

# Bartosz Tomyślak

---

## Wpływ koncepcji biznesu odpowiedzialnego społecznie na koszty pozyskiwanego kapitału – zarys problemu

---

Rynek - Społeczeństwo - Kultura nr 1, 11-17

---

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

# Wpływ koncepcji biznesu odpowiedzialnego społecznie na koszty pozyskiwanego kapitału - zarys problemu

*The Influence of the Concept of CRS Company on the Costs of the Obtained Capital - the Outline of the Problem*

Bartosz Tomyslak, Uniwersytet Warszawski

STRESZCZENIE

W niniejszym artykule podjęto próbę wykazania, w jaki sposób niedoskonałość rynków finansowych (asymetria informacji, dylematy związane z teorią agencji) może być minimalizowane przez implementację strategii polityki biznesu odpowiedzialnego społecznie. Zasadniczą tezą pracy jest twierdzenie, że konsekwencją neutralizowania ryzyk wynikających z niepełnej wiedzy kapitałodawcy o kapitałobiorcy oraz możliwych konfliktów między źle zdefiniowanymi celami interesariuszy jest nie tylko łatwiejszy dostęp do kapitału, ale również jego mniejszy koszt.

The article tries to present in what way the financial market failure (information asymmetry, dilemmas related to the agency theory) may be minimized by implementing of the CSR strategies. The major thesis of this work is a statement that if the risks related to the insufficient knowledge of the contributor about the recipient, and possible conflicts arising out of wrongly defined aims of stakeholders are minimized, then the access to the capital is not only easier but also it is less expensive.

ABSTRACT

## Wstęp

Agencja Bloomberg udostępnia inwestorom takie dane jak: emisja gazów cieplarnianych w stosunku do sprzedaży, zużycie wody, wypadkowość wśród pracowników – łącznie każdego dnia inwestorzy korzystają z 220 wskaźników środowiskowych, społecznych i związanych z ładem korporacyjnym ponad 5500 spółek giełdowych (<http://bloomberg.com/professional/esg>). Odpowiedzialne inwestycje, biorące pod uwagę kwestie: ładu, środowiskowe i społeczne, w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych i wykonywania obowiązków właścicielskich, na rynku europejskim wzrosły o 87% z 2.7 bilionów euro w 2008 do prawie 5 bilionów w 2010 r. Na rynku amerykańskim udział odpowiedzialnych inwestycji na rynku stanowi dzisiaj ponad 12%. Na 27 wiodących giełd na świecie piętnaście uruchomiło indeksy firm odpowiedzialnych, a kolejnych pięć planuje (<http://www.responsibleresearch.com> 2012).

Oprócz danych finansowych inwestorzy coraz częściej biorą pod uwagę szereg innych czynników przy ocenie spółek. Do swojej dyspozycji mają zasób wskaźników pozafinansowych, raportów, ratingów, jak i specjalistycznych indeksów giełdowych, dzięki którym mogą badać podejście managerów do zarządzania modelem CSR. Dzisiaj inwestorzy są zainteresowani tym, czy CEO i zarządzający rozumieją, jakie ryzyka i szanse społeczne i środowiskowe stoją przed spółką, w jakim stopniu firma nimi zarządza,

jak je wykorzystuje na tle swoich konkurentów w branży, jak wpływają one na planowane inwestycje, perspektywę finansową i wartość dostarczaną klientowi?

W niniejszym artykule podjęto próbę wykazania, w jaki sposób niedoskonałość rynków finansowych (asymetria informacji, dylematy związane z teorią agencji) może być minimalizowana przez implementację strategii polityki biznesu odpowiedzialnego społecznie. Zasadniczą tezą pracy jest twierdzenie, że konsekwencją neutralizowania ryzyk wynikających z niepełnej wiedzy kapitałodawcy o kapitałobiorcy oraz możliwych konfliktów między źle zdefiniowanymi celami interesariuszy jest nie tylko łatwiejszy dostęp do kapitału, ale również jego mniejszy koszt.

## Konflikty interesariuszy

Interesariusz (*stakeholder*), to pojęcie wprowadzone przez Stanford Research Institute w 1963 r, oznaczające osobę bądź podmiot zainteresowany działalnością przedsiębiorstwa i ponoszący ryzyko związane z jego funkcjonowaniem. W przeciwieństwie do akcjonariusza (*shareholder*), zainteresowanego przede wszystkim osiągnięciem dochodów z działalności spółki, interesariusze to grupa bardziej obszerna zakresowo, obejmująca m.in. pracowników, klientów, kredytodawców, dostawców, a w szerszym kontekście społeczeństwo lokalne (<http://www.pfcg.org.pl> 2012). Według R.E. Freemana interesariusz to każda gru-

pa lub jednostka, która wywiera wpływ, lub na którą ten wpływ jest wywierany w trakcie realizowania przez organizację jej celów. Interesariuszy można podzielić na grupę podstawową, zawierającą podmioty bezpośrednio związane z przyszłością przedsiębiorstwa (np. akcjonariusze, inwestorzy, klienci, dostawcy i lokalną społeczność, wśród której spółka działa), oraz grupę drugorzędą, związaną z przedsiębiorstwem pośrednio (np. media, grupy nacisku, organizacje handlowe) (Mikołajewicz 2010: 12). Dodatkowo podziały obejmują wewnętrzne i zewnętrzne grupy interesów, przy czym nie musi to być podział rozłączny. Definiując interesariuszy akcentuje się także aspekt utrzymywania przez nich relacji z przedsiębiorstwem (dobrowolny lub nie), jak i kwestię finansową relacji (ich efektywność, zdolność do tworzenia, zwiększania wartości).

