



## Małgorzata Lipowicz

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach,  
Katowice, Polska  
e-mail: malgosia.lipowicz@gmail.com  
ORCID 0000-0001-8981-7401

# RYZIKO W PROCESIE EMISJI OBLIGACJI ZE SZCZEGÓLNYM UWZGLĘDNIENIEM RYNKU GLOBALNEGO

RISK IN THE BOND ISSUANCE PROCESS WITH PARTICULAR CONSIDERATION  
ON THE GLOBAL MARKET

**Słowa kluczowe:** ryzyko, obligacje, emisja obligacji

**Keywords:** risk, bonds, issue bonds

### Streszczenie

Pozyskiwanie kapitałów na rynku finansowym w każdym przypadku niesie ze sobą ryzyko. Odgrywa ono szczególną rolę w procesie pozyskiwania kapitału pożyczkowego czyli emitowania obligacji, jak i przy podejmowaniu decyzji o inwestowaniu w wierzycielskie papiery wartościowe. Możliwe jest zabezpieczenie się przed konsekwencjami ryzyka lecz nie jest możliwe całkowite jego wyeliminowanie. Dla emitenta sposobem ograniczania ryzyka jest gwarantowanie emisji. Inwestor z kolei ma możliwość dywersyfikowania swojego portfela inwestycyjnego pomiędzy różne walory wykorzystując nie tylko te o charakterze wierzycielskim, ale także właścicielskie papiery wartościowe. Działalność gospodarcza obciążona jest ryzykiem, ale inwestujący jak i pozyskujący środki finansowe o tym wiedzą i godzą się na ponoszenie go w stopniu, który są w stanie zaakceptować [Szyszko, Szczepański, 2003].

### Abstract

*Raising capital on the financial market is always risky. It plays a special role in the process of obtaining loan capital, i.e. issuing bonds, and in making decisions about investing in debt securities. It is possible to protect against the consequences of the risk, but it is not possible to completely eliminate it. For the issuer, underwriting is a way of mitigating risk. The investor, in turn, has the opportunity to diversify his investment portfolio between various values, using not only those of a debt nature, but also ownership securities. Economic activity is burdened with risk, but investors and acquiring financial resources know about it and agree to bear it to an extent that they are willing to accept [Szyszko, Szczepański, 2003].*

### WPROWADZENIE

Działalność przedsiębiorstwa jest obciążona ryzykiem na każdym etapie prowadzenia działalności gospodarczej. Pozyskując kapitały przedsiębiorstwa rozważają różne formy finansowania działalności, obciążone różnym poziomem ryzykiem. Celem niniejszego artykułu jest rozpoznanie i usystematyzowanie pojęć i rodzajów ryzyka, które jest charakterystyczne dla obligacji, jednej z form pożyczkowego kapitału gromadzonego przez przedsiębiorstwa oraz występowania ryzyka w procesie emisji obligacji. Rozpoznanie to zostanie wykonane na podstawie dostępnej analizy literatury przedmiotu

i publikowanych informacji pochodzących z rynku obligacji. Tezą artykułu jest, że ryzyko występujące w procesie emisji obligacji jest istotne i jest akceptowane podczas pozyskiwania kapitału. W trakcie pozyskiwania kapitału – emitenci, a w procesie inwestowania – inwestorzy wykorzystują sposoby ograniczania ryzyka. Wraz z rozwojem procesów globalizacyjnych, polskie przedsiębiorstwa korzystają z możliwości gromadzenia kapitału pożyczkowego na rynkach międzynarodowych. Ten sposób pozyskiwania kapitału nie doczekał się wielu publikacji naukowych. Istotne jest aby ten temat podjąć wraz ze wskazaniem na występujące ryzyka.

## **RYZIKO A OBSZARY DZIAŁANIA PRZEDSIĘBIORSTWA**

Ryzyko, obok czasu jest podstawową kategorią, na której opiera się współczesna – normatywna teoria zarządzania finansowego – teoria finansów firmy. Większość podmiotów wykazuje niechęć do podejmowania ryzyka. Odnosi się to do sposobu dokonywania przez nich inwestycji wolnych środków finansowych. Dokonując inwestycji, które są obciążone ryzykiem, inwestorzy domagają się satysfakcjonującej ich rekompensaty. Dodatkowo przesunięcie w czasie spodziewanych korzyści, każdorazowo powoduje konieczność uwzględniania ryzyka w podejmowanych decyzjach. Z kolei, aktywa obciążone wyższym ryzykiem w ich odczuciu powinny być równoważone wyższą stopą dochodu. W takim przypadku potencjalny inwestor kieruje się następującymi parametrami: oczekiwaną stopą dochodu oraz ryzykiem związanym z wartością przedsiębiorstwa. Osiągnięcie korzyści finansowych zawsze jest obciążone ryzykiem. We współczesnym świecie nie ma takiej możliwości, aby osiągnąć zyski, które nie byłyby obciążone ryzykiem inwestycyjnym, każdy liczy się z nim, a w miarę osiągania większych korzyści poziom ryzyka wzrasta.

Ryzyko jest związane z każdą dziedziną życia gospodarczego. Odnosi się ono do branży, w której działa firma jak i do podejmowanych przez kadre zarządzającą decyzji. Nie sposób jest prowadzić interesy będąc pewnym całkowicie swoich decyzji, a przede wszystkim podejmować je w oparciu o wyczerpujące informacje posiadane z rynku [Bodie, Merton, 2003]. Podjęcie rozważań o ryzyku ma sens wtedy, gdy rozumiemy na czym ono polega i z czym jest związane. Ogólna definicja ryzyka podaje, że: „ryzyko (wł. *risico*) (1) to przedsięwzięcie, którego wynik jest nieznanym, niepewnym; możliwość, że coś się uda lub nie uda; zdecydowanie się na takie przedsięwzięcie; (2) prawdopodobieństwa zajścia szkody” [Słownik wyrazów..., 1970]. Pojęcie ryzyka zostało zdefiniowane w słowniku Websteria jako „możliwość zysków lub strat, towarzysząca jakiejś czynności niebezpieczna próba, odważenie się na jakiś niebezpieczny krok, niebezpieczne przedsięwzięcie” [Brigham, Houston, 2005].

