliwy do przewidzenia. Z tego wynika, że zarząd firmy powinien rozpocząć emisję, kiedy rynek pozwoli firmie wejść na giełdę. Właściwy dobór czasu emisji decyduje o wszystkim.

Firmy powinny wchodzić na giełdę, gdy rynek jest silny i istnieje na nim dobra koniunktura dla akcji z właściwej im branży, o ile są już do tego przygotowane.

Z powyższych rozważań płynie wniosek, że aby emisja odniosła sukces, muszą ją poprzedzać bardzo staranne przygotowania. W idealnej sytuacji, planowanie IPO powinno rozpocząć się na kilka lat przed planowanym terminem emisji. Wczesny nacisk na planowanie zredukuje zarówno koszty, jak i inne obciążenia związane z IPO.

Zarząd firmy powinien skoncentrować swoją uwagę na czterech sprawach: profesjonalnym doradztwie, sformalizowaniu zarządzania firmą, wyborze Rady Dyrektorów (zarządu) akceptowanym przez inwestorów, oraz wewnętrznym systemie sprawozdań. Firma będzie potrzebować pomocy ze strony banku inwestycyjnego, najlepiej takiego, który się już specjalizuje w danej branży i technologii.

Sformalizowanie zarządzania oznacza przyjęcie struktury wewnętrznych sprawozdań, które odpowiadają wymaganiom sprawozdawczości po emisji, sformalizowanie spotkań zarządu, efektywne i terminowe składanie raportów finansowych oraz dobry system kontroli wewnętrznej. Zarząd powinien mieć w swym gronie przedstawicieli z zewnątrz, których są w stanie zaakceptować inwestorzy.

Firma z udokumentowaną historią finansową zwykle musi przedstawić skontrolowane przez zewnętrzny podmiot (audyt) sprawozdania finansowe z ostatnich trzech lat, wybrane informacje finansowe z ostatnich pięciu lat oraz specyficzne dane z danej branży przemysłu i rejonu geograficznego, jak i ciągłą ocenę biegłych rewidentów dotyczącą tych danych. Jeśli te informacje nie są przygotowane z właściwym wyprzedzeniem, firma straci dużo czasu na poczynienie odpowiednich zmian, a w najgorszym przypadku, po wdrożeniu zmian rynek może nie być już otwarty na tę emisję.

Przed dokonaniem wstępnej oferty publicznej, firma powinna zająć się także kilkoma innymi sprawami. Stworzenie właściwych relacji z inwestorami i pozytywnego wizerunku firmy jest kluczowym zagadnieniem. Sprzedaż akcji i utrzymywanie zainteresowania inwestorów jest podobne do sprzedaży produktów. Tworzenie wizerunku firmy jest zwykle bardzo czasochłonnym przedsięwzięciem.

Pierwszym krokiem w tworzeniu programu finansowych relacji z otoczeniem (*public relations*) jest zdefiniowanie rynku docelowego. Dla firmy spoza USA

planującej emitować akcje na rynku amerykańskim, inwestorzy instytucjonalni są z reguły rzeczywistą grupą docelową. Drugim krokiem jest znalezienie analityków giełdowych, którzy specjalizują się w branży przemysłowej danej firmy. Profil firmy (company profile), czyli prospekt opisujący firmę, jej produkty, rynki działania, musi być przygotowany i rozpowszechniony wśród docelowej grupy analityków, albo w ramach spotkań bezpośrednich albo pocztą, przez udział w targach inwestorów itp. Zarząd musi się także nauczyć utrzymywać kontakty z prasą handlową i finansową, aby firma stała się znana publicznie.

Jeśli pierwotnie była to firma rodzinna, często istnieje potrzeba zmian w strukturze prawnej firmy. Publiczne spółki akcyjne muszą być zorganizowane jako pojedyncza osoba prawna, spółka macierzysta z filiami. W firmie rodzinnej kluczowe osoby mogą być bezpośrednimi właścicielami kilku firm i być może nie będą w stanie zrozumieć, że międzynarodowi inwestorzy wymagają skonsolidowanej struktury firmy, w której filie podlegają jednej spółce macierzystej. Ostatni kryzys w Azji jasno pokazuje, jak trudno jest wielu właścicielom olbrzymich firm zaakceptować wymagania przejrzystości finansowej, stawiane przez inwestorów międzynarodowych.

Istnieje także potrzeba przeprowadzenia kontroli prawnej poprawności pewnych kontraktów z udziałowcami i urzędnikami firmy: umów o zatrudnienie, opcji nabycia akcji, planów zakupów, warunków dzierżawy, zaciągniętych długów, kredytów udzielonych udziałowcom lub zarządowi, praw pierwokupu, kontraktów z głównymi dostawcami. Dotyczy to także statutu korporacji oraz aktów prawnych z nim powiązanych.

Na koniec, firma musi przygotować *business plan*, który jest kluczowym składnikiem sukcesu w wejściu na giełdę. To pozwala gwarantom emisji, czyli bankom inwestycyjnym, obiektywnie ocenić sytuację firmy i potencjał na przyszłość. Typowy *business plan* obejmuje wprowadzenie w formie streszczenia, opis przedsięwzięcia, analizę rynku, produktów i usług, strategię marketingową, proces wytwarzania produktu lub usług, zarządzanie i organizację, informacje finansowe i potrzeby finansowe. Niektóre części *business planu* będą stanowić podstawę prospektu emisyjnego i w ten sposób wpłyną na proces wchodzenia na giełdę.

12.4. STRONY ZAANGAŻOWANE W PROCES

W przypadku, gdy obca na rynku amerykańskim firma przystępuje do publicznej emisji akcji, może ona przyjąć dwa podstawowe sposoby wchodzenia na giełdę.

Tradycyjnym sposobem jest przejście przez proces rejestracji w Komisji Papierów Wartościowych (Securities and Exchange Commission - SEC) federalnego rządu Stanów Zjednoczonych. Komisja nadzoruje przestrzegania prawa federalnego na rynku papierów wartościowych, które zostało stworzone po Wielkim Kryzysie lat 1930-tych, aby chronić inwestujących w akcje oraz dłużne papiery wartościowe.

Drugi sposób emisji, z którego może skorzystać firma, to emisja akcji zgodnie z Zasadą 144A (Rule 144A) i ich sprzedaż inwestorom instytucjonalnym, a następnie ubieganie się o notowanie akcji na NYSE albo NASDAQ. Zestaw strony zaangażowanych w proces będzie różny, w zależności od wybranego przez firmę sposobu emisji.

SEC została stworzona by nadzorować ustawy Securities Act z roku 1933 oraz Securities Exchange Act z roku 1934. Pierwsza Ustawa ma dwa cele. Wymaga od firm rejestrowania publicznych emisji papierów wartościowych w SEC, zanim będą one sprzedawane na giełdzie, ponadto zawiera regulacje antykorupcyjne, które odnoszą się do udziałowców posiadających pakiety kontrolne, dyrektorów, gwarantów, pracowników firmy oraz ekspertów. Druga Ustawa również ma dwojaki cel. Po pierwsze, aby zapobiec nagannym zachowaniom na rynku papierów wartościowych, po drugie, by zapewnić okresową sprawozdawczość firm emitujących. Ponieważ formalności wymagane przez SEC są czasami uciążliwe, wiele firm spoza Ameryki próbuje ich uniknąć w trakcie przeprowadzania pierwszej emisji na rynku amerykańskim.

SEC przyjęła Zasadę 144A w kwietniu 1990 roku. Stworzyła ona specjalną klasę prywatnych plasowań, które przypominają rynek publiczny. Emisja akcji zgodnie z tym przepisem jest bardzo atrakcyjna dla firm zagranicznych, które mogą w ten sposób uniknąć wymogu podawania do powszechnej wiadomości informacji o emitencie, wynikającego z zasad oferty publicznej, a równocześnie korzystać z dobrodziejstw rynku publicznego.

Zasada 144A stanowi, że emitująca firma może sprzedać swoje papiery wartościowe Kwalifikowanym Nabywcom Instytucjonalnym (Qualified Institutional

Buyers - QIBs). Kupujący nie musi trzymać papierów wartościowych przez dwa lata, czego wymagają przepisy dotyczące tradycyjnych plasowań prywatnych. Zamiast tego, kupującemu wolno handlować tymi papierami wartościowymi na rynku wtórnym pomiędzy QIBs. Dla emitującej firmy zagranicznej, istniejąca grupa 4500 dużych i wyrafinowanych inwestorów instytucjonalnych, to realna grupa docelowa. Dlatego, firmy zagraniczne nie chcą przechodzić przez procedury rejestracyjne wymagane, by móc dotrzeć do indywidualnych inwestorów, których zainteresowanie nieznaną firmą zagraniczną jest zresztą mało prawdopodobne.

Jednak, jeśli firma sprzeda swoje pierwsze akcje, zgodnie z Zasadą 144A, Kwalifikowanym Inwestorom Instytucjonalnym (QIBs) i otrzyma notowanie na NYSE lub NASDAQ, a potem chce dokonać dalszej emisji akcji, wtedy emitent musi dokonać publicznej oferty zarejestrowanej przez SEC. Na przykład w ramach oferty globalnej Deutsche Telekom z listopada 1996 roku, akcje zostały wyemitowane zgodnie z Zasadą 144A. Było to możliwe, ponieważ akcje Deutsche Telekom były emitowane na rynku amerykańskim pierwszy raz. Jeśli nastąpi ponowna emisja, Deutsche Telekom będzie musiał przejść przez pełną procedurę rejestracyjną.

Przyjmijmy założenie, że firma rozważa emisję zgodną z Zasadą 144A i dlatego nie będziemy omawiać procesu rejestracyjnego w SEC. Strony, które są zaangażowane w taką emisję to zarząd firmy, księgowi, prawnicy, gwaranci, prasa finansowa, ale SEC nie bierze w tym udziału. Członkowie kierownictwa firmy odegrają główną rolę w procesie IPO. Ich podstawowym obowiązkiem jest wykreowanie publicznego wizerunku firmy. Muszą spotykać się z analitykami branżowymi i giełdowymi, prasą finansową, wybrać doradców, negocjować ich wynagrodzenie, pracować z doradcami, zainicjować wszystkie przygotowania, podejmować decyzje i wykonywać te czynności, które poprzedzają ofertę (takie jak choćby zaplanowanie czasu, w jakim ten proces ma się odbyć, rozdzielenie obowiązków wśród księgowych, prawników, gwarantów i personelu firmy), zebrać szczegółowe informacje w prospekcie emisyjnym oraz odbyć „podróż promocyjną” (road show) z gwarantami emisji.

Firma będzie musiała skorzystać z pomocy księgowych w przygotowaniu informacji o sytuacji finansowej firmy, niezbędnych do prospektu emisyjnego i listów skierowanych do gwarantów. Gwaranci polegają na tych informacjach, zakładając ich rzetelne przygotowanie od strony danych finansowych.