Działanie przedsiębiorstwa musi być zatem traktowane jako swego rodzaju złożony system interakcji pomiędzy wewnętrznymi a zewnętrznymi grupami interesów. Ze względu na podstawowe znaczenie dla działalności firmy, wynikające z rozwoju rynków finansowych, szczególną uwagę zwraca się na relacje i konflikty interesów pomiędzy kapitałodawcami: właścicielami – akcjonariuszami i wierzycielami a wewnętrznymi grupami interesów, głównie managerami i – w mniejszym stopniu – pracownikami (Mesjasz 2000: 29).

Wyróżnić można dwie główne koncepcje tworzenia wartości w przedsiębiorstwach z punktu widzenia stron, którym ma ona przypadać (Marcinkowska 2004: 19):

1. Koncepcja dychotomii celów – przedsiębiorstwo powinno zaspokajać tylko interesy właścicieli, zaspokajanie potrzeb innych grup prowadzi do spadku wartości, ze względu na rozbieżność celów właścicieli i pozostałych interesariuszy (jest to podejście bliższe rozumieniu przedsiębiorstwa jako projektu inwestycyjnego);
2. Koncepcja harmonii celów, mówiąca o tym, że interesy właścicielskie można i trzeba pogodzić z interesami innych grup, a takie połączenie wpływa korzystnie na wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa. Jednocześnie zaspokajane są potrzeby wszystkich grup, choć niekoniecznie w takim samym stopniu (koncepcja ta bliższa jest ujmowaniu przedsiębiorstwa jako elementu otoczenia).

Zwolennicy podejścia pierwszego argumentują, że jeżeli przedsiębiorstwo realizuje kilka celów oraz odpowiada przed wieloma interesariuszami, odpowiedzialność rozmywa się i występują trudności w mierzeniu i rozliczaniu efektów działania oraz operacjonalizacji wyników (Skończyk 2007: 32). Zwraca się także uwagę na ograniczenia konkurencyjności podmiotów wypełniających wiele celów;

często też te cele bywają ze sobą sprzeczne, co prowadzi i tak do konieczności dokonania wyboru, gdyż nie jest logicznie możliwa jednoczesna maksymalizacja wielu celów. Należy podkreślić, że podejmowane przez zarząd decyzje są *de facto* czynione oficjalnie w imieniu właścicieli. Dodatkowo przy rozwiniętym rynku kapitałowym rośnie też presja na zarząd ze strony inwestorów, którzy gotowi są sprzedać swoje akcje w przypadku osiągnięcia niewystarczających korzyści (groźba przejścia). Kolejny przytaczany argument to fakt, że to właściciele angażują swój kapitał i podejmują największe ryzyko (w przypadku upadłości są ostatnią grupą uprawnioną do udziału w masie upadłościowej) – muszą więc być za to wynagrodzeni.

Argumenty podawane za koncepcją tworzenia wartości dla interesariuszy, to przede wszystkim fakt, że przedsiębiorstwo działa w otoczeniu, w którym istnieją wzajemne relacje i powiązania. Przedsiębiorstwo nie powinno być zatem rozpatrywane jako instrument właścicieli, ale jako zorganizowana całość składająca się z wielu części, grup. Przedsiębiorstwo nie może pozwolić sobie na ignorowanie zainteresowanych stron, ale powinno funkcjonować z nimi w symbiozie. Efekty przedsiębiorstwa winny być także oceniane w trzech obszarach: efektywności ekonomicznej, jakości środowiskowej i sprawiedliwości społecznej.

Odmienne punkty widzenia na wyżej wymienione kwestie wypływają często z istniejących w państwach uwarunkowań gospodarczych, kulturowych oraz wyznawanych zasad *corporate governance*. I tak np. zasady ładu korporacyjnego oparte na modelu niemieckim podkreślają potrzebę postrzegania przedsiębiorstwa jako odpowiedzialnego wobec szerokiego grona interesariuszy – tzw. „model grup udziałowych”, podejście pluralistyczne (m.in. Niemcy, Holandia, Szwecja, Dania, Norwegia). Z kolei model anglosaski jest bliższy rozumowaniu w kategoriach tworzenia wartości dla właścicieli – tzw. „model akcjonariuszy”, podejście monistyczne (m.in. USA, Wielka Brytania) (Jerzemowska 2002: 26). Modele charakterystyczne dla Francji, Włoch i Hiszpanii oferują rozwiązania pośrednie, choć wydaje się, że w większym stopniu skłaniają się do modelu niemieckiego. W ciągu ostatnich lat dostrzec można konwergencję modeli, wynikającą m.in. z rosnącej płynności rynków, zmian w akcjonariacie, efektów globalizacji, inwestycji zagranicznych czy rozwoju międzynarodowych standardów rachunkowości.