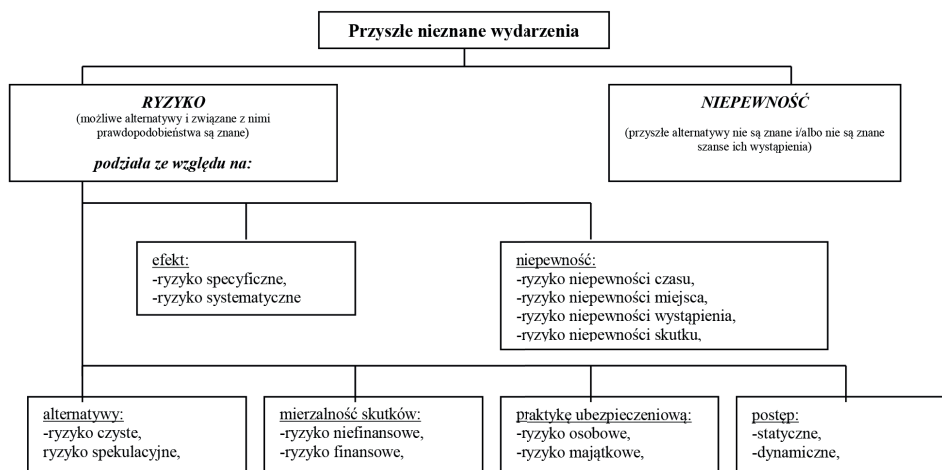
Ryzyko tłumaczy się jako prawdopodobieństwo, że nastąpi jakieś negatywne zdarzenie. Pojęcie ryzyka jest utożsamiane z niepewnością, pomimo odmiennego ich definiowania. W literaturze fachowej ryzyko i niepewność są używane zamiennie. Zdarza się, że ryzyko jest definiowane przez niepewność, traktowaną jako niepewność osiągnięcia przyszłych dochodów [Dziawgo, 2010]. W sytuacji, gdy rozpatrujemy ryzyko inwestycyjne to należy odnosić je do prawdopodobieństwa rzeczywistego zarobku mniejszego od oczekiwanego dochodu. Jeżeli jest szansa małego lub nawet ujemnego dochodu to ryzyko związane z taką inwestycją jest bardzo wysokie. W ujęciu statystycznym, pojęcie ryzyka określa sytuację, w której co najmniej jeden z elementów składających się na nią nie jest znany, ale jest znane prawdopodobieństwo, z jakim może wystąpić. Jeżeli prawdopodobieństwo jest źle oszacowane to wynik decyzji może mieć negatywne skutki w postaci niepowodzenia projektu, a nawet zachwiania działalnością podmiotu gospodarczego [Szyszko, Szczepański, 2003].

W zależności od przyjętego podziału ryzyka, można je klasyfikować na: ryzyko systematyczne i ryzyko specyficzne, ryzyko czyste i ryzyko spekulacyjne, a także na ryzyko finansowe i ryzyko niefinansowe, typy ryzyka przedstawia rysunek 1. Przytaczanie wielu klasyfikacji ryzyka mija się z celem artykułu, ponieważ są one syntezą odmiennych poglądów autorów zajmujących się problematyką ryzyka.

Uczestnicy rynku finansowego wzajemnie na siebie oddziałują przyczyniając się do powstawania wielu zjawisk i procesów, z których każde obciążone jest ryzykiem.

**Rysunek 1. Typy ryzyka**

Figure 1. The risk types



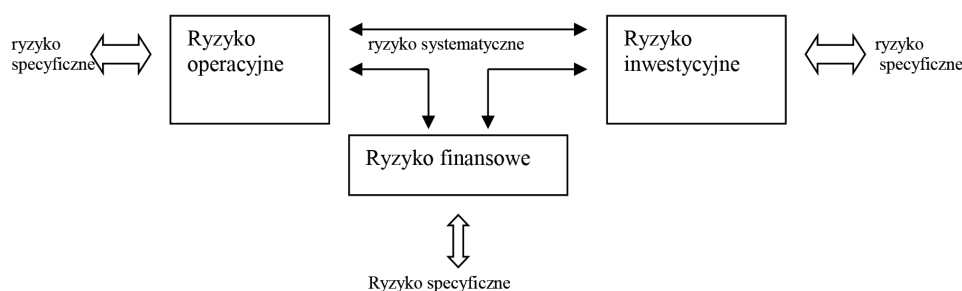
Źródło/Source: D. Dziawgo, 1998

Podejmując się przedsięwzięcia za każdym razem mamy do czynienia z ryzykiem. Inny podział dzieli ryzyko na dwa rodzaje: ryzyko operacyjne i ryzyko finansowe. Ryzyko operacyjne jest związane z możliwością oddziaływania na sprzedaż, cenę i koszty. Przy tym ryzyku ma też znaczenie struktura majątku przedsiębiorstwa, z uwzględnieniem majątku trwałego i obrotowego, gdy wzrasta ten pierwszy to zwiększa się także ryzyko operacyjne prowadzonej działalności. Ryzyko finansowe odnosi się do struktury źródeł finansowania firmy. Wzrost obcych kapitałów w finansowaniu przedsiębiorstwa wpływa korzystnie na podniesienie rentowności kapitału własnego w stosunku do rentowności kapitału ogółem – wtedy mamy do czynienia z dźwignią finansową. Z kolei wzrost kapitałów obcych może spowodować zakłócenia w płynności finansowej firmy, które przejawiają się w nieterminowym regulowaniu zobowiązań. Wzajemne relacje i oddziaływania różnych ryzyk na działania przedsiębiorstwa przedstawia schemat na rysunku 2. Współzależność ryzyk: finansowego, operacyjnego i inwestycyjnego jest uzasadniona, ponieważ zachodzące zjawiska ekonomiczne są ze sobą ściśle powiązane – współzależne [Zadora, 2001].

Szczególny wzrost ryzyka w działalności przedsiębiorstwa nastąpił wraz z pojawieniem się i rozwojem zjawiska globalizacji, które umożliwia rozwój działalności na znacznie większą skalę. Występuje ono wraz z ryzykiem kraju (Bielawska, 2005), które jest rozważane zarówno przy inwestowaniu środków jak i pozyskiwaniu kapitałów. Wzrasta znaczenie decyzji, które są podejmowane w warunkach niepewności, a dodatkowo niepokojącym może być fakt, że ryzyko związane z działalnością finansową cały czas się zwiększa.

**Rysunek 2. Obszary ryzyka działania przedsiębiorstwa**

Figure 2. Business risk areas



Źródło/Source: H. Zadora, 2001

## OBLIGACJE KORPORACYJNE, PROCES ICH EMISJI A RYZYKO

Obligacje są papierami wartościowymi obciążonymi mniejszym ryzykiem w stosunku do akcji. Nie oznacza to, że są one w ogóle pozbawione ryzyka, może się okazać, że inwestor nie osiągnie oczekiwanego zysku, a nawet poniesie stratę. Nie należy jednak zapominać, że ryzyko z nimi związane jest uważane przez podmioty uczestniczące w ich obrocie. Pomimo ryzyka, obligacje zarówno w czasach wzrostu gospodarczego jak i kryzysu dają duże możliwości pozyskiwania znacznych kapitałów, a ryzyko z nimi związane nie jest dużo wyższe niż dla uzyskiwanych kapitałów z innych źródeł [Baranowski, 2016]. Uznaje się je za mniej ryzykowne w stosunku do akcji, ponieważ w przypadku bankructwa emitenta akcjonariusze są w gorszej sytuacji niż wierzyciele, dlatego że roszczenia pożyczkodawców i kredytodawców zaspakajane są w pierwszej kolejności w stosunku do akcjonariuszy [Dz.U. z 2003 r., Nr 60, poz. 535]. W pierwszej kolejności są regulowane zobowiązania przedsiębiorstwa wynikające z wypłacania odsetek i wykupu dłużnych papierów wartościowych w tym obligacji, a dopiero potem wypłacane są dywidendy z posiadanych akcji.

