

ZESZYTY PBR – CASE

10

Wycena ryzyka
inwestycyjnego

Warszawa 1994

Fundacja Naukowa CASE

Polski Bank Rozwoju S.A.



Fundacja Naukowa CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych
00-585 Warszawa, ul. Bagatela 14

Polski Bank Rozwoju S.A.
00-675 Warszawa, ul. Koszykowa 54

Copyright by: Fundacja Naukowa CASE i Polski Bank Rozwoju S.A.

Opracowanie tekstów: Grażyna Gierszewska
Opracowanie graficzne: Agnieszka Bury

MEDIABANK
 **S.A.**

Wydawca:
Mediabank S.A. 00-640 Warszawa, ul. Mokotowska 17

Oddano do druku w styczniu 1994 r. Nakład 1000 egz.

SPIS TREŚCI

G. Gierszewska	WSTĘP.....	5
B. Wyżnikiewicz	MAPA RYZYKA INWESTYCYJNEGO.....	7
M. Krysiak	SUBIEKTYWNA OCENA RYZYKA INWESTYCYJNEGO. ZASTOSOWANIE METODY OCENY RYZYKA INWESTYCYJNEGO W BANKOWOŚCI.....	16
W. Majcherczak	WYCENA RYZYKA INWESTYCYJNEGO W PRAKTYCE BANKU ZACHODNIEGO.....	18
G. Gierszewska	OMÓWIENIE DYSKUSJI.....	20

WSTĘP

Przekazujemy Naszym Czytelnikom kolejny dziesiąty „Zeszyt PBR - CASE”. Stanowi on plan seminarium nt. „Ryzyka inwestycyjnego”, które odbyło się 10 listopada 1993 roku zorganizowanego wspólnie przez Fundację Naukową - CASE - Centrum Analiz Społeczno - Ekonomicznych i Polski Bank Rozwoju S.A.

Celem spotkania było przedyskutowanie problemu metod oceny ryzyka inwestycyjnego w praktyce bankowej. Oceną ryzyka inwestycyjnego w wysoko rozwiniętych krajach zajmują się wyspecjalizowane firmy oferujące całą gamę usług związanych z ryzykiem finansowym, jak również banki. W Polsce jest to ciągle sfera słabo znana. Stąd każda inicjatywa w tym obszarze jest bardzo cenna.

Polski Bank Rozwoju S.A. podjął taką próbę. We współpracy z Instytutem Badań nad Gospodarką Rynkową rozpoczęto badania dotyczące ryzyka inwestycyjnego. Pierwszym ich efektem było stworzenie wielowymiarowej mapy ryzyka inwestycyjnego. Opracowanie obejmuje porównania międzynarodowe oraz - rzecz w Polsce całkowicie nowa - porównanie atrakcyjności dla inwestorów poszczególnych branż polskiej gospodarki i regionów naszego kraju.

Zeszyt nr 10 prezentuje problemy ryzyka inwestycyjnego z różnych punktów widzenia. Bohdan Wyżnikiewicz uzupełnił swoje wystąpienie podczas dyskusji panelowej; podobnie jak tekst Marka Krysiaka jest rozszerzoną wersją jego prezentacji. Obaj paneliści byli zaangażowani w prace nad badaniami ryzyka inwestycyjnego. Włodzimierz Majcherczak - dyrektor Citibank Poland podjął się prezentacji przykładowych rozwiązań w zakresie wyceny ryzyka w bankach zachodnich.

Omówienia dyskusji dokonała Grażyna Gierszewska. Poglądy na temat możliwości zastosowania metody oceny ryzyka inwestycyjnego w polskiej praktyce bankowej, wśród uczestników seminariów, były różnorodne, a wygłaszane opinie często kontrowersyjne. Prowadzący dyskusję Janusz Dąbrowski - dyrektor Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową, a jednocześnie współautor raportu pt. „Mapa ryzyka inwestycyjnego”, nie miał, w związku z tym, łatwego zadania. Czytelnik ma natomiast możliwość wyrobienia sobie, po przeczytaniu zamieszczonych tekstów, własnego zdania.

Grażyna Gierszewska

Warszawa - 2 styczeń 1994 r.

Lista gości obecnych na seminarium pt. „Ryzyko inwestycyjne”

Paweł Badzio	- „Życie Gospodarcze”
Barbara Błaszczuk	- Fundacja Naukowa CASE
Marzena Borowiec	- Ministerstwo Przekształceń Własnościowych
Andrzej Bury	- „Bank” i Polskie Radio
Krzysztof Chmielewski	- Fundacja Naukowa CASE
Andrzej Cylwik	- Urząd Antymonopolowy
Janusz Dąbrowski	- Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową
Robert Drążykowski	- BIG SA
Piotr Fabiszewski	- Polski Bank Rozwoju SA
Anna Fornalczyk	- Urząd Antymonopolowy
Grażyna Gierszewska	- Fundacja Naukowa CASE
Paweł Jabłoński	- „Rzeczpospolita”
Wojciech Jędrzejczak	- Polski Bank Rozwoju SA
Marzena Kowalska	- „Życie Gospodarcze”
Marek Krysiak	- Polski Bank Rozwoju SA
Włodzimierz Majcherczak	- Citibank (Poland) SA
Tomasz Najda	- Fundacja Naukowa CASE
Krzysztof Niziński	- Ministerstwo Przekształceń Własnościowych
Krzysztof Opawski	- Bank Śląski SA
Andrzej Podsiadło	- Powszechny Bank Handlowy GecoBank
Krzysztof Puchalski	- Polski Bank Inwestycyjny
Danuta Stasiak	- Narodowy Bank Polski
Bohdan Wyżnikiewicz	- Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową
Krzysztof Zorde	- Sankt Annae Bank

MAPA RYZYKA INWESTYCYJNEGO¹⁾

Bohdan Wyżnikiewicz²⁾

Ideą uruchomienia w Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową programu badawczego Mapa Ryzyka Inwestycyjnego było stworzenie wielowymiarowej i możliwie kompletnej mapy ryzyka inwestycyjnego, która pozwoliłaby instytucjom finansowym, organom rządowym, a przede wszystkim - inwestorom krajowym i zagranicznym zorientować się w poziomie atrakcyjności inwestycyjnej Polski na tle innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej, a także w skali ryzykowności podejmowania inwestycji w poszczególnych regionach i branżach polskiej gospodarki. O przydatności takiego materiału, zawierającego stale uaktualniane listy rankingowe krajów, regionów i branż wraz z rozbudowanymi komentarzami i szczegółowymi informacjami uzupełniającymi nie trzeba nikogo na tej sali przekonywać. W Polsce posługiwano się, bowiem z reguły, bardzo różnymi, często niespójnymi ocenami i listami klasyfikacyjnymi, tworzonymi na podstawie niepełnego zbioru danych. Program niniejszy jest więc przypuszczalnie pierwszym, kompleksowym i - z założenia - powtarzalnym studium ryzyka inwestycyjnego, stanowiącym swoisty przewodnik dla potencjalnego inwestora po krajach, regionach i branżach. Jest przy tym przedsięwzięciem pionierskim i unikatowym.

1. CELE PROJEKTU

Zgodnie z przyjętymi założeniami, opracowanie realizuje trzy podstawowe cele badawcze. Po pierwsze, dokonuje oceny i prezentacji Polski jako miejsca potencjalnych inwestycji zagranicznych w porównaniu z innymi krajami Europy Środkowo-Wschodniej. Wartościowanie atrakcyjności i ryzyka inwestycyjnego w poszczególnych krajach dokonywane

jest za pomocą skonstruowanego w pierwszym etapie wskaźnika, pozwalającego na ustalenie wstępnego rankingu analizowanych krajów. Celem stworzenia powyższej klasyfikacji jest, między innymi, lokalizacja Polski na mapie ryzyka inwestycyjnego w tej części kontynentu europejskiego oraz określenie jej słabych i mocnych stron w konfrontacji z innymi krajami postkomunistycznymi.

Drugim celem programu jest prezentacja porównawcza regionów Polski w kontekście wysokości potencjalnego ryzyka podejmowania inwestycji. Pozwala to na klasyfikowanie regionów (województw) z punktu widzenia wybranych parametrów, w szczególności ze względu na sytuację ekonomiczną regionu, dostępność zasobów, dynamikę zmian wewnętrznych, możliwości rozwojowe, rodzaje zagrożeń itd. Wieloaspektowa informacja o poszczególnych regionach Polski powinna pozwolić na dokonywanie właściwszych, bardziej uzasadnionych merytorycznie wyborów inwestycyjnych. Możliwe jest bowiem zestawienie korzyści płynących z potencjalnych inwestycji w danym regionie z oszacowanymi kosztami i ryzykiem ich podjęcia.

Trzeci cel realizacji programu to stworzenie branżowego rankingu ryzyka inwestycyjnego dla Polski. Pozwala on na rozpoznanie i wskazanie branż posiadających wyraźne przewagi konkurencyjne, a także branż, w których inwestycje obciążone są znacznym ryzykiem. Umożliwia to usytuowanie danej branży w rankingu ze względu na wybrany parametr (lub ich zestaw), a także określenie potencjalnej konkurencyjności branż w kontekście międzynarodowym.

2. PODSUMOWANIE WYNIKÓW

W pierwszym etapie badań zrealizowano założenie badawcze dotyczące stworzenia podstaw teoretycznych dla skonstruowania rankingów klasyfikujących obserwowane obiekty w kontekście międzynarodowym, regionalnym i branżowym. W efekcie uzyskano pierwsze listy rankingowe, porządkujące analizowane obiekty zgodnie z syntetycznymi miernikami ryzyka.

W części pierwszej, dotyczącej porównań międzynarodowych, przedstawione wyniki ukazują Polskę na tle innych krajów postkomunistycznych w kontekście zarówno jej atrakcyjności dla inwestorów zewnętrznych jak i wysokości ryzyka związanego z podjęciem działalności gospodarczej. O ile Polska - w świetle przeprowadzonych analiz - wypada jako zdecydowanie najatrakcyjniejsze miejsce dla inwestycji bezpośrednich, o tyle w kontekście ryzykowności inwestycji lokuje się na przedostatniej pozycji, wyprzedzając jedynie Słowację. W kontekście uwarunkowań prawnych i organizacyjnych Polska plasuje się w środku stawki (miejsce trzecie), a z punktu widzenia sytuacji ekonomicznej dopiero na miejscu czwartym. Z kolei w opiniach inwestorów zagranicznych Polska uzyskała w obszarze warunków politycznych i społecznych zdecydowanie najgorsze oceny (najwyższy poziom ryzyka). W pozostałych kategoriach klasyfikowano ją na trzeciej pozycji.