Koncepcje harmonii i dysharmonii celów, mimo że często przeciwstawiane sobie (postrzegane jako swoisty konflikt między teorią praw własności a koncepcją interesariuszy, koncepcją społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa), nie muszą być względem siebie konkurencyjne. Jeśli przyjąć za cel funkcjonowania przedsiębiorstwa mak-

symulację wartości dla akcjonariuszy w długim horyzoncie czasowym, to wymagać to będzie od zarządzających ułożenia dobrych relacji z otoczeniem, a więc także zaspokajania jego potrzeb (Mikołajewicz 2010: 18).

Aby częściowo złagodzić skutki tych konfliktów, właściciele (akcjonariusze, udziałowcy) dążą do uzyskania możliwości bezpośredniego i pośredniego wpływania na decyzje podejmowane przez managerów. System mechanizmów (procesów i rozwiązań instytucjonalnych) – od rad nadzorczych poprzez strukturę zadłużenia, do rynków finansowych włącznie, które umożliwiają udziałowcom spółki nadzór nad zarządzaniem ich własnością – określa się w literaturze *corporate governance* (Solarz 1997: 91).

Istotnym elementem strategii biznesowej powinien być zatem dialog z kluczowymi interesariuszami, umożliwiający poszukiwanie i wdrażanie rozwiązań sprzyjających budowaniu trwałej przewagi konkurencyjnej na podstawie tzw. wspólnej wartości ekonomiczno-społecznej (Gasiński, Pijanowski 2011: 7). Niewłaściwie prowadzony dialog zwiększa prawdopodobieństwo błędnej oceny lub niezrozumienia oczekiwań interesariuszy. Rezultatem jest sytuacja, w której każdy zaczyna realizować swoje partykularne interesy, nie zważając na oczekiwania i obawy innych. Prowadzi to do pogorszenia wyników, a nawet do kryzysów w organizacji. W dalszej konsekwencji osłabieniu ulegają relacje firmy z kluczowymi partnerami biznesowymi i społecznymi, co w długim okresie znacząco ogranicza możliwość rozwoju i realizacji innowacyjnych strategii rynkowych, a co za tym idzie – uzyskania i utrzymania przewagi konkurencyjnej.

## Niedoskonałość rynków

Dostępność aktualnych i wiarygodnych informacji leży u podstaw efektywności rynku kapitałowego. Jeśli informacje są niepełne, zatajane, udostępnianie z opóźnieniem lub nierzetelne dochodzi do powstawania odchyleń między wartością rynkową przedsiębiorstwa a jego wartością fundamentalną. Ze względu na różną siłę oddziaływania interesariuszy na przedsiębiorstwo, mamy do czynienia często z sytuacją, w której zasoby informacji posiadanych przez nich nie są tożsame. Dzieje się tak mimo istnienia prawnych uregulowań dotyczących dostępu do informacji oraz ich publikacji przez podmioty gospodarcze.

Inwestor ma więc do czynienia ze zjawiskiem asymetrii informacyjnej, tj. sytuacją, w której kierownictwo przedsiębiorstwa i osoby z nim bezpośrednio związane dysponują wewnętrznymi (lepszymi niż te dostępne dla otoczenia) informacjami dotyczącymi przyszłych strumieni dochodów lub możliwości inwestycyjnych przedsiębiorstwa. Asymetrię tę kreuje w sposób naturalny rozdział własności od

zarządzania. Asymetria oraz powiązane z nią koszty agencji są ceną, jaką płacą właściciele za ograniczenie swojej odpowiedzialności za działania przedsiębiorstwa. Asymetria informacyjna zmniejsza transparentność działań przedsiębiorstwa – im jest ona większa, tym większa jest niepewność i nerwowość wśród inwestorów, co przekłada się na wyższą oczekiwaną przez nich stopę zwrotu oraz zwiększoną zmienność wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Asymetria informacyjna zmusza inwestorów do dokonywania wyceny w oparciu o dane, które nie zawsze mogą w pełni zweryfikować. Nakładając na to naturalną skłonność podmiotów do nie ujawniania informacji dla nich niekorzystnych, wyolbrzymiania zaś pozytywnych oraz ograniczenia związane z rachunkowością, prowadzi to do sytuacji, w której inwestorzy nie mają pewności czy wyrobiony przez nich obraz spółki zgodny jest z jej stanem faktycznym.

Koncepcja asymetrii informacji, powstała w ramach badań nad ubezpieczeniami oraz w ramach teorii kontraktów, znalazła szerokie zastosowanie w mikroekonomii, teorii firmy, teorii finansów oraz teorii relacji między organizacjami. Asymetria informacji na rynkach finansowych wynika z tego, że jedna strona ma prywatną informację, której nie zna druga strona, a której potrzebuje do podjęcia decyzji. Przedsiębiorca ma z reguły więcej informacji o potencjalnych dochodach oraz o ryzyku związanym z projektem inwestycyjnym niż kapitałodawca, u którego stara się on o uzyskanie kapitału.