Ryzyko w odniesieniu do obligacji należy rozpatrywać w dwóch płaszczyznach. Pierwsza odnosi się do problemu inwestowania w obligacje i ryzyka jakie ponosi inwestor angażując swoje wolne zasoby finansowe w obligacje. Drugą płaszczyzną związaną jest z emitentem, który wykorzystuje obligacje w celu pozyskania środków finansowych na dalszą działalność gospodarczą oraz gwarantem zabezpieczającym proces plasowania waloru na rynku. Ryzyko związane z obligacjami można także sklasyfikować ze względu na podmioty, które uczestniczą w emisji i obrocie obligacjami. Ryzyko będzie dotyczyło podejmowanych działań przez:

- emitenta,
- inwestora – pożyczkodawcę,
- gwaranta emisji.

Przedsiębiorstwo, decydując się na pozyskanie kapitału z wykorzystaniem obligacji realizuje strategię rynkowego pozyskiwania kapitału pożyczkowego. Obligacje są bardzo różnorodną grupą wierzycielskich papierów wartościowych, dlatego przedsiębiorstwo powinno podjąć decyzje dotyczące parametrów, które będą charakteryzowały planowaną emisję obligacji. Rozpoczyna się ona od badania: gałęzi przemysłu, w której działa firma, sytuacji ekonomiczno – finansowej, technicznej, następnie ma miejsce ocena ryzyka uplasowania planowanej emisji na rynkach międzynarodowych. Obszary decyzyjne związane z procesem emisji obligacji przedstawia rysunek 3. Otrzymanie pomyślnych wyników przeprowadzonych badań może być warunkiem podjęcia pozytywnej decyzji o pozyskaniu środków przez emisję obligacji i rozpoczęcia przeprowadzenia procesu emisji. Podmiotami, które dokonują analizy i wystawiają ocenę odzwierciedlającą poziom ryzyka są agencje ratingowe. Otrzymanie pozytywnej oceny wystawionej przez agencję ratingową wskazuje, że emitent jest podmiotem, który charakteryzuje się niskim poziomem ryzyka. Dla inwestora oznacza to, że potencjalna inwestycja jest akceptowalna z punktu widzenia ryzyka.

Ryzyko związane ze zdolnością kredytową emitenta występuje w sytuacji, gdy nie wywiązuje się on w terminie z zaciągniętych zobowiązań. Traktujemy emitenta jako pożyczkobiorcę, a wszystkich jego obligatariuszy jako pożyczkodawców. Powinni oni być zaspakajani w określonym czasie odpowiednią wysokością odsetek. Po zakończeniu okresu pożyczkowego emitent jest zobowiązany zgodnie z warunkami emisji spłacić dług wraz z odsetkami. W tym przypadku szczególne znaczenie odgrywa pozycja rynkowa emitenta. Inwestor oceniając ryzyko odnosi je do oprocentowania obligacji. Oczekuje on, że w sytuacji gdy ryzyko jest duże to i oferowane walory będą wyżej oprocentowane. Przedsiębiorstwa są oceniane przez wyspecjalizowane podmioty – agencje ratingowe, które nadają, poprzedzone dokładną analizą, oceny ratingowe.

**Rysunek 3. Obszary decyzyjne związane z emisją instrumentów pożyczkowych**

Figure 3. Decision areas related to the issue of loan instruments



Źródło/Source: G. Łukasik, J. Błach, 2016.

Na rynku istnieje kilka, o wysokiej renomie, niezależnych instytucji, które badając przedsiębiorstwa dokonują oceny ryzyka niewypłacalności emitowanych obligacji (może się to też odnosić do innych zaciągniętych zobowiązań). Do najbardziej znanych ośrodków opiniotwórczych, cieszących się bardzo dużą wiarygodnością, zalicza się następujące agencje ratingowe: Moody's, Standard & Poor's i Fitch. Dokonują wyceny obligacji podając swoje oceny według opracowanych kryteriów. Najwyższą ocenę otrzymują obligacje o najwyższej jakości w postaci AAA, kolejne to ocena wysokiej jakości AA, poprzez obligacje o średniej jakości BBB, obligacje spekulacyjne CCC. Ostatnią najbardziej ryzykowną kategorią są obligacje przedsiębiorstw o dużym ryzyku niewypłacalności, a ich ocena to DDD. Podawane oceny wymienionych agencji ratingowych różnią się pomiędzy sobą w zapisie tzn. użyciem dużych lub małych liter. Obok rozróżnienia oznaczeń przez wielkość liter, stosuje się także w nomenklaturze cyfry oraz znaki + lub – [Faerber, 2014]. Obok przyznawanych ratingów tzw. zewnętrznych przez agencje, których oceny stanowią nieodzowny element przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, banki na podstawie NUK, za zgodą władz nadzorczych mogą stosować własne oceny – ratingi wewnętrzne.

W zależności od agencji ratingowej spotyka się różne oznaczenia ocen ryzyka obligacji przedsiębiorstw. Tabela 1 prezentuje oceny trzech najpopularniejszych agencji ratingowych w Polsce, a są to: Fitch, Moody's i Standard & Poor's.

**Tabela 1. System oceny ryzyka emisji obligacji przedsiębiorstw według Fitch, Moody's i Standard & Poor's**

Table 1. Corporate bond issue risk rating system according to Fitch, Moody's and Standard &amp; Poor's

Interpretacja oceny	Moody's	Standard&Poor's	Fitch1
Obligacje o najwyższej jakości	Aaa	AAA	AAA
Obligacje o wysokiej jakości	Aa	AA	AA
Obligacje o dużym stopniu wiarygodności spłaty; istnieje możliwość jego obniżenia w przyszłości	A	A	A
Obligacje średniej jakości. Spłata kapitału i odsetek nie są ani zabezpieczone w najwyższym stopniu, ani pozbawione gwarancji. Niższe kategorie tej klasy obligacji mają pewien charakter spekulacyjny.	Baa	BBB	BBB
	Ba	BB	BB
	B	B	B
Obligacje spekulacyjne o dużej niepewności.	Caa	CCC	CCC
	Ca	CC	CC
	C	C	C
Znaczne ryzyko niewypłacalności.	D	D	RD, D

Źródło/Source: Opracowanie własne na podstawie/own elaboration based on D. Dziawgo, 2010; E. Faerber, 2014; Moody's, Fitch, Standard&Poor's, 2022.