Zadania postawione prawnikom obejmują weryfikacje istniejących już zobowiązań kontraktowych, korekty statutu spółki i aktów z nim związanych oraz, jeśli pojawi się taka potrzeba, asystowanie przy kształtowaniu praw nabycia akcji i innych planów związanych z nabywaniem akcji, doradztwo w zakresie wszelkich kwestii mających wagę prawną. Często prawnicy odgrywają koordynującą rolę w przygotowaniu prospektu emisyjnego.

Gwaranci, czyli banki inwestycyjne zarządzające emisją, tworzą konsorcjum gwarancyjne (*underwriting syndicate*), rozprowadzają papiery wartościowe poprzez tę grupę oraz odgrywają ważną rolę w utrzymaniu rynku na akcje po emisji.

Wydawnictwa wyspecjalizowane w publikacjach finansowych są zdolne wydrukować prospekt emisyjny w bardzo krótkim czasie, co pomaga emitentowi dotrzymać napiętych terminów.

12.5. GWARANTOWANIE OFERTY (UNDERWRITING THE OFFERING)

Wybór głównych gwarantów jest procesem dwustronnym. W zależności od wielkości, kraju pochodzenia firmy, bieżących i potencjalnych rynków na dane produkty, gałęzi przemysłu, firma będzie musiała szukać specyficznego banku inwestycyjnego. Z drugiej strony, pewne banki inwestycyjne będą lub nie będą chciały pracować z konkretną firmą w określonym klimacie inwestycyjnym. W rzeczywistości, czasami zdarza się, że to bank inwestycyjny wybiera firmę, a nie odwrotnie. Na przykład to banki inwestycyjne efektywnie wybrały pierwsze skandynawskie firmy, które wyemitowały akcje na rynku amerykańskim we wczesnych latach 1980-tych.

Typowe kryteria, które są brane pod uwagę przez firmy w wyborze banku inwestycyjnego to reputacja, doświadczenie w danej branży, zdolności do tworzenia konsorcjum i rozprowadzania emisji, zdolność zapewnienia informacji i analiz o firmie, wachlarz usług w zakresie doradztwa finansowego oraz koszt tych usług.

Gwaranci badają firmę i jej perspektywy na przyszłość w ten sam sposób, w jaki robią to inwestorzy. Rozpoczynają od business planu, przeprowadzają rozmowy z kierownictwem firmy, przeglądają raporty finansowe i stosowaną metodę prowadzenia rachunkowości, oceniają prognozę finansową firmy, oceniają firmę i jej

produkty na tle branży, rozmawiają z dostawcami i klientami, szacują udział w rynku i potencjał wzrostu oraz rozważają zamierzone wykorzystanie wpływów z emisji.

Gwaranci często proszą firmę, aby na początku procesu emisyjnego podpisała list intencyjny. Nie tworzy to prawnych zobowiązań dla firmy, z wyjątkiem uiszczenia pewnych opłat gwarantom, jeśli oferta nie zostanie wdrożona. Podjęcie ostatecznej decyzji w sprawie wyceny akcji oraz podpisanie umowy o gwarantowaniu emisji odbywa się w ostatniej chwili, gdy wszystko jest gotowe do emisji akcji. Docelowa cena akcji jest zwykle ceną, która pozwoli na pewien wzrost kursu na rynku wtórnym (*aftermarket*) wkrótce po emisji.

Gwaranci, którzy godzą się na zakup wszystkich akcji znajdujących się w ofercie, pobierają prowizję gwarancyjną (*underwriting commission*). Dla małych firm jest to suma odpowiadająca od 6 do 10% ceny emisji. Na przykład w 1986 Goldman Sachs pobrał prowizję od Microsoft w wysokości 6%. W przypadku znanych i dużych firm prowizja taka jest znacznie niższa.

Główni gwaranci tworzą konsorcjum gwarancyjne, które w przypadku dużej emisji może obejmować nawet ponad 100 członków. Każdy z członków podejmuje się wziąć odpowiedzialność za uplasowanie określonej ilości akcji. Prowizja jest płacona najpierw głównym gwarantom, a różnica (nadwyżka) jest rozdzielana w konsorcjum w proporcjach zależnych od ilości gwarantowanych akcji i podlega ostatecznej akceptacji.

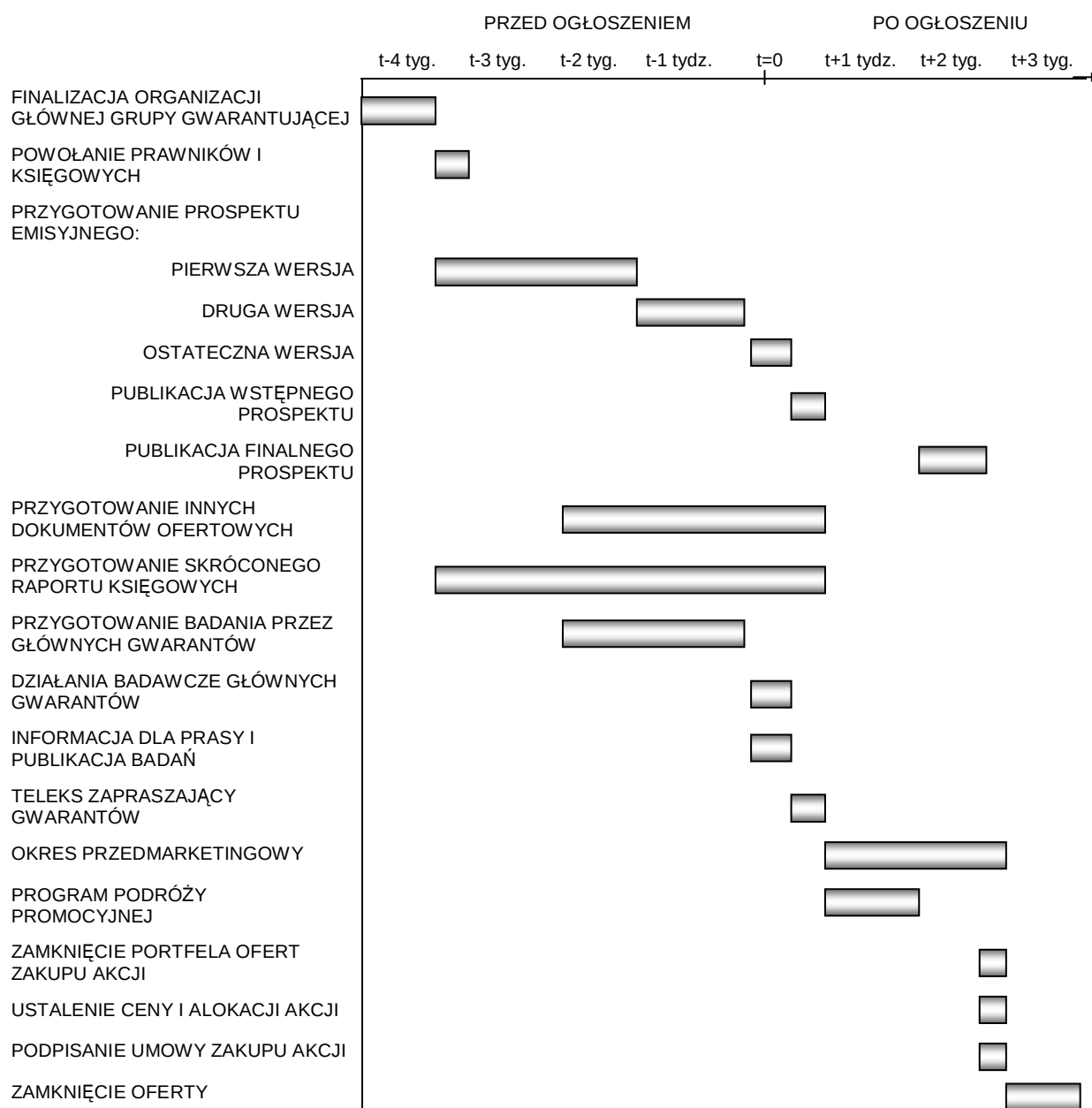
W tygodniach bezpośrednio poprzedzających emisję, gwaranci zabierają kierownictwo firmy w podróż promocyjną (*road show*) do centrów finansowych USA lub, w przypadku Global Offering, także do centrów Europy i Azji. W trakcie podróży promocyjnej, kierownictwo firmy spotyka się z analitykami i inwestorami instytucjonalnymi, przeprowadza prezentację firmy oraz udziela odpowiedzi na pytania. Daje to także inwestorom okazję do oceny kadry kierowniczej firmy.

Typowy rozkład czynności przed procesem emisji jest podany na poniższym Schemacie 12.1. Firmie, która nie przygotowała się solidnie do emisji, zajmie to znacznie więcej czasu, niżby wynikało z tabeli poniżej. Może to trwać do pół roku.

Wydatki związane z IPO obejmują prowizje dla gwarantów, opłaty prawne, opłaty pobierane przez księgowych, koszty druku, koszty podróży promocyjnej, no i przede wszystkim, koszt czasu kadry kierowniczej, który został poświęcony emisji.

Na koniec, po emisji firma musi uzyskać rejestrację, czyli notowanie (listing) na giełdzie, co również pociąga za sobą koszty.

Schemat 12.1. *Etapy przygotowań emisji akcji w ramach wstępnej oferty publicznej (IPO).*



Zamiast rzeczywistej emisji akcji firmy, zagraniczny emitent zwykle emituje tak zwane *ADR-y* (*American Depositary Receipts*). Są to zbywalne (*negotiable*) kwity o prawie określonej formie, emitowane przez bank amerykański lub przez fundusz powierniczy pełniący rolę depozytariusza. ADR-y dokumentują prawa właścicielskie wynikające z akcji emitenta zagranicznego, które zostały lub będą zdeponowane u powiernika w kraju emitenta. Powiernik przechowuje zdeponowane papiery

wartościowe dla depozytariusza, a depozytariusz działa głównie jako agent właścicieli ADR-ów w związku ze zdeponowanymi papierami wartościowymi.

ADR-y były stworzone, aby ułatwić działanie inwestorom w USA, którzy chcieliby zainwestować w akcje emitentów spoza USA. Kwity depozytowe emitowane i sprzedawane wyłącznie w USA są znane jako ADR-y, a kwity depozytowe emitowane i sprzedawane na całym świecie są znane jako GDR-y (*Global Depositary Receipts*). Oprócz powyższej, nie ma żadnych innych różnic pomiędzy ADR-ami i GDR-ami.

