

JACEK NOWAK

ASYMETRYCZNE  
RELACJE BANKU  
I PRZEDSIĘBIORSTWA  
WOBEZ ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ

**BANK**

**PRZEDSIĘBIORSTWO**

**Difin**



ASYMETRYCZNE  
RELACJE BANKU  
I PRZEDSIĘBIORSTWA  
WOBEC ZAGROŻENIA UPADŁOŚCIĄ

Copyright © Difin SA  
Warszawa 2013

Wszelkie prawa zastrzeżone. Kopiowanie, przedrukowywanie i rozpowszechnianie całości lub fragmentów niniejszej pracy bez zgody wydawcy zabronione.

Książka ta jest dziełem twórcy i wydawcy.  
Prosimy, abyś przestrzegał praw, jakie im przysługują.  
Jej zawartość możesz udostępnić nieodpłatnie osobom bliskim lub osobiście.  
znanym, ale nie publikuj jej w internecie. Jeśli cytujesz jej fragmenty, nie zmieniaj ich treści i koniecznie zaznacz, czyje to dzieło. A kopiując jej część, rób to jedynie na użytek osobisty. Szanujmy cudzą własność i prawo.

Recenzent  
Prof. US dr hab. Dariusz Zarzecki

Korekta  
Zofia Firek

Projekt okładki  
Mikołaj Miodowski

Redaktor prowadząca  
Maria Adamska

ISBN 978-83-7930-116-4

Difin SA,  
Warszawa 2013  
ul. F. Kostrzewskiego 1, 00-768 Warszawa,  
tel. 22 851 45 61, 22 851 45 62,  
fax 22 841 98 91  
Księgarnie internetowe Difin:  
[www.ksiegarnia.difin.pl](http://www.ksiegarnia.difin.pl), [www.ksiegarniasgh.pl](http://www.ksiegarniasgh.pl)  
Skład i łamanie: Poligrafia, tel. 605 105 574  
Wydrukowano w Polsce

# Spis treści

---

<b>Wstęp</b>	<b>9</b>
<b>1. Fundamenty kształtowania współpracy banku i przedsiębiorstwa</b>	<b>21</b>
1.1. Tworzenie wartości w przedsiębiorstwie na tle ładu korporacyjnego	21
1.2. Interesariusze i strategia konkurencyjności	28
1.3. Strategiczne obszary zaangażowania banków w relacje z przedsiębiorstwem	29
1.4. Relacja przedsiębiorstwa z bankiem	37
1.5. Modele teoretyczne relacji przedsiębiorstw z bankami	44
<b>2. Wpływ ograniczonego zaangażowania banków na kształtowanie wartości rynkowej przedsiębiorstwa</b>	<b>49</b>
2.1. Perspektywa finansowania przedsiębiorstwa z uwzględnieniem zarządzania ryzykiem	49
2.1.1. Problemy niedofinansowania	50
2.1.2. Zarządzanie ryzykiem w perspektywie finansowania przedsiębiorstwa	51
2.2. Strategie kształtowania wartości przedsiębiorstwa i ich związek z dostępem do kapitału	54
2.3. Czynniki determinujące banki do współpracy z przedsiębiorstwem	64
2.4. Konsekwencje ograniczenia zaangażowania banku dla kształtowania wartości przedsiębiorstwa	69
<b>3. Bankowość relacyjna w obliczu zagrożenia upadłością</b>	<b>76</b>
3.1. Cele przedsiębiorstwa w budowaniu relacji długoterminowych z bankiem	76
3.1.1. Dostęp do instrumentów finansowych na rzecz rozwoju przedsiębiorstwa	76

3.1.2. Efektywność zastosowania długu w działalności przedsiębiorstwa w obliczu kosztów agencji	80
3.1.3. Koszt kapitału w strategii rozwoju podmiotu gospodarczego	84
3.1.4. Pozostałe determinanty kształtowania współpracy w długim horyzoncie	87
3.2. Próba identyfikacji efektów współpracy z bankami wobec potrzeb przedsiębiorstwa w sytuacji zagrożenia upadłością	93
3.3. Warunki powiązań przedsiębiorstwa z bankami na tle zagrożenia upadłością	94
3.4. Bariery decyzyjne dla zastosowania kapitału własnego bądź obcego w obliczu kryzysu działalności w przedsiębiorstwie	98
3.5. Wątpliwości co do korzyści z tworzenia długoterminowych relacji przedsiębiorstwa z bankami	100
3.6. Kondycja przedsiębiorstw wobec uwarunkowań makroekonomicznych	102
<b>4. Trwałość dostępu do finansowania w okresie zagrożenia upadłością wobec nadmiernej dywersyfikacji współpracy przedsiębiorstwa z bankami</b>	<b>113</b>
4.1. Problemy kształtowania trwałej (długoterminowej) struktury finansowania przedsiębiorstw	113
4.2. Nadmiar banków i instrumentów finansowych we współpracy z przedsiębiorstwem	118
4.3. Potrzeby kapitałowe spółki w momencie identyfikacji ryzyka bankructwa	123
4.4. Zastosowanie modeli finansowych wobec ograniczonego dostępu do kapitału w czasie występowania ryzyka bankructwa	126
4.5. Ryzyko bankructwa przedsiębiorstwa i adekwatność zabezpieczenia w ocenie banków	131
<b>5. Asymetria relacji przedsiębiorstw i banków</b>	<b>136</b>
5.1. Zjawisko asymetrii informacji we współpracy przedsiębiorstw z bankami	136
5.2. Znaczenie zasad określających asymetryczną relację między przedsiębiorstwem a bankiem	139
5.3. Cele banków w budowaniu asymetrycznej relacji z przedsiębiorstwami	141
5.4. Dostęp do informacji o przedsiębiorstwie w ocenie ryzyka bankructwa	143
5.4.1. Modele wczesnego ostrzegania w przewidywaniu bankructwa przedsiębiorstw	144
5.4.2. Ocena rynku niedoskonałego – oparta na wybranych modelach i wykorzystaniu wskaźników wczesnego ostrzegania	148
5.4.3. Ograniczone informacje rynkowe o kondycji przedsiębiorstwa	150
5.4.4. Analiza kosztu/ów bankructwa	152
5.5. Inne czynniki ograniczające budowanie asymetrycznej relacji między przedsiębiorstwami a bankami	155
5.5.1. Dominacja banków w kształtowaniu zobowiązań przedsiębiorstwa	155
5.5.2. Problem pokusy nadużycia	157

<b>6. Akceptacja pozycji rynkowej i mechanizmów działania banków przez przedsiębiorstwo</b>	<b>160</b>
6.1. Znaczenie niedoskonałego rynku kapitałowego	160
6.2. Specyficzna pozycja banków na rynku	163
6.3. Proces decyzyjny banków w kształtowaniu współpracy z przedsiębiorstwem	166
6.3.1. Ryzyko negatywnej selekcji w procesie decyzyjnym banków	166
6.3.2. Ryzyko zmiany zachowania przedsiębiorstwa a możliwości monitorowania przez banki	169
6.3.3. Sygnały ostrzegawcze dotyczące ryzyka przeinwestowania	171
6.4. Możliwości dostępu do alternatywnego źródła finansowania z pominięciem banków	174
6.5. Uwarunkowania akceptacji pozycji rynkowej banków	176
<b>7. Efekty długoterminowych relacji przedsiębiorstwa z bankami w obliczu zagrożenia upadłością</b>	<b>178</b>
7.1. Cele przedsiębiorstwa w budowaniu relacji długoterminowych z bankami	178
7.1.1. Dostęp do instrumentów finansowych na rzecz rozwoju przedsiębiorstwa	181
7.1.2. Perspektywy wzrostu akcji kredytowej w Polsce	182
7.1.3. Koszt kapitału w strategii rozwoju podmiotu gospodarczego	183
7.1.4. Pozostałe determinanty kształtowania współpracy w długim horyzoncie	190
7.2. Próba identyfikacji efektów współpracy z bankami wobec potrzeb przedsiębiorstwa w sytuacji zagrożenia upadłością	196
7.3. Dostępność finansowania dla przedsiębiorstw w warunkach kryzysu finansowego	198
7.4. Bariery decyzyjne dla zastosowania kapitału własnego albo obcego w obliczu kryzysu działalności w przedsiębiorstwie	202
7.5. Wątpliwości co do korzyści z tworzenia długoterminowych relacji przedsiębiorstwa z bankami	204
<b>8. Badania nad doborem miar oceny ryzyka upadłości spółek publicznych w kontekście relacji z bankiem</b>	<b>207</b>
8.1. Charakterystyka projektu badawczego	207
8.1.1. Selekcja i charakterystyka ogólna kondycji ekonomicznej spółek	213
8.1.2. Rankingi badanych spółek	239
8.2. Analiza wielowymiarowa	249
8.2.1. Modele dyskryminacyjne	250
8.2.2. Modele sieci neuronowych	253
8.2.3. Modele drzewa decyzyjnego	254
8.2.4. Modele regresji logistycznej	257
8.3. Dobór parametrów	262
<b>Zakończenie</b>	<b>267</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>277</b>





## Wstęp

---

Zmiany na rynku kapitałowym i pieniężnym, zwłaszcza w kontekście globalnego kryzysu finansowego, weryfikują podejście do kształtowania relacji między bankiem a przedsiębiorstwem. Jeszcze kilkanaście lat temu podejmowano próby określenia zasad kształtowania współpracy w gospodarce wolnorynkowej jako wzajemnie korzystnej, partnerskiej relacji. Przeobrażenia wywołane światowym kryzysem finansowym, nierozzerwalnie związane z pojęciami ryzyka upadłości, oceny kondycji finansowej przedsiębiorstw i predykcji bankructwa, stwarzają nowe pole do rozważań naukowych.