<sup>1</sup> Materiały Informacyjne zamieszczone na stronie <https://www.fitchratings.com/>

Credit-rating jest definiowany jako system oceny i klasyfikacji ryzyka inwestycyjnego. Oznacza także rating finansowy, czyli „ocenę wiarygodności kredytowej danego podmiotu gospodarczego wystawioną przez wyspecjalizowaną agencję ratingową lub instytucję finansową” [Herdań, Czubała, 2004]. Jest względną miarą ryzyka, rozpatrywaną w relacji do innych walorów danego rodzaju, różnych emitentów [Dziawgo, 2005]. Służy do redukcji ryzyka, w szczególności ryzyka inwestowania w dłużne papiery wartościowe. Rating pozwala na różnicowanie przeprowadzanych transakcji pod względem zawartego w nich ryzyka. Można przyjąć następującą definicję credit-ratingu, że jest to „kompleksowa ocena wiarygodności finansowej emitenta bądź ocena danej emisji, uwzględniającą specyfikę emisji na tle rzetelności emitenta w wywiązywaniu się z zobowiązań w przeszłości oraz prognozy jego zdolności finansowej w przyszłości, a także analizy wszystkich typów ryzyka, które są z tą inwestycją związane” [Dziawgo, 1998]. Ze względu na prostą prezentację uzyskanych wyników w postaci oznaczeń literowych lub literowo cyfrowych system ten jest bardzo popularny i często wykorzystywany.

Oceny ratingowe są nadawane danemu przedsiębiorstwu w momencie, gdy zamierza wyemitować obligacje i pozyskać w ten sposób kapitał. Agencja ratingowa bada całe przedsiębiorstwo, wykonywana analiza odnosi się do sprawdzenia sytuacji finansowej, sposobu zarządzania, jak również potencjału gospodarczego tzn. czy dana firma jest przedsiębiorstwem rozwojowym z możliwością poszerzenia działalności – rozwoju na rynku. Nadana ocena musi być zweryfikowana w stosunku do oceny jaka została nadana krajowi [Kozłiński, 2005]. Podmiotowi gospodarczemu nie może być nadany wyższy rating niż rating kraju macierzystego, w którym prowadzi działalność. Potencjalny inwestor powinien kierować się nadawanymi ocenami jeżeli chodzi o brane pod uwagę ryzyko. Bezpieczną inwestycją są zakupy walorów z klas nie niższych niż B. Niższe oceny wskazują już w początkowym etapie analizy przystąpienia do inwestycji, na bardziej spekulacyjny charakter obligacji, a także z możliwymi w przyszłości trudnościami z wypłatą należnych odsetek i zwrotem pożyczonego kapitału.

Wizualnym przedstawieniem procesu nadawania ratingu indywidualnej emisji obligacji jest rysunek 4. Obrazuje on podejście metodologiczne agencji ratingowych do przyznania oceny. Na takie podejście składa się: analiza prognoz w horyzoncie 3–5 lat, identyfikacja ryzyk, analiza porównawcza w branży, uwzględnienie globalnych perspektyw w aspektach ilościowych i jakościowych oraz analiza kadry zarządzającej. Kadra zarządzająca jest jednym z najważniejszych czynników, które wpływają w sposób jakościowy na nadawany rating firmie jak i jej indywidualnym emisjom. Przez pryzmat kadry zarządzającej określa się zdolność spółki do działania w trudnym środowisku, jej filozofię zarządzania, wrażliwość w kwestiach rozwoju i ryzyka, a także wiarygodność i doświadczenia. Otrzymanie pozytywnej oceny ratingowej ułatwia przedsiębiorstwom przeprowadzenie emisji obligacji ponieważ potencjalny inwestor kierujący się opinią ekspertów będzie skłonny zainwestować czasowo wolne środki w takie przedsięwzięcie.

#### Rysunek 4. Elementy wpływające na wartość oceny ratingowej

Figure 4. Elements affecting the rating value



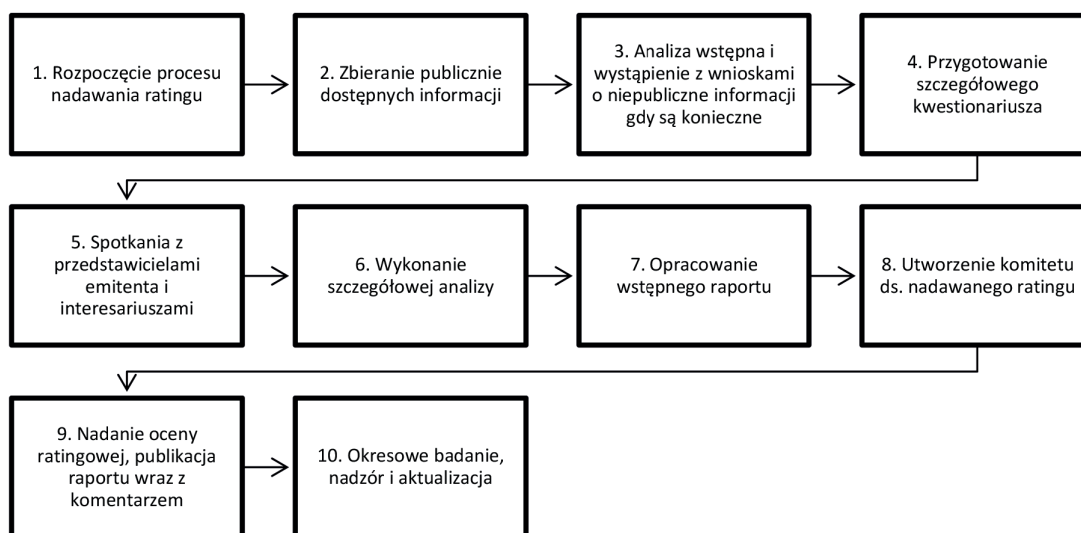
Nadanie przedsiębiorstwu wyższej oceny ratingowej skutkuje obniżeniem kosztu pozyskania kapitału w emisjach obligacji na rynku krajowym jak i za granicą. Oznacza również iż poziom ryzyka jest akceptowalny. Przeprowadzone badania wśród przedsiębiorców wskazują na małą świadomość znaczenia przyznawanych ich firmom ratingów, które mogą stanowić ułatwienie zdobywania potrzebnych środków finansowych na ich działalność. Badaniem zostały objęte firmy, które wyemitowały akcje na rynku publicznym – I moduł, następnie moduł II emitenci dłużnych papierów wartościowych, ale nie przeprowadzili emisji akcji i III moduł, który zawiera firmy bez emisji papierów dłużnych jak i akcji (publikacja NBP, 2005).

Proces nadawania ratingu jest ciągiem bardzo skomplikowanych czynności, które następują w określonej kolejności. Schematyczne ich ujęcie przedstawia rysunek 5.

Rating jest jednym z elementów, który wpływa na ocenę wiarygodności danego podmiotu gospodarczego. Jest narzędziem określającym poziom ryzyka inwestycyjnego, a w efekcie uprawnia do żądania odpowiedniego wynagrodzenia za poczynioną inwestycję o określonym poziomie ryzyka. Rating stał się dla dynamicznie rozwijającego się rynku finansowego, podlegającego procesom globalizacji – niezbędnym narzędziem wykorzystywanym w zarządzaniu finansami przez podmioty pozyskujące kapitały – emitentów i podmioty inwestujące wolne środki.