Przeprowadzone analizy mają charakter statyczny, czyli obrazują sytuację w połowie 1993 roku. Kolejne etapy realizacji programu powinny pozwolić na uchwycenie dynamiki procesu (przesuwanie się „lokalizacji” ryzyka i atrakcyjności inwestycyjnej poszczególnych krajów) i ocenę trendów w tym zakresie.

W części drugiej przedmiotem porównań - w pilotażowym etapie badań - było województwo gdańskie i lubelskie. Bardziej atrakcyjne pod względem lokalizacji potencjalnych inwestycji (bliższe idealnemu wzorcowi) okazało się być województwo gdańskie. Analiza obu obszarów pod kątem różnych parametrów branych pod uwagę przy dokonywaniu porównań wskazała ich słabe i mocne strony, które mogą przesądzać o przyszłych decyzjach inwestycyjnych. Może to także stanowić ewentualną listę wskazań dla agencji regionalnych i centralnych przy promocji poszczególnych regionów.

Wyniki badań ankietowych wskazują wyraźnie, że inwestorzy rzadko dotychczas kierowali się, przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, uwarunkowaniami regionalnymi lub akcją promocyjną prowadzoną przez instytucje centralne i lokalne.

W segmencie regionalnym właściwy wynik badań pojawia się dopiero po zakończeniu drugiego etapu. Wtedy stworzona zostanie pierwsza lista rankingowa województw wraz z ich syntetycznymi ocenami. Dalsze prace pozwolą na obserwację zmian ulokowania poszczególnych regionów na mapie ryzyka i ocenę tych tendencji.

Wynikiem prac prowadzonych w części trzeciej programu jest lista rankingowa branż polskiego przemysłu porządkująca je według syntetycznej miary ryzyka inwestycyjnego (oddalenie od przyjętego wzorca). Przeprowadzone analizy pozwoliły na wyróżnienie pięciu klas ryzyka inwestycyjnego, którym przyporządkowano poszczególne branże. Wśród branż o najmniejszym ryzyku podjęcia inwestycji kapitałowych znalazły się przemysły związane z kopalnictwem i przetwórstwem metali nieżelaznych oraz - między innymi - przemysł koncentratów spożywczych, rafineryjny, farmaceutyczny, zielarski, piwowarski i cukierniczy. Ze względu na dobrą koniunkturę światową, wysoką konkurencyjność, chłonność rynku wewnętrznego, dobre warunki rozwojowe sklasyfikowano je w grupie branż o małym ryzyku inwestycyjnym. Na drugim biegunie (bardzo wysokie ryzyko) znalazły się przemysły: ciągników, maszyn i urządzeń przemysłu lekkiego, lotniczy, środków informatyki i okrętowy. Niektóre z nich tak niską pozycję zawdzięczają silnej recesji i „zamrożeniu” inwestycji (np. przemysł maszyn i urządzeń dla przemysłu lekkiego, maszyn i urządzeń budowlanych, maszyn i urządzeń rolniczych), inne - bardzo głębokiej luce technologicznej (przemysł środków dla informatyki, optyczny, elektroniczny), a jeszcze inne - silnemu uzależnieniu od polityki państwa (duża wrażliwość na jej zmiany) i relatywnie długiemu okresowi zwrotu zainwestowanego kapitału (przemysł okrętowy, ciągników, lotniczy).

Wykonane dotychczas prace pozwoliły na skonstruowanie pierwszej listy rankingowej branż polskiego przemysłu z uwzględnieniem szerokiej gamy parametrów i czynników mogących wpływać na wysokość ryzyka podejmowania inwestycji. Kontynuacja przedsięwzięcia pozwoli

z jednej strony na udoskonalenie modelu, z drugiej zaś - da możliwość włączenia do analiz branż spoza przemysłu. Istotne wydaje się również śledzenie zmian pozycji poszczególnych branż wraz z upływem czasu i zmianę parametrów określających kształt branżowej mapy ryzyka inwestycyjnego.

3. RYZYKO INWESTYCYJNE W WYMIARZE MIĘDZYNARODOWYM

Stosowana w badaniach metodologia wzbogaca tradycyjnie stosowane wskaźniki ryzyka krajowego o elementy będące wypadkową faktów i opinii o atrakcyjności poszczególnych krajów jako miejsc lokowania inwestycji zagranicznych i związanego z tym ryzyka. Sięga tym samym do czynników subiektywnych podejmowania inwestycji zagranicznych, przesądzających, często na równi z czynnikami obiektywnymi, o podejmowaniu inwestycji zagranicznych. Z tego względu w badaniach uwzględniono takie tradycyjne elementy jak: wielkość, dynamika oraz struktura inwestycji zagranicznych w poszczególnych krajach, przyjęte w nich rozwiązania prawno-organizacyjne oraz wskaźniki makroekonomiczne charakteryzujące ich sytuację gospodarczą oraz mniej tradycyjne jak opinie i wypowiedzi inwestorów zagranicznych, oceniające atrakcyjność rynków oraz poziom ryzyka inwestycyjnego.

Takie podejście metodologiczne było spowodowane coraz częstszym podważaniem przydatności indeksów krajowego ryzyka inwestycyjnego opartych o wskaźniki obiektywne. Wskazuje się bowiem na to, iż istnieje bardzo mała korelacja między bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi a tego rodzaju wskaźnikami ryzyka krajowego. Dotyczy to zwłaszcza decyzji podejmowanych przez małe i średnie przedsiębiorstwa. Uwzględniają one w większym stopniu czynniki subiektywne w podejmowaniu takich decyzji, w tym polegają również na doświadczeniach i opiniach innych inwestorów zagranicznych w danym kraju. Mniejsze znaczenie przywiązują przy tym do publikowanych danych oraz opartych na nich wskaźnikach ryzyka. Tym samym, subiektywne opinie i oceny inwestorów zagranicznych mogą w sposób istotny weryfikować obraz kraju sporządzony przez ekspertów w oparciu o dane makroekonomiczne.

Prezentowane opracowanie stanowi podsumowanie pierwszego sześciomiesięcznego okresu badań dotyczących ryzyka inwestycyjnego w krajach Europy Środkowo - Wschodniej dla inwestorów zagranicznych. Badania te obejmowały studia literatury przedmiotu, aktów normatywnych regulujących działalność gospodarczą prowadzoną przez inwestorów zagranicznych w wybranych krajach, analizę wielkości ekonomicznych i ocenę zmian sytuacji gospodarczej oraz badanie opinii inwestorów na temat atrakcyjności i ryzyka inwestycyjnego. Do analiz empirycznych wybrano 20 firm różnej wielkości, z różnych branż, prowadzących działalność gospodarczą na terenie Polski (część z nich posiadała także swoje przedstawicielstwa w innych krajach objętych badaniami). Dodatkowo badaniami opinii objęto także dwie międzynarodowe firmy consultingowe posiadające swe agendy we wszystkich krajach Europy Środkowo - Wschodniej. Ich opinie - ze względu na bogate doświadczenia, posiadanie klientów z różnych krajów i w związku z tym dysponowanie porównywalnymi informacjami, a także pełnienie przez te firmy często roli kreatora opinii o danym rynku dla firm prowadzących działalność inwestycyjną - stanowi uzupełnienie zebranego materiału o charakterze ilustracyjnym.

Zdaniem badanych 20 przedsiębiorstw największy wpływ na ogólne ryzyko inwestycyjne w Polsce mają czynniki polityczne, które określono jako istotne. Na drugim miejscu plasują się czynniki prawne, natomiast najmniejszy wpływ mają czynniki społeczne. Zdaniem firm konsultingowych największy wpływ na ogólne ryzyko w Polsce mają czynniki prawne, które zdaniem respondentów są czynnikami o bardzo dużym ryzyku (4,5). Na drugim miejscu znajdują się czynniki polityczne, a pozostałe czynniki niosą ze sobą jednakowe ryzyko.

Syntetyczna ocena ryzyka inwestycyjnego w krajach Europy Wschodniej.

Oszacowanie ryzyka związanego z podejmowaniem i prowadzeniem działalności gospodarczej na rynku zagranicznym jest oparte na wskaźnikach ryzyka krajowego. Najczęściej wskaźniki ryzyka krajowego uwzględniają takie obszary oceny, jak sytuacja polityczna, gospodarcza i społeczna. Niekiedy dochodzi do tego obszar fi-

nansów, rynku kapitałowego, infrastruktury. Sytuacja, czy też poziom ryzyka, jest we wskaźnikach tych wypadkową przyjętych kryteriów i jest przedstawiona w skali punktowej.

Ryzyko jest traktowane jako pojęcie jednoznaczne, o silnie negatywnym zabarwieniu emocjonalnym (im niższy jego poziom, tym lepsza pozycja kraju w rankingu). Niektóre wskaźniki oceniające poziom ryzyka, operują pojęciem atrakcyjności rynku. Dla ilustracji podajemy na wykresie syntetyczną pozycję Polski, Węgier i Czecho - Słowacji wyznaczone na podstawie wskaźników FAZ - Frankfurter Allgemeine Zeitung i Euromoney. Pierwszy z tych wskaźników kładzie duży nacisk na sytuację gospodarczą kraju, drugi silnie akcentuje sytuację finansową, zwłaszcza ocenę rynku kapitałowego poszczególnych krajów. Tak w jednym, jak i w drugim przypadku oceny poziomu ryzyka dokonują eksperci, ale nie inwestorzy. Próbuje oni opierać się na obiektywnych danych statystycznych.