W niniejszej pracy podjęto ważką tematykę relacji bank – przedsiębiorstwo na tle zagrożenia upadłością. Zagadnienie kryzysu w przedsiębiorstwie, kryteria oceny zagrożeń i wykorzystywane narzędzia analityczne stanowiły podstawę do podjęcia próby spojrzenia na współdziałanie tych podmiotów. Niniejsza publikacja stanowi zatem unikalne źródło wiedzy o relacji bank – przedsiębiorstwo w kontekście zagrożeń związanych z ryzykiem upadłości przedsiębiorstwa.

To przede wszystkim zmiany na rynku finansowym, których przejawem jest także znaczące ograniczenie dostępu do źródeł finansowania, dały impuls do pogłębienia rozważań na temat współpracy między przedsiębiorstwami a bankami. Relacje tych podmiotów mogą być rozpatrywane w wielu obszarach, w tym m.in. w kontekście czasu ich trwania, zasięgu, jak również angażowania określonej liczby banków. Gdy jednak poddaje się refleksji czynniki mające znaczenie dla budowania wartości przedsiębiorstwa, należy wskazać, że proces ten jest związany w znacznej mierze ze źródłami finansowania, a co za tym idzie – z weryfikacją ryzyka upadłości przedsiębiorstwa przez banki.

Podjęcie przez przedsiębiorstwo współpracy z bankiem wiąże się z fundamentalnymi potrzebami prowadzonej działalności. Zasadne okazuje się zatem

twierdzenie, że bank – z uwagi na jego specyficzną rolę na rynku finansowym – jest podmiotem niezbędnym w działalności przedsiębiorstwa. W normalnych warunkach współpraca przedsiębiorstwa i banku powinna się koncentrować na możliwie niskim koszcie kapitału, ograniczonych zabezpieczeniach i sprawnej obsłudze. Gdy jednak na rynku panuje niekorzystna sytuacja bądź gdy kondycja przedsiębiorstwa pogarsza się, bank – biorąc pod uwagę zjawisko asymetrii informacyjnej – stara się prowadzić ciągły monitoring i dokonuje oceny skali finansowania, przy czym w okresie zagrożenia upadłością relacja banku i przedsiębiorstwa powinna być w znacznym stopniu ukierunkowana na zapewnienie obu podmiotom bezpieczeństwa finansowego. Z perspektywy banków zastosowanie metod predykcji upadłości rewiduje pierwotną przyczynę tworzenia relacji. Dla zarządzających przedsiębiorstwem priorytetem może być osiągnięcie odpowiedniego poziomu płynności i uniknięcie bankructwa. Równocześnie jednak, zgodnie z teorią agencji, działania kierownictwa na tle celów właścicieli są obciążone konfliktem interesów. Odmienne są bowiem oczekiwania co do strategii inwestycji, wypłaty dywidendy i wskaźników finansowych.

Asymetria współpracy przedsiębiorstwa z bankiem wobec problemów gospodarczych wywołanych kryzysem finansowym powinna niewątpliwie stać się przedmiotem badań. Relacja banku i przedsiębiorstwa w przypadku problemów finansowych powinna skutkować trwalszym i łatwiejszym dostępem do finansowania niż sytuacja, w której relacje między podmiotami są słabo rozwinięte. Poprawne współdziałanie ma skutkować ograniczaniem czynników ryzyka – prowadzących w ostateczności do ogłoszenia upadłości.

Podkreślić należy, że banki, ze względu na swoją specyfikę, mają możliwość wykrycia oznak zagrożenia bankructwem już na wczesnym etapie oceny. Dostęp do informacji pozwala na symulację poprawy kondycji finansowej, m.in. poprzez zestawienie zgromadzonych przez bank danych dotyczących innych przedsiębiorstw. Spojrzenie to ukazuje, jak się wydaje, rzeczywistą przewagę banku w relacji z przedsiębiorstwem.

Banki – szczególnie w okresie, w którym rozpoznają ryzyko bankructwa przedsiębiorstwa – nie zawsze dokładnie informują o sytuacji przedsiębiorstwa. Stosują w relacjach drogę odmowy udzielenia kapitału albo wstrzymania finansowania – bez podejmowania dyskusji o zagrożeniach, która mogłaby się przyczynić do lepszego zrozumienia sytuacji przedsiębiorstwa przez jego kierownictwo, co umożliwiłoby działania naprawcze. Taka sytuacja powoduje powstawanie napięć, a nawet konfliktów, jak również częstokroć prowadzi do nadużyć ze strony przedsiębiorstw – na kanwie ich wcześniejszych doświadczeń współpracy z bankami.

Jednym z wielu obszarów współdziałania jest tutaj obsługa rozliczeń za pośrednictwem rachunku bankowego. Ten wrażliwy obszar odznacza się jawnością informacji o przedsiębiorstwie i jego kontrahentach dla potencjalnego finansują-

cego. Z punktu widzenia banku relacja umowna o prowadzenie rachunku zapewnia stosunkowo łatwy wgląd w parametry służące określeniu kondycji przedsiębiorstwa. Z perspektywy przedsiębiorstwa oznacza to udostępnienie zewnętrznemu podmiotowi danych poufnych, tj. informacji o kontrahentach, cenach zbytu, wielkości sprzedaży, wartości i strukturze zobowiązań, zaległościach płatniczych itp. Instytucje finansowe, w szczególności zaś banki, są jednak naturalnym partnerem przedsiębiorstw, a relacje między nimi przynoszą rezultaty w długim horyzoncie czasowym. Na podstawie zgromadzonych danych banki mogą dostosowywać ofertę do potrzeb przedsiębiorstw – z uwzględnieniem wymiaru finansowego – a w perspektywie długoterminowej mają szansę wpływać na kształtowanie wartości rynkowej tych podmiotów.

Czynnikiem wpływającym na relacje między finansującym a przedsiębiorstwem jest rodzaj finansującego. Banki i podmioty pozabankowe mają na celu przede wszystkim utrzymanie względnie dobrych relacji z przedsiębiorstwem, co umożliwi pozyskanie informacji i maksymalizację dochodów w wyniku działania zjawiska uwięzienia (wstrzymania). Przedsiębiorstwa są skłonne do utrzymywania poprawnych relacji, ponieważ mają na uwadze możliwość obniżenia kosztu kapitału, choć w zależności od finansującego sposób zaopatrywania przedsiębiorstwa w kapitał jest traktowany indywidualnie. Wiąże się to z sytuacją finansową kredytodawcy (pożyczkodawcy) i jego pozycją jako podmiotu pośredniczącego na rynkach finansowych. Problem uwięzienia jest zatem istotnym wyznacznikiem kooperacji między przedsiębiorstwem a bankiem. W klasycznej postaci, prezentowanej przez takich autorów, jak Klein, Crawford, Alchian, Williamson, Hart i Moore, ma to związek z obawą właściciela przedsiębiorstwa przed utratą kontroli nad jego firmą finansowaną przez bank. Istnieje jednak również podejście do modelowania asymetrii informacji w ramach relacji bank – przedsiębiorstwo.

Opisywana kwestia ma związek z oceną zdolności kredytowej i zaangażowaniem w pozyskiwanie informacji przez wielokrotne interakcje (monitoring) i tworzenie własnej bazy wiedzy na temat przedsiębiorstwa klienta. Przedsiębiorstwo niejednokrotnie zostaje bowiem „informacyjnie schwyte” w relacji z bankiem, który wchodzi w posiadanie wielu informacji wrażliwych i może je wykorzystać.

Elementem wpływającym na relację przedsiębiorstwo – bank jest także dominacja banku, osiągnięta już w trakcie negocjacji reguł współpracy. Kredytodawca zamierza osiągnąć przewagę, co częściowo można uzasadnić faktem, że to właśnie na banku spoczywa ryzyko związane z odzyskaniem kapitału. Dlatego też w znacznej liczbie przypadków to finansujący kontroluje negocjacje, a gdy dysponuje odpowiednimi danymi o przedsiębiorstwie, może je wykorzystać do narzucenia korzystniejszych warunków. Także przedsiębiorstwo powinno jednak uwzględniać potencjalność niewypłacalności, reagować, przeciwdziałać problemom związanym z utratą płynności finansowej.

W szerokim rozumieniu jest to możliwe w ramach tzw. bankowości relacyjnej. Zagrożenie utratą możliwości terminowego regulowania zobowiązań wymaga bowiem natychmiastowego uzupełnienia środków pieniężnych pochodzących od banków. Pomoc ta może się okazać niezbędna dla przetrwania przedsiębiorstwa. W trudnej sytuacji – podczas poszukiwania wsparcia finansowego – przedsiębiorstwo może natrafić na wysoki koszt finansowania bądź krótki harmonogram spłat. W przypadku dobrej wcześniejszej współpracy można jednak oczekiwać mniej rygorystycznych warunków, co ma związek z zaufaniem banku do przedsiębiorstwa – a to zaufanie jest przypuszczalnie znacząco ograniczone w przypadku relacji krótkotrwałej. Argumentacja wskazuje zatem na niewątpliwe korzyści wynikające z trwałej i bliskiej współpracy przedsiębiorstwa z bankiem.