Konflikt interesu ujawnia się, ponieważ mocodawca, ani nie może obserwować, ani nie ma dokładnej informacji na temat działania agenta. Akcjonariusze banku nie mogą przecież nadzorować każdej decyzji zarządu, a deponenci nie będą w stanie nieustannie monitorować działań banku. Asymetria informacyjna, czyli różnica między informacją posiadaną przez mocodawcę a tą, którą ma do dyspozycji agent, jest przyczyną, dla której bank staje w obliczu problemu selekcji negatywnej (niewłaściwego wyboru), ponieważ bank jako mocodawca zwykle ma mniejszą wiedzę na temat prawdopodobieństwa niespłacenia kredytu niż firma lub klient działający jako agent.

Asymetria informacji między pożyczkobiorcą a pożyczkodawcą powoduje dodatkowe problemy związane z selekcją negatywną (Mesjasz 1999: 17). Selekcja negatywna oznacza sytuację, w której podmioty lepiej poinformowane, ale odznaczające się mniejszą wiarygodnością, wypierają z rynku innych uczestników, uniemożliwiając zawarcie optymalnych transakcji. Negatywna selekcja wiąże się z mechanicznym (automatycznym) weryfikowaniem transakcji (klientów), które prowadzi do odrzucenia pewnej części populacji, niespełniających zadanych kryteriów (Saczk 2003: 27).

Negatywna selekcja jako konsekwencja asymetrii informacji przed zawarciem kontraktu została zaprezentowana po raz pierwszy w odniesieniu do rynku używanych samochodów – problem bublu (*lemon problem*) (Akerlof 1970: 132). Sprzedający zawsze mają więcej informacji o oferowanych przez siebie produktach. Kiedy ktoś decyduje się sprzedać samochód gorszej jakości, to wówczas wpływa to na opinię o średniej jakości samochodach na rynku. Duża liczba samochodów niskiej jakości oferowanych na sprzedaż prowadzi do obniżki przeciętnej ceny i powoduje nieuzasadnione zmniejszenie ceny samochodów dobrej jakości, co może sprawić, że ich właściciele nie będą chcieli ich sprzedać. Dlatego też prawdopodobnie na rynek trafią te samochody, których właściciele najbardziej chcą się pozbyć. W takiej sytuacji sam fakt oferowania auta na sprzedaż staje się sygnałem o jego jakości dla potencjalnych nabywców.

Negatywna selekcja na rynku kapitałowym, wynikająca z istnienia asymetrii informacji (*ex ante*), dotyczy wszystkich form finansowania zewnętrznego podmiotów gospodarczych. Najaktywniejszymi w poszukiwaniu kapitału – i w konsekwencji mogącymi go uzyskać czasami po wyższej cenie (wyższym oprocentowaniu) są potencjalni kapitałobiorcy znajdujący się w trudnej sytuacji, którzy później mogą nie być w stanie go spłacić. Ponieważ kapitałodawca nie jest w stanie ocenić szansy powodzenia wszystkich projektów, dlatego musi określać warunki powierzenia kapitału w odniesieniu do pewnej przeciętnej oceny ryzyka. W ten sposób dla projektów obarczonych zbyt wysokim ryzykiem warunki te mogą być zbyt korzystne, a dla projektów o niższym stopniu ryzyka wysoce restrykcyjne.

Niedobór informacji, jej asymetria, niestosowanie przez spółki zasad ładu korporacyjnego czy też niechęć w zakresie raportowania wartości prowadzą do problemów z identyfikowaniem przez inwestorów oraz analityków rzeczywistej siły fundamentalnej przedsiębiorstwa. Co więcej, sprawozdawczość agresywna, nieuczciwa rachunkowość, łamiąca przepisy prawne, pojawia się często jako wynik błędnych decyzji, nieudanych przedsięwzięć czy chęci odniesienia korzyści ekonomicznych przez zarządzających (Wąsowski 2005: 7).

### Dylematy kapitałodawców

W znacznej mierze debata dotycząca CSR w instytucjach finansowych koncentruje się wokół próby odpowiedzi na pytanie, czy nakłady ponoszone na implementację tej polityki są wartością wzmacniającą czy też raczej utrudniającą zarządzanie konfliktami agencji (Goss, Roberts 2011: 1794).

W literaturze przedmiotu przyjęło się traktować banki diametralnie odmiennie niż innych interesariuszy. Jako instytucje pośrednictwa finansowego realizując swą funkcję monitoringu, mają dostęp do informacji o firmach bardzo często niedostępnych dla innych uczestników rynku. Wiedza ta jest wykorzystywana przy decyzjach związanych z procesem udzielania finansowania, a następnie – po zawarciu umowy kredytowej – w czasie monitorowania realizacji warunków kontraktu. Wśród narzędzi wykorzystywanych przez banki, by zneutralizować aktualizacje możliwych ryzyk, są m.in. domaganie się zabezpieczeń wierzytelności, skracanie terminów wymagalności, wprowadzanie stosownych klauzul definiujących pożądane wielkości wskaźników bądź relacje, zwiększanie kosztów finansowania odzwierciedlających wiarygodność kredytową (Dennis, Nandy, Sharpe 2000: 92). Bezpośrednią konsekwencją funkcji monitoringu jest większa efektywność przepływu informacji między uczestnikami rynków kredytowych. Modelowym tego przykładem jest rynek pożyczek syndykowanych, który w porównaniu z rynkiem obligacji lepiej informuje swych uczestników o prawdopodobieństwie zaniechania wykonywania zobowiązań przez dłużników właśnie ze względu na realizację funkcji monitoringu (Altman, Gande, Saunders 2006: 391).