Decyzje inwestycyjne zapadają jednak często pod wpływem subiektywnych odczuć i wrażeń inwestorów lub osób, z których opiniami oni się liczą. Przystąpienie zatem do konstrukcji wskaźnika syntetycznego wymaga zintegrowania różnych sposobów podejścia i przyjęcia kilku założeń. Po pierwsze: należy wykorzystać doświadczenia innych (także dla celów porównawczych i weryfikujących). Po drugie: ocena ryzyka inwestycyjnego nie jest pojęciem tak jednoznacznym, jakby to wynikało z niektórych wskaźników. Nie wyjaśniają one między innymi: dlaczego mimo wysokiego poziomu ryzyka, inwestorzy zagraniczni angażują swe środki i lokują swe interesy w tych krajach.

Należy w związku z tym wprowadzić rozróżnienie między ryzykiem obiektywnym a subiektywnym odczuciem poziomu tego ryzyka przez inwestora, a także wprowadzić jeszcze jedną ważną kategorię, jaką jest atrakcyjność rynku. Mogą bowiem wystąpić takie sytuacje, które wskazują obiektywnie na wysoki poziom ryzyka, a mimo to w ocenie subiektywnej (inwestora, kreatora opinii publicznej) jest ono oceniane niżej.

O rozbieżnościach między obiektywną a subiektywną oceną decydują między innymi doświadczenia własne lub osób oraz instytucji, które stanowią punkt odniesienia dla inwestora (z których opiniami on się liczy), informacje,

które do niego docierają, oczekiwane korzyści z aktywności międzynarodowej. Szczególne znaczenie ma częstość doświadczeń, ich świeżość i pierwszeństwo.

Nie tylko wcześniejsze doświadczenia, ale i subiektywna analiza aktualnej i antycypowanej sytuacji do "robienia interesów" w danym kraju, na danym rynku, lub w jego segmencie, wpływają na ocenę szans i możliwości zrealizowania oczekiwań.

Dlatego też w proponowanym wskaźniku łączymy elementy obiektywne (ocena przepisów prawnych i organizacyjnych, wskaźników makroekonomicznych) z elementami subiektywnymi (opinie inwestorów zagranicznych i międzynarodowych firm konsultingowych). Ponadto wprowadzamy kategorię znaczenia i atrakcyjności rynku dla przedsiębiorstwa zagranicznego.

W ten sposób wskaźniki rankingu obrazują z jednej strony wyniki porównań uwarunkowań prawnych i organizacyjnych, będących wynikiem analizy aktów normatywnych i dokumentów oraz wskaźników makroekonomicznych, z drugiej zaś ocenę poziomu ryzyka inwestycyjnego w opiniach inwestorów zagranicznych i firm konsultingowych. W wykresach tych przedstawiono ocenę ryzyka politycznego, społecznego, ekonomicznego, prawnego oraz związanego z infrastrukturą w pięciu wybranych krajach.

Syntetyczny wskaźnik jest wypadkową dwóch zmiennych - znaczenia i atrakcyjności rynku oraz poziomu ryzyka inwestycyjnego. Jest on obliczony jako średnia arytmetyczna ocen w poszczególnych obszarach.

Zmienne atrakcyjności i ryzyka zostały podzielone na dwa lub trzy poziomy (wysoka - niska atrakcyjność i ryzyko lub niska - średnia - wysoka atrakcyjność i ryzyko), a wyniki ocen zostały przedstawione w sposób graficzny w macierzy składającej się z czterech lub dziewięciu pól.

Polska jawi się w nich jako kraj o największej atrakcyjności rynku, wyprzedzając pod tym względem Węgry, Czechy, byłą NRD oraz Słowację, ale jednocześnie jest oceniana jako kraj o stosunkowo wysokim ryzyku. Wszystkie badane kraje mieszczą się co prawda w średnim poziomie ryzyka, ale jest ono relatywnie mniejsze w opiniach inwestorów zagranicznych w byłej NRD, Czechach i na Węgrzech.

Firmy konsultingowe również przyznają Polsce najwyższą pozycję pod względem znaczenia rynku w polity-

ce firmy i atrakcyjności tego rynku dla inwestora zagranicznego (duże znaczenie rynku w polityce firmy oraz średnio - wysoką atrakcyjność rynku dla inwestora zagranicznego). Polska wyraźnie wyprzedza tutaj Węgry, Czechy, NRD i Słowację. Jednocześnie firmy te w sposób zbliżony postrzegają poziom ryzyka inwestycyjnego w badanych krajach (średni poziom ryzyka).

4. RYZYKO INWESTYCYJNE W WYMIARZE REGIONALNYM

Celem badania regionalnej atrakcyjności inwestycyjnej jest opracowanie mapy ryzyka inwestycyjnego w podziale na 49 województw. Rezultaty badań powinny stanowić podstawę do racjonalizacji decyzji lokalizacyjnych i zmniejszać ryzyko podejmowane przez inwestorów. Opracowanie stanowi efekt pierwszego etapu badań. Składa się ono z czterech rozdziałów:

- pierwszy stanowi przegląd motywów inwestycyjnych, którymi kierują się firmy przy podejmowaniu decyzji dotyczących eksportu kapitału.

- drugi, w oparciu o dane statystyczne, porównuje dwa województwa: gdańskie i lubelskie, według kryteriów, które mogą być brane pod uwagę przez potencjalnych inwestorów. Zgodnie z programem, w I etapie badań uwzględniono tylko te dwa województwa.

- trzeci, jest statystyczną analizą ankiet, które przeprowadzone zostały wśród funkcjonujących już na terenie obu województw firm z udziałem kapitału obcego.

- czwarty rozdział opracowania jest propozycją konstrukcji syntetycznego wskaźnika regionalnego zróżnicowania skłonności do inwestowania. Do konstrukcji wskaźnika wykorzystano zespół wytypowanych cech diagnostycznych. W oparciu o przyjętą metodę dokonano obliczenia wskaźnika dla dwóch badanych województw.

Przegląd motywów podejmowania inwestycji

Punktem wyjścia badań jest identyfikacja przesłanek jakimi kierują się przedsiębiorcy przy podejmowaniu subiektywnych decyzji inwestycyjnych. Motywy te są z reguły zdzywersyfikowane i często trudno je jednoznacznie za-

klasyfikować. Generalnie jednak można stwierdzić, że ich waga zależy w pierwszym rzędzie od charakteru, rodzaju działalności firmy oraz polityki jaką prowadzi.

Z punktu widzenia charakteru inwestycje można podzielić na substytucyjne, zasobowe oraz racjonalizujące proces produkcji. Pierwszy rodzaj inwestycji ma na celu zastępowanie importu produkcją w kraju lokaty. W przypadku tego rodzaju działalności firma może czerpać zyski z eliminacji kosztów transportu, omijania barier celnych, unikania ograniczeń ilościowych i pozataryfowych utrudniających lub limitujących wymianę między partnerami. Produkcja, powstająca wskutek uruchomienia takiej inwestycji jest z reguły sprzedawana na rynku kraju lokaty.

Drugi rodzaj inwestycji - typu zasobowego - wiąże się z możliwościami wykorzystania dogodniejszych warunków na rynkach krajów trzecich. Mogą być one rezultatem bezpośredniego dostępu do tańszych lub lepszych surowców, siły roboczej lub rzadziej kapitału. Produkcja - efekt tego rodzaju inwestycji - jest częściowo sprzedawana na rynku kraju lokaty, a częściowo eksportowana. Ten typ inwestycji wiąże się z reguły z przepływem nowoczesnego postępu technicznego oraz dyfuzją technologii i dlatego jest szczególnie pożądanym z punktu widzenia importera kapitału. Źródłem korzyści dla firmy podejmującej inwestycje mogły być niższe koszty produkcji, których redukcję zapewnia zakup tańszych surowców, siły roboczej oraz zwiększenie rozmiarów sprzedaży.

Inwestycje zmierzające do racjonalizacji produkcji mają na celu głównie korzyści związanych z funkcjonowaniem firmy. Rozszerzenie zasięgu działania przynosi zyski z rozszerzenia skali produkcji, pogłębienia specjalizacji lub przedłużenia cyklu życia produktu, który na rynku kraju rodzimego „przeżywa” fazę standaryzacji. Inwestycje tego rodzaju mają najczęściej charakter komplementarny w stosunku do handlu.

W krajach słabiej rozwiniętych funkcjonują często firmy, będące własnością osób, które nie podejmowały uprzednio żadnej działalności inwestycyjnej, a które usiłują rozwinąć produkcję wykorzystując dogodną sytuację związaną z niższą konkurencją, mniej wymagającymi konsumentami, tańszymi zasobami.

Generalnie zatem, niezależnie od rodzaju podejmo-

wanej inwestycji, nadzieje inwestorów związane z nowymi rynkami dotyczą następujących źródeł zysku:

- obniżenia kosztów produkcji wskutek lepszego dostępu do zasobów;
- redukcji kosztów produkcji w wyniku korzyści skali, przedłużenia cyklu życia produktu, specjalizacji;
- eliminacji lub ograniczenia kosztów związanych z transportem, omijaniem barier celnych i pozataryfowych;
- spadku kosztów wynikających z mniejszego opodatkowania lub ulg podatkowych, niższych cen zakupu lub dzierżawy nieruchomości.

Racjonalnie działająca firma, licząc na te zyski, musi również oszacować ryzyko związane z przyszłą lokatą. Skłonność do jego podejmowania jest tym większa, im wyższe są spodziewane zyski.

Badania wykazują, że waga poszczególnych motywów związanych z zyskiem i ryzykiem zależy w pierwszym rzędzie od wielkości firmy. Przy kalkulacji zysków, zarówno jednak przedsiębiorstwa duże jak i małe, na pierwszym miejscu wymieniają korzyści związane z rozszerzeniem rynków zbytu. Dla firm drobnych dużo większe znaczenie niż dla dużych ma natomiast sytuacja polityczna, system podatkowy i dostęp do surowców w kraju lokaty. Obydwa typy przedsiębiorstw podobną wagę przywiązują do sytuacji na rynku pracy.

W procesie decyzyjnym dotyczącym inwestycji zagranicznej można wyróżnić trzy fazy:

- faza podjęcia decyzji o lokacie zagranicznej;
- faza wyboru kraju lokaty;
- faza wyboru regionu.

W każdej z wymienionych faz dokonywana jest kalkulacja zysków i ryzyka związanego z inwestycją, przy czym w poszczególnych etapach uwzględnia się inne elementy ryzyka.

