Maciej Stradomski[1]

ZASTOSOWANIA INNOWACJI FINANSOWYCH W WARUNKACH KRYZYSU FINANSOWEGO PRZEDSIĘBIORSTWA

1. Wprowadzenie

Zarządzanie antykryzysowe w przedsiębiorstwie powinno, zgodnie z naszymi idealistycznymi oczekiwaniami, umożliwiać wczesną identyfikację zagrożeń wynikających z funkcjonowania przedsiębiorstwa w warunkach niepewności, jak i docelowo chronić je przed niekorzystnymi zmianami otoczenia gospodarczego. W rzeczywistości jednak przedsiębiorstwa są ciągle narażane na istotne zmiany otoczenia, które powodują chwilową lub długotrwałą utratę ich wartości.

Kryzys przedsiębiorstwa rozumiany jest najczęściej jako sytuacja, w której następuje zagrożenie egzystencji danego podmiotu[2]. Często dodaje się, iż jest to sytuacja, w której dalsze istnienie przedsiębiorstwa nie jest możliwe bez pomocy zewnętrznych sił i środków.

W swojej klasycznej formie kryzys rozpoczyna się od spadku obrotów, powodującego chwilowe trudności płatnicze przedsiębiorstwa. Trudności te są w pierwszej fazie redukowane poprzez wzrost zadłużenia krótkoterminowego. W przypadku krótkotrwałego charakteru spadku zamówień, kryzys jako taki nie występuje i mamy do czynienia jedynie z zakłóceniami w pracy podmiotu gospodarczego. Gdy jednak zaburzenia rynkowe mają charakter długotrwały, przejściowe problemy płatnicze mogą prowadzić do wzrostu poziomu zadłużenia i pojawienia się tzw. pętli kredowej.

Warto jednak dostrzec, iż wielokrotnie zmiany wielkości zamówień handlowych mają swoje głębsze uzasadnienie w sytuacji finansowej kontrahentów

---

[1]Maciej Stradomski, dr, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu.

[2]Por. m.in. L. Pawłowicz, *Projektowane podstawy prawne restrukturyzacji przedsiębiorstwa w kryzysie*, w: *Zarządzanie wartością firmy w dobie kryzysu*, w: red. S. Kasiewicz, L. Pawłowicz, CeDeWu, Warszawa 2003.

a ostatecznym ich źródłem są nagłe zmiany poziomu stóp procentowych, wahania kursu walutowego lub też cen surowców.

2. *Istota kryzysu finansowego*

Wraz z globalizacją rynków finansowych, a także rynków dóbr i surowców, trudno mówić o lokalnym charakterze kryzysów gospodarczych. Istniejąca sieć powiązań operacyjnych i kapitałowych powoduje, iż regionalne zakłócenia w funkcjonowaniu gospodarki mogą przenosić się na rynki zagraniczne. Najsilniejsze impulsy występują pomiędzy gospodarkami znajdującymi się na podobnym etapie rozwoju gospodarczego[3].

Globalny charakter kryzysów gospodarczych powoduje, iż przedsiębiorstwa nie mogą lekceważyć zmian zachodzących nawet na odległych rynkach. Wspomnianymi powyżej symptomami kryzysów gospodarczych (finansowych) są z pewnością:

- wahania stóp procentowych,
- wahania kursów walutowych,
- wahania cen surowców strategicznych.

W pierwszym przypadku szczególnie narażone na ryzyko są przedsiębiorstwa posiadające istotny udział finansowania obcego oraz podmioty posiadające nadwyżki środków pieniężnych. Ryzyko walutowe najsilniej dotyka firmy handlowe (eksporterów i importerów w ujęciu netto), firmy posiadające zobowiązania lub należności w walutach obcych oraz międzynarodowe holdingi, w których następuje transfer zysków pomiędzy krajami. Wahania cen surowców strategicznych (np. paliwa, energia) dotyczą praktycznie wszystkich przedsiębiorców, lecz niektóre branże są narażone na nie w sposób szczególny.

Różnorodność form, jakie kryzys finansowy może przybrać, powoduje, iż większość przedsiębiorstw nie może ex ante przygotować się na jego oddziaływanie.

3. *Wpływ kryzysu na wartość przedsiębiorstwa*

Każde przedsiębiorstwo funkcjonujące w warunkach gospodarki rynkowej powinno być ukierunkowane na pomnażanie wartości dla swoich właścicieli.

[3] Np. pomiędzy krajami rozwijającymi się (*emerging markets*).