Inwestowanie w ADR-y w miejsce papierów podstawowych jest korzystne dla inwestora amerykańskiego, ze względu na to, że ADR-y:

- pozwalają inwestorom inwestować w papiery wartościowe firm zagranicznych poprzez posiadanie ADR-ów, które mają wartość rynkową nominowaną w dolarach, i są przedmiotem obrotu w krajach poza rynkiem krajowym emitenta,
- właściciele ADR-ów otrzymują dywidendę w dolarach amerykańskich po konwersji dokonywanej przez lub w imieniu, depozytariusza dywidend płaconych przez emitenta udziałowcom w obcej walucie,
- ułatwiają tworzenie jednostek (bloków) zdeponowanych papierów wartościowych, które przeważnie mają wartości bliższe tym, jakimi są przyzwyczajeni obracać amerykańscy i inni zagraniczni inwestorzy.

Po emisji, firma musi otrzymać notowanie (*listing*) na giełdzie. W USA typowym wyborem jest albo NASDAQ (*The National Association of Securities Dealers Automated Quotation System*) lub NYSE (*New York Stock Exchange*). Podstawowe wymagania przy rejestracji na giełdzie NASDAQ są następujące:

- liczba akcji nie mniejsza niż 500 tys. USD,
- majątek netto lub kapitał emitenta nie mniejszy niż 4 mln USD,
- minimalny roczny dochód przed opodatkowaniem 750 tys. USD.

Odpowiednie wymagania do rejestracji na giełdzie NYSE to:

- a) minimalny roczny dochód przed opodatkowaniem 25 mln USD,
- b) wartość aktywów materialnych netto przynajmniej 100 mln USD,
- c) liczba akcji w obiegu przynajmniej 2,5 mln,

d) kontrakt rejestracyjny (*listing agreement*) regulujący:

- okresową publikację danych finansowych (*timely disclosure*),
- pełnomocnictwo do reprezentowania firmy,
- wykaz uprawnień związanych z akcjami ze szczególnym uwzględnieniem rozkładu prawa głosu, w odniesieniu zarówno do rejestrowanych, jak i nie rejestrowanych papierów wartościowych firmy.

Po emisji, firma musi kontynuować czynną realizację programu relacji z inwestorami i przedkładać zarówno inwestorom, jak i analitykom oraz prasie finansowej roczne raporty, które ujawniają dane o wynikach działalności i pozycji firmy odpowiadający zarówno powszechnie przyjętym standardom rachunkowości (General Accepted Accounting Principles - GAAP) kraju pochodzenia, jak i amerykańskim GAAP, w możliwie największym stopniu.

13. UZYSKANIE OCENY RATINGOWEJ

13.1. ROLA RATINGU

Dla pożyczkobiorców emitujących papiery dłużne na rynku amerykańskim uzyskanie oceny ratingowej jest niezbędne. Oznacza to, że każdy międzynarodowy pożyczkobiorca, rozważający publiczną emisję papierów wartościowych na rynku amerykańskim, takich jak bony komercyjne i średnioterminowe weksle (Medium Term Notes - MTN) lub obligacje, musi najpierw otrzymać rating papieru wartościowego, będącego przedmiotem emisji. Ratingi kredytowe stają się coraz popularniejsze także na rynku europejskim. Jest to szczególnie widoczne na rynku Euroobligacji, gdzie już w pierwszej połowie 1990 roku ponad dwie trzecie nowych emisji Euroobligacji denominowanych w USD miało rating albo zdążyło uzyskać opinie o emitencie.

Rating nie stanowi rekomendacji zakupu papieru dłużnego. Spełnia on wyłącznie rolę oceny ryzyka kredytowego, dostarczając prostego narzędzia, dzięki któremu inwestor może powiązać prosty, ale niosący ze sobą wiele informacji symbol jakości kredytowej określonego emitenta papieru dłużnego. Istnieje wiele innych typów ryzyka związanego z inwestowaniem w papiery dłużne. Może to być, na przykład ryzyko zmiany stopy procentowej, ryzyko zmiany kursu walutowego i /lub ryzyko płynności finansowej. Rating nie daje informacji na temat poszczególnych rodzajów ryzyka.

Wystawiające oceny agencje ratingowe nie posiadają wsparcia autorytetem rządu lub innych władz. Firmy te po prostu wyrażają swoje opinie dotyczące jakości kredytu pewnych emitentów, które przyjmują formę zestawów liter, a czasem liter i cyfr. Ratingi wystawia się rządowi, władzom miejskim, bankom, firmom przemysłowym i sformalizowanym sposobom finansowania. W tym rozdziale zajmiemy się tylko firmami przemysłowymi.

Rozważając proces emisji papieru dłużnego, należy zwrócić uwagę na „wewnętrzną” grupę uczestników, to znaczy emitentów, gwarantów, konsultantów emisji obligacji lub innych doradców prawnych, finansowych, księgowych oraz biegłych rewidentów i innych ekspertów. Istnieje również grupa „zewnętrznych” uczestników, takich jak inwestorzy, ich doradcy inwestycyjni, zarządzający portfelami, powiernicy oraz prasa finansowa.

Firma ratingowa znajduje się w drugiej, zewnętrznej grupie. Agencja ratingowa nie funkcjonuje jako bank inwestycyjny lub doradca finansowy, ani nie wykonuje audytu u emitenta. Rzeczywiste ukształtowanie danej emisji papierów dłużnych to zadanie i odpowiedzialność dla stron z grupy wewnętrznej.

Jednakże agencja ratingowa jest w pewnym stopniu bardziej zbliżona do grupy wewnętrznej niż inni uczestnicy z grupy zewnętrznej, poprzez otrzymywanie, analizowanie i ocenianie poufnego materiału dostarczonego przez strony z grupy wewnętrznej. Kiedy agencja ratingowa wyraża swoją opinię na temat wiarygodności kredytowej emisji, musi być bardzo ostrożna w doborze słów w swojej opinii, aby nie ujawnić poufnych informacji, które otrzymała w procesie oceny, co mogłoby być szkodliwe dla firmy. Dlatego, opublikowane raporty ratingowe zwykle zawierają informacje, które są znane lub mogły być znane uczestnikom z grupy zewnętrznej.

13.2. SKALE RATINGU

Dwiema wiodącymi agencjami ratingowymi na rynkach międzynarodowych są Moody's Investors Service Ltd oraz Standard and Poor's Corporation (S&P). Chociaż istnieją także inne agencje ratingowe na rynku międzynarodowym, praktycznie wszyscy emitenci otrzymują rating od jednej lub obydwu tych firm. Przykładami innych agencji ratingowych są Fitch Investors Service, Inc. oraz IBCA Ltd. W dalszej części ograniczymy się do dyskusji o pierwszych dwóch wiodących agencjach.

Skale ratingowe Moody's oraz S&P są ukazane na Schemacie 13.1. Jak widać, istnieją grupy ocen na skali, mianowicie przedział inwestycyjny (*investment grade*) oraz przedział spekulacyjny (*speculative grade*). Emitenci z najwyższym stopniem na skali, tj. Aaa w przypadku Moody's oraz AAA w przypadku S&P, mają wyjątkowo duże możliwości płacenia odsetek i spłacania ocenianego kredytu. Firmy z najniższą oceną w przedziale inwestycyjnym, tzn. Baa3 dla Moody's oraz BBB- dla S&P, są

uważane za posiadające wystarczające możliwości, aby spłacić dług wraz z odsetkami. Niższe ratingi mają charakter spekulacyjny. Dług z takim ratingiem oznacza dużą niepewność przedsięwzięcia oraz znaczną wrażliwość na niesprzyjające warunki.

Tabela 13.1. Skale ratingowe.

OCENY	Moody's Investors Service		Standards & Poor's Ratings Group	
	Senior (długoterminowe)	Short-term (krótkoterminowe)	Long-term (długoterminowe)	Short-term (krótkoterminowe)
I N W E S T Y C Y J N E	Aaa	P-1	AAA	A-1+
	Aa1		AA+	
	Aa2		AA	
	Aa3		AA-	
	A1	P-2	A+	A-1
	A2		A	
	A3		A-	A-2
	Baa1	P-3	BBB+	
	Baa2		BBB	A-3
	Baa3		BBB-	
S P E K U L A C Y J N E	Ba1		BB+	B
	Ba2		BB	
	Ba3		BB-	
	B1		B+	D
	B2		B	
	B3		B-	
	Caa		CCC+	
	Ca		CCC	
	C		CCC-	
			CC	
			C	

Jak wynika z tabeli, łatwiej jest otrzymać wyższy rating dla krótkoterminowego długu niż dla długoterminowego. Emitent bonu komercyjnego może otrzymać rating P-1 od Moody's w przypadku, gdy Moody's wyznacza rating A3 długoterminowemu papierowi dłużnemu tego samego emitenta. To samo rozumowanie odnosi się do ratingu S&P, z tą różnicą, że S&P używa 4 skale ratingowe dla ratingów krótkoterminowych, podczas gdy Moody's wykorzystuje tylko trzy.

Wszyscy emitenci spoza USA podlegają obecnie ograniczeniu pułapem ratingu przyznanego ich państwu (*sovereign rating ceiling*). To oznacza, że żaden emitent nie może otrzymać ratingu wyższego niż rating przyznany krajowi, w którym firma ma swoją siedzibę. Powodem takiego rozumowania jest fakt, że rząd posiada duży zakres władzy i zasobów, które są nadrzędne w stosunku do każdego innego dłużnika w danym kraju. Rząd może nakładać podatki i emitować pieniądze. Dysponuje także przywilejem pierwszeństwa w wykorzystaniu rezerw walut obcych.

Polityka związana z pułapem ratingu państwa może się zmienić wraz z nadejściem euro. Być może w przyszłości, firma ze strefy euro będzie miała wyższy rating, niż rząd w kraju, w którym firma ma swoją siedzibę.