Faza pierwsza dotyczy ogólnej strategii rozwoju realizowanej przez firmę. Analiza ma charakter mikroekonomiczny i określa możliwości zwiększenia skali produkcji i przedłużenia cyklu życia produktu, kosztów oraz zysków. Należy ją postrzegać jako działalność, na którą nie ma wpływu kraj zabiegający o inwestycje.

W fazie drugiej dokonuje się wyboru kraju lokaty. O ostatecznej decyzji przesądzają nie tylko warunki obiek-

tywne (dostęp do surowców, siły roboczej, chłonność rynku), ale również wszystkie czynniki związane z sytuacją ekonomiczną, polityczną i społeczną w danym kraju. O ogromne znaczenie ma prowadzona polityka makroekonomiczna (handlowa, monetarna, fiskalna) oraz stabilność rządów w danym państwie, ponieważ stwarza ona pewnego rodzaju gwarancje bezpieczeństwa dla inwestorów.

W fazie trzeciej firma wybiera region, w którym ma być zlokalizowana inwestycja. Kalkulacja zysków i ryzyka przeprowadzana w tym etapie związana jest z analizą regionalną. Wpływ na wytypowanie regionu mają czynniki obiektywne i subiektywne. Do obiektywnych należą:

- warunki naturalne regionu (położenie, zasoby naturalne, walory środowiskowe),
- stan gospodarki regionu (zasoby siły roboczej, chłonność lokalnego rynku, infrastruktura transportowa i rynkowa, konkurencyjność firm produkujących dobra homogeniczne),
- środowisko dla businessu (aktywnie działająca sieć organizacji i instytucji pośredniczących i ułatwiających nawiązywanie kontaktów, sprawność i przychylność władz lokalnych, możliwość porozumienia się),
- czynniki subiektywne, związane z reguły z pobudkami natury osobistej i emocjonalnej, które nie mogą podlegać ocenom stricte ekonomicznym.

Na decyzje podejmowane w tej fazie może mieć wpływ regionalna akcja promocyjna.

Generalnie, całokształt czynników mających wpływ na wybór regionu można podzielić na takie, które zachęcają do podjęcia inwestycji (stymulanty), które zniechęcają do inwestowania (destymulanty) oraz takie, które nie mają wpływu na proces decyzyjny (nominanty - dla Polski przykładowo klimat).

Do grupy stymulantów zaliczyć można:

- do siły roboczej;
 - wysoką chłonność lokalnego rynku;
 - dobrze rozwiniętą infrastrukturę rynkową i transportową (sieć dróg, kolei, sprawnie działająca telekomunikacja, obecność portu lotniczego, portów morskich);
 - przychylność władz lokalnych wobec inwestorów zagranicznych;
 - jasność i klarowność przepisów stanowionych przez gminy;
-

Do czynników wpływających destymulująco na inwestorów należą:

- wysoka stopa bezrobocia i związane z nią patologie;
- zagrożenia związane z wysoką przestępczością;
- korupcja;
- płynność przepisów stanowionych przez gminy, ich niejasność i niejednoznaczność;
- degradacja środowiska naturalnego.

Należy zastrzec, że jednoznaczne zaliczenie czynnika do grupy stymulujących bądź destymulujących decyzje inwestycyjne jest często kontrowersyjne. Dla części inwestorów wysoka stopa bezrobocia stanowi bodziec do inwestowania (obfitość i niski koszt siły roboczej, niewielka siła przetargowa pracowników). Problem bezrobocia postrzegany przez pryzmat rynku należy ocenić negatywnie. Wysoka stopa bezrobocia powoduje ograniczenie możliwości zbytu produkcji, ponieważ ludność nie dysponuje odpowiednią siłą nabywczą.

Ocena atrakcyjności województwa gdańskiego i lubelskiego z punktu widzenia inwestorów

W celu zweryfikowania przedstawionych wniosków zwrócono się do inwestorów działających na terenie obu województw z prośbą o wyrażenie opinii na temat motywów inwestycyjnych, regionalnego klimatu inwestycyjnego oraz oceny funkcjonowania firm z punktu widzenia zdobytych doświadczeń.

W podsumowaniu wyników badań ankietowych stwierdzamy, że:

- chłonność rynku regionalnego w obu województwach jest raczej niska;
- kooperanci zostali ocenieni negatywnie w obu regionach;
- wydajność pracy jest wysoka w obu województwach;
- ocena warunków lokalizacji z punktu widzenia warunków życia wypada na korzyść województwa gdańskiego;
- zdecydowanie negatywnie w obu regionach wypada ocena infrastruktury, szybkości i jakości połączeń telefonicznych oraz jakości dróg. Sieć kolejowa lepiej funkcjonuje w regionie gdańskim;
- negatywnie, w odczuciu inwestorów, wypadła oce-

na banków; dotyczy to zarówno szybkości wykonywania operacji jak i kompetencji personelu;

- zgodnie z opiniami inwestorów, administracja lokalna jest sprawniejsza w Gdańsku; lepszy jest również stosunek władz do inwestorów. W regionie lubelskim natomiast, przepisy stanowione przez gminy są bardziej stabilne niż w gdańskim.

Przeprowadzone badanie ankietowe potwierdza też, że klimat inwestycyjny w województwie gdańskim jest korzystniejszy niż w lubelskim. Okazuje się jednak, że tradycyjnie przytaczane w literaturze motywy lokalizacyjne nie odgrywały znacznej roli w decyzjach inwestorów dokonujących lokat w analizowanych regionach.

Syntetyczna miara regionalnego ryzyka inwestycyjnego

W ostatnim etapie ostatecznego projektowania (konstrukcji) mapy ryzyka inwestycyjnego zostanie zastosowana analiza taksonomiczna zjawisk przestrzennych i analiza czynnikowa współzależności cech, co umożliwi uporządkowanie oraz pogrupowanie województw z punktu widzenia ich podobieństw i różnorodności.

Wykorzystywana w programie metoda zakłada określenie charakteru poszczególnych cech (mierników) i ich podział na trzy grupy, nazwane odpowiednio stymulantami, destymulantami i nominantami.

Jej istotnym elementem jest skonstruowanie modelowego wzorca województwa, który będzie stanowił podstawę dla analiz porównawczych. Przy konstrukcji wzorca wykorzystuje się wielorakie informacje, wskazania ekspertów, porównania czy też metody statystyczne. Na tym etapie badań posługiwano się przede wszystkim metodami statystycznymi.

5. RYZYKO INWESTYCYJNE W WYMIARZE BRANŻOWYM

Ryzyko inwestycyjne odnoszone do konkretnych branż jest pojęciem rozumianym subiektywnie i na ogół wieloznacznie. Brak precyzyjnej definicji ryzyka inwestycyjnego powoduje, że w badaniu jest to zmienna ukryta systemu. Bada się ją przy pomocy innych zmiennych, o

których przyjmujemy, że opisują zmienną ukrytą.

Ryzyko inwestycyjne jest określane przekonaniem, że przedsiębiorstwa branży będą w stanie osiągać w dłuższym horyzoncie czasowym rezultaty gospodarcze gwarantujące osiągnięcie takich dochodów (zysków netto), które zostaną przeznaczone na rozwój, czyli zaciąganie pożyczek bankowych i ich i możliwości spłaty.

Najczęściej spotykanym założeniem wyjściowym w podobnych badaniach jest, że ryzyko jest określane przez bieżącą efektywność gospodarowania. Efektywność finansowa (rentowność, zyskowność) jest pozornie skutecznym, ale dość płytkim miernikiem, gdyż ma charakter krótkookresowy.

Przedmiotem opracowania jest wyznaczenie ryzyka inwestycyjnego dla branż gospodarki w Polsce przy pomocy wskaźników charakteryzujących bezpośrednio bądź pośrednio ryzyko inwestycyjne w branżach.

Szczególnie wygodną formą przedstawienia takiego ryzyka jest uporządkowanie branż w formie rankingu na syntetycznej skali, to znaczy nadanie im wskaźników z przedziału liczbowego między jednością i zerem. Branże, które osiągnęły najwyższe wskaźniki, czyli branże przedstawiające najmniejsze ryzyko znajdują się na początku skali syntetycznej, branże o największym ryzyku znajdują się na końcu skali.

W opracowaniu pozycja 134 branż przemysłu na skali syntetycznej wyznaczona jest na podstawie 18 wskaźników określających ryzyko inwestycyjne i charakteryzujących obiektywną i subiektywną sytuację branż.

Spośród zmiennych wziętych do obliczeń (po przeprowadzeniu odpowiedniej procedury selekcji) można wyodrębnić trzy kategorie: zmienne o charakterze efektywnościowym, zmienne strukturalne i zmienne systemowe.

Zmienne efektywnościowe wyrażają różne aspekty skuteczności i wydajności branż i najbardziej zależą od sytuacji przedsiębiorstw branż i ich zachowań ekonomicznych. W naszej analizie rozpatrujemy 8 zmiennych efektywnościowych.

Zmienne strukturalne odnoszą się do parametrów, które w mniejszym stopniu zależą od efektywnościowych zachowań i racjonalnego gospodarowania przedsiębiorstw, a w większym od specyfiki branż (na przykład

wysoka lub niska energochłonność wynika z natury procesów technologicznych).

Zmienne systemowe stanowią wyraz regulacji i uwarunkowań niezależnych od efektywności i specyfiki branż. Odnoszą się między innymi do obciążeń nakładanych na branżę przez system podatkowy.

Niektóre zmienne mają charakter mieszany efektywnościowo - strukturalny.

Wzięliśmy pod uwagę również subiektywną sytuację branż przez uwzględnienie tzw. ryzyka pozaekonomicznego. Wielkość takiego ryzyka została określona metodą ekspertów.

Swój udział w opisie sytuacji branż ma również wskaźnik międzynarodowej konkurencyjności branż obliczony na podstawie danych makroekonomicznych.

Przy zastosowaniu zespołu metod statystycznych (analiza korelacji, metoda głównych składowych i odmiana taksonomii wrocławskiej) opracowaliśmy syntetyczną skalę ryzyka inwestycyjnego. Pozycja branży na tej skali została wyznaczona przy wzięciu pod uwagę 18 wspomnianych wcześniej wskaźników i odległości branż od tzw. branży „wzorca”. Branża wzorzec jest hipotetyczną branżą osiągającą najlepsze rezultaty dla pewnych wskaźników spośród rezultatów wszystkich branż oraz osiągającą najbardziej pożądaną wartość przez pozostałe wskaźniki.