Mimo pozytywnych aspektów współpracy na linii bank – przedsiębiorstwo nie należy zapominać o problemach wynikających z takiej relacji, które mogą dotyczyć obu stron. Jednym z nich jest monopol informacyjny – obawa przed zbyt asymetryczną wiedzą o drugiej stronie umowy negatywnie wpływa na współpracę. Pojawia się bowiem niepokój związany z ewentualnością wykorzystania pozyskanych informacji. Dlatego też należy pamiętać, że przedsiębiorstwo może się kierować zamiarem ukrycia danych uważanych za wrażliwe, a niezbędnych do właściwej oceny przedsiębiorstwa przez bank. Co bardzo istotne, finansujący może także wykorzystywać pozyskane dane w sposób nieprawidłowy – dla osiągnięcia indywidualnych korzyści (np. w kontekście opłat). Asymetria informacji może zatem istotnie wpłynąć na ograniczanie zaufania między przedsiębiorstwem a bankiem. W ramach współpracy w zakresie pozyskiwania finansowania przedsiębiorstwo podejmuje decyzje wspólnie z bankiem, a ten akumuluje informacje o przedsiębiorstwach i konkurencji. Wybrane dane, mimo zaostrej kontroli i procedur, mogą jednak trafić do osób niepowołanych – co potencjalnie skutkuje nawet wpływem na osiągnięte wyniki finansowe. W warunkach skrajnych nadmierna dostępność informacji albo brak dostatecznej ochrony może obniżać efektywność relacji przedsiębiorstwa z bankiem.

Dostęp do finansowania zależy niewątpliwie od kondycji finansowej przedsiębiorstwa, a ograniczenie dostępności źródeł kapitału odzwierciedla niskie zaufanie banków. Problematyczna staje się możliwość zbudowania struktury finansowania na okres nierównowagi finansowej bez złamania warunków umów z dotychczasowymi finansującymi. Negatywny wpływ na tę sytuację ma także asymetria w relacjach przedsiębiorstwa z bankiem, charakteryzująca się m.in. rozbieżnościami we wzajemnych oczekiwaniach.

Z punktu widzenia długoterminowej współpracy podkreślić należy wagę wykorzystywania różnorodnych źródeł kapitału – zewnętrznych i wewnętrznych. W kryzysie trudno bowiem przedsiębiorstwu osiągnąć stabilną strukturę finansowania, a bez działań restrukturyzacyjnych, w tym m.in. bez zastosowania kolejnego źródła finansowania, struktura kapitału przedsiębiorstwa zagrożonego

upadłością nie zapewnia przetrwania. Jedynie przedsiębiorstwa w dobrej kondycji finansowej mogą funkcjonować bez zastosowania dodatkowego długu, utrzymać się na rynku, notować satysfakcjonujący poziom przepływów pieniężnych. Według autora niniejszej monografii przedsiębiorstwa borykające się z problemami i będące w trudnej sytuacji finansowej powinny zwracać uwagę na możliwość finansowania działalności za pomocą długu, choć nie jest to jedyne dostępne źródło kapitału. Także współpraca z wieloma bankami może utrudniać osiągnięcie pożądanej, trwałej struktury finansowania. Gdy przedsiębiorstwo jest zagrożone upadłością, wiele banków może nie podjąć ryzyka ulokowania kapitału, co stwarza poważny problem z osiągnięciem założonej, optymalnej struktury długoterminowej, niezbędnej m.in. do pokonywania problemów finansowych.

Należy równocześnie zasygnalizować, że znaczna liczba banków ma wpływ na koszt kapitału, rozmiar asymetrii informacji i dalsze relacje między uczestnikami rynków finansowych. Można zatem sądzić, że wielość instytucji finansowych działających na rynkach pozytywnie wpływa na ich aktywność i wywiera szczególnie wpływ na współpracę z przedsiębiorstwami. Znaczna liczba banków oraz dostępne instrumentarium finansowe mogą prowadzić do zmniejszenia regulacji i łatwiejszego dostępu do środków finansowych dla przedsiębiorstw, przy czym takie działania dodatkowo zwiększają ryzyko pozyskiwania środków pieniężnych przez przedsiębiorstwa zagrożone upadłością. Biorąc pod uwagę ryzyko niewypłacalności, należy wskazać, że relacje między bankiem a przedsiębiorstwem osłabiają się w związku z podjęciem bardziej wnikliwego monitorowania. Ryzyko upadłości zwiększa się stopniowo, w długim czasie, a relacje przedsiębiorstwa z bankiem słabną w miarę intensyfikacji kontroli w ramach współpracy. Mimo dostępności wielu instrumentów na rynku podmioty borykające się z problemami finansowymi mogą liczyć jedynie na wsparcie tych banków, z którymi utrzymują ścisłe relacje. Przedsiębiorstwa przeżywające kryzys, a współpracujące dotychczas z wieloma bankami będą mogły – zdaniem autora – korzystać ze wsparcia mniejszej liczby banków, ponieważ współpraca z wieloma bankami oznacza, że nie są to relacje kwalifikowane jako ścisłe.

Istotną rolę w pozyskiwaniu kapitału w obliczu zagrożenia bankrutem odgrywa model finansowania – opracowany w taki sposób, by posiadane środki mogły być wykorzystywane możliwie najbardziej efektywnie. W kryzysie ważniejsze wydaje się jednak nie tyle podjęcie decyzji o tym, skąd przedsiębiorstwo pozyska środki, ile sama możliwość ich uzyskania. Dlatego też optymalny model finansowania powinien pozwalać na wykorzystywanie udostępnianych środków bez opóźnień i komplikacji, by móc regulować zobowiązania wynikające z bieżącej aktywności. Możliwość zaspokojenia niedoboru środków finansowych w obliczu upadłości to czynnik determinujący przy opracowywaniu optymalnego modelu zapewnienia źródeł kapitału od instytucji finansowych, w tym przede wszystkim banków. Podejmowane znaczące ryzyko jest warunkowane

adekwatnym kosztem pieniądza za wykonywane czynności i udostępniane instrumenty finansowe. Opłaty i prowizje, pobierane na bazie określonych parametrów ryzyka, nie rekompensują jednak w pełni ryzyka ponoszonego przez pośrednika finansowego. Zarządzanie ryzykiem jest bowiem usytuowane w kontekście istniejącej asymetrii informacyjnej. To zjawisko, ściśle związane z teorią bankowości prezentowaną przez Lelanda i Pyle'a oraz uwzględniane w rozważaniach Diamonda, ma miejsce, gdy strony transakcji nie dysponują dostatecznymi danymi na temat siebie nawzajem. Nie sprzyja to współpracy uczestników rynku finansowego i osłabia ich relacje. W celu uzyskania oczekiwanych efektów bank powinien pozyskać informacje dotyczące rozwoju przedsiębiorstwa, ocenić ryzyko kredytowe, płynność finansową i pozostałe indykatory będące podstawą oceny. Niemniej jednak uzyskanie wiarygodnych informacji w tym zakresie jest trudnym i nierzadko kapitałochłonnym procesem.

Pośrednicy finansowi dążą, jak już wspomniano, do osiągnięcia przewagi w relacjach z przedsiębiorstwami jako potencjalnymi klientami. Nie dotyczy to wyłącznie zapisów norm umownych, ale także m.in. parametrów finansowych transakcji. W tym względzie tworzenie luk informacyjnych przez banki wydaje się celowym działaniem, ponieważ sprzyja asymetrycznej relacji z przedsiębiorstwami. Zwiększanie asymetrii informacji może być zatem jedną z metod kształtowania relacji przez banki w korzystny dla nich sposób. Nie ulega przy tym wątpliwości, że banki prowadzące długotrwałą współpracę z przedsiębiorstwem mają zdecydowanie łatwiejszy dostęp do istotnych danych niż pozostałe podmioty, które nie zbudowały skutecznych narzędzi informacyjnych albo też nie mają możliwości budowy współpracy tego rodzaju.

Kształtowanie relacji z przedsiębiorstwem z oczywistych względów nie ogranicza się do zapisów umownych. Badane jest także – z wykorzystaniem odpowiednich modeli – ryzyko bankructwa przedsiębiorstwa. Modele są wiarygodne jedynie do pewnego stopnia, mimo wieloletnich prac i ciągłego doskonalenia. Nie istnieje bowiem model, który przewidywałby ryzyko bankructwa w sposób jednoznaczny. Należy tutaj wspomnieć, że jednym z najbardziej znanych modeli predykcji bankructwa jest Z-score Altmana, a jego dokładność na próbie amerykańskich przedsiębiorstw osiągnęła wartość bliską 95% trafności przewidywania. Także w Polsce wielu wybitnych naukowców wniosło istotny wkład do nauki poprzez stworzenie opracowania modeli scoringowych predykcji bankructwa i badanie trafności ich zastosowania w warunkach krajowych.

Do wykorzystania modeli predykcji bankructwa konieczne jest pozyskanie wielu informacji, co może się wiązać ze znacznymi ograniczeniami, wynikającymi z niedoskonałości rynku finansowego. Na rynku niedoskonałym – z uwagi na liczbę przedsiębiorstw mogących stanowić punkt odniesienia – ograniczona jest także wiarygodność wyników. Na niedoskonałym rynku istnieje zjawisko asymetrii informacji, istotnie utrudniające zdobywanie danych i opracowanie

wniosków o przedsiębiorstwach. Problem dostępu do niezbędnej dokumentacji jest zatem dużym utrudnieniem dla banków.