13.3. PROCES RATINGU

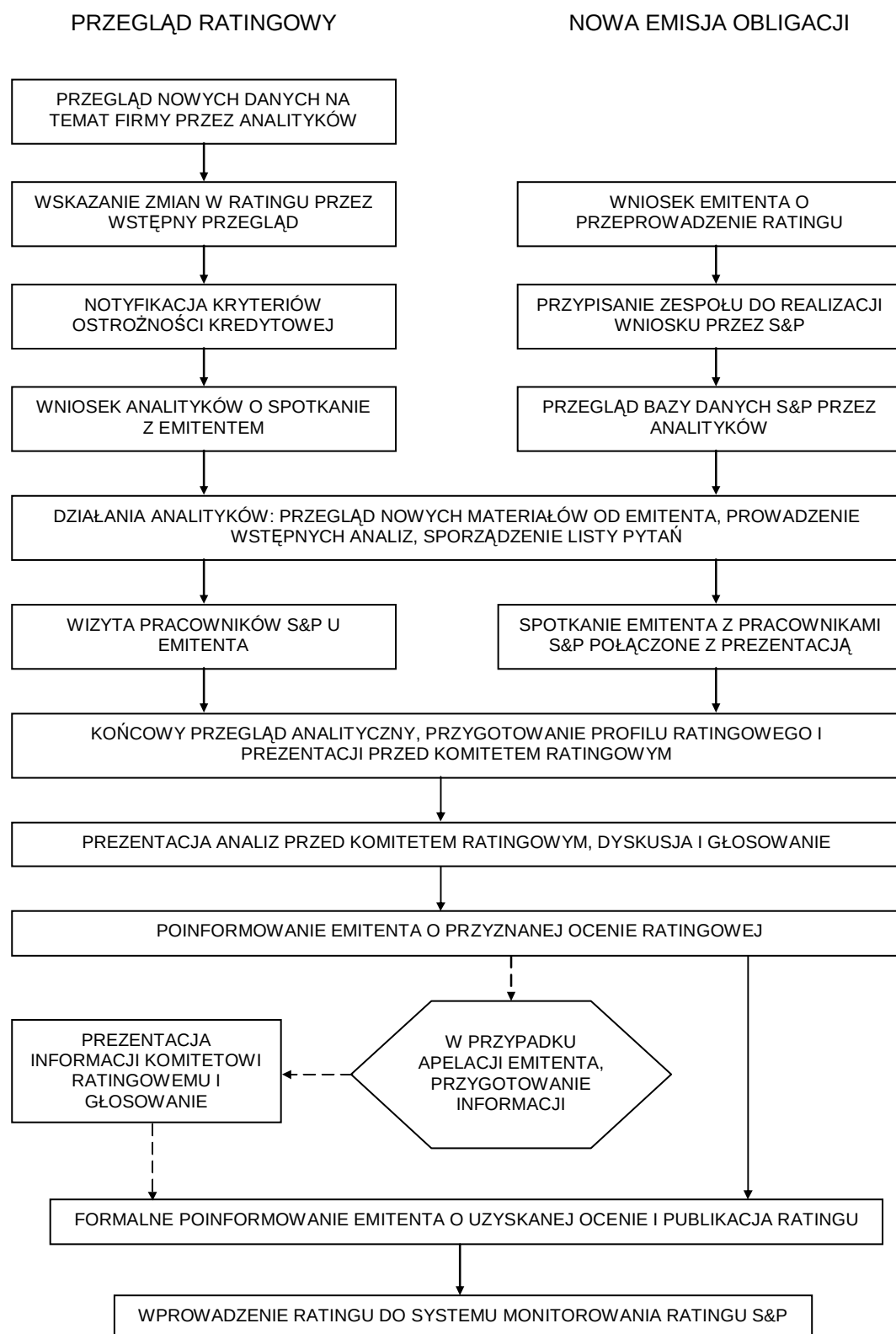
Schemat 13.1. prezentuje proces ratingu obligacji w S&P. Rating krótkoterminowych papierów, takich jak bony komercyjne, podlega podobnemu procesowi. Gdy firma podejmuje decyzję emisji długu z ratingiem, przedstawiciele firmy lub doradcy kontaktują się z firmą ratingową, aby zaaranżować spotkanie zarządu firmy emitującej z zespołem analityków agencji ratingowej.

Agencja wyznacza zespół analityków do danej emisji. Zespół bada wewnętrzne zbiory i bazy danych agencji ratingowej, aby uzyskać informacje na temat emitenta i jego konkurencji. Ważne jest, by zarząd firmy zrozumiał wagę grupy referencyjnej (*peer group*). Jest to grupa podobnych firm prowadzących działalność w tej samej branży, która zyskuje na znaczeniu, jeśli jakaś firma z tej grupy już otrzymała rating. Jeżeli emitent jest konglomeratem firm prowadzących wiele różnych typów działalności, określenie grupy referencyjnej może być niewykonalne. To oznacza, że również nie można dokonać oceny działania firmy na tle wyników konkurencji. W tym przypadku będzie istniało prawdopodobieństwo, że amerykańscy inwestorzy instytucjonalni nie będą zbyt chętni, by inwestować w tę firmę, ponieważ ich metoda oceny działania firmy jest taka sama. Z powyższych rozważań wynika, że firmy, które chcą emitować papiery dłużne lub akcje na rynkach międzynarodowych powinny skoncentrować się na jednej działalności, do której mają najlepsze predyspozycje.

Po wstępnej analizie własnego banku danych agencji ratingowej, zespół analityków bada materiał otrzymany od emitenta, przeprowadza wstępne analizy

firmy i spisuje kwestie, które wymagają głębszego przedyskutowania. Następnie organizuje się spotkanie zespołu analityków z zarządem firmy.

Schemat 13.1. *Proces ratingowy Standards & Poor's (S&P).*



Celem spotkania jest dokładnie przedyskutowanie finansowych i operacyjnych planów emitenta, jak i polityki prowadzenia firmy oraz cech kredytu mających znaczenie dla oceny ratingowej. Dokumenty, które stanowią podstawę spotkania, obejmują prospekt emisyjny lub ulotkę, jeśli są dostępne, roczne i półroczne sprawozdania finansowe oraz prezentację firmy. Materiały, które muszą być zawarte w prezentacji firmy, zostaną poniżej omówione bardziej szczegółowo. Wiele informacji zawartych w prezentacji firmy to informacje poufne, więc agencja ratingowa musi utrzymać surowe zasady ochrony powierzonych tajemnic.

Po spotkaniu z emitentem zostaje wyłoniona komisja ratingowa składająca się z członków komisji badającej danego emitenta (*issuer review committee*) i innych odpowiednich analityków. Wyznaczeni analitycy dokonują prezentacji firmy przed komisją ratingową, która dyskutuje nad kluczowymi kryteriami w odniesieniu do danego inwestora.

Gdy rating zostaje określony, zawiadamia się emitenta o wysokości ratingu i dołącza się uzasadnienie. Jeśli emitent chce się odwołać od oceny, agencja ratingowa pozwala na przedstawienie nowych lub dodatkowych danych. Następnie komisja zbiera się, by przeanalizować nowe informacje, po czym rating zostanie określony i włączany do agencyjnego systemu weryfikacji ratingu.

Przedstawione publicznie ratingi są ustawicznie monitorowane przez specjalistów agencji w danej dziedzinie przemysłu i specjalistów w zakresie danego kraju. Nowości w rozwoju politycznym, gospodarczym i finansowym oraz trendy w danym przemyśle są regularnie badane w celu aby określenia podstawy do ewentualnej zmiany ratingu firm. W rezultacie procesu nadzoru ratingu staje się widoczne, że warunki działania firmy emitującej zmieniają się i trzeba dokonać korekty w ratingu danej firmy. Proces, jaki następuje na tym etapie jest taki sam, jak rating nowej emisji. Analityk podejmuje się zrobienia wstępnych badań, przygotowuje dokładną analizę, spotyka się z zarządem emitenta i prezentuje wnioski komisji ratingowej.

Formalny przegląd ratingu pod względem ewentualnych zmian jest przygotowywany przynajmniej raz w roku dla obligacji i raz na kwartał dla bonów komercyjnych. Ten proces ma takie same etapy, jak rating nowej emisji.

13.4. PLANOWANIE PREZENTACJI DLA ZESPOŁU ANALITYKÓW Z FIRMY RATINGOWEJ

Z doświadczenia firm ratingowych wynika, że wielu dyrektorów finansowych (Chief Financial Officers – CFO) w firmach europejskich nie wie, jak przygotować efektywną prezentację firmy dla analityków firm ratingowych. Ma to związek z faktem, że ratingi są dość nowym zjawiskiem w Europie. Częściowo powodem jest to, że ratingi oparte są zarówno na aspektach ilościowych, jak i jakościowych. Niektórzy dyrektorzy finansowi wierzą, iż aspekt jakościowy może być wzmocniony prezentacją, która daje przesadnie pozytywną wizję osiągnięć firmy i jej perspektyw.

Dyrektor finansowy powinien planować stworzenie wiarygodnej prezentacji i dopilnować, aby właściwi członkowie zarządu byli obecni podczas spotkania z analitykami. Agencje ratingowe podkreślają fakt, że wiarygodność zarządu może być ustalona dopiero po upływie pewnego czasu i w kontaktach bezpośrednich. Dlatego też, przedstawienie uczciwej i dokładnej prezentacji zamiast przesadzonej w pochwałach, jest zasadniczą sprawą. Jeśli zarząd wykaże, że postępuje zgodnie z sygnalizowanymi intencjami, firma ma więcej szans na uzyskanie dodatkowego czasu na poprawę swojej sytuacji przed procesem ratingu w przypadku, kiedy sytuacja firmy objawia symptomy pogorszenia. Aby zorganizować efektywną prezentację, dyrektor finansowy musi przedstawić pisemną dokumentację zespołowi analityków, zanim odbędzie się prezentacja. Dyrektor finansowy powinien dopilnować, aby inni członkowie zarządu obecni na spotkaniu również brali udział w prezentacji. Daje to szanse analitykom pełniejszej oceny zarządu emitenta.

Prezentacje nie mogą powtarzać, ale powinny rozwijać to, co zawarto w materiałach pisemnych, skierowanych uprzednio do uczestników spotkania. Zarząd powinien odpowiadać na pytania bezpośrednio, albo nie odpowiadać wcale. Zarząd w żadnym wypadku nie powinien udzielać odpowiedzi wymijających. Zawsze są pytania, na które nie da się odpowiedzieć, takie jak bieżące rozmowy na temat fuzji lub rozdzielenia się z innymi firmami. Jeśli odbywają się rozmowy na temat fuzji i zarząd podpisał z drugą stroną rozmów klauzule o nie ujawnianiu informacji, wtedy zarząd ów nie może o tym rozmawiać, nawet jeśli analitycy firmy ratingowej o to pytają. W tym przypadku, kierownicy powinni po prostu odmówić komentowania tego pytania, ale nie należy próbować go ignorować.

Wiarygodna pisemna prezentacja obejmuje określenie celów działalności emitenta, analizę segmentów danej branży, która ocenia mocne i słabe strony firmy, rozpatrzenie podstawowych strategii i prezentację prognoz finansowych na następne 3-5 lat, obejmujących przepływy pieniężne, rachunki wyników (zysków i strat) prognozy bilansowe i dane branżowe. Prognozy powinny zawierać podstawowe założenia, pokazywać jak prognozy są związane przeszłymi wynikami, oraz dowodzić elastyczności firmy oraz posiadania opcjonalnych rozwiązań.