Wskaźnik międzynarodowej konkurencyjności branż, obliczony dla 111 branż przemysłu przetwórczego, który został wykorzystany - jako jeden z 18 - do budowy syntetycznej skali ryzyka inwestycyjnego informuje o zdolności branż do wytwarzania wartości dodanej w warunkach rynku światowego. Obliczony na podstawie metody makroekonomicznej jest przybliżeniem takiej konkurencyjności, którą można dokładniej obliczyć na podstawie szczegółowych badań w kilku losowo wybranych przedsiębiorstwach z branż. Badanie takie, nazwane mikroekonomicznym badaniem międzynarodowej konkurencyjności zostało przeprowadzone w ośmiu branżach i będzie ono kontynuowane w przyszłości.

Badanie to polega na porównaniu wartości zużytych krajowych zasobów pracy i kapitału przeliczonych na ceny i standardy światowe z wartością dodaną w cenach światowych wygenerowaną przez zużycie tych zasobów.

Branże, których tak obliczona wartość dodana przewyższa koszt zużytych zasobów krajowych są uznawane za konkurencyjne. Jeżeli wartość dodana branży jest niższa, lub osiąga wielkość ujemną, branża uznawana jest za niekonkurencyjną, czyli za niezdolną do wytwarzania nadwyżki w symulowanych warunkach rynku światowego.

Syntetyczna skala ryzyka inwestycyjnego

Pozycje branż na syntetycznej skali ryzyka inwestycyjnego mają charakter formalny. Oznacza to, po pierwsze, że wskaźniki dla branż są względne: branże są „najlepsze” w rozpatrywanej zbiorowości, a nie absolutnie najlepsze (można by wskazać branżę w kraju o dojrzałej gospodarce rynkowej z mniejszym ryzykiem inwestycyjnym niż „wzorzec” dla polskich branż w roku 1992). Po drugie, wskaźniki ryzyka przypisane poszczególnym branżom służą raczej ustaleniu kolejności branż niż bezpośredniemu porównywaniu wielkości ryzyka między dwiema czy kilkoma branżami. Na podstawie wskaźnika syntetycznego nie można przykładowo wnioskować, że branża A przedstawia ryzyko inwestycyjne o 5 procent wyższe niż branża B.

Niemniej jednak, możliwy i wskazany jest umowny podział syntetycznej skali na kilka klas ryzyka. W ramach danej klasy ryzyka jest ono zbliżone w branżach, które tam się znalazły. Z drugiej strony jest ono różne w branżach, które znalazły się w różnych klasach ryzyka.

Na uzyskanej skali zasadne wydaje się uwzględnienie pięciu klas ryzyka inwestycyjnego:

I. Małe ryzyko - branże o wskaźniku na skali syntetycznej powyżej 0,9.

II. Średnie ryzyko - branże o wskaźniku między 0,9 i 0,8.

III. Podwyższone ryzyko - branże o wskaźniku między 0,8 i 0,7.

IV. Wysokie ryzyko - branże o wskaźniku między 0,7 i 0,6.

V. Bardzo wysokie ryzyko - branże o wskaźniku poniżej 0,6.

Za przyjęciem takiego podziału stoi, z jednej strony, założenie, że skala ryzyka inwestycyjnego rozkłada się równomiernie od najmniejszego do największego i z drugiej strony, arbitralny sposób wyznaczenia granic podziału

na klasy ryzyka. Arbitralność podziału jest jednak rezultatem założenia o równomiernym rozkładzie ryzyka.

Prezentowany podział branż na klasy ryzyka odnosi się do przeciętnego przedsiębiorstwa w branży. Przynależność do branży jest ważnym, ale nie decydującym elementem ryzyka inwestycyjnego.

Przedsiębiorstwa znajdujące się w branżach przedstawiających małe, średnie, bądź podwyższone ryzyko inwestycyjne, przy spełnieniu standardowych kryteriów dla kredytobiorców, stanowią potencjalnych kredytobiorców obarczonych najmniejszym ryzykiem. Przy obniżaniu poziomu kryteriów dla przedsiębiorstw, przynależność ich branży do klasy ryzyka może być decydująca.

¹⁾ Niniejsze opracowanie stanowi streszczenie raportu „Mapa ryzyka inwestycyjnego”, który został opracowany przez Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową na zlecenie Polskiego Banku Rozwoju S.A. Raport autorstwa zespołu badawczego pod kierownictwem dra Janusza M. Dąbrowskiego oraz dra Zbigniewa Dworzeckiego (segment międzynarodowy), dr Krystyny Gawlikowskiej-Hueckel (segment regionalny) i dra Bohdana Wyżnikiewicza (segment branżowy) został opublikowany w serii wydawniczej Instytutu Transformacja Gospodarki z nr 39. Publikowany tekst jest rozszerzoną wersją wystąpienia na temat mapy ryzyka inwestycyjnego na seminarium PBR - CASE w listopadzie 1993 r.

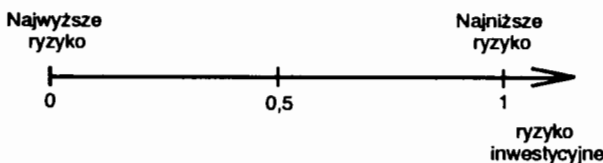
²⁾ Autor jest kierownikiem zespołu w warszawskim oddziale Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową

SUBIEKTYWNA OCENA RYZYKA INWESTYCYJNEGO. ZASTOSOWANIE METODY OCENY RYZYKA INWESTYCYJNEGO W BANKOWOŚCI

Marek Krysiak¹⁾

Ocena ryzyka inwestycyjnego opiera się na określeniu odległości między obiektem badanym a zadany wzorcem. Z drugiej strony wyznaczona odległość stanowi miarę podobieństwa obiektów. Wychodząc zatem od tych założeń metodologicznych można przyjąć, że obiekty znajdujące się „najbliżej” wzorca charakteryzują się najniższym ryzykiem, natomiast obiekty znajdujące się „najbliżej” antywzorca charakteryzują się najwyższym ryzykiem.

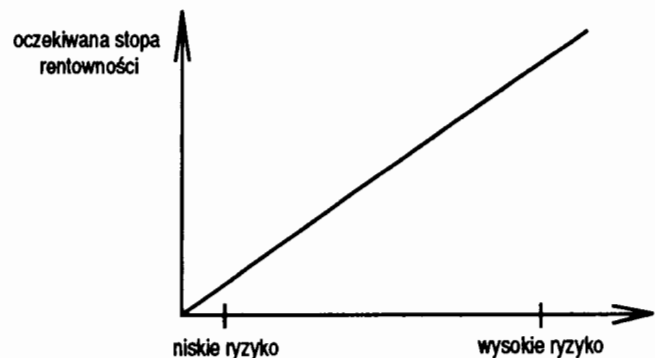
Syntetyczną skalę ryzyka przedstawia poniższy rysunek:



Wprowadzenie metody wzorca przyczynia się do określenia względnego poziomu ryzyka. Błędne jest zatem stwierdzenie, że branża „x” jest absolutnie bezpieczna lub absolutnie najgorsza.

Czy brak możliwości dokonania obiektywnej oceny ryzyka inwestycji w danej branży jest wadą badań przeprowadzonych przez Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową? Otóż nie! Taka ocena jest stawiana przez osoby, które nie miały możliwości zapoznania się z metodologią badań oraz nie są w stanie zdefiniować potencjalnych zastosowań otrzymanych wyników.

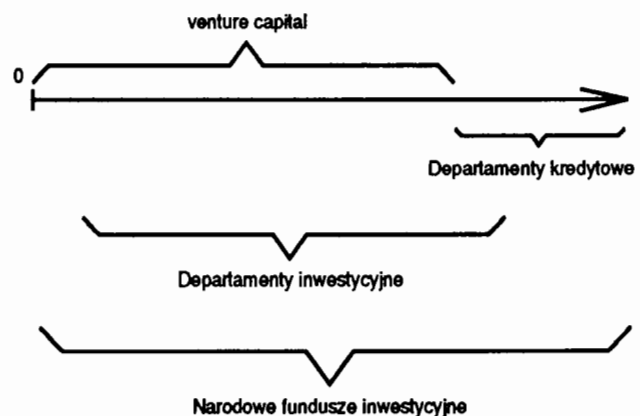
Stopień awersji do ryzyka każdego inwestora prowadzi do bezpośredniego pozycjonowania poszczególnych zainteresowań na syntetycznej skali ryzyka. Niech oczekiwana stopa rentowności w zależności od poziomu ryzyka będzie zdefiniowana w następujący sposób:



Parametrami są: oczekiwana stopa rentowności i poziom ryzyka. Podmioty takie jak:

- departamenty kredytowe
- departamenty inwestycyjne
- departamenty skarbcowe
- narodowe fundusze inwestycyjne
- fundusze podwyższonego ryzyka (venture capital)
- przedsiębiorcy

różnicują zajmowane pozycje na syntetycznej skali ryzyka inwestycyjnego. Przykładowo:



Ocena ryzyka inwestycyjnego wypracowana przez zespół Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową jest poważnym konkurentem dla metod stosowanych w bankach zagranicznych, tj:

- metody jakościowej
- metody ilościowej
- metody mieszanej.

Praktycznie nie tylko metoda ilościowa, oparta na analizie dyskryminacyjnej umożliwia uzyskanie podobnych celów jak metoda Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową. Jednakże uwzględniając stan polskiej statystyki oraz poważne ograniczenia analizy dyskryminacyjnej należy stwierdzić, że metodologia wyznaczania ryzyka inwestycyjnego jest poprawna. Z drugiej strony efektywność tej metody uzależniona jest od akceptacji przez szersze grono banków. Przyjęcie tego standardu przez większość polskich banków doprowadzi do podobnej sytuacji jak wyznaczanie i interpretacja współczynnika wypłacalności. Zatem przez analogię do współczynnika adekwatności kapitałowej należy dążyć do wdrożenia metod ryzyka inwestycyjnego. Korzyści będą ogromne a straty będą ulegały zmniejszeniu.