Stabilność sektora finansowego uzależniona jest w dużej mierze od jakości oceny ryzyka inwestycyjnego, dlatego kluczowe jest używanie rozwiązań uwzględniających także czynniki pozafinansowe (ESG): wskaźniki środowiskowe, społeczne, ładu korporacyjnego, które zapewniają jak najgłębsze i najszerze zrozumienie ryzyka (Altman, Gande, Saunders 2006: 391).

Wobec braku dostatecznej znajomości klienta, ograniczonych możliwości trafnego rozpoznania i wyceny ryzyka, jako funkcji sytuacji ekonomicznej i finansowej potencjalnego kredytobiorcy, powszechna w bankach staje się strategia limitowania linii kredytowych oraz zwiększania marży, w celu ograniczenia i rekompensaty ewentualnych strat na portfelu. W świetle asymetrii informacji banki nie znają przyczyn, dla których zwraca się do nich nowy klient. Nieufność banków do kredytowania nowego klienta, także tego próbującego zmienić bank, wynika z istnienia tzw. „klątwy zwycięzcy”, tj. obawy, czy pojawienie się takiego klienta nie jest wynikiem odrzucenia go przez inne, lepiej poinformowane banki (Korenik 2009: 32).

Emisja papierów dłużnych (obligacji, bonów komercyjnych) lub zaciągnięcie kredytu bankowego oznacza powstanie zobowiązania przedsiębiorstwa wobec wierzycieli. Pożyczony kapitał obcy musi zostać zwrócony w terminie określonym w umowie pożyczki (umowie kredytowej lub prospekcie emisyjnym papierów dłużnych). Spłata kredytu



lub wykup obligacji, podobnie jak wypłaty oprocentowania, to sztywne płatności obciążające przyszłe przepływy pieniężne przedsiębiorstwa. Niedotrzymanie terminów płatności może być powodem postawienia firmy w stan upadłości przez wierzycieli. Zaciąganie zobowiązań przez przedsiębiorstwo wiąże się z ryzykiem bankructwa. W przypadku likwidacji firmy wierzyciele są zaspokajani z majątku przedsiębiorstwa przed właścicielami, choć niektóre rodzaje długu, tzw. uprzywilejowane (*senior debt*) mogą dawać wierzycielom pierwszeństwo spłaty w stosunku do innej grupy wierzycieli, tzw. podporządkowanych (*subordinated debt*). Wierzyciele mogą zagwarantować sobie w umowie pożyczki wpływ na decyzje finansowe poprzez określenie pewnych warunków (*covenants*) dotyczących np. maksymalnej kwoty wypłacanych dywidend, minimalnego poziomu kapitału obrotowego czy maksymalnego poziomu całkowitego zadłużenia firmy. Złamanie tych warunków oznacza zerwanie umowy i konieczność natychmiastowego zwrotu pożyczonego kapitału (Duliniec 2001: 31).

Wszystkie opisane powyżej cechy kapitału obcego mogą wpływać na ostateczny koszt długu. Jest on z reguły niższy niż koszt kapitału własnego ze względu na fakt, że ryzyko związane z zaangażowaniem kapitału w przedsiębiorstwie przez wierzycieli jest znacznie mniejsze niż ryzyko akcjonariuszy, tj. właścicieli przedsiębiorstwa. Im większe jest ryzyko finansowe towarzyszące działalności przedsiębiorstwa, tym większe jest ryzyko całkowite, ponieważ ryzyko finansowe dodaje się do operacyjnego. Koszt kapitału musi uwzględniać ryzyko operacyjne i finansowe związane z działalnością przedsiębiorstwa, a w przypadku realizacji konkretnego projektu inwestycyjnego także dodatkowe ryzyko związane z tym projektem. Mówi się wówczas, że koszt kapitału dostosowany jest do poziomu ryzyka.

Najczęściej wskazuje się na dwie podstawowe płaszczyzny oceny ryzyka kredytowego, którymi są: ocena ryzyka związanego z aspektem personalnym oraz ocena ryzyka związanego z aspektem ekonomicznym (Wiatr 1993: 161). Aspekt personalny odnosi się do zaufania, jakim powinien cieszyć się potencjalny kredytobiorca. Zaufanie to musi występować bez względu na to, czy o kredyt występuje osoba fizyczna czy też osoba prawna. Jedyną różnicą przy ocenie instytucji jest weryfikacja reputacji zarówno samej instytucji, jak i osób sprawujących funkcje kierownicze. Ryzyko związane z aspektem ekonomicznym najczęściej szacuje się na podstawie wskaźników opisujących płynność finansową, rentowność, stopień zadłużenia oraz sprawność zarządzania daną jednostką. Jeżeli dany podmiot był już wcześniej kredytowany, istnieje również możliwość pozyskania informacji o przebiegu współpracy, co niewątpliwie może waleń przyczynić się do udzielenia kredytu lub jego odmowy (Kałużny 2009: 47).