#### Rysunek 5. Proces nadawania ratingu stosowany przez Fitch Polska S.A.

Figure 5. The rating process used by Fitch Polska S.A.



Źródło/Source: opracowanie własne na podstawie/own elaboration based on Fitch Rating Polska, Ratings Process <https://www.fitchratings.com/products/ratings-process>, February 2022,

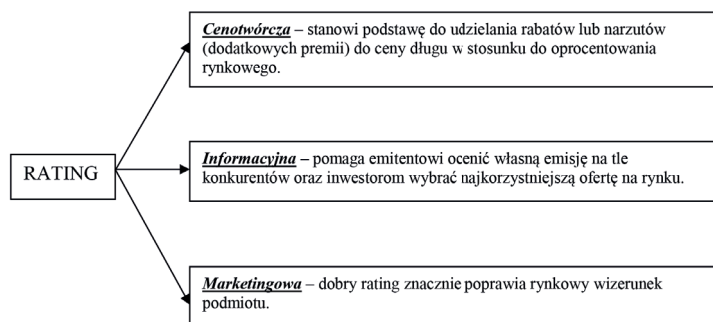
Zapotrzebowanie na usługi agencji nadających ratingi w dobie procesów globalizacji i dynamicznie rozwijającego się rynku finansowego znacząco wzrosło. Popyt na profesjonalnie wykonane analizy zgłaszany jest także przez inwestorów, którzy oczekują ocen, na podstawie, których będzie możliwe oszacowanie ryzyka planowanej inwestycji. Wraz z rozwojem rynków finansowych oceny ratingowe ulegały rozszerzaniu, oznacza to, że są przyznawane dodatkowe oceny emitentom papierów wartościowych, a instytucjom finansowym jest nadawany rating siły finansowej.

W gospodarce rynkowej rating pełni funkcje: cenotwórczą, informacyjną i marketingową. Ilustracją wymienionych funkcji jest rysunek 6.

Rating umożliwia ocenę wiarygodności kredytowej podmiotu gospodarczego lub ryzyko związane z różnymi instrumentami finansowymi. Oznacza to, że może ono odnosić się do całego podmiotu lub do wybranego instrumentu, który został przez niego uplasowany na rynku (prywatnym lub publicznym).

### Rysunek 6. Funkcje ratingu w gospodarce rynkowej

Figure 6. Rating functions in a market economy

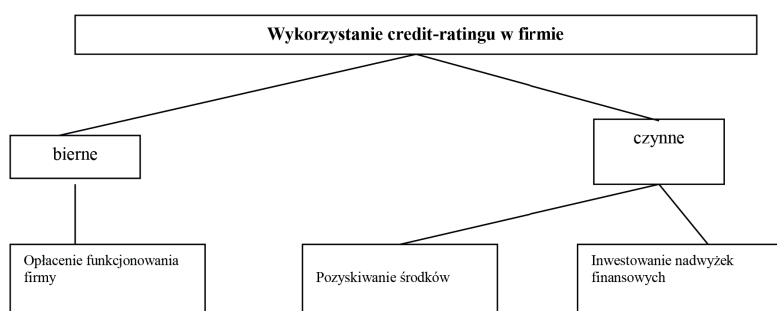


Źródło/Source: A. Herdan, J. Czubała, 2004

Przedsiębiorstwa mogą wykorzystywać nadawany rating w sposób czynny lub bierny. Ilustracją tego jest rysunek 7.

### Rysunek 7. Bierne i czynne wykorzystanie credit-ratingu w zarządzaniu finansami firmy

Figure 7. Passive and active use of credit-rating in managing the company's finances



Źródło/Source: opracowanie własne na podstawie/own elaboration based on D. Dziawgo, 1988

Przedsiębiorstwa wykorzystują rating w sposób czynny lub bierny [Dziawgo, 1998] w następujących obszarach swojej działalności:

1. efektywne pozyskanie środków z rynku,
2. efektywne inwestowanie nadwyżek finansowych,
3. opłacenie efektywnego funkcjonowania firmy.

Otrzymanie pozytywnego ratingu może mieć różny wpływ na funkcjonowanie firmy. Syntetycznie można wymienić następujące obszary jego wpływu na działalność przedsiębiorstwa przedstawia:

- Obniżenie oprocentowania emitowanych papierów dłużnych i spadek oprocentowania kredytu bankowego
- Poziom zabezpieczeń kredytów
- Poziom i okres kredytu handlowego
- Poziom przyznanych limitów zadłużenia pomiędzy bankami
- Ułatwienie zarządzania finansami przez jakość firmy
- Wzrost prawdopodobieństwa sukcesu emisji papierów wartościowych, ułatwienie plasowania na rynku
- Zwiększenie płynności obrotu, poziom kursu obligacji i bonów komercyjnych
- Poziom kursu akcji uprzywilejowanych (co do płatności dywidendy) i akcji zwykłych
- Ułatwienia plasowania na rynku kolejnych emisji akcji
- Prestiż firmy
- Promocja w skali międzynarodowej



- Ułatwienie kontaktów z kontrahentami zagranicznymi
- Zachęcenie do inwestycji bezpośrednich
- Ocena firmy z zewnątrz w skali makro i mikro
- Kontrola działań kierownictwa (element corporate governance)
- Poziom goodwill
- Utrudnienie wrogiego przejęcia [Dziawgo, 2010; Moody's, Fitch, Standard&Poor's, 2022].

W omawianiu ryzyk związanych z obligacjami należy rozważyć, te które towarzyszą inwestowaniu w analizowany papier wartościowy. Dziawgo dzieli ryzyka inwestowania w obligacje na: ryzyko inflacji, czasu trwania inwestycji, kredytowe, reinwestowania i przejęcia. Do najczęściej wymienianych ryzyk dla inwestora związanych z inwestowaniem w obligacje zalicza się: ryzyko stopy procentowej, ryzyko związane ze zdolnością kredytową emitenta, ryzyko wycofania – możliwość przedterminowego wykupu, ryzyko walutowe, ryzyko płynności [Pyka, 2003]. Z kolei Fabozzi wskazuje, że inwestor może być narażony, podczas okresu inwestowania w obligacje, co najmniej na jedno z wymienionych ryzyk: stopy procentowej, reinwestycji, przedterminowego wykupu, niedotrzymania zobowiązań tzw. kredytowe, inflacji, walutowe, płynności, zmienności i ryzyko ryzyka. Podsumowując prezentowane rodzaje ryzyk inwestowania w obligacje, na potrzeby analizy przyjmuje się ich następujące rodzaje:

- ryzyko stopy procentowej,
- ryzyko reinwestycji,
- ryzyko wycofania – możliwości przedterminowego wykupu,
- ryzyko walutowe,
- ryzyko płynności obligacji.