Praktyczne zastosowania wyników projektu badawczego Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową będą świadczyły o przydatności podjętej pracy. Potencjalne obszary implementacji metodologii oceny ryzyka inwestycyjnego to:

- polityka kredytowa
- polityka inwestycyjna banku
- dywersyfikacja portfela kredytowego
- ocena ryzyka firmy
- planowanie pozycji banku na rynku usług bankowych.

Ze względu na nowatorstwo podjętych badań potencjalne zastosowania uzależnione są od wysiłku podjętego przez wszystkich bankowców. Odrzucenie przez banki proponowanej metodologii przyczyni się do zwiększenia przewagi konkurencyjnej (w tym przy-

padku PBR S.A.) a zarazem zwiększenia ryzyka banku, który nie przyjął tego rozwiązania. Strata jednego banku a wzrost zysków innego – ten problem należy dokładnie rozważyć. W innym przypadku bank będzie ponosił znaczne straty i tracił klientów.

¹⁾ Marek Krysiak jest Specjalistą ds badań strategicznych w Departamencie Badań i Rozwoju Polskiego Banku Rozwoju SA.

WYCENA RYZYKA INWESTYCYJNEGO W PRAKTYCE BANKU ZACHODNIEGO

Włodzimierz Majcherczak ¹⁾

Nie jestem pewien czy wszyscy tu zebrani jednak rozumieją pojęcie ryzyka inwestycyjnego. Z wcześniejszych prezentacji wynika, że może ono dotyczyć konkretnego przedsięwzięcia, regionu czy branży. W związku z tym, w swojej wypowiedzi skoncentruję się na kilku problemach, z którymi spotkałem się w praktyce funkcjonowania mojego banku.

Citibank Poland, tj. bank, którym kieruję ma zasięg międzynarodowy, gdyż posiada oddziały w 96 krajach na całym świecie. Portfel kredytowy banku jest wyjątkowo zróżnicowany, gdyż finansuje on i ma udziały w różnych sektorach przemysłu, w różnych krajach i w rozmaitych przedsięwzięciach o charakterze inwestycyjnym. Zrozumiałą jest również sprawa, że Citibank prowadzi operacje finansowe w różnych walutach.

Podstawowym problemem w takim banku jak Citibank jest ocena ryzyka politycznego danego kraju. Nie jest to zbyt skomplikowany problem, gdyż najważniejszymi kryteriami oceny ryzyka jest w tym przypadku stabilność polityczna i ekonomiczna. Oszacowuje się stan aktualny i dokonuje ekstrapolacji w przyszłości. Najczęściej, przy ocenie ryzyka politycznego korzysta się z usług wyspecjalizowanych firm. W przypadku Polski banki korzystają z Instytutu Waszyngtońskiego, którego opracowania i metodyka porównywalna jest z tym co robi Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

Zupełnie inny problem to wycena ryzyka inwestycyjnego danego kraju jaka obowiązuje na tzw. rynku finansowym. Jest to szacowanie ryzyka przez banki komercyjne. W każdej chwili dzwoniąc np. do banku w Londynie można otrzymać informację ile wynosi „kwotowanie potwierdzenia akredytywy” czy gwarancja polskich banków. Jest to nic innego jak ocena ryzyka granicznego. Jeżeli

ryzyko polskie jest oceniane przy potwierdzaniu kredytów udzielonych w skali roku od 3 do 4 % to to oznacza jakby dodatkowy koszt przy imporcie towarów. Jest to bardzo wysokie ryzyko, gdyż praktycznie nie ma wyższej ceny jak 6 %. Polska z powodu wysokiego zadłużenia, nie płacenia odsetek, ubiegania się o umorzenie kredytów jest stawiana w rzędzie bankrutów, stąd taka wysoka ocena ryzyka inwestycyjnego. Dla porównania ryzyko węgierskie waha się między 1 i 2 %, a czeskie jest jeszcze niższe i wynosi około 0,5 %. Oznacza to, że ryzyko inwestowania w Czechach jest zbliżone do standardów międzynarodowych.

Ryzyko inwestycyjne oceniane jest przy pomocy tzw. ratingu. Są renomowane agencje ratingowe Moody's, Standard & Poors, które dokonują kompleksowej oceny ryzyka kraju, systemu bankowego i banku czy branży i przedsiębiorstwa. Kryteria oceny są zawsze takie same. W ryzyku kraju ocenia się system polityczny, ryzyko kursowe, otoczenie ekonomiczne.

Odrębnym problemem jest przedział czasu na jaki uzyskuje się wiarytelności czy udziela kredytów. Ryzyko polskie brane jest tylko do roku czasu. Czesi i Węgrzy również i tu mają lepszą sytuację - oni mogą negocjować znacznie dłuższe terminy.

Bank jako instytucja finansowa, prowadząca różnego rodzaju operacje z konkretnymi organizacjami patrzy na ryzyko bardziej „komercyjnie”. Chcę przez to powiedzieć, że bank nie ocenia za każdym razem całej branży tylko szacuje ryzyko konkretnego przedsięwzięcia. Oceniany jest charakter transakcji w jaką bank zamierza się angażować. Ustala się czy chodzi o transakcję walutową, sprzedaż obligacji, otwarcie akredytywy, udzielenie kredytu długoterminowego. Niezależnie od tego z kim mamy

do czynienia szacuje się ryzyko związane z projektem. Bank wyraża owo ryzyko transakcyjne jako swego rodzaju ekwiwalent czy odpowiednik kredytowy. Bank patrzy na to czy ten komu da pieniądze jest wypłacalny, jakie jest ryzyko, że bank straci tę gotówkę.

Problem polega na tym jak wycenić dany projekt z punktu widzenia ryzyka. Oczywiście przydatna jest cała procedura związana z analizą kredytową. W jednych bankach są określone kroki, które obowiązują każdego „oficera kredytowego” przy oszacowaniu projektu; w innych procedury są mniej skwantyfikowane. W Citibanku jesteśmy mniej więcej pośrodku, nie mamy zbyt dużej burokracji ale pewne rzeczy oceniamy. Przykładowo używa się skal ryzyka, na których umieszcza się pożyczkobiorców. Korzystamy z wycen ryzyka inwestycyjnego krajów, w których prowadzimy interesy, opracowywanych przez firmy ratingowe. Istnieje określona metodologia szacowania projektów obowiązująca w moim banku, wszystkich oficerów kredytowych. Nie ma od niej odstępstw. Procedury nie są skomplikowane. Uważam, że są to raczej powszechnie stosowane metody wyceny projektów i ryzyka inwestycyjnego z nimi związanego.

W przypadku większych projektów dotyczących kilku przedsiębiorstw, lub przedsięwzięć o dużej skali i zasięgu mamy specjalistów branżystów od wyceny ryzyka inwestycyjnego w sektorach. Na przykład specjalistów od transportu morskiego mój bank ma w Pireusie, Nowym Yorku i Londynie. Od lotnictwa cywilnego są branżyści w Nowym Yorku, Londynie i Paryżu. Każdy projekt na dużą skalę w tych branżach musi być przeanalizowany i zaakceptowany przez odpowiedniego specjalistę; bez jego podpisu komitet kredytowy Citibanku nawet nie zacznie rozważać takiego wniosku.

W każdym kraju, w którym mój bank ma oddziały tak organizujemy pracę, aby rachunki przedsiębiorstw z określonego sektora prowadziła jedna osoba. Prowadzi to do wyspecjalizowania się ludzi, zmniejsza ryzyko popełnienia błędów przy ocenie projektów.

Przy finansowaniu dużych projektów tworzy się zespoły, w skład których wchodzi: specjalista od danej branży, osoba odpowiedzialna ze strony inwestora (realizująca przedsięwzięcie od strony pożyczkobiorcy), prawnicy, osoba od windykacji należności. Umowy o udziale-

nie kredytu są tak konstruowane, aby bank miał jak najwięcej możliwości odzyskania swoich pieniędzy.

Kolejna sprawa, wiadomo, że niewielki, komercyjny bank nie będzie dokonywał oceny ryzyka inwestycyjnego General Motors. Korzysta się z gotowego ratingu wspomnianych tu już potentatów w tej dziedzinie takich jak Standard & Poors. Ponadto „ich ryzyko” widać na każdym kroku: krążą ich transakcje, są ich akcje na giełdzie.

Citibank również ma własną klasyfikację ryzyka inwestycyjnego w stosunku do części swoich klientów, przede wszystkim dotyczy to dużych przedsiębiorstw. I chcę podkreślić jeszcze raz, na zakończenie, że nie ma w tym zbyt dużej filozofii. Jest dużo standardów, rutyny, zwyczajnej pracy, w oparciu o wypracowane dzięki wieloletniemu doświadczeniu procedury.

¹⁾ Autor jest dyrektorem banku Citibank Poland.

OMÓWIENIE DYSKUSJI

Grażyna Gierszewska¹⁾

Dyskusję prowadził Janusz Dąbrowski - dyrektor Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową w Warszawie, a jednocześnie współautor raportu dla Polskiego Banku Rozwoju S.A. pt. „Mapa ryzyka inwestycyjnego” Uczestnicy seminarium kierowali pod adresem panelistów szereg pytań i uwag, jednocześnie komentując określone problemy. Nie sposób, w związku z tym, oddzielić w dyskusji części sensu stricte, poświęconej wymianie poglądów.

Jako pierwszy zabrał głos Krzysztof Chmielewski z Fundacji Naukowej CASE. Zwrócił on uwagę na zasadność agregowania oceny ryzyka w stosunku do regionów i branż. Z punktu widzenia metodologicznego, wydaje się, że można dokonywać takich ocen w stosunku do państwa, przedsiębiorstwa czy konglomeratu firm. W odniesieniu do regionu czy branży takie podejście wydaje się wątpliwe, gdyż nie ma tutaj takiego wyraźnego wyodrębnienia systemowego obszaru badań.