Ogólny wynik oceny ryzyka kredytowego pozwala na określenie zakresu ceny oraz jakości zabezpieczenia. Określenie ceny dla danej klasy ryzyka transakcji może być dokonywane na dwa sposoby:

1. Odniesienie się do ceny kredytu dla przedsiębiorstw z podobnej klasy ryzyka (materiały własne banku oraz informacje innych instytucji finansowych);
2. Stosowanie danych porównawczych dla kredytów oraz ewentualnie dla obligacji.

Dla klas wyższego ryzyka kredytowego pojawia się konieczność zwiększania wymagań wobec zabezpieczenia lub/ oraz podwyższenie ogólnej premii (marży) za ryzyko (ograniczone wzrostem zagrożenia niespłacenia kredytu) lub/ oraz podwyższenia premii (marży) za ryzyko zabezpieczenia (Męszasz 2000: 160).

Banki, oczywiście jako podmioty gospodarcze funkcjonujące w przestrzeni wolnego rynku, są wyłącznie zainteresowane bieżącym mierzaniem możliwości obsługi zadłużenia przez kredytobiorcę. Ale dzięki temu, że banki są w stanie efektywniej i bardziej szczegółowo monitorować klientów oraz mają większe możliwości w ustalaniu indywidualnych warunków kontraktu kredytowego niż kredytodawca publiczny, mogą tym samym w ustalaniu warunków współpracy szerzej uwzględniać szanse i zagrożenia płynące z poziomu i jakości polityki CSR realizowanej przez kredytobiorcę. Pośród wielu interesariuszy przedsiębiorstwa, banki mają największe możliwości, by na bazie uzyskiwanych informacji o firmie właściwie ocenić wartość i autentyczność jej odpowiedzialności społecznej i - poprzez wycenę ewentualnych ryzyk, jakie może implikować stwierdzona sytuacja - odpowiednio zaostrzyć lub zliberalizować warunki finansowania.

### CSR - czynnik ograniczający ryzyko

Koncepcja *Corporate Social Responsibility (CSR)* obejmuje działania na rzecz społeczeństwa i środowiska naturalnego, jednak przynosi ona przede wszystkim korzyści przedsiębiorstwu, które się w nią angażuje. Buduje jego pozytywny wizerunek w oczach klientów, dostawców, pracowników, społeczności lokalnych i mediów. Firmy coraz częściej dostrzegają wartość modelu CSR jako przewagi konkurencyjnej, wartości dodanej dla swojej podstawowej działalności oraz długofalowej inwestycji. Poprzez angażowanie się w sprawy lokalnych społeczności, realizację wieloletnich cyklicznych programów edukacyjno-społecznych, a co za tym idzie – ponoszenie odpowiednich nakładów, spółki zyskują zaufanie społeczne, budują wokół siebie pozytywny klimat, a nawet mogą uzyskiwać wymierne korzyści.

Model CSR stał się głównym tematem zainteresowań pracowników międzynarodowych firm, konsultantów oraz świata nauki. Zmiany w podejściu do koncepcji CSR i motywacje stojące za tymi trendami są obiektem znaczących analiz. Autorzy sugerują, że wzrost znaczenia CSR powinien być rozpatrywany w relacji do zmian zachodzących w globalnej ekonomii politycznej w ostatnich dekadach (Mittelman 2000: 23). Wzrastająca mobilność międzynarodowych korporacji zmusiła państwa narodowe, w szczególności państwa rozwijające się, do przyciągania i utrzymywania inwestorów poprzez politykę faworyzowania inwestorów (np. poprzez odpowiednie zachęty podatkowe). Ta dominująca pozycja korporacji nad społeczeństwami/państwami narodowymi prowadziła do niewłaściwych praktyk dotyczących choćby prawa pracy, zatrudniania dzieci, zanieczyszczenia środowiska w krajach goszczących czy niszczenia lokalnych społeczności (Manokha 2004: 56-64). Zaniedbania tego rodzaju w przemyśle odzieżowym, przykładowo, szeroko publikowane i komentowane, wyrządziły wielkie szkody reputacji i marce Nike, Adidasa i innym, które to skandale wywołały reakcje konsumentów, skanalizowane następnie w Kampanii Czystych Rzeczy.

Badając powiązania między ekologią a kosztami kapitału, Sharfman i Fernando wykazali, że istnieje dodatnia korelacja między jakością prowadzonej polityki dotyczącej ochrony środowiska a rentownością ich obligacji – proekologiczne zasady biznesu idą w parze z wyższą rentownością długu, ale jednocześnie z wyższą dźwignią finansową. Autorzy interpretują to zjawisko jako dowód, że firmy oceniane jako odpowiedzialne społecznie nie mają problemu z dostępem do kapitału (Sharfman, Fernando 2008: 571). Z kolei Chen i Kasperczyk w swej pracy opublikowanej w 2007 r. wykazali, że firmy pozwalające na rozwój organizacji związkowych, i z nimi współpracujące, mają niższe koszty kapitału niż przedsiębiorstwa broniące się przed taką formą organizacji pracowniczej, ponieważ obecność związków zawodowych zmniejsza ryzyko zmarginizowania obligatariuszy (inwestorów długofalowych) przez akcjonariuszy (kapitał krótkoterminowy, często spekulacyjny) (Chen, Kasperczyk 2007: 13).