Asymetryczna relacja między finansującym a przedsiębiorstwem dotyczy także dominacji banku, co w negocjacjach może skutkować tym, że przedsiębiorstwo będzie miało poczucie pasywnego uczestnictwa w procesie określania warunków umowy finansowania. Pośrednicy finansowi usiłują osiągnąć przewagę już przed podjęciem współpracy z przedsiębiorstwem, by stworzyć korzystny dla siebie kształt relacji; dążą do kontrolowania przedsiębiorstwa w okresie współpracy.

W świetle prezentowanej tematyki należy zwrócić uwagę na bardzo istotne zjawisko związane z asymetrią relacji. Jest nim, powstająca najczęściej po zawarciu umowy, pokusa nadużycia. Mówi się o niej wtedy, gdy w działaniach banku ogranicza się awersję do ryzyka i odpowiedzialności za powstające zobowiązania, a przedsiębiorstwo nie reaguje na rosnące koszty finansowania i zagrożenia dla obsługi długu w pogarszającej się sytuacji finansowej.

Banki mają znaczące miejsce wśród instytucji finansowych. Ich rola pośrednicząca na rynkach finansowych jest nie do przecenienia. Pośredniczą między podmiotami notującymi deficyt kapitału a tymi, które wykazują nadwyżkę pod tym względem. Środki pieniężne mogą być przekazywane przedsiębiorstwom przez banki albo pozostałe instytucje w drodze emisji obligacji, skryptów dłużnych, kredytów i innych instrumentów finansowych. Sytuuje to banki na najważniejszym miejscu wśród podmiotów działających w gospodarce. Jako że dostarczają kapitał, są w stanie sprostać potrzebom finansowym podmiotów wykazujących deficyt.

Bardzo ważnym elementem pracy banków jest zarządzanie ryzykiem poprzez dążenie do jego minimalizacji. Funkcjonowanie banków komercyjnych i inwestycyjnych, ubezpieczycieli i pozostałych podmiotów wspomaga zarządzanie ryzykiem związanym z działalnością indywidualnego banku. Pośrednicy mają bowiem możliwość tworzenia portfeli inwestycji w celu minimalizowania ryzyka. Istnieje w tym zakresie możliwość przenoszenia ryzyka na pozostałych finansujących, którzy dzięki rozwiniętym systemom zarządzania ryzykiem są w stanie prognozować wyniki finansowe przy określonym poziomie ryzyka. Banki wydają się niezbędne dla istnienia współczesnej gospodarki. Poprzez swoją działalność wspierają pojedyncze podmioty, które indywidualnie nie byłyby w stanie zaangażować się w nowe aktywności, w tym działania inwestycyjne i rozwojowe – właśnie ze względu na towarzyszące im wysokie ryzyko. Dlatego też można stwierdzić, że banki odgrywają znaczącą rolę w ograniczeniu i dywersyfikacji ryzyka przedsiębiorstw.

Informacje wykorzystywane przez banki obejmują z reguły wiele szczegółowych danych. Dane te mają wpływ na decyzje co do zasadności udzielenia finansowania bądź jego kontynuacji. Ma to miejsce zarówno na początkowym

etapie współpracy jak i później. Warto więc zwrócić uwagę, że nie tylko weryfikacja danych, lecz także sama ich dostępność może mieć wpływ na decyzje w sprawach zawieranych bądź kontynuowanych relacji umownych.

W tym kontekście zwraca się uwagę na problem negatywnej selekcji. Jest bowiem możliwe, że w ramach procesu decyzyjnego dotyczącego przyznania środków w formie pożyczki czy kredytu biorcy charakteryzującemu się wysokim poziomem ryzyka zostanie wydana decyzja pozytywna – z uwagi na brak dostatecznych informacji o danym przedsiębiorstwie. Możliwe również – w innej skrajnej sytuacji – że podmiot w stanie upadłości rokujący nadzieję na poprawę kondycji finansowej (np. upadłość z możliwością zawarcia układu) nie uzyska pozytywnej decyzji kredytowej ze względu na brak wystarczających informacji o jego sytuacji i perspektywie działalności na rynku.

Aktywność banków, szczególnie w skali globalnej, podlega znaczącemu wpływowi podmiotów działających w otoczeniu. Banki i pozostałe instytucje finansowe stoją przed koniecznością czynnego monitorowania informacji o pożyczkobiorcach – zarówno przed podjęciem jakiegokolwiek współpracy, jak i po jej rozpoczęciu. W przypadku gwałtownych przemian rynkowych to banki muszą stworzyć sposoby zarządzania ryzykiem – adekwatne do warunków. Stosowną reakcją jest zatem wprowadzenie mechanizmów monitorowania określonych parametrów przedsiębiorstw, by zapobiegać niepożądanym skutkom. Monitorowanie aktywności przedsiębiorstw, w tym ocena ich parametrów, staje się ważnym obszarem działalności. Służy określeniu potencjalnych zagrożeń (w tym ryzyka przeinwestowania), skutkujących obniżeniem wartości przedsiębiorstwa w stosunku do założeń pierwotnych.

W ujęciu globalnym warto tu zwrócić uwagę na azjatycki kryzys gospodarczy, który nastąpił po długotrwałym okresie wzrostu – zwiększającym optymizm inwestorów i banków. W konsekwencji inwestycje w wartość aktywów rynkowych przekroczyły przewidywany przyszły poziom popytu w gospodarce, co doprowadziło do załamania. Łatwość dostępu do kapitału sprzyja znaczącym inwestycjom w przedsiębiorstwach, co w okresie załamania gospodarczego prowadzi jednak do przeinwestowania. Pogorszone parametry przedsiębiorstwa – m.in. w zakresie zadłużenia, szczególnie w okresie dekoniunktury – sprawiają, że uzyskanie dostępu do finansowania z banku wiąże się dla przedsiębiorstwa z ograniczeniami. W ramach reakcji na zachowanie banków przedsiębiorstwo może się starać pozyskać finansowanie z innych źródeł, co jednak wymaga zaangażowania banków inwestycyjnych, a także wiąże się z intensywnymi przygotowaniem i współpracą z agencjami ratingowymi. Możliwości są zatem ograniczone i czasochłonne – nawet dla dużych przedsiębiorstw.

W obliczu rozwoju rynków finansowych, w ostatnich latach związanego nie-rozerwalnie ze zjawiskiem globalizacji, banki powinny zapewniać przedsiębiorstwom atrakcyjne usługi finansowe, które są kluczowym aspektem ich aktywności.



Przedsiębiorstwa mogą bowiem funkcjonować prawidłowo jedynie pod warunkiem stałego dostępu do kapitału – w wymiarze bieżącym i długofalowym. Pozyskanie środków jest w dużej mierze uwarunkowane poziomem osiągniętych zysków, co wpływa na ocenę rentowności działalności. Dostęp do kapitałów obcych to również funkcja relacji z bankami – ma to znaczenie w okresie dobrej kondycji finansowej, ale przede wszystkim wobec zagrożenia upadłością. W kontekście pogorszonej kondycji waga dostępu do kapitałów obcych wydaje się niewspółmiernie większa, ponieważ przedsiębiorstwo tracące płynność finansową ma ograniczone możliwości dysponowania własnym majątkiem. Jeśli uzyska dostęp do kapitałów z zewnątrz, ma szansę realizować nie tylko działania rozwojowe, lecz także te o charakterze naprawczym.

Przedsiębiorstwa pozyskujące kapitał dążą do minimalizacji kosztów w tym zakresie. W przypadku kapitału obcego ten cel jest osiągalny poprzez budowanie wiarygodności kredytowej, wpływającej na oprocentowanie pożyczek i kredytów zaciąganych w bankach. Na zastosowanie kapitału obcego zwraca się uwagę także w kontekście korzyści wynikających z dźwigni finansowej – przykładem jest tutaj wzrost poziomu dźwigni w przedsiębiorstwach uwzględnionych w badaniach amerykańskich. Zastosowanie dźwigni to jedna z przesłanek długofalowej współpracy z instytucjami finansowymi. Nie da się jednak osiągnąć tego stanu bez wypracowania wspomianej już wiarygodności kredytowej. Może być ona tworzona w toku długoterminowej, niezakłóconej współpracy – przy czym budowanie wiarygodności jest z jednej strony funkcją działań przedsiębiorstwa, z drugiej zaś działań banku, zmierzających do wypracowania oceny kredytowej za pomocą dostępnych metod, które stanowią sformalizowane odzwierciedlenie poziomu wiarygodności. Ocena taka jest odniesieniem do poziomu ryzyka kredytowego, jakie kredytodawca szacuje w związku z udzieleniem finansowania danemu przedsiębiorstwu, i odzwierciedla prawdopodobieństwo spłaty zobowiązania kredytowego przez dłużnika.

Podczas rozpatrywania relacji przedsiębiorstwa i banku należy zwrócić szczególną uwagę na współpracę w okresie kryzysu przedsiębiorstwa. W czasie zagrożenia upadłością i w trakcie postępowania upadłościowego oznacza to konieczność uruchomienia specjalnych procedur – przewidzianych w regulacjach wewnętrznych banku i w ramach postępowania sądowego.