Zatem wszystkie zdarzenia mogące powodować w efekcie spadek wartości dla właścicieli powinny być monitorowane, a ich ewentualny negatywny wpływ (koszty) minimalizowany[4]. Niekorzystne zmiany zewnętrzne mogą przybrać postać kosztów implicite i explicite.

W pierwszym przypadku mamy do czynienia przykładowo ze wzrostem obciążeń odsetkami, rezygnacją z dywidendy przez akcjonariuszy. Druga grupa obejmuje takie zjawiska, jak:

- wzrost asymetrii informacyjnej[5],
- wzrost znaczenia problemów agencji,
- wzrost oczekiwanych kosztów bankructwa.

Asymetria informacyjna występuję pomiędzy różnymi grupami interesariuszy (stakeholders). Najczęściej jej poziom jest analizowany w relacjach pomiędzy kierownictwem a właścicielami, kierownictwem a wierzycielami oraz pomiędzy różnymi klasami właścicieli. Można oczekiwać, iż wraz ze wzrostem poziomu zakłóceń w działalności operacyjnej i finansowej podmiotu poziom asymetrii informacyjnej we wszystkich powyższych relacjach będzie wzrastał. W warunkach kryzysu finansowego jakość sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa ulega zazwyczaj znacznemu pogorszeniu. Dodatkowo mogą pojawiać się próby zatajenia pewnych niekorzystnych zmian finansowych przed wierzycielami przedsiębiorstwa (tzw. asymetria informacyjna ex post).

Wraz z pogarszaniem się sytuacji finansowej podmiotu coraz silniej ujawniać może się problem agencji. Właściciele ponosić będą najprawdopodobniej coraz wyższe koszty związane z delegacją uprawnień i monitoringiem działań pełnomocników (kierownictwa). Menedżerowie przedsiębiorstw przeżywających problemy finansowe wykazywać mogą większą skłonność do defraudacji, a świadomi tego właściciele mogą próbować narzucać nadzwyczajne metody nadzoru i kontroli.

Niekorzystne zmiany w przedsiębiorstwie znajdą swoje odzwierciedlenie również w jego pozycji na rynku finansowym, co znajdzie swoje odzwierciedlenie we wzroście kosztów bankructwa. Ich wzrost wynikać może ze spadku wartości zabezpieczenia wierzytelności zaciągniętych przez przedsiębiorstwo, a także bezpośrednio przez wzrost prawdopodobieństwa trwałej utraty płynności przez firmę.

Bez należytej kontroli oraz wprowadzenia instrumentów zarządzania antykryzysowego wartość przedsiębiorstwa funkcjonującego w warunkach kryzysu finansowego ulegać będzie destrukcji.

---

[4]Por. M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG Press, Warszawa 2001, s. 145–174.

[5]B. Hiller, *The Economics of Asymetric Information*, MacMillan Press, London 1997, s. 3.

4. *Innowacje finansowe*

Innowacja finansowa definiowana jest jako nowy produkt (usługa), który umożliwia zwiększenie efektywności gospodarowania ograniczonymi zasobami finansowymi przedsiębiorstwa. Innowacją finansową będzie zatem produkt (usługa), który wcześniej nie był fizycznie dostępny uczestnikom rynku finansowego. Jedną z najobszerniejszych analiz źródeł innowacji przedstawił *R.C. Merton*[6]. Zgodnie z tym podejściem, do podstawowych przesłanek powstawania innowacji zaliczyć należy:

- transfer funduszy w przestrzeni i czasie,
- akumulacja funduszy,
- zarządzanie ryzykiem,
- pozyskiwanie i zarządzanie informacją w celach zarządczych,
- zarządzanie asymetrią informacyjną i zjawiskiem *moral hazard*,
- ułatwienie rozliczania transakcji kupna-sprzedaży poprzez system płatności.

Innowacje finansowe są generowane przez przynajmniej trzy niezależne ośrodki, a mianowicie:

- instytucje pośrednictwa finansowego (np. banki, instytucje leasingowe),
- rynek papierów wartościowych (np. organizatorzy rynku – giełdy),
- przedsiębiorstwa sektora niefinansowego.

Wykorzystanie innowacji finansowych w strategii przedsiębiorstwa może być zatem wynikiem działań podjętych przez nie same, jak i też przez impuls zewnętrzny – ofertę skierowaną przez uczestników rynku finansowego.