Problematyka zaspokajania potrzeb właścicieli i innych grup interesów znajduje odzwierciedlenie w szeroko dyskutowanej koncepcji *Corporate Governance*. Koncepcja ta, to w szerokim ujęciu kontrola i nadzór nad przedsiębiorstwem, mająca za zadanie bilansować interesy wszystkich podmiotów zaangażowanych w funkcjonowanie organizacji poprzez mechanizmy regulujące ich zachowania. Na system *Corporate Governance* wpływają nie tylko uwarunkowania ekonomiczne związane z mechanizmami funkcjonowania rynku, ale także społeczno-polityczne, warunkujące sposób

sprawowania nadzoru czy czynniki kulturowe determinujące określone zachowania (Mesjasz 2004: 16).

Rolą struktur *Corporate Governance* jest minimalizowanie sytuacji konfliktowych, w których interesy pryncypała i jego agentów pozostają w sprzeczności. Celem jest zwiększenie efektywności działań, a co za tym idzie – zwiększanie wartości. Spełnia on trzy podstawowe funkcje (Marcinkowska 2008: 35):

- formacyjną – udział w tworzeniu misji organizacji, tj. wyznaczania fundamentalnych zasad, które są wykorzystywane do wytyczania kierunków działań organizacji;
- osiągnięcia wyników – wspierania procesu strategii, mającą na celu poprawę przyszłych wyników przedsiębiorstwa;
- osiągnięcia zgodności – zapewnienia zgodności z ustanowioną misją i strategią.

Przedsiębiorstwo poprzez legitymizację swoich działań wyraża gotowość do włączenia interesariuszy w system *Corporate Governance*; zakłada się, że podmiot gospodarczy będzie częścią społeczeństwa, które przestrzega praw moralnych, szanuje zasady sprawiedliwości społecznej, bierze udział w budowaniu zaufania, a prawa właściciela traktuje jako naturalnie mu przynależne. System CG można potraktować jako niezbędny element wdrażania strategii społecznej odpowiedzialności, stąd biorą się postulaty o włączeniu jej do mechanizmów doskonalenia kontroli zewnętrznej i wewnętrznej. Ze społeczną odpowiedzialnością wiąże się bowiem aspekt przejrzystości działania, tak istotny dla budowania zaufania między podmiotami gospodarczymi i ich otoczeniem (Rudnicka 2012: 139).

Uwzględnienie zasad zrównoważonego rozwoju w codziennej działalności gospodarczej staje się priorytetem i kluczowym elementem w tworzeniu nowego modelu ekonomii. Niestabilna sytuacja gospodarcza na świecie ukazuje jeszcze dobitniej, jak bardzo powiązane ze sobą są czynniki ekonomiczne, społeczne i środowiskowe, a także jak duży na to wpływ mają instytucje finansowe. Sektor finansowy, który przez długi czas był identyfikowany jako posiadający minimalne operacyjne oddziaływanie na otoczenie zewnętrzne i który w mniejszym stopniu jest narażony na czynniki związane z wyzwaniami globalnymi, jak kurczące się zasoby naturalne, musi zredefiniować swoje podejście, uwzględniając całe *spectrum* interakcji i ryzyk związanych ze środowiskiem naturalnym nie tylko bezpośrednich, ale i pośrednich. Dlatego też wzrastają oczekiwania w stosunku do instytucji finansowych, które chcąc odbudować swoją stabilną pozycję, muszą przeprowadzić gruntowne reformy na poziomie *corporate governance* i przyjąć aktywną rolę w działaniach zgodnych ze zrównoważonym rozwojem i promującym go.

## Uwagi końcowe

Agresywna rachunkowość, poprzez podawanie fałszywych informacji dotyczących sytuacji bieżącej i perspektyw rozwojowych przedsiębiorstwa, przyczynia się do utraty zaufania, co powoduje wzrost ryzyka inwestycyjnego i przekłada się na wzrost kosztu kapitału. Grono poszkodowanych nie ogranicza się tylko i wyłącznie do właścicieli przedsiębiorstw, ale jest dużo szersze i obejmuje wierzycieli, pracowników, dostawców, odbiorców oraz inne grupy interesariuszy.

Z punktu widzenia zarządzania ryzykiem firmy unikające odpowiedzialności dokonują tym samym eksternalizacji części kosztów produkcji – w takich przypadkach korporacje na drodze mniej lub bardziej sformalizowanej targują się ze społeczeństwem, kto ostatecznie będzie ponosił ciężar produkcji. Mimo, że często w danej chwili przedsiębiorstwa nie są prawnie zobligowane do pokrywania powstających kosztów ubocznych procesów technologicznych, a lokalne społeczności nie mogą tego zmienić, to jednak nie da się wykluczyć, że w pewnym momencie - wskutek zmian uwarunkowań politycznych, prawnych czy społecznych - przedsiębiorstwu przyjdzie zapłacić za poczynione szkody. Dlatego też w tym kontekście prawdziwą wartością dodaną prowadzenia biznesu odpowiedzialnego społecznie jest w istocie zarządzanie ryzykiem *sensu stricto*.