Ryzyko stopy procentowej w odniesieniu do obligacji jest związane z oprocentowaniem, które obowiązuje na rynku finansowym. W związku z ich zmianą należy dokonać ponownej kalkulacji ceny obligacji. Zostanie ona przeprowadzona zarówno przez emitenta, który ustali na podstawie obliczeń nową cenę obligacji, jak i przez rynek, uwzględniający stopy procentowe w oparciu o podaż i popyt danego waloru. Nową kalkulację będzie przeprowadzał także inwestor, który w porównaniu ze stopami na rynku przeanalizuje opłacalność inwestycji w obligacje. Ryzyko stopy procentowej jest więc związane z permanentną zmianą stóp procentowych na rynku wpływając tym samym na cenę obligacji. Ryzyko to dotyczy przede wszystkim obligacji o stałym oprocentowaniu. Dochody uzyskiwane z tego typu obligacji nie będą zmieniać się w czasie. Ryzyko stopy procentowej jest najważniejszym rodzajem ryzyka dla papierów wartościowych o stałym dochodzie, a więc dla obligacji o stałym oprocentowaniu. Wszelkie zmiany stóp procentowych są niekorzystnie odbierane przy obligacjach o stałym oprocentowaniu ponieważ nie mają one wpływu na zmianę wartości wypłacanych odsetek. Nie przewiduje się indeksacji kuponów odsetkowych z powodu inflacji. W przypadku obligacji o oprocentowaniu zmiennym ich wartość zmienia się w zależności od stóp procentowych na rynku, ale w przeciwnym kierunku, tzn. wzrost stóp procentowych powoduje spadek wartości obligacji [Faerber, 2014]. Ryzykowny jest zakup obligacji w sytuacji dużych wahań cen, a w szczególności, gdy stopy procentowe rosną – ceny obligacji maleją. Występuje w takiej sytuacji ryzyko siły nabywczej ponieważ siła nabywcza wypłacanych odsetek jest coraz mniejsza. Opisane przypadki wskazują, że ryzyko jest istotne zarówno dla emitenta jak i inwestora.

Ryzyko stopy procentowej jest związane bezpośrednio z:

- inflacją,
- terminem zapadalności obligacji,
- początkowym poziomem stóp procentowych,
- ryzykiem reinwestycji (P).

Ryzyko stopy procentowej w stosunku do obligacji wpływa bezpośrednio na:

- cenę obligacji, która zmienia się w przeciwnym kierunku niż stopy procentowe,
- dochód generowany przez obligacje, wpływa na stopę reinwestowania odsetek [Dębski, 2014].

Inflacja, która jest odzwierciedleniem zmian cen dóbr i usług wpływa na zmiany stóp procentowych na rynku finansowym. Wzrost inflacji pociąga za sobą wzrost podstawowych stóp procentowych na rynku, które są ustalane przez Radę Polityki Pieniężnej. W stosunku do obligacji, które w zależności od sposobu oprocentowania mogą być obligacjami o stałym lub o zmiennym oprocentowaniu.

Większe ryzyko występuje dla obligacji, które mają długi okres zapadalności. Wiąże się to z ich większą wrażliwością na zmiany stóp procentowych, a także z trudnością ich przewidywania w przyszłości ze względu na niedostateczne dane i długi okres czasu. Częste zmiany sytuacji politycznej wpływają bardzo mocno na zmiany stóp procentowych na rynku powodując dużą fluktuację wolnych środków pieniężnych w instrumenty finansowe o wyższej zyskowności poczynając od lokat bankowych, a kończąc na spekulacyjnej grze na giełdzie.

Ryzyko stopy procentowej jest związane bezpośrednio z początkowym poziomem stóp procentowych, od których następują kolejne zmiany. Jeżeli oprocentowanie jest ustalone na niskim poziomie w stosunku do stóp procentowych na rynku – to wahania będą większe. Można je (ryzyko stopy procentowej związanej z początkowym poziomem stóp procentowych) zredukować przez zakup obligacji o krótkim terminie zapadalności i wysokim oprocentowaniu.

Zmiana wartości obligacji na skutek zmian stóp procentowych w odniesieniu do terminu zapadalności i poziomu oprocentowania jest obliczana przy wykorzystaniu działań matematycznych. Do obliczeń zmian wartości obligacji posługujemy się równaniem na wartość zaktualizowaną. Wykorzystuje się podstawowe parametry obligacji tzn. nominal, oprocentowanie kuponu odsetkowego i termin wykupu. Określa się w ten sposób stopień ryzyka dla posiadacza takiego waloru. Inwestor może kontrolować poziom ryzyka, obserwując zmiany poziomu inflacji i stóp procentowych na rynku, dzięki takiemu zachowaniu istnieje możliwość uniknięcia straty na takiej inwestycji przez zakup obligacji krótkoterminowych o wysokim oprocentowaniu [Dębski, 2014].

Z ryzykiem stopy procentowej jest związane bezpośrednio ryzyko reinwestycji dochodu uzyskanego z tytułu przechowywania obligacji. Ma ono miejsce w sytuacji gdy stopy rynkowe są niższe niż oprocentowanie nominalne obligacji, ponieważ środki uzyskane z tytułu przechowywania obligacji można ponownie zainwestować na rynku w inne walory. Gdy na rynku ma miejsce spadkowa tendencja stóp procentowych, a okres do wykupu jest długi, to występuje duże prawdopodobieństwo, że stopa zwrotu w terminie do wykupu będzie wyższa niż stopa reinwestycji. Zabezpieczeniem się przed taką sytuacją jest zakup obligacji zerokuponowych.

Ryzyko wycofania dotyczy emisji obligacji, które zakładają możliwość wcześniejszego wykupu waloru przez jego emitenta. Ma to miejsce w sytuacji spadku rynkowych stóp procentowych poniżej wartości oprocentowania ustalonego przez emitenta w momencie plasowania. Kupon odsetkowy jest wyżej oprocentowany niż podobne obligacje wprowadzane na rynek, dlatego emitent decyduje się wycofać dotychczasowe obligacje z rynku i przeprowadzić kolejną emisję, ale z oprocentowaniem niższym. Opisana sytuacja jest niebezpieczna dla inwestora ponieważ zrealizuje on mniejszy zysk niż przewidywał, a nawet poniesie straty na kapitale. Wówczas będzie w posiadaniu kapitału możliwego do zadysponowania w czasie, w którym tego się nie spodziewał i nie podejmował w tym kierunku decyzji inwestycyjnych. Należy jednak brać pod uwagę profesjonalizm i znajomość rynku przez inwestorów<sup>2</sup>. Mniejszą wrażliwością charakteryzują się obligacje sprzedawane z dyskontem lub według wartości nominalnej.

Ryzyko walutowe występuje w sytuacji gdy obligacje są emitowane w innej walucie niż waluta emitenta lub inwestora i w zależności od pozycji podmiotu wierzyciela lub dłużnika korzystniejsze są wzrosty lub spadki kursu waluty, w której są wypłacane odsetki. Możliwe jest osiągnięcie na skutek dewaluacji lub deprecjacji waluty straty przez podmioty uczestniczące w procesie obrotu obligacjami. Może mieć miejsce sytuacja odwrotna, w której inwestor na skutek korzystnych kursów wymiany uzyska dodatkowe korzyści finansowe.