Przedsiębiorstwa występują więc w analizie innowacji finansowych w dwojakiej roli – innowatorów i klientów. Zapotrzebowanie na innowacje finansowe ze strony przedsiębiorstw wynika z przeświadczenia, iż nowe instrumenty mogą w sposób bardziej efektywny niwelować wzrost poziomu niedoskonałości rynku wywołany kryzysem finansowym.

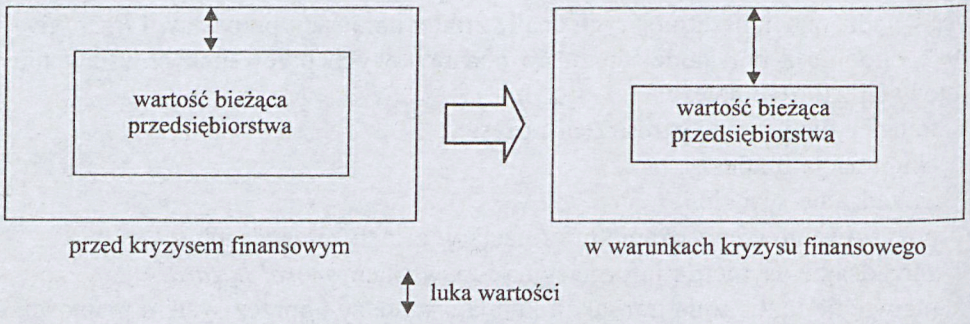
5. *Wykorzystanie innowacji finansowych w warunkach kryzysu*

W warunkach kryzysu finansowego następuje wzrost poziomu niedoskonałości rynku finansowego. Wzrasta też luka wartości przedsiębiorstwa rozumiana jako różnica pomiędzy wartością wewnętrzną przedsiębiorstwa a jego war-

[6] R. C. Merton, *Financial Innovation and Economic Performance*, „Journal of Applied Corporate Finance" 4(4), s. 12–22.

tością bieżącą. Wartość wewnętrzna rozumiana jest jako wartość przedsiębiorstwa, które:
- wykorzystało szanse wynikające z niedoskonałości rynku finansowego,
- zniwelowało wpływ zagrożeń wnikających z niedoskonałości rynku finansowego.

Przedstawione wyżej zjawisko ilustruje rysunek 1



Rysunek 1. Luka wartości przedsiębiorstwa

Źródło: Opracowanie własne

W warunkach kryzysu finansowego przedsiębiorstwa znajdują się w relatywnie gorszej sytuacji finansowej, przez co zapotrzebowanie na innowacje finansowe może w tym okresie wzrastać. Zakładając, iż wartość dodana innowacji finansowych jest uzależniona od luki wartości, kryzys finansowy stanowi doskonałe uzasadnienie wykorzystania nowych produktów (usług) finansowych. Dodatkowo w warunkach zagrożenia finansowego wiele firm charakteryzuje się paradoksalnie wzrostem poziomu akceptacji ryzyka. Jest to w pewien sposób tłumaczone zachowaniem typu: „postawienie wszystkiego na jedną kartę".

Innowacje finansowe, redukując poziom asymetrii informacyjnej oraz koszty agencji i bankructwa, umożliwiają firmie:
- rozłożenie w czasie obciążeń finansowych (np. instrumenty oparte na konstrukcji Interes Rate Swap),
- wymianę poszczególnych kategorii ryzyka (np. Instrumenty oparte na Currency Interest Rate Swap),
- zmniejszenie obciążeń finansowych w zamian za podwyższoną ekspozycje na ryzyko (np. catastrophic bonds).

Znaczna część nowych instrumentów finansowych umożliwia przede wszystkim stabilizację przepływów finansowych oraz zwiększenie dostępności finansowania zewnętrznego. Wykorzystanie innowacji finansowej nie jest procesem jednoetapowym. Zasadniczo wyodrębnić można co najmniej sześć etapów związanych z wprowadzeniem innowacji finansowej do przedsiębiorstwa.

