

Karol Marek Klimczak

KTO ZARZĄDZA RYZYKIEM?

Streszczenie

Autor poszukuje odpowiedzi na pytanie, które spośród polskich spółek giełdowych zarządzają ryzykiem, w jaki sposób to czynią, oraz czym wyróżniają się na tle pozostałych spółek? W tym celu przeprowadzono badanie spółek giełdowych, z wyłączeniem instytucji finansowych, opierające się na szerokim panelu danych za lata 2001-2005. Dane zbierano na podstawie raportów rocznych spółek, a następnie poddano je analizie statystycznej metodą CART. Udało nam się uzyskać kryteria klasyfikacji spółek o ponad 50% trafności. Wyniki pozwalają nie tylko na opisanie polskiego rynku zarządzania ryzykiem, ale także na prognozowanie, które spółki będą skłonne do stosowania technik hedgingowych.

Mogłoby się wydawać, że polskie przedsiębiorstwa, ich rady nadzorcze i właściciele poznali już dobrze zasady wykorzystywania instrumentów pochodnych. Jednak krytyczne uwagi pod kątem polityki hedgingowej jednej z największych spółek giełdowych, KGHM SA, które mieliśmy okazję przeczytać w prasie po ogłoszeniu zysku za rok 2005, świadczą o czymś wręcz przeciwnym. Postanowiliśmy więc zbadać, które z polskich spółek giełdowych decydują się na wykorzystanie transakcji zabezpieczających oraz czym wyróżniają się na tle innych.

Badaniem objęliśmy wszystkie spółki giełdowe notowane na GPW w Warszawie, które posiadały siedziby w Polsce oraz nie należały do sektora usług finansowych. Na podstawie ich raportów rocznych za lata 2001-2005 sporządziliśmy panel zawierający 90 zmiennych. Do panelu wprowadzaliśmy informacje o sposobie wykorzystania instrumentów pochodnych, ich rodzajach, wycenie, kosztach i przychodach z wyceny tych instrumentów, a także szereg danych finansowych, oraz informacje o strukturze własności. Kiedy poddaliśmy panel badaniom statystycznym, otrzymaliśmy wiele interesujących wyników.

Przede wszystkim, okazało się, że spośród około 150 spółek, dla których zdobyliśmy pełne dane, jedynie 30% notowało w sprawozdaniach instrumenty pochodne lub koszty/przychody z nimi związane. Dwie trzecie z nich zarządzało ryzykiem walutowym, a tylko jedna piąta zabezpieczała także ekspozycję na stopy procentowe. Pojedyncze spółki notowały instrumenty na towary.

Jednocześnie instrumenty pochodne nie były ujmowane jako instrumenty zabezpieczające w rozumieniu ustawy o rachunkowości. Pojedyncze wyjątki tylko potwierdziły tą regułę. Ciekawe również, że z nielicznymi wyjątkami spółki nie dokładały starań aby poinformować w swoich sprawozdaniach o stosowanej polityce zarządzania ryzykiem – z wykorzystaniem instrumentów pochodnych czy bez. Najwyraźniej zarządy uważały hedging za sprawę wrażliwą, albo nie traktowały sprawozdań jako istotnego kanału komunikacji z rynkiem.

Analiza poziomów średnich i median dla poszczególnych zmiennych panelu pozwoliła nam zidentyfikować cechy wyróżniające spółki stosujące hedging. Po pierwsze były one zazwyczaj większe od pozostałych – zarówno pod względem przychodów jak i wartości rynkowej kapitału. Po drugie, wśród ich akcjonariuszy rzadziej występowali duzi inwestorzy indywidualni. Spółki te charakteryzowały się także wyższą zyskownością i płaciły więcej podatku od zysku (relatywnie do przychodów). Ponadto wyróżniały się większymi zobowiązaniami denominowanymi w walutach obcych, co wyjaśniałoby dominację kontraktów walutowych.

Postanowiliśmy zbadać jaka kombinacja charakterystyk wskazywała na stosowanie instrumentów pochodnych przez spółkę. W tym celu posłużyliśmy się drzewami klasyfikacji CART. Algorytm ten automatycznie dobiera zmienne i kryteria klasyfikacji, stopniowo dzieląc przedsiębiorstwa na dwie grupy – zarządzające i niezarządzające ryzykiem. Drzewa estymowaliśmy oddzielnie dla lat 2001, 2002 i 2003, aby później porównać ich skuteczność w prognozie ex post dla pozostałych lat. Dane z lat 2004 i 2005 posłużyły wyłącznie do testowania skuteczności prognostycznej drzew.