Oczywiście można się kłócić, gdzie jest region lubelski, czy to jest województwo czy coś więcej. Przedsiębiorstwo może być zarejestrowane w Lublinie, a mieć swoje filie zupełnie w innych regionach kraju. Przykładowo, przemysł ciągnikowy jest zlokalizowany w Polsce w co najmniej kilkunastu regionach. Co w takim razie bada się w branży, a co w regionie? Jakie cechy wchodzi w skład globalnej oceny ryzyka regionalnego, a jakie ryzyka branżowego? Nie w tym jednak rzecz, a w tym, że następuje wrzucanie do pojęcia „region” i uśrednianie wręcz skrajnych podmiotów gospodarczych, które mają podlegać ocenie.

Drugie pytanie jakie się nasuwa to, w jakim celu buduje się mapę ryzyka inwestycyjnego?. Wycena jest subiektywna co zgodnie podkreślali paneliści. Istnieje cała gama czynników, które są niemierzalne. Do tych, które

były już wymieniane należałoby dołączyć takie jak: interesy i orientacje inwestorów. Ważne jest to kim jest decydent, który ma zamiar wejść do danego biznesu. Tego nie oceni żaden badacz, w żadnym instytucie naukowym.

Subiektywizm wyraża się również tym, że inna będzie ocena ryzyka inwestycyjnego wykonana np. w Citibanku, a inna w Polskim Banku Rozwoju. Mamy do czynienia z indywidualizmem ocen w odniesieniu do konkretnych podmiotów. Na tym buduje się strategię działania banku wobec klientów, którymi są przedsiębiorstwa.

Z tym wiąże się kolejny problem „upubliczniania” wyników badań ryzyka inwestycyjnego. Oceny powinny być poufne. K. Chmielewski stwierdził, że on osobiście zamawiając takie badania, życzyłby sobie zachowania ich tajemnicy. Ogłaszanie wszem i wobec ocen ryzyka inwestycyjnego to zdradzanie własnej strategii działania wobec określonych podmiotów gospodarczych, a przecież nikt nie powinien tego pokazywać. Konkluzja sama już się wyłoniła, jak paneliści powiedzieli o naciskach na dokonanie zmian w ocenach ryzyka.

Janusz Dąbrowski ustosunkował się do uwag zgłoszonych przez K. Chmielewskiego. Stwierdził, że można obrócić odpowiedź w żart, gdyż postugując się mapą łatwo jest określić region lubelski. Mówiąc zupełnie serio należy stwierdzić, że taki był zamysł i nie ma w tym nic dziwnego. Regionalizacji w ocenach ryzyka inwestycyjnego dokonuje się wszędzie na świecie. Można oczywiście grupować województwa o tych samych cechach z punktu widzenia ryzyka inwestycyjnego. Takie podejście też jest możliwe i użyteczne w wielu wypadkach.

Prowadzący dyskusję stwierdził, że ważniejsze jest w danym momencie, wyjaśnienie nieporozumienia jakie powstało. Cel programu badawczego był precyzyjnie okre-

ślony - opracowanie informacji dla potencjalnych inwestorów, czy to krajowych, czy zagranicznych, jakim ryzykiem inwestycyjnym obarczone są przedsięwzięcia w poszczególnych branżach i regionach. Natomiast nie było naszym zadaniem tworzenie narzędzi oceny projektów inwestycyjnych. Procedury takie tworzą banki, które mają wyspecjalizowane komórki oceny projektów inwestycyjnych. Oznacza to, że tworząc naszą mapę nie nastawiliśmy się na poszukiwanie konkretnej firmy, w określonym regionie i dokonywaniu oceny projektu inwestycyjnego właśnie w tym przedsiębiorstwie.

Skoro wspomniany został przemysł ciągnikowy, który znalazł się na dole w ocenach. Nie oznacza to wcale, że w ten sektor nie należy inwestować. Wiadomo bowiem, iż tam gdzie jest wysokie ryzyko inwestycyjne, istnieje szansa uzyskania zupełnie nadzwyczajnych zysków, oczywiście przy posiadaniu dobrego projektu. Ocena ryzyka służy zupełnie innym celom niż tu usiłuje się sugerować.

Anna Fornalczyk - Prezes Urzędu Antymonopolowego była bardzo zainteresowana w rozszerzeniu wypowiedzi W. Majcherczaka i podaniu kryteriów; według jakich Citibank ocenia projekty finansowe. Zdaje sobie jednak sprawę, że jest to tajemnica zawodowa. A. Fornalczyk stwierdziła, że rozumie wyjaśnienie, iż wysokie ryzyko nie przekreśla atrakcyjności finansowania pewnych projektów, ale chciała zwrócić uwagę na, jej zdaniem, bardzo ważną rzecz.

W Polsce i innych krajach postkomunistycznych są tak ogromne różnice pomiędzy przedsiębiorstwami w ramach jednej branży, że wyciąganie średnich ocen jest niebezpieczne. Do takiej opinii skłania dyskusantkę, jak podkreśliła, jej doświadczenie współpracy, z przedsiębiorstwami z tytułu funkcji i zadań wykonywanych w Urzędzie Antymonopolowym.

Z tworzeniem mapy ryzyka inwestycyjnego wiąże się też inne niebezpieczeństwo. Od 4 lat różne gremia nawołują, iż potrzebna jest polityka przemysłowa. Podzielenie gospodarki na branże o wysokim, średnim i niskim ryzyku stwarza podstawę do selekcji sektorów, które należy likwidować, preferować, objąć priorytetami itp.

A. Fornalczyk postawiła jeszcze jeden problem - praktycznej przydatności wyników tego typu badań. W tym przypadku należałoby znać metodologię, gdyż czę-

sto, w zależności od zastosowanej metody, ocena tych samych zjawisk może być odmienna. Możliwość spożytkowania efektów stworzenia mapy ryzyka inwestycyjnego przez inwestorów czy banki konstytuuje metodologia badań, która została wykorzystana w tym konkretnym przypadku.

A. Fornalczyk miała również wątpliwości czy operowanie tak dużymi agregatami jak branża jest skuteczne w ocenach. W krajach postkomunistycznych zdarzają się sytuacje i to często, że różnica rentowności pomiędzy przedsiębiorstwami w sektorze wynosi -10 do +10 punktów. Jakie wnioski można wysnuć jeśli w mapie ryzyka inwestycyjnego zostanie to uśrednione?

Marek Krysiak z Polskiego Banku Rozwoju wskazał, że ocena ryzyka inwestycyjnego wg prezentowanej tu metodologii nie będzie i nie jest jedyną metodą szacowania przedsięwzięć zgłaszanych przez przedsiębiorstwa. Stanowi ona dodatkowe wsparcie przy podejmowaniu konkretnych decyzji, a jednocześnie wytyczną do budownictwa ogólnej strategii działania banku. Należy to rozumieć w ten sposób: jeżeli mamy możliwość umiejscowienia branży na określonym miejscu na skali ryzyka to możemy określić w następnym roku strategię inwestycyjną. Oczywiście oceny projektu nie dokonuje się mechanicznie, tzn. jeśli branża jest na górze skali to wniosek kredytowy automatycznie akceptuje się, a jak na dole skali to odrzuca. Jednak taki rating pomaga przy wstępnych oszacowaniach ryzyka związanego z danym przedsięwzięciem.

Zdaniem M. Krysiaka badania prezentowane na seminarium powinny być prezentowane i to dla, jak najszerszego grona odbiorców, gdyż wszędzie gdzie analizy były robione, ich opublikowanie przyniosło znacznie więcej korzyści niż strat.

Do problemów nagłaśniania, czy nie nagłaśniania mapy ryzyka inwestycyjnego nawiązał w swoim głosie w dyskusji B. Wyżnikiewicz. Wskazał on, że różnego rodzaju klasyfikacje często są robione i ukazują się w prasie. Podobne były przeprowadzane przez bank PeKaO S.A. i Instytut Badań Bankowych, w sposób dużo mniej wyrafinowany, gdyż brane były pod uwagę jedynie wybrane bieżące wskaźniki. Oznacza to, że takie klasyfikacje są potrzebne, i czemuś służą, i nie robią nikomu krzywdy.

B. Wyżnikiewicz poruszył także problem subiektywizmu ocen, który miałby wynikać z trudności uwzględnienia w szacunku tzw. czynników niemierzalnych. Przykładowo oceniano systemy prawne w pięciu krajach objętych badaniami. Skala od 1 do 5 jest tylko kwintesencją 80 stron analiz aktów prawnych i ich zmian w tych państwach, stanowiących podstawę do zbudowania kryteriów oceny. W danym kraju można w 100 % transferować zyski, to ten czynnik oceniamy jako poważne ułatwienie dla inwestorów i stawiamy na skali 5; odwrotnie, w innym państwie nie można transferować żadnych zysków - czynnik znacznie utrudniający wejście kapitału i stawiamy na skali 1. Taka ocena nie wydaje się subiektywna lecz oparta na określonych faktach.

W. Majcherczak zainteresował się, dlaczego przemysł stoczniowy ma tak niskie notowania w Polsce. Stwierdził, że w świecie oczekuje się koniunktury w tym sektorze i, że jest to niezły interes do inwestowania. Czy na niskiej ocenie zaważyła aktualna sytuacja poziomu efektywności, zadłużenie, czy może inne czynniki? No i jak w takiej sytuacji ocenić decyzję Polskiego Banku Rozwoju S.A. o przyznaniu stoczni kredytu w wysokości 800 miliardów złotych?

W. Majcherczak stwierdził, że opracowanie typu mapa ryzyka inwestycyjnego musi mieć konkretnego adresata i jasno określony cel. Nie będzie - z niej korzystał centralny planista, z wielu powodów; ich wymienienie, to nie miejsce w tej dyskusji. Czy inwestor krajowy lub zagraniczny w swoich zamierzeniach będzie kierował się wynikami tego rodzaju badań? Dyskutant poddał to pod wątpliwość. Może to być przydatne dla banków i instytucji, które zarządzają aktywami i pieniędzmi innych ludzi.

W. Majcherczak poruszył też problem metodologii badań i kryteriów oceny ryzyka inwestycyjnego. Jego zdaniem wkładanie do jednego obszaru np. uzwiązkowienia branży i kierunków zbytu - proeksportowa, nastawiona na rynek krajowy - nie może mieć miejsca. Powód jest prosty. Tylko ci producenci, którzy włączają się w międzynarodowy podział pracy mają szansę przetrwania. Stąd wybór kryteriów oceny decyduje o jej wynikach.