Etap I
Pojawienie się niedoskonałości rynkowej (np. opodatkowanie nowego strumienia dochodu przedsiębiorstwa)

Etap II
Identyfikacja niedoskonałości przez przedsiębiorstwo

Etap III
Wycena wpływu niedoskonałości rynkowej na wartość przedsiębiorstwa

Etap IV
Projekt (zakup) innowacji finansowej

Etap V
Zastosowanie innowacji finansowej

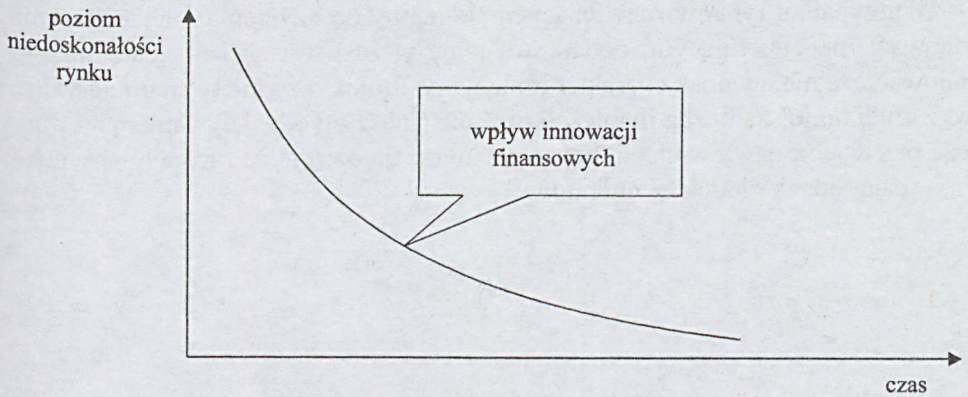
Etap VI
Ocena wpływu zastosowania innowacji finansowej na wartość przedsiębiorstwa (wartość dla akcjonariuszy)

Rysunek 2. Etapy wprowadzania finansowej innowacji w przedsiębiorstwie

Źródło: Opracowanie własne

Analizując źródła innowacji finansowych, a w szczególności czynniki niedoskonałości rynku, należałoby uznać, iż poziom innowacyjności sektora finansowego jest uzależniony od poziomu niedoskonałości rynkowej gospodarki. Innowacje finansowe powinny występować w gospodarkach o najwyższym poziomie niedoskonałości rynkowych (kraje rozwijające się), przyczyniając się do wzrostu wartości przedsiębiorstw danego kraju.

Z praktyki wiadomo jednak, iż nie ma możliwości skokowego spadku poziomu niedoskonałości rynkowej. Jednocześnie gospodarki charakteryzujące się

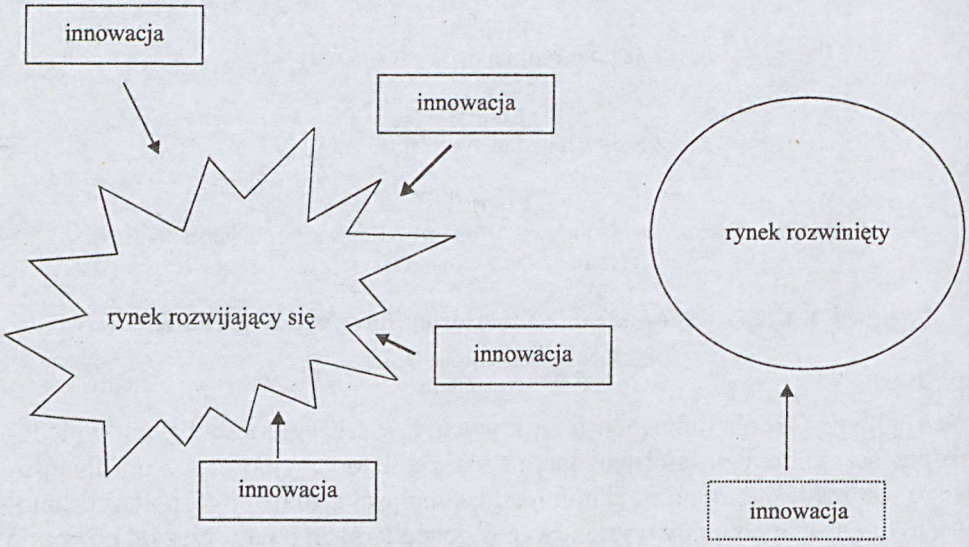


Rysunek 3. Źródła innowacji finansowych

Źródło: Opracowanie własne

wysokim poziomem niedoskonałości rynkowej nie są pionierami w zakresie projektowania i wdrażania innowacji finansowych[7].

Mając na uwadze powyższą sprzeczność, warto dokonać podziału innowacji finansowych na „powszechne" i „unikatowe". Innowacje powszechne to instrumenty (usługi) finansowe niedostępne na danym rynku, ale stosowane na innych rynkach rozwiniętych. Innowacje unikatowe to instrumenty (usługi) całkowicie oryginalne, niedostępne w żadnym innym systemie organizacji rynku.