Udzielając kredytów czy dokonując wspólnych inwestycji, instytucje finansowe oczekują ze strony przedsiębiorstwa zachowania zgodnego z przepisami prawa, uwzględniającego interesy obu stron. Ochrona interesów poprzez właściwe planowanie działań i zarządzanie ryzykiem na poziomie niezagrażającym stabilności ekonomicznej to istotne elementy interakcji zachodzących między firmą a związaną z nią instytucją finansową.

## Bibliografia

1. Akerlof G. A., (1970), *The market for „Lemons”: quality uncertainty and the market mechanism*, „Quarterly Journal of Economics”, vol. 84.
2. Altman E., Gande A., Saunders A., (2006), *The informational role of bank loan rating*, „Journal of Financial Research”, Vol. 29.
3. Chen H., Kacperczyk M., (2007), *Do non-financial stakeholders affect agency costs of debt? Evidence from unionized workers*, Working paper, University of British Columbia.
4. Dennis S., Nandy D., Sharpe I., (2000), *The determinants of contract terms in bank revolving credit agreements*, „The Journal of Financial and Quantitative Analysis”, Vol. 35.
5. Dulinić A., (2001), *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Warszawa: PWN.
6. Gasiński T., Pijanowski S., (2011), *Zarządzanie ryzykiem w procesie zrównoważonego rozwoju biznesu*, Warszawa: Ministerstwo Gospodarki.

7. Goss A., Roberts G., (2011), *The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans*, „Journal of Banking & Finance”, 35.
8. Jerzemowska M., (2002), *Nadzór korporacyjny*, PWE: Warszawa.
9. Kałużny R., (2009), *Pomiar ryzyka kredytowego banku. Aspekty finansowe i rachunkowe*, Warszawa: PWN.
10. Korenik D., (2009), *O roli służebnej banków komercyjnych*, Wrocław: Wydawnictwo UE we Wrocławiu.
11. Manokha I., (2004), *Corporate social responsibility: a new signifier? An analysis of business ethics and good business practice*, „Politics” 24 (1).
12. Marcinkowska M., (2004), *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstw: nowe tendencje w sprawozdawczości biznesowej*, Kraków: Oficyna Ekonomiczna.
13. Marcinkowska M., (2008), *Wpływ władztwa korporacyjnego na tworzenie wartości przedsiębiorstwa*, [w:] Rudolf S., red., *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Łódź: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Łódzkiego.
14. Marek M., Stenek-Kowalczyk A., (2012), *Sektor finansowy w budowaniu zrównoważonego rozwoju*, „Gazeta Bankowa”, nr 10.
15. Mesjasz Cz., (2000), *Determinanty i modele procesów negocjacji kredytowych pomiędzy bankiem a przedsiębiorstwem*, Kraków: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie.
16. Mesjasz Cz., (1999), *Koszty transakcji i asymetria informacji jako przyczyny powstawania instytucji pośrednictwa finansowego*, „Bank i Kredyt” nr 3.
17. Mesjasz Cz., (2004), *Teorie nadzoru korporacyjnego* [w:] Rudolf S., red., *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Łódź: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Łódzkiego.
18. Mikołajewicz G., (2010), *Siła fundamentalna przedsiębiorstwa i czynniki ją kształtujące. Ujęcie modelowe. Rozprawa doktorska*, Poznań.
19. Mittelman J., (2000), *The Globalization Syndrom; Transformation and Resistance*, Princeton.
20. Rudnicka A., (2012), *CSR – otoczenie relacji społecznych w firmie*, Warszawa: Oficyna Wolters Kluwer business.
21. Sączuk K., (2003), *Wybrane zagadnienia ekonomii informacji a rynek pracy*, „Bank i Kredyt”, nr 5.
22. Sharfman M., Fernando C., (2008), *Environmental risk management and the cost of capital*, „Strategic Management Journal”, Vol. 29.
23. Skoczyła W., (2007), *Ogólne problemy zarządzania wartością przedsiębiorstwa* [w:] Skoczyła W., red., *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, Warszawa: PWE.
24. Solarz J., (1997), *Zarządzanie strategiczne w bankach*, Warszawa: Poltex.
25. Wąsowski W., (2005), *Kreatywna rachunkowość. Fałszowanie sprawozdań finansowych*, DIFIN: Warszawa.
26. Wiatr M., (1993), *Metodyka oceny zdolności kredytowej – elementy teorii i praktyki* [w:] Czerwińska E., red., *Zdolność podatkowa i wiarygodność kredytowa przedsiębiorstwa*. Materiały na konferencje, Poznań: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.

## Źródła internetowe

- <http://bloomberg.com/professional/esp>.  
<http://www.responsiblebusiness.com>.  
<http://www.pfcg.org.pl>.