Ten materiał często obejmuje wewnętrzną strategię firmy i dokumenty dotyczące planowania finansowego. Jest to korzystne z punktu widzenia oszczędności czasu i wysiłku włożonego w przygotowanie. Analitykom daje to możliwość oceny wewnętrznych procedur zarządzania i planowania w firmie. Zakłada się tutaj, że wewnętrzna dokumentacja jest prowadzona w języku angielskim. Dla firmy mającej dalekosiężne plany byłoby sensownym przedsięwzięciem przygotowywanie wewnętrznej dokumentacji po angielsku, zanim zaistnieje taka potrzeba.

Analitycy będą oczywiście traktować ten materiał jako ściśle poufny. Fakt, że analitycy agencji ratingowej otrzymują poufny materiał w procesie oceny kredytu sprawia, że praca agencji ratingowych bardzo różni się od pracy, którą dyrektor finansowy musi wykonywać w sferze kontaktów z inwestorami. W sferze relacji z inwestorami, dyrektor finansowy nie może przekazać pewnych informacji tylko wybranej grupie analityków lub udziałowców, a innych tych informacji pozbawiać. Informacje muszą być przekazane wszystkim inwestorom w tym samym czasie. Nierozważne byłoby także publiczne ogłaszanie bardzo szczegółowych planów rozwoju. Jeśli firma nie byłaby w stanie im sprostać, najprawdopodobniej niektórzy międzynarodowi inwestorzy podaliby zarząd do sądu i oskarżyliby ich o wprowadzenie opinii publicznej w błąd oraz żądaliby wysokich odszkodowań.

13.5. OCENA MIĘDZYNARODOWYCH FIRM PRZEMYSŁOWYCH

W większej części procesu oceny jakości kredytowej międzynarodowych firm przemysłowych stosuje się te same procedury, które używa się przy ocenie firm amerykańskich. Jednakże pewne rozważania w tym procesie dodają dodatkowy wymiar analizie przypadków międzynarodowych.

Wynik ratingu jest oparty zarówno na jakościowych, jak i ilościowych aspektach. Niektóre kwestie związane z międzynarodowymi firmami mają charakter ilościowy, inne zaś jakościowy. Ogólnie rzecz biorąc, agencje ratingowe nie przedstawiają jasnych i konsekwentnych informacji, jak ważne są poszczególne kryteria. Co więcej, wagi przypisywane kwestiom jakościowym mogą z biegiem czasu podlegać zmianom, nawet dla tej samej firmy.

Standardy rachunkowości: oczywiście najwięcej uwagi przywiązuje się do informacji rachunkowej. Każda firma zdaje sprawozdania o swoich rezultatach finansowych zgodnie z zasadami rachunkowymi obowiązującymi w danym kraju. Z drugiej strony jednak, wielkości używane jako punkt odniesienia dla wskaźników analizy finansowej, która jest częścią procesu oceny kredytu zostały wypracowane na bazie analiz amerykańskich firm. Dlatego też, trzeba zadać pytanie, czy emitent zagraniczny powinien najpierw przekształcić swoje dane liczbowe, by odpowiadały amerykańskim normom rachunkowości (US GAAP).

Zwykle firmy ratingowe nie wymagają pełnego przekształcenia, które byłoby czasochłonne i drogie. Jednakże firma powinna wyjaśnić pewne ważne różnice pomiędzy zasadami rachunkowości w jej kraju a amerykańskimi. Jest oczywistą sprawą, że księgowi w danej firmie będą wprawdzie musieli przygotować materiał do oceny przez analityków agencji ratingowej. Ponieważ firmy ratingowe patrzą na stan finansowy emitenta z perspektywy długookresowej, analiza finansowa zwykle obejmuje dane z pięciu minionych lat i prognozy na trzy następne.

Ryzyko związane z danym krajem: inną sprawą, do której przywiązuje się wagę podczas badania firmy międzynarodowej jest ryzyko związane z danym krajem. Jak wyżej wspomniano, rating otrzymany przez kraj siedziby danej firmy jest zwykle głównym pułapem ratingu firmy. Wprowadzenie wspólnego pieniądza w Europejskiej Unii Monetarnej może zmienić ten pułap dla krajów członkowskich strefy euro.

Znaczenie w kraju: zespół ratingu zwraca uwagę na znaczenie firmy dla gospodarki kraju emitenta. Jeśli firma ma duże znaczenie w eksporcie lub gospodarce danego kraju, rząd tego kraju może być skłonny pomagać firmie w jej wzroście i utrzymaniu rangi.

Ryzyko branżowe: ryzyko branżowe jest również ważne dla ratingu. W wielu przypadkach, rodzaj przemysłu odgrywa główną rolę w określeniu podstawowego

profilu ryzyka firmy. Na przykład chroniczny nadmiar mocy przerobowych i konkurencja z zagranicy utrudniłaby stoczniowej firmie europejskiej otrzymanie wysokiego ratingu kredytowego.

Pozycja na rynku: analitycy oceniają także pozycję firmy na rynku i efektywność działania. Udział w rynku może być znaczący, a zdolność firmy do utrzymania swojego udziału w rynku może być zaprezentowana przez wielkość kontraktów na długoterminową sprzedaż, opracowanie nowego produktu oraz listy potwierdzonych zamówień.

Ocena zarządu: podczas spotkań z zarządem, grupa analityków ocenia działania zarządu, zaangażowanie w prace oraz konsekwencje w osiąganiu celów. Przeprowadzenie wstępnego spotkania w głównym biurze firmy pozwala grupie analityków poznać szeroki przekrój zarządzających firmą wyższego i średniego szczebla.

Polityka finansowa zarządu jest oceniana z punktu widzenia paru minionych lat, jak i w perspektywie przyszłej. Historia finansowa z paru zeszłych lat stanowi obiektywną i ilościową podstawę do oceny zarządu. Analitycy biorą pod uwagę również aspekty jakościowe. Ważną rzeczą jest, jak sam zarząd ocenia swoje postępowanie. Jakie cele zarząd zamierza osiągnąć? Jak zdeterminowany jest zarząd, by osiągnąć te cele i jak konsekwentnie do nich dąży?

Ponieważ struktury kapitałowe firm różnią się pomiędzy krajami europejskimi w zależności od lokalnego rynku akcji, systemu bankowego oraz opodatkowania odsetek i dywidend, zespół analityków będzie chciał wiedzieć, jaki jest stosunek zarządu do wykorzystania dźwigni finansowej.

Analitycy chcą się także dowiedzieć, jaki jest stosunek zarządu do fuzji i kupna innych firm. Ponieważ rozmowy dotyczące fuzji muszą być prowadzone poufnie, zarząd firmy zwykle nie może udzielać odpowiedzi na pytania dotyczące bieżących rozmów. Jednakże analitycy chcą przeprowadzić ogólną dyskusję, bez wchodzenia w szczegóły.

Jakość rachunkowości: Ponieważ raporty finansowe firmy stanowią zarówno w Europie, jak i poza nią podstawę do ilościowych porównań działalności firmy, analitycy muszą rozumieć podstawowe założenia stosowane w prowadzeniu rachunkowości. W stosunku do każdej firmy, analityków interesuje podstawa do

konsolidacji, ustalenie przychodu, amortyzacja, odpisy na składki emerytalne i inne ubezpieczenia socjalne, konwersja walut, wycena zapasów, zachowanie zobowiązań pozabilansowych oraz zaliczki podatkowe.

Rentowność: jedną z podstawowych kwestii branych pod uwagę jest rentowność firmy. Im większa zdolność firmy do zarabiania pieniędzy, tym większa jest możliwość wytwarzania funduszy wewnętrznie, przyciągania funduszy z zewnątrz, i tym lepiej może firma opierać się niekorzystnym warunkom ekonomicznym. Rentowność jest mierzona w postaci zwrotu na kapitale oprocentowanym i obciążonym ryzykiem przed opodatkowaniem. Głównym punktem analizy są rezultaty z bieżącej działalności, a dochody są skorygowane o istotne nieregularne, nadzwyczajne lub specjalne pozycje. Rentowność jest również kluczowa w określaniu zdolności emitenta do spłacania odsetek. Relatywna siła firmy w tym względzie mierzona jest przez wskaźnik pokrycia obciążenia finansowego, tj. ile razy zwykły dochód przed opodatkowaniem i doliczeniem oprocentowania pokrywa płacone odsetki.

Struktura kapitału: Innym podstawowym punktem oceny jest struktura kapitału. Analitycy wiedzą, że różne branże i typy firm mają odmienne struktury kapitału. Na przykład firma handlu detalicznego z większym udziałem płynnych aktywów w bilansie nie potrzebuje tyle kapitału własnego, ile potrzebuje firma wytwórcza. Analitycy zwykle mierzą strukturę kapitału poprzez obliczenie wskaźnika oprocentowanego zadłużenia do kapitału akcyjnego. Czasami, zespół ratingowy odejmuje gotówkę i krótkoterminowe (łatwo zbywalne) papiery wartościowe od długu i oblicza stosunek oparty na długu netto. Jednakże ta procedura nie jest automatyczna, zwłaszcza gdy zarząd przekona zespół ratingowy, że nie ma potrzeby angażowania krótkoterminowych inwestycji w finansowanie działalności bieżącej, a nawet mogą one zostać użyte w dowolnym czasie, wedle uznania zarządu.

Przepływy pieniężne (Cash flow): analiza przepływów pieniężnych koncentruje się na zdolności firmy do finansowania wzrostu funduszami wytworzonymi wewnętrznie i porównuje te przepływy z prognozowanym poziomem zapotrzebowania finansowego na pokrycie środków trwałych, kapitału pracującego, dywidend i podatków. Analitycy obliczają także relację pomiędzy przepływami pieniężnymi po opodatkowaniu a całkowitym długiem. Ten wskaźnik zakłada teoretyczną możliwość, że całość przepływów pieniężnych jest użyta do spłaty długu.

Na przykład jeśli wskaźnik ten wynosi 0,25, oznacza to, że firma będzie potrzebowała przepływów pieniężnych z czterech lat, aby spłacić cały dług. Jeśli wskaźnik wynosiłby 1, wtedy dług mógłby być spłacony w jednym roku. Chociaż ta relacja ma charakter teoretyczny, pozwala mierzyć relatywną płynność i obciążenie spłatą długu.

Elastyczność finansowa: na koniec, analitycy formułują opinię na temat elastyczności finansowej firmy. Oznacza to ocenę finansowych potrzeb i planów firmy, oraz alternatyw, jak i możliwości wdrożenia swojego finansowego planu, nawet w czasach problemów finansowych, bez zniszczenia zdolności kredytowej firmy. Ocena jest oparta na zagwarantowaniu zysków, użyciu dźwigni finansowej i adekwatności przepływów pieniężnych. Możliwość dostępu do krajowego i międzynarodowego rynku kapitałowego, związki z bankami, oraz elastyczność w wydatkowaniu kapitału są rozważane w świetle prognozowanych potrzeb finansowych.