Jednym z charakterystycznych wskaźników impasu w przedsiębiorstwie są problemy płynnościowe. Ograniczona płynność dynamiczna oznacza brak możliwości sięgnięcia po kapitały zamrożone, np. w majątku trwałym, zapasach, niesprzedanych towarach czy należnościach. Problemem staje się również dostęp do kapitałów obcych – z uwagi na ograniczoną wiarygodność kredytową. Można to określić mianem podwójnego ograniczenia w okresie zagrożenia upadłością. Zgodnie z zasadami prowadzenia postępowania upadłościowego po jego ogłoszeniu następuje ograniczenie praw przedsiębiorstwa (dłużnika) do swobod-

nego rozporządzenia majątkiem do czasu zakończenia postępowania. W przypadku pozostawienia zarządu własnego, a zatem umożliwienia kierownictwu przedsiębiorstwa kontynuowania zarządzania jego działalnością, zarządzający jest zobligowany do takiego rozporządzenia aktywami, które nie zagraża wykonaniu zobowiązań wobec wierzycieli. Wpływa to niewątpliwie na ograniczenie bądź całkowitą blokadę dostępu do kapitałów obcych w konsekwencji ograniczonej wiarygodności kredytowej.

Współpraca banku i przedsiębiorstwa obejmuje szeroką ofertę instrumentów finansowych, w szczególności zaś kredytów, pożyczek oraz nowoczesnych rozwiązań dotyczących doradztwa finansowego i inwestycyjnego. Relacje w okresie zagrożenia upadłością muszą jednak uwzględniać ryzyko spłaty powstających zobowiązań, mogących mieć kluczowe znaczenie dla sytuacji przedsiębiorstwa jako dłużnika i banku jako wierzyciela. Bank, m.in. z uwagi na konieczność odzyskania zaangażowanych środków, powinien być nastawiony na umożliwienie przedsiębiorstwu przeprowadzenia działań naprawczych.

Mimo że bank i przedsiębiorstwo – ze względu na tworzenie długoterminowych relacji – powinny się czuć w pewien sposób współodpowiedzialne za losy współpracy, to jednak, zdaniem autora, zdecydowanie większa odpowiedzialność spoczywa na banku – z uwagi na jego wiedzę i narzędzia do oceny perspektywy zagrożenia upadłością. W przypadku skrajnym, czyli gdy zaistnieje zagrożenie upadłością, banki – nie tylko z racji własnego interesu ekonomicznego, lecz także na skutek poczucia odpowiedzialności (za powierzone środki i konsekwencje dla przedsiębiorstwa) – powinny, o ile to możliwe, optować za wyborem postępowania układowego jako rozwiązania korzystniejszego. Postępowanie upadłościowe obejmujące likwidację majątku nie daje bowiem realnej szansy na zaspokojenie wierzycieli w znaczącym stopniu, a z punktu widzenia współpracy przedsiębiorstwa z bankiem trudno wskazywać, że w takim przypadku relacja ta w ogóle istnieje.

Bezpośrednią inspiracją do podjęcia problematyki asymetrii w relacjach bank – przedsiębiorstwo były turbulencje rynkowe, kształtujące współpracę tych dwóch podmiotów. Kryzys finansowy wywołał refleksję na temat działań banków w kontekście trwałości ich relacji z podmiotami finansowanymi. Podjęte badania są próbą kompleksowego ujęcia tematyki relacji banku i przedsiębiorstwa oraz uszeregowania istniejących modeli teoretycznych – ze szczególnym uwzględnieniem kompleksowej oceny predykcji upadłości przedsiębiorstw i służących do tego narzędzi. Na rynku globalnym można zaobserwować asymetryczne podejście banków do współpracy z pozostałymi podmiotami, w tym z przedsiębiorstwami. Działania deregulacyjne, liberalizacja w sektorze bankowym i ekspansja uczestników tego rynku doprowadziły do światowego kryzysu finansowego. Zjawisko to miało kluczowy wpływ na dostęp do źródeł finansowania przedsiębiorstw, a przez to także na ukształtowanie relacji banków i przedsiębiorstw.

Przedsiębiorstwo wchodzące w relację z bankiem powinno przyjąć do wiadomości konieczność podporządkowania się określonym procedurom, w tym ocenie ryzyka upadłości. Ich stosowanie ma na celu określenie ryzyka w procesie finansowania, związanego z przyszlą współpracą, jak również wskazanie potencjalnego zwrotu kapitału angażowanego przez bank. Wykorzystując narzędzia oceny, regulacje i przepisy, banki podejmują decyzję o zaangażowaniu we współpracę.

W trakcie badań postawiono hipotezę, że asymetryczna relacja banku i przedsiębiorstwa zachodzi jedynie w warunkach rynku niedoskonałego. Na rynku niedoskonałym pojawia się bowiem asymetria relacji, wynikająca z niejednakowego dostępu do informacji, potęgowana przez negatywną selekcję, pokusę nadużycia, koszty agencji i zjawisko uwięzienia. Hipoteza ta została potwierdzona w procesie analizy danych obrazujących decyzje banków co do finansowania przedsiębiorstw w warunkach kryzysu finansowego. Przeprowadzona analiza uwzględniała kształtowanie się wyników finansowych przedsiębiorstw.

Zdaniem autora można także sformułować twierdzenie, że w przypadku podmiotów finansujących, w szczególności zaś banków, w istotny sposób zwerifikowano podejście do kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie oraz ryzyka związanego z zaangażowaniem tych podmiotów w budowanie struktury kapitałowej jednostek gospodarczych.

Praca składa się z ośmiu rozdziałów. Pierwszy z nich przedstawia fundamenty współpracy banku i przedsiębiorstwa, z uwzględnieniem tworzenia wartości na tle ładu korporacyjnego i obszarów zaangażowania banków w relacje. W rozdziale omówiono również modele teoretyczne relacji przedsiębiorstw z bankami na bazie rozważań międzynarodowych.

Rozdział drugi jest poświęcony ograniczeniom zaangażowania banków i ich wpływowi na budowanie wartości firmy. W tej części wskazuje się na czynniki determinujące banki do współpracy z przedsiębiorstwem, problem niedofinansowania, a także konsekwencje ograniczonego zaangażowania banków.

W rozdziale trzecim podjęto ważką tematykę bankowości relacyjnej w obliczu zagrożenia upadłością przedsiębiorstwa. Wskazano przy tym na efektywność zastosowania długu w działalności przedsiębiorstwa, koszt kapitału i pozostałe determinanty współpracy. Podjęto również próbę identyfikacji efektów współpracy i barier decyzyjnych banków. Omówiono kondycję przedsiębiorstw na bazie uwarunkowań makroekonomicznych i sformułowano wątpliwości co do korzyści z tworzenia długoterminowych relacji.

Tematem rozdziału czwartego jest trwałość dostępu do finansowania w okresie zagrożenia upadłością. Przeanalizowano problem nadmiaru banków i potrzeb kapitałowych przedsiębiorstw w okresie zagrożenia upadłością oraz omówiono modele finansowe predykcji bankructwa, a także adekwatność wymaganych zabezpieczeń.

Rozdział piąty poświęcono relacji przedsiębiorstw i banków. Wyeksponowano zjawisko asymetrii informacji i dostęp do informacji o przedsiębiorstwie w kon-

tekście oceny ryzyka upadłości, a także zjawisko dominacji banków na rynku i problem pokusy nadużycia.

W rozdziale szóstym omówiono znaczenie niedoskonałego rynku kapitałowego i proces decyzyjny banków – z uwzględnieniem ryzyka negatywnej selekcji i zmiany zachowania przedsiębiorstwa. Scharakteryzowano także możliwości dostępu do alternatywnych źródeł finansowania.

Rozdział siódmy to omówienie efektów długoterminowych relacji przedsiębiorstwa i banku w zakresie dostępu do instrumentów finansowych. Przytoczono tu dane dotyczące zachowania banków w okresie kryzysu na rynku polskim, biorąc pod uwagę perspektywy wzrostu akcji kredytowej. Podjęto próbę identyfikacji efektów współpracy z bankami w kontekście potrzeb przedsiębiorstwa w obliczu zagrożenia upadłością, jak również wskazano na wątpliwości co do korzyści z tworzenia długoterminowych relacji przedsiębiorstw i banków.

W rozdziale ósmym zaprezentowano wyniki prac badawczych, których zasadniczym celem było zidentyfikowanie czynników mogących mieć wpływ na zakwalifikowanie określonego przedsiębiorstwa do grupy zagrożonych upadłością i określenie użyteczności wybranych miar i modeli predykcji upadłości. Celem badań było ponadto wypracowanie modelu wieloczynnikowego stanowiącego wsparcie w prowadzeniu analiz predykcji upadłości w ramach relacji przedsiębiorstwa z bankiem dla rozszerzenia dotychczasowych rozważań krajowych i międzynarodowych.

W niniejszej książce wykorzystano obszerną literaturę przedmiotu, obejmującą ponad 340 pozycji. Ze względu na to, że polskojęzyczne publikacje na poruszane tu tematy nie są liczne, trzon bibliografii stanowią pozycje zwarte i artykuły międzynarodowe.

Publikacja jest adresowana do szerokiego kręgu odbiorców, obejmującego studentów kierunków ekonomicznych studiów dziennych i zaocznych, słuchaczy studiów podyplomowych, a także praktyków związanych z problematyką finansów przedsiębiorstw i bankowości.

# 1

## Fundamenty kształtowania współpracy banku i przedsiębiorstwa

---

### 1.1. Tworzenie wartości w przedsiębiorstwie na tle ładu korporacyjnego

Przedsiębiorstwo jest formą organizacyjną wykorzystującą szereg zasobów w celu prowadzenia działalności w ramach otaczającego środowiska. Uwarunkowania jego funkcjonowania są jednak związane z koniecznością realizacji celów wielu grup podmiotów. Zróżnicowanie interesariuszy powoduje, że ich cele mogą być wzajemnie rozbieżne, ale też mogą łączyć ich w grupy o tych samych oczekiwaniach. W literaturze wskazuje się także na różne postrzeganie istotności realizacji celów. Dowodzi się, że kluczowe jest realizowanie celów interesariuszy wewnętrznych, tj. kierownictwa i pracowników<sup>1</sup> – dopiero ich zaspokojenie bowiem sprzyja realizacji potrzeb innych grup interesów, tj. właścicieli i pozostałych finansujących, a także interesariuszy zaangażowanych informacyjnie<sup>2</sup>.