Ryzyko płynności obligacji występuje wtedy gdy pojawia się problem ze sprzedażą obligacji na rynku wtórnym przed terminem jej wykupu. Płynność określa łatwość z jaką można sprzedać posiadane obligacje bez utraty wartości w stosunku do ich bieżącej ceny rynkowej. Jeśli nie występują problemy w zbyciu waloru to ryzyko jest niewielkie. Płynność obligacji może być jej dodatkowym atutem przy zakupie. Wpływa ona na decyzje o zainwestowaniu w taki walor wolnych środków przez wielu in-

<sup>2</sup> Rynek zachowuje się w określony sposób tzn. w sytuacji spadku stóp procentowych daje sygnały, że możliwy będzie wykup wyemitowanych walorów. Emitent przewiduje możliwość uzyskania większych korzyści finansowych.

westorów, pozostawiając środki do dyspozycji w sytuacji gdy są one potrzebne. Miarą ryzyka płynności jest rozpiętość cen podawanych przez brokera. Jeżeli jest ona duża to ryzyko jest większe. Nie dyskredytuje to takiej obligacji, oznacza tylko, że inwestor, aby osiągnąć zaplanowany zysk powinien utrzymać ją do terminu wykupu [Fabozzi, 2000].

Obligacje w swojej konstrukcji nie są jednorodną grupą. Różnorodność form tego papieru wartościowego powoduje, że inwestowanie jest bardzo trudne i wymaga zapoznania się ze szczególnymi formami ryzyka, które towarzyszą poszczególnym rodzajom tego waloru. Za przykład mogą posłużyć obligacje zamienne [Błach, 2018], dla których szczególne znaczenie, jak już zaznaczono, ma ryzyko niewypłacalności emitenta. Każdy inwestor powinien je oszacować jeszcze przed kupnem obligacji, ponieważ istnieje możliwość zabezpieczenia się z dołu przed spadkiem cen akcji. Ostateczną wartością takiego zabezpieczenia jest wartość prostej obligacji zamiennej tzn. wartość długu. Jeśli wystąpi sytuacja niewypłacalności emitenta to przedstawione zabezpieczenie okaże się bezwartościowe. Przypadek ten oznacza, że nie istnieje skuteczne zabezpieczenie się inwestora w sytuacji niewypłacalności emitenta. Należy zawsze posilkować się ocenami wyspecjalizowanych agencji ratingowych badających zdolność pożyczkobiorcy do wywiązywania się z przyszłych zobowiązań. Inwestując w obligacje zamienne należy również przeanalizować sytuację na rynku w postaci tendencji zmian stóp procentowych i wahań podstawowych indeksów giełdowych. W sytuacji wzrostu stóp procentowych i spadku wskaźników giełdowych inwestor jest narażony na podwyższone ryzyko, ponieważ emitent może zdecydować się na opcję wcześniejszego wykupu waloru w celu zamiany długu istniejącego na przyszły o niższym oprocentowaniu [Brach, 1999].

W procesie inwestowania w obligacje inwestor może znacząco obniżyć poziom ryzyka przez zapoznanie się w kowenantami, zawartymi w umowach obligacyjnych [Sierpińska i in., 2020]. Kowenanty (ang. covenants) inaczej klauzule to zobowiązania emitenta do wykonywania lub zaniechania pewnych działań do momentu wykupu wyemitowanych obligacji. Mają one na celu ograniczyć niewypłacalność emitenta czyli w znaczący sposób ograniczają ryzyko występujące po stronie inwestora. Przypisuje się im następujące funkcje: ochroną, monitorującą oraz ostrzegawczą przed wystąpieniem sytuacji kryzysowych w firmie.

W procesie emisji obligacji oprócz ryzyka po stronie inwestora występuje także ryzyko po stronie emitenta [Lipowicz, 2004]. Jest ono związane bezpośrednio z niedojściem emisji do skutku lub z nieobjęciem całości emisji. W celu zabezpieczenia się przed tym ryzykiem emitent stara się, aby w procesie emisji krajowych jak i międzynarodowych (emisje euroobligacji, green bonds [ICMA, 2022]) uczestniczył dodatkowo gwarant. Może nim być bank lub podmiot finansowy oczekujący zysków ze sprzedaży walorów, biorąc na siebie ryzyko pozyskania kapitałów za pomocą emisji obligacji. Gwarantowanie emisji obligacji wymaga poniesienia dodatkowych kosztów przez emitenta. W zależności od formy gwarantowania tzn. usługowej lub inwestycyjnej koszty mogą stanowić kilka procent wartości emisji. Poniesienie dodatkowego kosztu polegającego na skorzystaniu z usług gwaranta, wpływa na podniesienie całkowitego kosztu emisji, ale zapewnia pozyskanie środków w wysokości zakładanej przez emitenta co z kolei pozwala na przeprowadzenie inwestycji w zaplanowanej formie.

Przeprowadzenie całego procesu emisji z wykorzystaniem wyspecjalizowanych podmiotów pozwala na ograniczenie tego ryzyka, ale nie wyklucza go całkowicie. Przeprowadzona analiza rynku pod względem zgłaszanego popytu na zakup papierów dłużnych (book building) przez inwestorów powinna być każdorazowo sprawdzona przez wyspecjalizowane podmioty np. dom maklerski, który zweryfikuje zbudowaną książkę popytu (Socha, 2003). Przeprowadzenie całego procesu emisji zakończonego sukcesem jest dla każdego organizatora plasowania walorów umocnieniem jego pozycji na rynku. W przyszłości przełoży się to na duże zainteresowanie ze strony potencjalnych kontrahentów – potencjalnych emitentów. Emisje będą cieszyły się dużym powodzeniem, co z kolei wpłynie na ograniczenie ryzyka dla potencjalnego emitenta. Zlecenie koordynacji procesu emisji znanemu i odnoszącemu sukcesy podmiotowi pozwala na zmniejszenie ryzyka niedojścia emisji do skutku i zwiększa wiarygodność emitenta i emisji plasowanych przez niego walorów.

Duże znaczenie dla podmiotu emitującego obligacje ma rynek wtórny jego walorów. Przy dużej płynności obligacje będą cieszyły się większym zainteresowaniem ze strony inwestorów, ponieważ ryzyko płynności będzie mniejsze. Dodatkowo, jeżeli emitent będzie wykazywał dobre wyniki z działalności gospodarczej i finansowej to rynek nie będzie zgłaszał niepewności w stosunku do wykupu w zakła-

danym terminie i wypłaty należnych odsetek, a tym samym sygnały płynące z rynku będą pozytywnie odbierane przez inwestorów. Takie przesłanki płynące ze strony rynku do emitenta mogą wpłynąć na podejmowanie decyzji o wykorzystywaniu rynku obligacji w szerszym zakresie, w celu pozyskiwania kapitału. Po przeprowadzeniu udanego procesu emisji zakończonego wykupem walorów kolejne emisje są łatwiejsze, a wymiernym tego efektem będzie możliwość obniżenia oprocentowania obligacji, co przełoży się na niższe koszty pozyskania kapitału. Perspektywnym rezultatem może być wykorzystywanie obligacji o bardziej skomplikowanej formie np. obligacje zamienne lub z prawem pierwszeństwa.