Relacja pomiędzy firmą macierzystą a filią: jeśli emitent jest, na przykład amerykańską finansową filią europejskiej firmy planującej emitować bony komercyjne na rynku amerykańskim, wtedy filia potrzebuje gwarancji od firmy macierzystej dla wymagalnego zadłużenia.

13.6. PODSTAWOWE WSKAŹNIKI FINANSOWE UŻYWANE W ANALIZIE KREDYTU DLA RATINGU DŁUGU KRÓTKOTERMINOWEGO

Publikowane raporty firm dotyczące długu zwykle zawierają podstawowe wskaźniki wyliczone na czas pięciu lat, jeśli dane są dostępne. Kiedy wskaźniki są wyliczane na okres kilku/kilkunastu lat, mogą wskazywać na pewien trend, który pokaże wzmocnienie albo osłabienie pozycji firmy. Wskaźniki mogą być porównywane z rezultatami innych firm w tej samej branży lub z próbą wybraną z bazy danych agencji ratingowej.

Na przykład w przypadku oceny jakości kredytowej emitenta bonu komercyjnego, agencja ratingowa zwykle bierze pod uwagę pokrycie odsetek przed opodatkowaniem, zysk operacyjny jako wskaźnik sprzedaży, zwrot na kapitale długoterminowym, stosunek przychodów z działalności operacyjnej do całkowitego zadłużenia oprocentowanego oraz całkowity dług podzielony przez sumę całkowitego długu i skorygowanego kapitału akcyjnego.

Pierwszy wskaźnik, **pokrycie odsetek przed opodatkowaniem**, jest zdefiniowany jako suma wydatków na pokrycie odsetek i zysku przed opodatkowaniem, podzielona przez wydatki na spłatę odsetek. Jeśli wskaźnik wynosi na przykład 4, oznacza to, że zysk przed oprocentowaniem i opodatkowaniem może spaść do 25% obecnego poziomu, a firma wciąż będzie w stanie płacić odsetki. Pokrycie odsetek przed opodatkowaniem amerykańskich firm, uzyskujących od S&P przy emisji bonów komercyjnych najwyższy rating (A-1+), wynosi średnio ponad 8.

Zysk operacyjny jako procent sprzedaży, jest powszechnie używanym wskaźnikiem z wieloma zastosowaniami w analizie finansowej. Dla firmy amerykańskiej, która uzyskała najwyższy rating (A-1+) dla bonów skarbowych, zysk operacyjny musi średnio wynosić 15%.

Zwrot na kapitale długoterminowym jest zdefiniowany jako suma zysku przed opodatkowaniem i odsetek podzielonych przez średni kapitał długoterminowy. Kapitał długoterminowy jest sumą kapitału własnego i długoterminowego długu. Aby uzyskać od S&P najwyższy rating (A-1+) dla bonu komercyjnego, firma amerykańska musi mieć przeciętnie zwrot na poziomie 25%.

Wpływy z działalności w stosunku do całkowitego długu są zdefiniowane jako suma dochodu netto z bieżącej działalności i amortyzacji podzielone przez sumę długoterminowego długu i krótkoterminowego długu oprocentowanego. Dla firmy amerykańskiej, która otrzymuje najwyższy rating (A-1+) od S&P dla krótkoterminowego długu, wskaźnik musi być zbliżony do 90%. Z tego wynika, że jeśli firma wykorzysta swoje całkowite przepływy pieniężne na spłatę długu, to będzie mogła jego 90% spłacić w ciągu roku lub całość w przeciągu 1,1 roku.

Piąty wskaźnik używany w ratingu ocenia **strukturę kapitału**. Jest otrzymany jako wynik podzielenia całkowitego długu oprocentowanego przez sumę całkowitego długu i skorygowanego kapitału akcyjnego. Określenie „skorygowany kapitał akcyjny” bierze się z odjęcia od całości kapitału wartości niematerialnych, takich jak renoma firmy lub marki. Dla firmy amerykańskiej otrzymującej od S&P najwyższy rating krótkoterminowy (A-1+), wskaźnik ten musi przeciętnie wynosić 22%. Znaczy to, że współczynnik długu do kapitału wynosi 1:2,8.

14. STRUKTURA KAPITAŁOWA I ZARZĄDZANIE KORPORACJĄ

14.1. KIEDY STRUKTURA KAPITAŁOWA STANOWI PROBLEM?

Dla wielu firm wybór struktury kapitałowej stanowi ważną decyzję finansową, w przypadku innych firm jest ona zdeterminowana sytuacją w jakiej znajduje się firma. Strukturę kapitałową można by z grubsza zdefiniować jako mieszankę sposobów finansowania zarówno kapitału własnego, jak i zadłużenia, przy uwzględnieniu charakteru posiadanych aktywów. W teorii struktury kapitałowej koncentrujemy się na stronie finansowej, bez wprowadzania jakichkolwiek zmian po stronie aktywów firmy.

Struktura kapitału w niewielkich rodzinnych firmach nie stanowi praktycznie żadnego problemu. Decydujący jest stan posiadania, a nie decyzje podejmowane w kwestii jego struktury. Dla takich firm, majątek rodzinny jest także jej kapitałem, a wszelkie dodatkowe doraźne metody finansowania przybiorą formę długu. Zwiększenie kapitału z biegiem czasu może odbyć się jedynie na drodze wypracowania zysku. W firmie rodzinnej zwiększenie kapitału jest mile widziane, jako że większy kapitał oznacza większą zamożność, a ta z kolei nigdy nie jest zbyt duża. Możemy więc uznać, że w przypadku firm rodzinnych to, co nazywamy teorią struktury kapitałowej nie znajduje zastosowania.

Inaczej sprawy się mają w przypadku notowanych na giełdzie spółek akcyjnych o szeroko rozwiniętej strukturze własnościowej i braku akcjonariuszy dysponujących kontrolą nad spółką. Takie spółki mogą dokonać zamiany długu na kapitał emitując większą ilość akcji oraz spłacając środkami z ich emisji pewną część długu lub też odwrotnie. Można tu posłużyć się analogią do osoby przerzucającej ciężar swojego ciała z prawej nogi na lewą (lub odwrotnie). W jaki sposób taka firma powinna decydować o swojej strukturze finansowania?

Odpowiedź jest następująca: optymalna struktura kapitałowa to taka, która maksymalizuje wartość rynkową firmy przy danym układzie jej aktywów, a więc zarazem taka sama jak ta, która maksymalizuje wartość kapitału akcyjnego i zadłużenia. Zwiększenie wartości będzie korzystne dla obecnych akcjonariuszy, jako że pożyczkodawcy otrzymują tylko należne im odsetki.

14.2. PROSTY ŚWIAT MILLERA I MODIGLIANIEGO

Klasyczna teoria struktury kapitałowej została stworzona przez Mertona Millera i Franco Modiglianiego (w skrócie zwanych M&M) w 1958 roku. W swojej pracy „Koszt kapitału, finanse korporacji i teoria inwestycji” sugerują, że w prostym świecie pozbawionym podatków i innych niedoskonałości, strona finansowa firmy raczej nie powinna stwarzać żadnych problemów. Wartość aktywów podstawowych (*underlying assets*) powinna pozostać nie zmieniona.

Jako argument podają, że struktura (*portfolio*) własności oraz pożyczek udzielonych firmie będzie generowała taki sam poziom przepływów pieniężnych (*cash flow*) bez względu na to, jak zostanie ona rozłożona pomiędzy tymi dwoma elementami. Zatem, wartość portfela akcji i obligacji (pożyczek) powinna być taka sama, bez względu na jej rozłożenie pomiędzy tymi dwoma typami finansowania.

Przepływy pieniężne w relacji do portfela akcji i obligacji zostały później określone jako *CFtD&E* (*Cash Flow to Debt and Equity*). Wartość rynkową firmy stanowi obecna wartość *CFtD&E* skapitalizowana przez koszt alternatywny (utraconych możliwości) po stronie inwestora. Koszt ten musi odzwierciedlać to, co inwestor mógłby zarobić na alternatywnej inwestycji, przy zachowaniu takiego samego stopnia ryzyka. Koszt utraconych możliwości to suma odsetek wolnych od ryzyka oraz odpowiedniej premii za ponoszone ryzyko, związane z rozważanymi aktywami.

Miller i Modigliani zasugerowali, że zgodnie z „propozycją 1”, gdybyśmy mogli zignorować istnienie podatków oraz innych niedoskonałości, wartość firmy powinna pozostać niezmienną bez względu na to, jaką kombinację finansowania firma zastosuje. Sformułowali oni dwie inne „propozycje”, które w zasadzie stanowią tylko inne ujęcie „propozycji 1”.

„Propozycja 2” stanowi, że akcjonariusze powinni domagać się zwiększonej rekompensaty za zwiększone ryzyko. Dźwignia jest to wzrost ryzyka ponoszonego przez akcjonariusza spowodowany finansowaniem za pomocą zadłużenia. Jeśli pożyczkodawcy nie ponoszą ryzyka, ryzyko wynikające z posiadanych aktywów jest rozłożone na mniejszą liczbę inwestorów, więc powinni oni domagać się

rekompensaty, tak aby wymagana stopa zwrotu z tego portfela akcji i obligacji nie została zmieniona.

„Propozycja 3” dotyczy kosztów kapitału firmy, co oznacza minimalną możliwą do zaakceptowania stopę zwrotu na aktywach. W świecie pozbawionym podatków, koszt kapitału dla firmy jest identyczny z kosztem utraconych możliwości dla inwestora i dlatego nie powinien być uzależniony od kombinacji źródeł finansowania.

Prosty świat w ujęciu M&M opiera się na dwóch założeniach, z których pierwsze dotyczy strony aktywów, a drugie odnosi się do inwestora. Wspólne dla obu założeń jest to, że ignorują czynnik ludzki związany z rozdzieleniem własności firmy od zarządzania firmą. Według założenia dotyczącego strony aktywów, możliwość generowania zysku z aktywów zależy od nich samych, a nie od sposobu ich finansowania. Przypomina to stwierdzenie, iż przebieg jaki posiada samochód zależy tylko od samochodu, a nie od tego kto płaci za benzynę. Według założenia dotyczącego inwestorów, zarówno pożyczkodawcy, jak i właściciele, „wykonują tę samą pracę”, bez względu na to, jak ją między siebie podzielili. Należy jednak pamiętać, że brak informacji może zniekształcić postrzeganie firmy przez inwestorów, a potencjalne konflikty interesów między nimi mogą zaszkodzić ich związkowi z firmą.

Przedstawione czynniki ludzkie, związane z rozdzieleniem własności firmy od zarządzania nią, doprowadziły do powstania tego, co określa się jako współczesne finanse korporacji lub zarządzanie korporacją (*Corporate Governance*). Zanim przejdziemy do tych zagadnień, rozważmy wpływ uwzględnienia podatków na propozycje Millera i Modiglianiego.