Działanie przedsiębiorstwa wobec wielu grup interesariuszy budzi jednak konieczność określenia spójnego, jednolitego celu działalności samej jednostki gospodarczej. Przyjmuje się zatem w tym zakresie tworzenie wartości na rzecz właścicieli jako odzwierciedlenie budowania wartości kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwo przez tę grupę interesariuszy<sup>3</sup>. Zaznaczyć należy, że dążenia przedsiębiorstw mogą je spolaryzować – podzielić na te, które stawiają na przewagę konkurencyjną, i te, których podstawowym zamierzeniem jest tworzenie

---

<sup>1</sup> D. Wędzki, *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego: Wskaźniki finansowe*, t. 2, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2009, s. 17.

<sup>2</sup> M. Iwanicz-Drozdowska, *Zarządzanie finansowe bankiem*, PWE, Warszawa 2005, s. 21.

<sup>3</sup> A. Rappaport, *CFOs and strategists: forging a common framework*, „Harvard Business Review” 1992 (May), Vol. 70, Iss. 3, s. 84–91.

wartości dla akcjonariuszy. Próbuąc rozstrzygnąć ten dylemat, A. Rappaport dowodził, że tworzenie przewagi konkurencyjnej i budowanie wartości dla akcjonariuszy wynika ze wspólnych ram gospodarczych, a odzwierciedleniem wartości kreowanej długoterminowo jest rynek kapitałowy, w którym maksymalizacja wartości rozumianej w długim horyzoncie czasowym wiarygodnie świadczy o trwałej przewadze konkurencyjnej<sup>4</sup>.

Wartość przedsiębiorstwa jest jednak definiowana w literaturze przedmiotu na wielu płaszczyznach. Zgodnie z teorią Modiglianiego i Millera<sup>5</sup> formułuje się zależność wartości jednostki gospodarczej od strumienia dochodów generowanych w przyszłości. Tak rozumiana wartość nie zależy od przyjętej strategii finansowania i doboru źródeł zasilania przedsiębiorstwa, lecz jest zależna od majątku przedsiębiorstwa. Stwierdzenie to jest jednak prawdziwe tylko pod warunkiem, że dotyczy kompozycji źródeł finansowania przy określonych założeniach. W pierwotnym twierdzeniu Modigliani i Miller założyli, że w warunkach rynku kapitałowego doskonale konkurencyjnego wartość przedsiębiorstwa, określana mianem ( $V$ ) nie zależy od struktury kapitałowej. Miller założył, że finansowanie długiem jest korzystne dla przedsiębiorstwa w poniższej sytuacji:

$$V = \frac{EBIT}{WACC} = \frac{EBIT}{k_{EU}} \quad (1)$$

$WACC$  – średni ważony koszt kapitału dla firmy należącej do danej klasy ryzyka,

$k_{EU}$  – żądana stopa dochodu (zwrotu) od kapitału zainwestowanego w firmę niekorzystającą z długu

Jednocześnie, prowadząc badania, określili oni, że koszt kapitału własnego przedsiębiorstwa, które korzysta z finansowania długiem jest równy kosztowi kapitału własnego przedsiębiorstwa, które nie wykorzystuje długu w ramach struktury finansowania, przy czym jest on powiększony o premię za ryzyko. Istnieje zatem możliwość określenia kosztu kapitału własnego przedsiębiorstwa.

$$k_{EL} = k_{EU} + \text{koszt premii za ryzyko} \quad (2)$$

zatem:

$$k_{EL} = WACC + D/E(WACC - r_D), \text{ czyli} \quad (3)$$

$$k_{EL} = k_{EU} + D/E(WACC - r_D) \quad (4)$$

$r_D$  – koszt długu,

$D$  – wartość rynkowa długu,

$E$  – wartość rynkowa kapitału własnego.

<sup>4</sup> A. Rappaport, *The economics of short-term performance obsession*, „Financial Analysts Journal” 2005 (May), Vol. 61, Iss. 3, s. 65–79.

<sup>5</sup> F. Modigliani, M.H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, „The American Economic Review” 1958 (June), Vol. 48, No. 3, s. 261–297.

Można zatem wskazać, że oczekiwana stopa zwrotu przedsiębiorstwa zadłużonego wzrasta wraz ze wzrostem rynkowej wartości długu odniesionego do rynkowej wartości kapitału własnego. A zatem wzrost stopy zwrotu przedsiębiorstwa zadłużonego jest zależny także od różnicy między średnim ważonym kosztem kapitału przedsiębiorstwa oraz kosztem finansowania długiem.

W założeniach modelu Modiglianiego i Millera przyjęto, że rzeczywista stopa podatku płaconego z dywidendy jest równa zero, co jest możliwe dzięki temu, iż część zysków zostaje zatrzymana w przedsiębiorstwie, a akcjonariusze finansują się długiem, by móc skorzystać z zaliczenia odsetek do kosztów działalności. Dopiero udoskonalony model Modiglianiego i Millera, po uwzględnieniu korzyści podatkowych i pozostałych kosztów finansowych, uprawnia do wskazania optymalnej wartości zadłużenia przedsiębiorstwa. Wartość przedsiębiorstwa wykorzystującego finansowanie długiem jest równa wartości przedsiębiorstwa, które z długu nie korzysta, przy czym jest powiększona o wartość tarczy podatkowej.

$$V_U = \frac{EBIT \cdot (1-T)}{k_E} \quad (5)$$

Można zatem twierdzić, że wartość przedsiębiorstwa zależy od przyszłych strumieni dochodów, uwarunkowanych z kolei strukturą majątku i strukturą zadłużenia jednostki gospodarczej – przy czym za czynniki mające wpływ na określenie docelowej struktury kapitału należy uznać ryzyko operacyjne, elastyczność finansową oraz tarczę podatkową<sup>6</sup>.

$$V_L = V_U + L \quad (6)$$

- $V_L$  – wartość przedsiębiorstwa korzystającego z długu,  
 $V_U$  – wartość przedsiębiorstwa niekorzystającego z długu,  
 $L$  – wartość dźwigni finansowej.

Elastyczność finansowa może być określana mianem zdolności do pozyskiwania kapitału, przy uwzględnieniu możliwie najkorzystniejszych warunków – przy czym optymalizacja struktury kapitału w warunkach upadłości albo pogorszenia sytuacji finansowej jest ściśle związana z wartością wskaźników zadłużenia. Ich poziom musi być akceptowalny dla instytucji finansujących.

Należy tutaj zwrócić uwagę na pogląd K. Jajugi, który uznaje wartość przedsiębiorstwa za sumę długu, kapitału własnego i kategorii pozabilansowych, w tym opcji rzeczowych i finansowych<sup>7</sup>. Prezentowane wcześniej stanowisko A. Rappa-

<sup>6</sup> I.A. Cooper, K.G. Nyborg, *The value of tax shields IS equal to the present value of tax shields*, „Journal of Financial Economics” 2006, Vol. 81, Iss. 1, s. 215–225.

<sup>7</sup> K. Jajuga, *Wartość i ryzyko przedsiębiorstwa a informacje finansowe – niektóre współczesne problemy*, [w:] *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, materiały konferencyjne pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński 2003, t. 1, s. 284.

porta – dotyczące czynników decydujących o wartości przedsiębiorstwa, w tym zaktualizowanej wartości przepływów środków pieniężnych z działalności operacyjnej i wartości rezydualnej oraz aktywów krótkoterminowych przeznaczonych do sprzedaży – dzielają także inni naukowcy, m.in. A. Duliniec<sup>8</sup> (w tym przypadku jednak z uwzględnieniem również innych aktywów niezaangażowanych w działalność operacyjną).

Działanie przedsiębiorstw w zmieniającym się otoczeniu wymaga zatem określenia celów funkcjonowania, ale również relacji wobec podmiotów współtworzących środowisko aktywności. Niewątpliwie tworzenie wartości, rozumiane również jako kreowanie zysku ekonomicznego<sup>9</sup>, wydaje się jednym z najważniejszych motywów działalności przedsiębiorstw<sup>10</sup>. Mimo że w powszechnym przekonaniu mogą istnieć poglądy wskazujące na generowanie zysku jako podstawowej przesłanki dla działalności, to jednak szeroko rozumiane tworzenie wartości jako działanie na rzecz interesariuszy powinno być oczekiwanym rezultatem aktywności. Wskazując na tworzenie wartości, należy zwrócić uwagę na aktywność przedsiębiorstw postrzeganą w wielu wymiarach. Funkcjonowanie może mieć bowiem odmienne znaczenie w kontekście oczekiwań wielu interesariuszy. Z perspektywy społecznej istotne wydają się przykładowo możliwości zatrudnienia i wzrost poziomu zaspokojenia potrzeb środowiska lokalnego<sup>11</sup> – działalność jednostek gospodarczych przyczynia się bowiem do zwiększenia stabilności gospodarczej<sup>12</sup>. Ale nie tylko aktywność przedsiębiorstw jest gwarancją korzyści dla otoczenia. Proces ten zachodzi dwukierunkowo. Uzyskiwane przychody i ponoszone koszty, a w konsekwencji – generowane zyski i straty, związane z działalnością jednostek gospodarczych, mają znaczenie dla wielu grup. Niejednokrotnie umożliwiają generowanie korzyści zarówno przedsiębiorstwu, jak i tym podmiotom, które istnieją w jego otoczeniu<sup>13</sup>, a w szczególności – samym odbiorcom wytwarzanych dóbr czy usług<sup>14</sup>.