## PODSUMOWANIE

Podmioty gospodarcze mają możliwość zabezpieczenia się przed ryzykiem i związanymi z nim skutkami. Jednakże wykorzystanie dostarczanych przez rynek możliwości ochrony może z jednej strony ograniczyć ryzyko do niewielkiego rozmiaru (przy założeniu że zawsze ono występuje), lecz może również doprowadzić do pochłonięcia całego wypracowanego zysku z działalności. Efektem takiej sytuacji będzie konieczność zaprzestania działalności gospodarczej, ponieważ nie będzie ona generowała zysków. Ryzyka występujące w procesie pozyskiwania kapitału dla emitenta, jak wskazano są istotne. Wykorzystuje się metody, oceny nadawane przez agencje ratingowe, w celu jego ograniczania.

Finansowanie działalności z wykorzystaniem obligacji daje przedsiębiorstwu wiele korzyści, które przejawiają w znacznej wartości pozyskanego kapitału, dywersyfikacji kapitałodawców czy mniejszym ryzykiem. Korzystanie z obligacji niesie z sobą również wiele zagrożeń, mając na uwadze obecne pogarszające się warunki na rynku finansowym w postaci wzrostu inflacji, ryzyka walutowego i innych. Z uwagi na wciąż nieduże zainteresowanie pozyskiwaniem kapitału w formie obligacji przez przedsiębiorstwa, warto podejmować prace nad dokładnym rozpoznaniem tego rynku, wskazywać jego możliwości, co powinno być przedmiotem dalszych analiz i badań.

## BIBLIOGRAFIA

- Baranowski M., 2016: *Tendencje na rynku obligacji i ich wpływ na wybory przedsiębiorstwa*. W: G. Łukasik, J. Błach (red.), *Strategie finansowe przedsiębiorstwa wobec zmian na rynku kapitałowym*. CeDeWu, Warszawa.
- Bielawska A., 2005: *Ryzyko kraju i instrumenty jego ograniczania, w Biznes międzynarodowy a internacjonalizacja gospodarki międzynarodowej*. red. nauk. Najlepszy E., AE Poznań, s.408.
- Błach J., 2018: *Innowacje finansowe w przedsiębiorstwie. Instrumenty, mechanizmy, efekty*. Wydawnictwo C.H.Beck, Warszawa.
- Bodie Z., Merton R.C., 2003: *Finanse*. PWE, Warszawa.
- Brach D., 1999: *Obligacje zamienne jako źródło pozyskiwania kapitału*. W: T.Jajuga, T. Słoński (red.), *Zarządzanie finansami w transformacji przedsiębiorstw*. Prace naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław, nr 837, s.43 i dalsze
- Brigham E.F., Houston J.F., 2005: *Podstawy zarządzania finansami*. PWE, Warszawa
- Dębski W., 2014: *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*. PWN, Warszawa.
- Dziawgo D., 1998: *Credit-rating, Ryzyko I obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*", PWN, Warszawa.
- Dziawgo D., 2010: *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*. PWE, Warszawa
- Dziawgo D., 2004: *Credit-rating w procesie zarządzania rynkową wartością firmy*. W: D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami, Finansowanie przedsiębiorstw w Unii Europejskiej*. Tom 1. Uniwersytet Szczeciński, Szczecin, s. 222-224,
- Dziawgo D., 2005: *Niedoskonałości credit-ratingu*. W: J. Ostaszewski (red.), *Monografie i opracowania naukowe. Finanse przedsiębiorstwa*. SGH, Warszawa, s.339
- Fabozzi F.J., 2000: *Rynki obligacji. Analiza i strategie*. WIG PRESS, Warszawa.
- Faerber E., 2014: *Wszystko o obligacjach*. WIG PRESS, Warszawa.
- Herdan A., Czubała J., 2004: *Znaczenie ratingów w Nowej Bazylejskiej Umowie Kapitałowej*. W: D. Zarzecki (red.), *Zarządzaniu finansami, Finansowanie przedsiębiorstw w Unii Europejskiej*. Tom 1. Szczecin, s. 325,

- Holliwell J., 2001: *Ryzyko finansowe, Metody identyfikacji zarządzania ryzykiem finansowym*. Liber, Warszawa, s.139
- Koźliński T., 2005: *Euroobligacje na rynkach światowych – czynniki determinujące rentowność, ratingi krajów rozwijających się, asymetria prawdopodobieństwa bankructwa czasowych macierzy przejść*. Bank i Kredyt, s 30
- Lewandowski M., 2005: *Finansowanie inwestycji poprzez emisję obligacji, Rating jako sposób na uzyskanie dostępu do rynku kapitałowego*. Publikacje Citibank, Warszawa
- Lipowicz M., 2004: *Risk of emitter and investor on corporate bond market*. Maneging and modelling of financial risks, Technicka Univerzita Ostrava, Ostrawa, s. 213 i dalsze
- Łukasik G., Błach J., 2016: *Strategie finansowe przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice, s.140-142
- Matusiak M., 2007: *O oczko wyżej*. Gazeta Bankowa, nr 38/2007
- Pyka I., 2003: *Rynek pieniężny i kapitałowy*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice.
- Riehl H., 2001: *Zarządzanie ryzykiem na rynku pieniężnym, walutowym i instrumentów pochodnych*. Fundacja WiB, Warszawa, s. 237
- Sierpińska M., Kowalik M., Sierpińska-Sawicz A., Zubek M., 2020: *Obligacje korporacyjne w finansowaniu rozwoju przedsiębiorstw*. PWN, Warszawa.
- Socha J., 2003: *Rynek papierów wartościowych w Polsce*. Olympus, Warszawa.
- Szysko L., Szczepański J., 2007, *Finanse przedsiębiorstwa*. PWE, Warszawa.
- Zadora H., 2001: „Przedsiębiorstwo wobec ryzyka finansowego”, *Prace Naukowe AE we Wrocławiu*, w: *Finanse, bankowość i ubezpieczenia*, Tom 1, red. Naukowi K. Jajuga, M. Łyszczak, Wrocław.

## Netografia

- Ratings Process*, Fitch Rating Polska, February 2022, <https://www.fitchratings.com/products/ratings-process>,
- Panda Bonds, Raising Finance in China's Bond Market - case studies*, National Association of Financial Market Institutional Investors (NAFMII), International Capital Market Association(ICMA), September 2021,
- Wybrane determinanty rozwoju rynku akcji i korporacyjnych instrumentów dłużnych w Polsce*, Warszawa 2005r., opublikowane przez Narodowy Bank Polski
- The Green Bond Principles (GBP) 2021 (with June 2022 Appendix 1)*, publikacja International Capital Market Association, <https://www.icmagroup.org/>
- [www1] <https://www.moodys.com/>
- [www2] <https://www.spglobal.com/ratings/en/>
- [www3] <https://www.fitchratings.com/>