14.3. M&M A PODATKI: ZADŁUŻENIE CHRONI PRZED PODATKAMI

Formułując swoje trzy propozycje, M&M przyjęli założenie, że podatki nie istnieją. Postąpili tak nie dlatego, iż mieli nadzieje na znalezienie takiego świata, ale żeby ich przekaz był bardziej czytelny. Panowało wtedy powszechne przekonanie, iż akcjonariusze nie reagują (zbyt) na umiarkowany poziom zadłużenia, tak więc skromne wykorzystanie zadłużenia mogło obniżyć średni koszt kapitału oraz zwiększyć wartość firmy. Takie założenie można obecnie uznać za naiwne.

M&M postanowili uwzględnić istnienie podatku od osób prawnych w pierwszej pracy jaką opublikowali po 1958. Jako, że firmy mogą odliczyć sobie wydatki

poniesione na spłatę odsetek od dochodu podlegającego opodatkowaniu, mogą pomniejszyć należny podatek, zwiększając finansowanie za pomocą zadłużenia. Mniejszy podatek do zapłacenia oznacza większą wartość CFtD&E, i tym samym, większą wartość firmy. Wartość redukcji podatku zwiększa wartość firmy i ta zwiększona wartość firmy określana jest jako zadłużeniowa ochrona przed podatkami (*Tax Shield of Debt*). Jest to zarazem „propozycja 1” autorstwa M&M, skorygowana o istnienie podatku dochodowego od osób prawnych (podatku od spółek - *company tax*). „Propozycja 2” nie jest powiązana z podatkami, ponieważ dotyczy ona inwestorów, a nie firmy.

„Propozycja 3”, dotycząca kosztu kapitału (minimalnej akceptowalnej stopy zwrotu na aktywach), uległa zmianie pod wpływem uwzględnienia podatku dochodowego od osób prawnych. Rezygnując z wykorzystania skomplikowanej techniki obliczeniowej, będziemy dalej poruszać się na poziomie intuicji:

1. Gdyby firma nie mogła odliczyć odsetkowych wydatków na obsługę zadłużenia, jej koszt kapitału po zapłaceniu podatku stanowiłby koszt utraconych możliwości po stronie inwestora, ponieważ firma musiałaby wypracować odpowiednio duże zyski, by zaspokoić inwestorów.
2. Odliczanie wydatków odsetkowych pozwala firmie, mimo niższego zysku, generować takie same CFtD&E, o ile firma zwiększy udział finansowania za pomocą zadłużenia. Tym sposobem, koszt kapitału zostaje zredukowany dzięki korzyściom podatkowym wynikającym z zastosowania długu.
3. Można względnie łatwo wykazać, że koszt kapitału firmy po opłaceniu podatku stanowi koszt utraconych możliwości po stronie inwestorów minus „korzyść podatkowa wynikająca z zadłużenia”, która równa się odsetkom pomnożonym przez stawkę podatkową, następnie pomnożonym przez wskaźnik długów.

Tymi słowami zakończyliśmy opis prostego świata z roku 1958 w ujęciu M&M. Wniosek ich jest taki, że firmy powinny maksymalnie wykorzystywać zadłużenie. Należy jednak pamiętać, że nie uwzględnili oni problemów związanych z wysokim wskaźnikiem zadłużenia. Prawdopodobnie, to uproszczenie wynika z chęci klarownego przedstawienia podstawowej przesłanki.

W swojej późniejszej pracy z 1963 roku, M&M nieznacznie zmodyfikowali swoją „propozycję 3”. Ten artykuł był nazywany „poprawką” artykułu z 1958 roku, ale

faktycznie był on poprawny już w swojej pierwszej wersji. W artykule z 1963 roku, ocenili oni redukcję o niższej stopie niż alternatywny koszt kapitału, i to wszystko. Zatem, ogólny wniosek dotyczący korzyści podatkowej wynikającej z zadłużenia pozostaje bez zmian, tylko pewne szczegóły „propozycji” uległy zmianom. Zwłaszcza „propozycja 2” stwarzała pewne kłopoty studentom finansów (czasami także wykładowcom).

M&M pominęli podatki obciążające inwestorów, co miało (i nadal ma) sens, jako że główni inwestorzy płacą taki sam podatek od zysku z akcji, jak od zysku z obligacji. Z tego względu, inwestorzy oceniają wartość swoich portfeli posługując się kategoriami przed opodatkowaniem.

14.4. FINANSOWE ZAGROŻENIA: KLASYCZNA TEORIA WYBORU (TRADE-OFF) W ZASTOSOWANIU DO STRUKTURY KAPITAŁOWEJ

M&M zapewne mieli na myśli zadłużenie firmy poniżej krytycznego wskaźnika zadłużenia, określającego poziom zadłużenia, poniżej którego całkowite ryzyko wynikające z posiadanych akcji i obligacji jest ponoszone przez akcjonariuszy. Kiedy firma przekracza krytyczny wskaźnik zadłużenia, pojawia się widmo bankructwa i wówczas firma zaczyna ponosić tak zwane koszty krytycznego położenia finansowego (*Financial Distress*). Te koszty występują w formach bezpośrednich oraz pośrednich.

Koszty bezpośrednie stanowią wydatki powiązane z koniecznością bardziej wzmożonego negocjowania i składania sprawozdań pożyczkodawcom, utratą majątku zabezpieczającego spłatę zobowiązań, a potencjalnie, także koszty reorganizacji. Koszty pośrednie to koszty utraconych możliwości wynikające z nie przeprowadzonych transakcji z powodu braku wzajemnego zaufania pomiędzy wszystkimi ich stronami: klientami, dostawcami, kluczowymi pracownikami firmy.

Klasyczna teoria wyboru mówi, iż korzyści z tarczy podatkowej powinny być skonfrontowane z kosztami krytycznego położenia finansowego. Jednak tam, gdzie redukcja podatku, wynikająca z odliczenia kosztów odsetkowej obsługi, ma istotne rozmiary, koszty krytycznego położenia finansowego są tylko „dmuchaniem na wiatr”. Tak więc, teoria *trade-off* jest raczej mało pocieszająca. Pewne jest to, że

firma utrzymująca się poniżej swojego krytycznego wskaźnika zadłużenia, płaci niepotrzebnie wysoki podatek.

14.5. EKONOMIA: BŁĘDNE ROZUMIENIE STRUKTURY

Jeśli jakaś firma może zwiększyć swoją wartość rynkową przy pomocy osłony podatkowej, inne firmy również mogą z takiego rozwiązania skorzystać. Jaki może to mieć wpływ na gospodarkę? Czy możemy wszyscy, cały kraj, wzbogacić się korzystając z finansowania za pomocą zadłużenia? Oczywiście, że nie, ale gdzie w takim razie ukryty jest błąd?

Jeśli wszystkie firmy zdecydują się na zadłużenie się jako alternatywę wobec kapitału własnego, będą w stanie zwiększyć przepływy pieniężne kierowane do inwestorów (CfTD&E), chyba że rząd zwiększy stawkę podatku od osób prawnych, celem rekompensaty pomniejszonych przychodów podlegających opodatkowaniu. Nawet jeśli założymy, że stawka podatku od osób prawnych pozostanie nie zmieniona (na przykład z powodu zwiększenia przez rząd innych podatków), zadłużenie nie zwiększy łącznej wartości wszystkich firm. Jeśli wszystkie firmy skorzystają z zadłużenia, wtedy nie zwiększą one swojej wartości w porównaniu z sytuacją w której żadna nie zadłuża się. Trzeba bardzo uważać operując pojęciami mikro i makro. W ekonomii jest to określane jako błędne pojmowanie struktury (*fallacy of composition*) i wywodzi się z nauki logiki, która już dawno zwróciła uwagę, że nie zawsze po cechach elementów składowych można prawidłowo wnioskować o cechach całości.

Teraz kilka słów wyjaśnienia dlaczego tak się dzieje. Wycena jest naprawdę tylko porównywaniem, a nie wyceną w oparciu o absolutną skalę. Mając do czynienia ze wszystkimi potencjalnymi inwestycjami w gospodarce, będziemy ciągle balansować na granicy podjęcia lub zaniechania inwestycji. Jest to krańcowa inwestycja i jest ona określona przez punkt przecięcia się możliwości inwestycyjnych z możliwościami pozyskania funduszy. Stopa zwrotu z inwestycji krańcowych jest źródłem istnienia kosztu utraconych możliwości na rynkach finansowych. Wszystkie inwestycje są oszacowywane przy pomocy rynkowego kosztu utraconych możliwości.

Koszt krańcowy z definicji nie ma bieżącej wartości netto, ponieważ jest obliczany w oparciu o swoją własną stopę zwrotu (lub w porównaniu do niej).

Wszystkie inwestycje z wyższą stopą zwrotu niż inwestycje krańcowe, mają dodatnią bieżącą wartość netto. Dla uproszczenia, pomijamy tutaj różnice ryzyk. Z samej definicji, inwestycja krańcowa jest warta realizacji (lub swojego włożonego kapitału) i nie posiada bieżącej wartości netto. Jeśli w przypadku wszystkich inwestycji korzysta się z zadłużenia do wysokości tego samego współczynnika zadłużenia, także to samo dzieje się w przypadku inwestycji krańcowych. Tak więc, inwestycja krańcowa może mieć wyższy CFtD&E niż w przypadku, gdyby była finansowana przy pomocy tylko kapitału własnego. Stąd też, wyższy CFtD&E inwestycji krańcowych doprowadzi do zwiększonego kosztu utraconych możliwości na danym rynku; wszystkie zamierzone osłony podatkowe zadłużenia zostaną zneutralizowane (lub anulowane).

Jest to klasyczny przykład sytuacji, w której mamy do czynienia z celem jednostkowym przeciwstawionym celowi grupowemu. Jeśli wszyscy byśmy wstali, zamiast oglądać przedstawienie na siedząco, nie poprawilibyśmy w ten sposób widoczności. Jeśli wszyscy założymy na rozmowę kwalifikacyjną białą koszulę i ładny krawat, to nikt nie skorzysta dzięki takiemu strojowi.

Na wyższym koszcie utraconych możliwości skorzystają oszczędzający, ale ze względu na fakt, iż są oni zarazem podatnikami, przeciętnie będą musieli zapłacić w zamian inne podwyższone podatki, takie jak podatek od dochodów indywidualnych. Oszczędzający posiadający duży majątek, czy też wysoki dochód, na pewno skorzystają na tym, ale inni stracą.