Rozpatrując korzyści dla interesariuszy, które mogą być generowane w obszarze finansowym zwraca się uwagę nie tylko na kategorie wynagradzania

---

<sup>8</sup> A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 143.

<sup>9</sup> Zysk ekonomiczny jest w tym przypadku zamiennie rozumiany jako ekonomiczna wartość dodana (EVA). Por. J.L. Grant, J.A. Abate, *Focus on Value: a Corporate and Investor Guide to Wealth Creation*, John Wiley & Sons, New York 2001, s. 13.

<sup>10</sup> J.M. Stern, J.S. Shiely, I. Ross, *The EVA Challenge*, John Wiley & Sons, New York 2001, s. 120.

<sup>11</sup> K. Kenneth, J. Nofsinger, D. Mohr, *Corporate Governance*, Prentice Hall, Upper Saddle River 2009, s. 31.

<sup>12</sup> K.A. Kim, *Global Corporate Finance: A Focused Approach*, World Scientific Publishing, Singapore 2011, s. 24.

<sup>13</sup> K.A. Kim, *Global Corporate Finance...*, op.cit., s. 226.

<sup>14</sup> K. Baker, G. Martin, *Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, and Practice*, John Wiley & Sons Inc., Hoboken 2011, s. 23.



w formie dywidend, lecz także na realizację wydatków na ubezpieczenia zdrowotne, świadczenia emerytalne itp. Wskazuje się zatem również na istnienie niematerialnych efektów aktywności przedsiębiorstwa<sup>15</sup>, które, jako że odnoszą się do rezultatów, nie oddziałują bezpośrednio, w sensie ekonomicznym, krótkoterminowo na interesariuszy<sup>16</sup>. Warty podkreślenia jest tutaj m.in. przykład statusu osiąganego dzięki pracy w uznanym i cenionym przedsiębiorstwie<sup>17</sup>.

Tworzenie wartości ekonomicznej dla akcjonariuszy<sup>18</sup> ma jednak silny związek z generowanymi rezultatami finansowymi, choć niejednokrotnie jej określenie obarczone jest szeregiem zniekształceń, wynikających z zasad przyjętych w ramach różnych systemów rachunkowych<sup>19</sup>. Kreowanie wartości umożliwia zatem kompleksową ocenę efektywności działania przedsiębiorstwa<sup>20</sup>.

Powstanie gospodarki opartej na swobodnym przepływie informacji i wiedzy, związanej z międzynarodową konkurencją, eksponuje jednak równocześnie znaczenie kapitału intelektualnego w ustalaniu wartości przedsiębiorstwa. Świadomość wartości know-how tworzy podstawę do kreowania nowych wskaźników, obejmujących także niefinansowy wymiar wyceny przedsiębiorstw, zwracających uwagę na kategorie niematerialne<sup>21</sup>. Stanowi to niewątpliwie odejście od tradycyjnej finansowej i zarządczej ortodoksji rachunkowości<sup>22</sup>.

W tradycyjnym wymiarze możliwe jest określenie wartości z wykorzystaniem funkcji nieliniowej (por. wykres 1). Uwzględnia się w tym przypadku odchylenie od punktu odniesienia, wskazując na awersję do ryzyka (ujęta w formie wklęsłości wykresu) oraz poszukiwanie ryzyka (wypukłości dla strat). Ponadto możliwe jest przedstawienie niechęci do ponoszenia strat (funkcja okazuje się bardziej stroma dla strat niż dla zysków). Równocześnie jednak wiele innych

<sup>15</sup> D. Skeel, W. Cohan, H. Miller, *The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and its (Unintended) Consequences*, Wiley, New York 2010, s. 242.

<sup>16</sup> Przykładem niematerialnych efektów działalności przedsiębiorstw są również wydatki na szkolenia pracownicze, które służą przedsiębiorstwu, ale także podnoszą kwalifikacje poszczególnych pracowników. Zob. A. Aragón-Sánchez, I. Barba-Aragón, R. Sanz-Valle, *Effects of training on business results*, „International Journal of Human Resource Management” 2003 (September 6), No. 14, s. 957.

<sup>17</sup> G.C. Lodge, *The corporate key: Using big business to fight global poverty*, „Foreign Affairs” 2002, Vol. 81, Iss. 4, s. 13–18.

<sup>18</sup> Autor pracy skupia się przede wszystkim na akcjonariuszach jako kapitałodawcach własnych. Ze względu na różne formy organizacyjno-prawne przedsiębiorstw pamiętać jednak należy o poprawności sformułowań dla danej grupy interesariuszy, zależnej od formy działalności.

<sup>19</sup> M. Sierpińska, *EVA – As a measure of enterprise restructuring effects. Restructuring of the national economy*, Zakamycze 1999, s. 252.

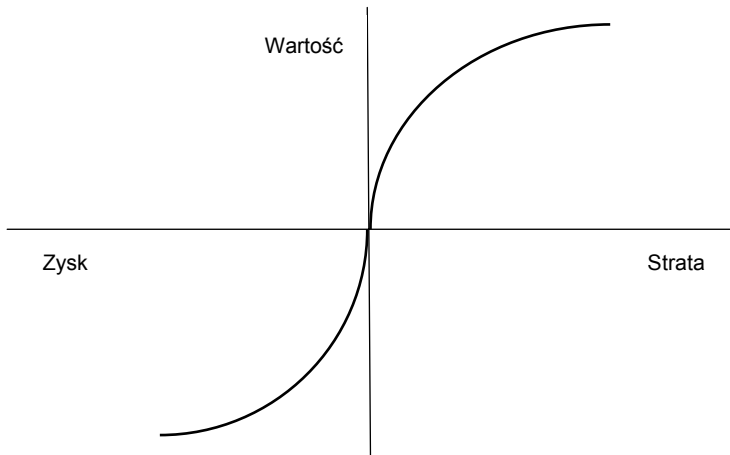
<sup>20</sup> J.M. Stern, J.S. Shiely, I. Ross, *The EVA Challenge...*, op.cit., s. 23–26.

<sup>21</sup> P. Sullivan, *Value-Driven Intellectual Capital: How to Convert Intangible Corporate Assets into Market Value*, John Wiley & Sons, New York 2000, s. 241.

<sup>22</sup> J. Guthrie, *The management, measurement and the reporting of intellectual capital*, „Journal of Intellectual Capital” 2001, Vol. 2, Iss. 1, s. 27.

czynników w nie mniejszym stopniu wpływa na możliwość budowania wartości przedsiębiorstw. Wskazać można przykładowo na niewystarczającą infrastrukturę finansową, niską konkurencyjność banków<sup>23</sup>, a także wady instytucjonalne i prawne w obrębie danego systemu społecznego – hamujące rozwój pozabankowych podmiotów i rynków<sup>24</sup>.

**Wykres 1.** Określenie wartości przedsiębiorstwa z wykorzystaniem funkcji nieliniowej



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: D. Kahneman, A. Tversky, *Prospect theory: An analysis of decision under risk*, „Econometrica” 1979, No. 47 (2), s. 263–292.

Oczekiwania właścicieli przedsiębiorstw w obszarze tworzenia wartości są ukierunkowane na angażowanie się w działania przynoszące korzyści finansowe. Jednostki gospodarcze, kierując się zamiarem generowania wartości dla finansujących własnych (akcjonariuszy, udziałowców itp.), wypracowują określone nadwyżki finansowe. Istnieje jednak również inna perspektywa. Przedsiębiorstwa, tworząc wartość na rzecz właścicieli, powinny zwracać uwagę na łączenie korzyści ekonomicznych i zachowań o charakterze etycznym (por. rys. 1). Tworząc programy prospołeczne, kierownictwo pozostaje w sprzeczności z celami ekonomicznymi, lecz spełnia oczekiwania wielu ważnych grup interesariuszy poprzez dążenie do równowagi wewnątrz i na zewnątrz podmiotu gospodarczego.

Zachowania tego rodzaju są zatem postrzegane jako postępowanie odpowiedzialne społecznie, choć realizowane kosztem zysku ekonomicznego, co wiąże się

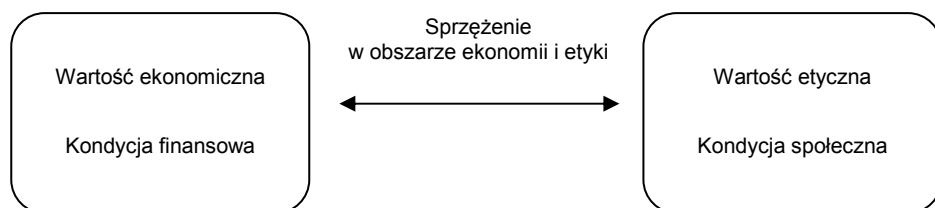
<sup>23</sup> S. Claessens, L. Laeven, *What Drives Bank Competition? International Evidence*, „Journal of Money, Credit and Banking” 2004 (June), Vol. 36, No. 3, Part 2, The Ohio State University Press, s. 563–583.