Rysunek 4. Innowacje finansowe powszechne i unikatowe

Źródło: Opracowanie własne

W przypadku rynków rozwijających się mamy do czynienia z liczniejszymi innowacjami, generującymi dodatkowo silny wzrost wartości przedsiębiorstw. Innowacje te mają jednak charakter imitacyjny. Rynek rozwinięty charakteryzuje się z kolei mniejszą liczbą innowacji oraz ich słabszym oddziaływaniem na wartość przedsiębiorstwa w ujęciu bezwzględnym. Innowacje na rynkach rozwiniętych mają jednak charakter unikatowy.

[7]Por. m.in. Ch. W. Anderson, *Financial Contracting under Extreme Uncertainty: an Analysis of Brazilian Corporate Debentures*, „Journal of Financial Economics" 51/1999.

6. Zagrożenia związane z wykorzystaniem innowacji finansowych

Pozytywna ocena wpływu innowacji finansowych na wartość przedsiębiorstwa funkcjonującego w warunkach kryzysu finansowego może być zniekształcona, jeżeli nie weźmiemy pod uwagę przesłanek projektowania i dystrybucji innowacji przez instytucje finansowe. Podobnie jak przedsiębiorstwa sektora produkcyjnego i usługowego, instytucje finansowe działają z myślą o maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy. Produkty przez nie oferowane mają nie tylko pomóc przedsiębiorcom w zarządzaniu poszczególnymi kategoriami ryzyka, ale przede wszystkim wygenerować dochód dla innowatora (instytucji finansowej). Pogorszenie koniunktury gospodarczej charakterystyczne dla okresu kryzysu finansowego znajduje swoje odzwierciedlenie również w sytuacji instytucji finansowych. Można jedynie dyskutować, czy negatywny efekt dekoniunktury nie jest w ich przypadku przesunięty w czasie.

Istnieje zatem duże prawdopodobieństwo, iż oferowane nowe instrumenty finansowe projektowane będą z myślą o transferze wartości od przedsiębiorstwa do instytucji pośredniczącej (np. bank). Ocena wartości innowacji finansowej dla przedsiębiorstwa (klienta) możliwa jest jedynie pod warunkiem oszacowania następujących wartości:

- całkowitego efektu zastosowania innowacji,
- poziomu dystrybucji efektu zastosowania innowacji,
- poziomu rentowności wykorzystania efektu zastosowania innowacji.

7. Zakończenie

Wzrost konkurencyjności na rynkach finansowych oraz towarzyszące temu procesy globalizacyjne powodują, iż liczba dostępnych instrumentów finansowych wzrasta w tempie dotychczas nie obserwowanym. Znaczna cześć innowacji finansowych skierowana jest do przedsiębiorstw funkcjonujących w warunkach silnej niedoskonałości rynkowej oraz powtarzających się kryzysów gospodarczych. W przypadku powyższych przedsiębiorstw istnieją najlepsze warunki do zastosowania innowacji finansowych powodujących wzrost wartości przedsiębiorstwa. Z drugiej jednak strony firmy funkcjonujące na rynkach rozwijających się są teoretycznie najbardziej narażone na transfer wartości dokonywany za pomocą oferowanych przez pośredników finansowych instrumentów.

Bibliografia

1. Pawłowicz L., *Projektowane podstawy prawne restrukturyzacji przedsiębiorstwa w kryzysie*, w: *Zarządzanie wartością firmy w dobie kryzysu*, w: red. S. Kasiewicz, L. Pawłowicz, CeDeWu, Warszawa 2003.
2. Michalski M., *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG Press, Warszawa 2001.
3. Hiller B., *The Economics of Asymetric Information*, MacMillan Press, London 1997.
4. Merton R.C., *Financial Innovation and Economic Performance*, „Journal of Applied Corporate Finance" 4(4).
5. Anderson Ch. W., *Financial Contracting under Extreme Uncertainty: an Analysis of Brazilian Corporate Debentures*, „Journal of Financial Economics" 51/1999.

Maciej Stradomski

USE OF FINANCIAL INNOVATION IN A FINANCIAL CRISIS OF A COMPANY

SUMMARY

Financial innovations play a key role in the management process of a modern company. In case of enterprises operating under extreme unfavourable market conditions (high level of market imperfections) new financial instruments enable to create value for shareholders. However financial innovations can be used by financial intermediaries (banks, stock exchanges) to extract values from non-financial entities. Therefor the analysis of financial innovation in the process of crisis management should be carefully implemented.