14.6. ZARZĄDZANIE KORPORACJĄ: KOSZTY POŚREDNICTWA (AGENCJI) ZWIĄZANE Z MOTYWACJĄ I INFORMACJĄ

Klasyczne finanse przedsiębiorstw w ramach „prostego świata” Millera i Modiglianiego koncentrują się na ponoszonym ryzyku i stopie zwrotu: jak zmierzyć to ryzyko i jaka jest właściwa relacja pomiędzy ryzykiem, a stopą zwrotu na rynkach finansowych. Współczesne finanse przedsiębiorstw kładą duży nacisk na czynnik ludzki w zarządzaniu przedsiębiorstwem: w jaki sposób rozdział własności od zarządzania wpływa na problemy związane z pośrednictwem oraz na jego koszty.

Innymi słowy, we współczesnych finansach przedsiębiorstw struktura kapitałowa nie ma wpływu na rentowność aktywów, podobnie jak to, kto kupuje benzynę nie wpływa na przebieg samochodu. Natomiast struktura kapitałowa ma

wpływ na to, jak przedsiębiorstwo jest postrzegane przez inwestorów, dlatego też łączna rola inwestorów jest uzależniona od tego, jak ją między siebie podziela.

Duży wpływ na teorię zarządzania mieli Stephen Ross (1973), który zdefiniował relację mocodawca-wykonawca (Principal-Agent), oraz Jensen i Meckling (1976), którzy kontynuowali prace nad typami agencji oraz ich wpływem na optymalną strukturę kapitałową. W wyniku rozdziału własności od zarządzania wyłaniają się dwa typy problemów, które zostaną poniżej osobno omówione:

- problem motywacji i pobudek dotyczący maksymalnego wykorzystania potencjału firmy,
- asymetria informacyjna występująca pomiędzy menadżerami, a inwestorami, będąca przyczyną blokowania się funkcjonowania rynków finansowych.

14.7. MOTYWACJA: HAZARD MORALNY

Jest takie powiedzenie, że jeśli chcesz wykonać jakąś pracę solidnie, wykonaj ją sam. Żaden wykonawca nie będzie miał motywacji równej posiadanej przez swojego mocodawcę. Każda sytuacja, która skłania pośrednika do realizowania innych celów niż mocodawcy, może być określona jako hazard moralny. Takie niebezpieczeństwa powinny być zminimalizowane na ile to jest możliwe, a struktura kapitałowa firmy może być w tym pomocna. Różne grupy inwestorów w różnym zakresie mogą być zaangażowane w proces zarządzania. Niektórzy inwestorzy mogą być czynnie zaangażowani w monitorowanie firmy i wybór zarządu firmy. Inni inwestorzy mogą być tak zwanymi partnerami uśpionymi (*sleeping partners*). W takiej sytuacji, inwestorzy aktywni powinni finansować kapitał własny firmy, a bierni (uśpieni) powinni oferować firmie pożyczki. Zmotywuje to właścicieli zarówno do wyboru najlepszej kadry kierowniczej, jak i do dokładnej kontroli tej kadry. Podział inwestorów na aktywnych i biernych nie jest jedynym problemem, którego rozwiązanie pozwoli stworzyć odpowiedni system monitoringu kadry zarządzającej. Trzeba jednak będzie sfinansować taki monitoring, co stwarza tak zwany problem swobodnych jeźdźców (*free rider problem*). Inwestorzy chcą dokonywać analiz oraz kontroli pod warunkiem, że nie muszą dzielić się ich wynikami z innymi inwestorami. Wyjaśnia to, dlaczego tylko duże firmy, a więc takie, które mogą dostarczyć inwestorom przejrzystych informacji, powinny emitować akcje i obligacje nadające się do portfeli inwestycyjnych. Małe firmy z kolei, powinny poszukiwać inwestorów

skłonnych do wysokiego ryzyka (*venture capitalists*) dla powiększenia kapitału własnego oraz zwracać się do banków o pożyczki, jako że te instytucje mają na tyle duże udziały w firmach, że uzasadniają one ponoszenie kosztów monitoringu.

Zaufanie to dobra rzecz, monitorowanie i kontrolowanie to jeszcze coś lepszego, ale jasno sprecyzowane i realne zagrożenie stanowi czasami najlepszą motywację. Wywieranie presji na menadżerach i zmuszanie ich do walki o swoje posady może znacznie poprawić osiągane rezultaty. Wysoki kapitał własny może uczynić ich życie w firmie zbyt łatwym. W przeciwnej sytuacji, gdy trzeba poprawić wyniki finansowe w oparciu o obecną bazę kapitałową, kierownictwo ma silną motywację uczynienia firmy zyskową już teraz i odpowiedniego przygotowania jej na przyszłość. Finansowanie w oparciu o zaciągnięte pożyczki charakteryzuje się takimi właśnie cechami, dlatego wszystko na to wskazuje, że wysoki współczynnik zadłużenia stanowi lepszy czynnik motywacyjny niż bierna rada dyrektorów.

Należy jednakże pamiętać, iż wysokie współczynniki zadłużenia mają także swoje ujemne strony, i to nie tylko jako koszty krytycznego położenia finansowego (*costs of financial distress*), które już wspomnieliśmy, ale także jako hazard moralny. Jeśli firma jest bardzo zadłużona i jest już prawie na skraju bankructwa, właściciele mogą wykazywać skłonności do prowadzenia gry na koszt pożyczkodawców. Klasyczny przykład takiego zachowania to sytuacja, gdy pozwala się firmie na podjęcie ryzykownych przedsięwzięć, jakich firma by się nie podjęła, gdyby miała zaangażować własne pieniądze. Jeśli takie przedsięwzięcie powiedzie się, to wygrywają na tym właściciele, jeśli nie - tracą pożyczkodawcy. Taka grę określa się jako „orzeł - ja wygrywam, reszka - ty tracisz”. Tak więc, pożyczki mogą usunąć pewne problemy związane z hazardem moralnym, ale także stwarzają nowe.

Nie tylko struktura kapitału może przyczynić się do zredukowania poziomu hazardu moralnego. Poprawnie przeprowadzony tak zwany plan rekompensat dla kadry kierowniczej (*management compensation plan*) może zawierać motywację wystarczającą do osiągnięcia lepszych rezultatów. Plany przyznawania premii oraz opcji na akcje stały się już bardzo popularnymi posunięciami. Nie jest to jednak taki prosty i niezawodny system, na jaki może on wyglądać. Pewne kryteria ujęte w takim planie mogą być zbyt przypadkowe (zmiany na rynku) lub zbyt krótkowzroczne (zyski księgowe, papierowe). Krzysztofowi Kolumbowi obiecano 10% wszystkiego co znajdzie, a skończyło się na tym, że został uwięziony.

14.8. ASYMETRIA INFORMACJI: SELEKCJA NEGATYWNA ORAZ HIERARCHIA WAŻNOŚCI

Zazwyczaj, kadra kierownicza (i czasami nawet rada dyrektorów) wie znacznie więcej na temat sytuacji firmy niż osoby, których źródłem danych są informacje dostępne powszechnie na rynku. Nie zawsze, lecz zazwyczaj. Oczywiście, osoby korzystające z informacji dostępnych na rynku są tego świadome, dlatego decyzje finansowe podejmowane przez firmę są postrzegane jako nośnik informacji o aktualnym stanie firmy.

Emisja nowych akcji jest taką finansową decyzją. Kiedy firma emituje nowe akcje, prawdopodobnie czyni to po to, by zyskać kapitał na dochodowe inwestycje. Inną przyczyną może być fakt, iż kierownictwo uznaje akcje firmy za notowane zbyt wysoko i chce wykorzystać ten dobry moment na emisję akcji. Jeśli firma nie jest w stanie dość przekonująco wyjaśnić emisję akcji, rynek może odebrać to jako zły sygnał.

Znając takie reakcje rynku, uzasadnione wydaje się być unikanie dodatkowych emisji akcji, nawet w przypadku firm będących w dobrej sytuacji i mających stosowne notowania. Po co więc przeprowadzać ryzykowne posunięcia i wytwarzać wokół siebie atmosferę podejrzliwości? Dlatego też, firmy zatrzymują więcej z zysku niż na bieżąco potrzebują dla utrzymania finansowej mobilności. Czasami nawet pożyczają pewne dodatkowe kwoty w celu uniknięcia korzystania z rynku kapitałowego. Takie postępowanie można właśnie określić jako negatywną selekcję. Rezultatem takiej negatywnej selekcji może być coś, co określa się mianem hierarchii ważności finansowej. Najbardziej preferowane formy finansowania wśród firm to, w kolejności:

- a) powiększanie kapitału własnego poprzez akumulację zysku,
- b) dodatkowe zadłużenie,
- c) zwiększenie kapitału własnego na drodze emisji akcji, jako opcja ostatnia.

Można zauważyć, że finansowanie zwiększeniem kapitału własnego znajduje się zarówno na górze, jak i na dole naszej hierarchii. Właśnie dlatego, faktyczna struktura kapitałowa wielu firm może być wynikiem tego, jak mocno w dół tej listy musiały one się przesunąć, by móc zaspokoić potrzeby finansowe.

Wysoce zyskowe firmy mogą prawie wcale nie mieć długów, jako że udało im się pozyskać odpowiednią ilość kapitału z własnych źródeł, o ile są aż tak zyskowe,

że nie muszą nawet zabiegać o wykorzystanie potencjalnej tarczy podatkowej dzięki zadłużeniu. Umiarkowane współczynniki zadłużenia mogą mieć firmy, które zostały zmuszone poszukiwać finansowania w dolnej części listy (albo z powodu umiarkowanego stopnia dochodowości, albo z powodu nadmiernego wzrostu) lub też wysoce zyskowe firmy nastawione na zwiększenie dywidendy oraz na korzystanie z zadłużenia w celu stworzenia chociaż częściowej osłony przed podatkami.

14.9. WNIOSKI: WSPÓŁCZESNA TEORIA WYBORU W ZASTOSOWANIU DO STRUKTURY KAPITAŁOWEJ

Zarówno klasyczne, jak i współczesne zarządzanie finansami, zaleca stosowanie wypośrodkowanej struktury kapitałowej. Pożyczka, to także ochrona przed podatkami, sposób monitoringu oraz narzędzie motywujące. Finansowanie zadłużeniem nie tylko zmniejsza podatek, ale także zwiększa zyskowość aktywów poprzez lepsze nimi zarządzanie. Zbyt wysokie pożyczki prowadzą do powstania kosztów krytycznego położenia finansowego (*financial distress*) i mogą się również przyczynić do destruktywnej gry prowadzonej przez właścicieli (akcjonariuszy) na koszt pożyczkodawców.

Optymalna struktura kapitałowa to taka, która balansuje pomiędzy tymi zaletami i ujemnymi stronami finansowania firmy na drodze zaciągania pożyczek. Takie są przynajmniej względnie proste teoretyczne rozważania, a na ile się to sprawdza, zależy już od praktyki. Profesorowie mogą wyciągnąć typowy wniosek: nadal potrzeba więcej badań w tej dziedzinie.