<sup>24</sup> J. Carmichael, M. Pomerleano, *The Development and Regulation of Non-bank Financial Institutions*, World Bank, Washington D.C. 2002, s. 193.

z potrzebą umiejętnego łączenia zamierzeń w wymiarze finansowym i etycznym. Należy przy tym pamiętać, że rezultaty odmienne od założeń nie satysfakcjonują właścicieli. Postrzeganie tych działań przez akcjonariuszy bądź udziałowców będzie zatem odmienne od punktu widzenia pozostałych grup interesów<sup>25</sup>.

Można więc oceniać, że działalność prospołeczna jest w stanie przynosić przedsiębiorstwom korzyści, lecz rozumienie tej działalności z punktu widzenia budowania wartości nie w każdym przypadku musi być zbieżne. Gdy interes przedsiębiorstwa i dobro społeczne stoją w opozycji, wybór będzie z dużym prawdopodobieństwem ukierunkowany na budowanie wartości przede wszystkim dla właścicieli<sup>26</sup>. Wydaje się, że zarząd spółki raczej nie zaryzykowałby swojej pozycji poprzez podejmowanie decyzji niekorzystnych dla akcjonariuszy<sup>27</sup>. Żądania tych ostatnich, dotyczące kreowania wartości przez poprawę rezultatów finansowych, mogą zatem okazać się istotniejsze od odpowiedzialności społecznej<sup>28</sup>. W uzasadnieniu wskazać można przykładowo na możliwość tworzenia przez akcjonariuszy programów motywacyjnych dla kierownictwa, bezpośrednio łączących rozwój przedsiębiorstwa z korzyściami dla kadry zarządzającej<sup>29</sup>.

**Rysunek 1.** Obszar sprzężenia ekonomii i etyki w perspektywie ładu korporacyjnego



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: W. Sun, J. Stewart, D. Pollard, *Corporate Governance and the Global Financial Crisis: International Perspectives*, Cambridge University Press, Cambridge 2011, s. 370.

Aktywność tego rodzaju powoduje jednak, że zarząd skupia się na generowaniu dodatnich wyników finansowych, a nie na realizacji programów społecznych.

<sup>25</sup> W. Sun, J. Stewart, D. Pollard, *Corporate Governance and the Global Financial Crisis: International Perspectives*, Cambridge University Press, Cambridge 2011, s. 384.

<sup>26</sup> B.R. Agle, R.K. Mitchell, J.A. Sonnenfeld, *Who Matters to CEOs? An Investigation of Stakeholder Attributes and Salience, Corporate Performance and CEO Values*, „The Academy of Management Journal” 1999 (October), Vol. 42, No. 5, s. 508–510.

<sup>27</sup> J.P. Hawley, S.J. Kamath, A.T. Williams, *Corporate Governance Failures: The Role of Institutional Investors in the Global Financial Crisis*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia 2011, s. 90.

<sup>28</sup> B. Rentner, *Corporate Social Responsibility and Globalisation*, GRIN Verlag, München 2006, s. 4.

<sup>29</sup> J.P. Hawley, S.J. Kamath, A.T. Williams, *Corporate Governance...*, op.cit., s. 235.

Przedsięwzięcia korzystne z punktu widzenia otoczenia społecznego bywają niejednokrotnie oceniane jako równoznaczne z ograniczaniem dochodów. W tym miejscu warto jednak przywołać pogląd D. Luenbergera i R. Maxfielda, prezentujących dwie zasady równowagi ekonomicznej, określane mianem zero-maksimum i zero-minimum. Wskazują one na konieczność wypracowania stanu równowagi pomiędzy maksymalizacją korzyści społecznych a minimalizacją nadwyżki ekonomicznej<sup>30</sup>. Menedżerowie, którzy decydują się na maksymalizowanie tylko jednych zachowań, nakładają pewien rodzaj obciążeń na akcjonariuszy, co może być niewątpliwie uznawane za działanie przekraczające kompetencje kadry kierowniczej i niezgodne z intencją właścicieli<sup>31</sup>.

Potencjalne interakcje między kierownictwem a interesariuszami w obszarze finansowym i niefinansowym, skorelowane ze strukturą kapitału, ładem korporacyjnym i procesem tworzenia (kreowania) wartości, mają zatem bezsprzecznie istotny wpływ na sposób zarządzania przedsiębiorstwem. Wyważone proporcje oddziaływania na poszczególne grupy interesów są więc niezbędne dla właściwej oceny efektywności podejmowanych decyzji, jak również dla osiągnięcia istotnej pozycji jednostki gospodarczej na tle reprezentowanej branży.

## 1.2. Interesariusze i strategia konkurencyjności

W relacjach przedsiębiorstwa z interesariuszami należy zwrócić uwagę na problem kryzysu finansowego w przedsiębiorstwie i kwestię upadłości<sup>32</sup>. Obniżenie kondycji oznacza potencjalnie m.in. wzrost kosztów ponoszonych przez klientów, co w konsekwencji może powodować ograniczenie popytu. W tym kontekście problemy przedsiębiorstwa mają także negatywny wydźwięk wśród dostawców i pracowników. Konsumenci najprawdopodobniej będą się starać przenieść koszty na akcjonariuszy, oczekując obniżenia cen produktów czy usług. Dostawcy mogą zaprzestać dalszej współpracy z przedsiębiorstwem, a pracownicy – zacząć poszukiwania innego miejsca zatrudnienia.

Klienci przedsiębiorstwa, potrafiący przewidzieć perspektywę jednostki gospodarczej na podstawie wiedzy o jej kondycji finansowej, w sytuacji zagrożenia bankrutstwem nie będą prawdopodobnie zainteresowani współpracą. W najlepszym interesie przedsiębiorstwa leży zatem utrzymanie niskiego poziomu zadłużenia i unikanie problemów finansowych<sup>33</sup>.

---

<sup>30</sup> D.G. Luenberger, R.R. Maxfield, *Computing economic equilibria using benefit and surplus functions*, „Computational Economics” 1995 (March), Vol. 8, Iss. 1, s. 62–64.

<sup>31</sup> G. Łukasik, *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katowice 2010, s. 44.

<sup>32</sup> M. Kohn, *Financial Institutions and Markets*, Oxford University Press, Oxford 2004, s. 86.

<sup>33</sup> J.L. Grant, J.A. Abate, *Focus on Value...*, op.cit., s. 7.

Ważnym czynnikiem wpływającym na decyzje przedsiębiorstw w zakresie finansowania jest kwestia konkurencji – stąd też motywacja do podejmowania decyzji o realizacji ryzykownych projektów, biorących pod uwagę długoterminowe korzyści przedsiębiorstwa. Z takiej perspektywy wykorzystanie dźwigni może być narzędziem zapewniającym przewagę konkurencyjną<sup>34</sup>. Wydaje się bowiem, że przedsiębiorstwa mogą wpływać na strukturę rynku i konkurencyjność sektora poprzez strategiczną zmianę swoich działań finansowych. Możliwość ta zależy jednak od ustrukturyzowania kapitału jednostek gospodarczych i aktywności konkurentów. Struktura finansowa przedsiębiorstwa wpływa bowiem na zakres produkcji, koszty działalności i możliwość realizacji wybranej strategii, a podejmowane decyzje uwzględniają jej charakter<sup>35</sup>.

### 1.3. Strategiczne obszary zaangażowania banków w relacje z przedsiębiorstwem

Projektowanie strategii finansowania przedsiębiorstwa wymaga rozważenia, w jaki sposób działania menedżerów<sup>36</sup>, akcjonariuszy albo wierzycieli, konkurentów i dostawców wpływają na wartość przedsiębiorstwa, a także na alokację wartości między uprawnionymi stronami<sup>37</sup>. Działanie wiodących grup interesariuszy ma istotny związek z tym, jak znaczący wpływ mają oni na kierowanie działalnością przedsiębiorstwa – niezależnie od tego, czy są to właściciele, akcjonariusze i obligatariusze, czy podmioty działające w otoczeniu (dostawcy, konkurenci, klienci). Decyzje odnośnie do struktury kapitału mogą dotyczyć procesu tworzenia wartości poprzez wpływanie na wybór korzyści dla poszczególnych grup interesów, co wiąże się z konfliktem interesów między kierownictwem a akcjonariuszami i wierzycielami. Decyzje w tym zakresie mogą również oddziaływać na relacje z dostawcami, konkurentami czy klientami<sup>38</sup>.

W literaturze przywoływana jest w tym kontekście także relacja umowna między wskaźnikami CR – *customer relations index*<sup>39</sup> oraz LR – *labor rights*

---

<sup>34</sup> B. Gup, *Handbook for Directors of Financial Institutions*, Edward Elgar Pub., Cheltenham 2008, s. 71.

<sup>35</sup> C. Wilson, P. Wilson, *Make Poverty Business: Increase Profits and Reduce Risk by Engaging with the Poor*, Greenleaf Publishing, Sheffield 2006, s. 56.

<sup>36</sup> C.A. Usoff, J.C. Thibodeau, P. Burnaby, *The importance of intellectual capital and its effect on performance measurement systems*, „Managerial Auditing Journal” 2002, Vol. 17, Iss. 1/2, s. 10.

<sup>37</sup> H. Spitzeck, E. G. Hansen, D. Grayson, *Joint management-stakeholder committees – a new path to stakeholder governance?* „Corporate Governance” 2011, Vol. 11, Iss. 5, s. 561.

<sup>38</sup> T. Stewart, *Intellectual Capital – The New Wealth of Organizations*, Doubleday, New York 1999, s. 8–15.

<sup>39</sup> Wskaźnik relacji z klientami (tłumaczenie z języka angielskiego).