Janusz Dąbrowski starał się wyjaśnić kolejno problemy, które poruszyli dyskutanci. Przyznał, że operowanie pojęciami - agregatami jest obciążone błędem, dotyczy to

zarówno branży jak i państwa. Im większy obiekt badawczy to tym większe ryzyko popełnienia błędu. Wiadomo jednak, że inwestor tworzy określony interes, przedsięwzięcie w danym państwie i branży! Dla niego taka mapa jest wskazówką. Oczywiście można nie analizować tych branż i krajów tylko konkretne projekty inwestycyjne, zakładając, że absolutnie nie interesuje nas otoczenie. To będzie również ogromne uproszczenie, chyba jednak bardziej niebezpieczne. Prezentowana, bowiem, metoda, pomimo obarczenia błędami w badaniu regionalnym i branżowym dostarcza wielu cennych informacji.

Powstał też problem odróżniania rokowania od koniunktury, łączenia wśród kryteriów oceny np. danych bilansowych i perspektyw rozwojowych. Wydaje się, że rokowania a koniunktura to nie to samo. W segmencie mapy tzw. efektywnościowym jest wiele kryteriów i dane bilansowe nie ważą w nim najbardziej. Kontrowersje są i muszą być i zdaniem J. Dąbrowskiego, pojawiają się, gdyż jest to aktualnie, poza międzynarodowym, jedyny ranking branż jaki udało się komukolwiek opracować.

Z oddziaływaniem zaś tego rodzaju badań na decyzje rządowe, nie powinno być chyba obaw. Wyniki badań nad mapą ryzyka inwestycyjnego nie są tak szalenie popularne, aby ktoś chciał na ich podstawie opracowywać politykę przemysłową. Wpływ wyników badań na procesy decyzyjne w państwie nie jest taki jaki nawet byłby życzeniem badaczy.

Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową prowadzi od 4-let badania przedsiębiorstw państwowych. Czy miałby ich zaprzestać, bo ktoś zasugeruje, że może to spowodować falę denacjonalizacji? J. Dąbrowski opowiedział się za upublicznianiem tego rodzaju badań. a nie trzymaniem ich w tajemnicy.

Krzysztof Puchalski z Polskiego Banku Inwestycyjnego podzielił się kilkoma wątpliwościami, które nasunęły mu się po wystąpieniach panelistów.

Seminarium miało dotyczyć ryzyka inwestycyjnego, gdyż jest to bardzo ważny problem dla każdego banku. Padła sugestia, że może ono być inaczej oceniane w Citibanku i Polskim Banku Rozwoju S.A. Idąc dalej można przypuszczać, że rozbieżność ocen nastąpi nie tylko na poziomie instytucji ale i krajów. Mapa ryzyka inwestycyjnego nie dostarcza informacji o ryzyku, tylko o rankingu

branż. Dyskusja zaś pokazuje, że to także może być przedmiotem kontrowersji.

K. Puchalski stwierdził, że oczekiwał pokazania metodologii analizy ryzyka zwłaszcza ryzyka kredytowego, tymczasem pokazano mu typologię branż i regionów. Przykładem zaś na to, że czynniki subiektywne decydują o rozpoczynaniu działalności w określonej sferze jest wiele i są doskonale udokumentowane w nauce.

Barbara Błaszczuk - Prezes Fundacji Naukowej CASE zwróciła uwagę, że zawsze wokół takich narzędzi jaką jest mapa ryzyka inwestycyjnego, toczą się dyskusje metodologiczne. Stwierdziła, że dla niej cel jest oczywisty i jasny. Chodzi przede wszystkim o zastąpienie intuicji w ocenie zjawisk, które można, w określony sposób i to całkiem skutecznie zmierzyć i skwantyfikować. Celem jest również stworzenie adekwatnego do potrzeb, systemu oceny. Sam fakt usystematyzowania, określenia zestawu kryteriów jest sam w sobie bardzo cenny i jest to krok do przodu mający wartość dla użytkownika.

Wojciech Jędrzejczak z Polskiego Banku Rozwoju S.A próbował określić użyteczność mapy ryzyka inwestycyjnego na konkretnych przykładach. Wspomniany przemysł okrętowy o wysokim ryzyku ale bardzo konkurencyjny i przemysł gumowy o niskim ryzyku też w pierwszej grupie pod względem konkurencyjności. Mamy projekty inwestycyjne z obu branż i muszą je ocenić. Mapa ryzyka pozwala na wyciągnięcie bardzo orientacyjnych wniosków. Na pewno nie daje podstaw do podejmowania decyzji, o tym czy inwestować w dany przemysł czy nie. Powody były już podawane we wcześniejszej dyskusji.

W. Jędrzejczak poddał pod rozwagę pomysł zwiększenia użyteczności prezentowanych badań, poprzez zrobienie analitycznego opisu każdej branży i pokazania kryteriów, na których opierają się oceny. W opisie można byłoby zaprezentować czynniki niemierzalne, a kryteria umożliwiałyby odniesienie danych np. do trendów światowych w danej dziedzinie wytwórczości.

W. Jędrzejczak skierował pod adresem twórców mapy ryzyka pytanie, jak często trzeba aktualizować dane, aby były one użyteczne?

W odpowiedzi na pytanie W. Jędrzejczaka J. Dąbrowski stwierdził, że w założeniach badawczych aktualizowanie danych będzie się odbywać co pół roku. Oczywi-

ście jeżeli okaże się, że różnice w rankingach w okresach półrocznych są nieistotne to okres ten zostanie wydłużony.

Dyskusja dobiegła końca i prowadzący ją udzielił na zakończenie głosu panelistom.

M. Krysiak podkreślił, że badania były robione dla Polskiego Banku Rozwoju, cele określono w założeniach, a było to między innymi stworzenie określonych podstaw informacyjnych dla budownictwa strategii inwestycyjnych. Nie wyklucza się użyteczności mapy ryzyka dla potencjalnych inwestorów czy innych banków.

Dyskutanci sami umożliwili odpowiedź na pytanie o użyteczności metody. Jeżeli bank zarobił na stoczni, która jest w branży plasującej się na końcu skali tzn., że potrafimy wykorzystać wyniki badań.

Problemy metodologii nie mogą być aktualnie do końca wyjaśnione, gdyż są one poufne, nie mogą być w związku z tym udostępnione.

W. Majcherczak stwierdził, że badanie kondycji branż i sektorów jest dla banków bardzo ważne. Co do tego nie ma żadnych wątpliwości. Najczęściej banki popadają w kłopoty, dlatego, że nie mają dostatecznie zdywersyfikowanego ryzyka, za dużo kredytów czy aktywów lokują w jednej branży lub jednym kraju. Mapy ryzyka umożliwiają niewątpliwie rozproszenie portfela wierzytelności i zmniejszenie ryzyka.

Zdaniem W. Majcherczaka są takie przypadki jak przemysł stoczniowy, że mapa ryzyka inwestycyjnego sobie, a życie sobie. Wiadomo, że jest to przemysł nieprawdopodobnie zadłużony i w stosunku do budżetu i w stosunku do banków. Pytanie czy powinien zostać zlikwidowany? Ponieważ jest to źródło poprawy bilansu płatniczego, gdyż produkuje na eksport i polskie statki dobrze się sprzedają na świecie. Takich dylematów może być więcej.

B. Wyżnikiewicz próbował wyjaśnić problemy metodologiczne na ile umożliwiała mu to sytuacja, tj. objęcie poufnością pewnych założeń badawczych.

Podkreślał, że nie ma w prezentowanych wynikach, żadnej żonglerki liczbami. Oparto się na rzetelnych podstawach matematycznych i statystycznych. Oczywiście, jak stwierdził B. Wyżnikiewicz, nie można było całkowicie wyeliminować subiektywizmu. Nie można jednak lekceważyć takich zjawisk jak masowe strajki i naciski

związków zawodowych w określonych branżach wywierane na polityków.

W mapie ryzyka inwestycyjnego widać wyraźne zależności pomiędzy oceną a charakterem branży. Te których notowania są najgorsze związane są z przemysłem zbrojeniowym, który upada. Mapa ryzyka stanowić ma dla banku określone narzędzie, którym należy posługiwać się z wprawą i traktować elastycznie. Bank ma do czynienia z konkretnym przedsiębiorstwem: jeżeli będzie to dobra organizacja w przemyśle okrętowym czy ciągnikowym to może dostać kredyt, a złe przedsiębiorstwo w wysoko notowanym przemyśle koncentratów spożywczych może go nie otrzymać.

Na zakończenie spotkania J. Dąbrowski podjął próbę podsumowania dyskusji. Stwierdził, że toczyła się ona praktycznie wyłącznie wokół programu badań ryzyka inwestycyjnego. Stąd też chciałby, tytułem wyjaśnienia, powrócić ponownie do pewnych kwestii.

Dokonano systematyzacji branż i regionów ze względu na pewne cechy. Taki był podstawowy cel badań. Kryteriów oceny jest bardzo dużo, są też wagi przypisane każdemu regionowi i branży. Ten kto będzie się tym narzędziem posługiwać ma dostęp do wszystkich informacji.

Zgodnie z umową metodologia badań została objęta tajemnicą. Doświadczeni specjaliści z banku potrafią w sposób bardzo skuteczny wykorzystać taką mapę ryzyka.

Pojawił się dość istotny problem subiektywizmu i obiektywizmu ocen. Pewne kryteria oceny nie budzą wątpliwości i powszechnie uznaje się je jako obiektywne elementy oceny. Inne wzbudzają emocje. Przykład powracającego w dyskusji przemysłu stoczniowego, jest zdaniem J. Dąbrowskiego, znamienne. Zgodził się on z oceną, że będzie one jednym z najistotniejszych źródeł wzrostu eksportu. W jaki sposób wesprzeć tę branżę, skoro państwo nie ma na to środków. Można wyobrazić sobie różne rozwiązania i tu znowu mamy do czynienia z subiektywizmem. Utwierdza to jednak twórców mapy ryzyka w przeświadczeniu, że subiektywne kryteria oceny dotyczące ryzyka politycznego jak i ryzyka społecznego muszą być brane pod uwagę zarówno przy ocenie kryteriów jak branż czy regionów.

¹⁾ Autorka jest współpracownikiem Fundacji Naukowej CASE.