Najlepsze wyniki osiągnął model estymowany na danych z roku 2002. Identyfikował on poprawnie 52% spółek stosujących hedging w 2001 roku, 60% w roku 2003, 67% w 2004 i 44% w 2005 roku. Tak wysoka trafność modelu zaskoczyła nas, tym bardziej, że znacznie gorsze wyniki otrzymywaliśmy w czasie wcześniejszych badań, gdzie dobór zmiennych był określony przez teorię finansów.

Rysunek 1. Drzewo CART klasyfikujące spółki stosujące i nie stosujące instrumentów zarządzania ryzykiem, estymowane na danych z roku 2002

Źródło: Opracowanie własne.

Przedstawione na rysunku 1 drzewo rozpoczyna klasyfikację od podziału spółek na dwie grupy według rozmiaru przychodów netto. Spółki, które osiągały przychody netto (przychN) przynajmniej na poziomie 500.221 tys. zł były klasyfikowane jako stosujące zarządzanie ryzykiem, o ile ich wskaźnik wartości księgowej na akcję (wksPs) wynosił co najmniej 10,32 zł. Pozostałe spółki algorytm klasyfikował w zależności od udziału przychodów z dodatnich różnic kursowych (rozKursowePlus - skalowanych przychodami netto). Spółki o udziale przychodów z tego tytułu w przychodach netto powyżej 0,97% były klasyfikowane jako stosujące instrumenty zarządzania ryzykiem. Pozostałe były przypisywane do grup w zależności od ekspozycji cen ich akcji na kurs euro (ekspEUR) oraz zysku netto odniesionego do przychodów (zyskN). Algorytm przewidywał, że hedging będą stosowały te z nich, które wykazywały wskaźnik rynkowej ekspozycji na kurs euro powyżej 0,007 punktu procentowego a ich zysk netto wynosił co najmniej -0,2751%.

Powyższy model mówi nam, że nie tylko największe spółki zarządzają ryzykiem finansowym. Wśród mniejszych spółek także istnieje identyfikowalna grupa, cechująca się lepszą rentownością i większą ekspozycją na ryzyko walutowe. Ekspozycja była tutaj mierzona z jednej strony poprzez przychody jakie generowały różnice kursowe, a z drugiej przez wpływ zmian kursu euro na ceny akcji. Zauważmy przy tym, że algorytm nie brał pod uwagę ekspozycji na żadne inne rodzaje ryzyka. Potwierdza się zatem nasza wcześniejsza obserwacja, że polskie spółki interesują się prawie wyłącznie zarządzaniem ryzykiem walutowym.

Podsumowując, nasze badanie pokazało, że polskie spółki giełdowe wykorzystują hedging w ograniczonym stopniu, koncentrując się na zabezpieczeniu bezpośredniej ekspozycji na ryzyko walutowe. Zarządzanie ryzykiem stosowały częściej spółki cechujące się większym rozmiarem, większą ekspozycją na ryzyko walutowe, oraz wyższą rentownością. Ponieważ przyjęliśmy założenie o racjonalności działań badanych przedsiębiorstw, cechy te wskazują na spółki, dla których hedging

był opłacalny - może to stanowić wskazówkę dla innych firm, które rozważają wdrożenie zarządzania ryzykiem finansowym. Opracowane przez nas drzewo klasyfikacyjne pozwala na zbadanie w łatwy sposób, czy dana spółka posiada odpowiednie charakterystyki. Warto także zwrócić uwagę, że mniejsze spółki, które stosowały hedging, osiągały lepsze wyniki. Choć nie możemy na podstawie naszego badania stwierdzić co jest przyczyną a co skutkiem, występowanie tej prawidłowości daje dodatkowe argumenty zwolennikom zarządzania ryzykiem finansowym.

O autorze:

Karol Marek Klimczak jest asystentem w Centrum Badań nad Ładem Korporacyjnym Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. L. Koźmińskiego w Warszawie.