

## KONCEPCJA I PLAN ROZPRAWY DOKTORSKIEJ

**Tytuł:** Zarządzanie ryzykiem finansowym w polskich przedsiębiorstwach działających w otoczeniu międzynarodowym

Ostatnie dziesięciolecia rozwoju gospodarki światowej charakteryzują się nie tylko postępującą globalizacją, lecz także znacznym wzrostem ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych. W wyniku wzrostu zmienności podstawowych zmiennych ekonomicznych, wśród przedsiębiorców zwiększyła się świadomość ryzyka związanego z rynkami finansowymi, czego skutkiem jest gwałtowny rozwój metod zarządzania ryzykiem finansowym. Ponadto, w dobie globalizacji czynniki otoczenia międzynarodowego zaczynają mieć wpływ na powodzenie lub niepowodzenie coraz większej liczby przedsiębiorstw – nie tylko tych, które prowadzą aktywną działalność na rynkach zagranicznych. Stopniowo okazuje się, że prawie każde większe przedsiębiorstwo odczuwa wpływ międzynarodowych, finansowych czynników ryzyka, takich jak wahania kursów walutowych, na jego sytuację konkurencyjną, poziom przychodów, czy też kosztów, a co za tym idzie, na wartość przedsiębiorstwa. W efekcie, choć zaledwie pół wieku temu zarządzanie ryzykiem finansowym ograniczone było do raczkującej wówczas analizy portfelowej, stosowanej jedynie w zarządzaniu portfelami papierów wartościowych, oraz do kontraktów terminowych dostępnych na wybranych rynkach rolnych i surowcowych, dzisiaj pod tym terminem kryje się szeroki zakres zagadnień oraz wszechstronne instrumentarium. Rosnąca świadomość istnienia czynników ryzyka i ich wpływu na przedsiębiorstwo, a wraz z nią zwiększające się zapotrzebowanie na instrumenty zabezpieczające wywołały liczne innowacje na rynkach finansowych, doprowadzając do powstawania kolejnych instrumentów pochodnych oferowanych dziś przez giełdy i instytucje finansowe.

Wzrost zainteresowania zagadnieniem ryzyka finansowego w przedsiębiorstwach pobudził także kręgi akademickie do zwiększonych wysiłków w celu stworzenia podłoża teoretycznego dla stosowanych instrumentów i strategii zarządzania ryzykiem finansowym. Ekonomiści podjęli więc próby konstrukcji teoretycznego modelu przedsiębiorstwa, który wyjaśniałby, jaki wpływ ma ryzyko finansowe na osiągnięcie przez przedsiębiorstwo jego celów, a także czy stosowanie instrumentów zabezpieczających wpływa pozytywnie na sytuację przedsiębiorstwa. Jednak uzyskanie jednoznacznej odpowiedzi na postawione pytania okazało się trudne i wobec szybko rozwijającego się rynku zarządzania ryzykiem finansowym prace nad odpowiednią teorią nie nadążały za zapotrzebowaniem praktyków. W rezultacie, mimo popularności stosowania rozwiązań z zakresu zarządzania ryzykiem finansowym, nie istnieją pewne podstawy naukowe aby twierdzić,

że strategie te przynoszą przedsiębiorstwom realne korzyści. Brak jednoznacznego wyjaśnienia zależności pomiędzy osiągnięciem przez przedsiębiorstwo jego celów, ryzykiem finansowym i zarządzaniem ryzykiem finansowym, skutkuje też niemożnością stworzenia dla przedsiębiorstw zestawu rozwiązań i wskazówek, których zastosowanie zapewniałoby opłacalność strategii zarządzania ryzykiem finansowym.

**Przedmiotem** rozprawy jest analiza teorii zarządzania ryzykiem finansowym w przedsiębiorstwach oraz aplikacji tych teorii, stosowanych przez polskie przedsiębiorstwa. Szczególna uwaga została poświęcona zarządzaniu ryzykiem w kontekście otoczenia międzynarodowego przedsiębiorstw – czynników pochodzących z innych gospodarek, które wpływają na sytuację przedsiębiorstw. Jak stwierdzono powyżej, obecny stan wiedzy nie pozwala jednak na udzielenie jednoznacznej odpowiedzi na podstawowe pytania dotyczące ryzyka finansowego i zarządzania nim, lecz nie wynika to z braku teorii zarządzania ryzykiem finansowym. Wręcz przeciwnie, dysponujemy kilkoma ujęciami teoretycznymi tego zjawiska, jednak wnioski predykcyjne wynikające z różnych teorii konfliktują ze sobą. Za przyczynę wielości tych teorii można uznać istnienie kilku różnych teorii przedsiębiorstwa (w polskiej literaturze zwanych także nauką o przedsiębiorstwie). Ponieważ wyprowadzone z poszczególnych teorii zarządzania ryzykiem finansowym wnioski predykcyjne są w wielu przypadkach sprzeczne, a rozwiązania praktyczne oparte na tych teoriach są odmienne, ujawnia się potrzeba dokonania oceny i porównania alternatywnych teorii, dzięki czemu stanie się możliwe przedstawienie spójnego obrazu zarządzania ryzykiem finansowym w przedsiębiorstwach. Natomiast, skoro każda teoria zarządzania ryzykiem finansowym jest osadzona w szerszym kontekście określonej teorii przedsiębiorstwa, analiza teorii zarządzania ryzykiem finansowym musi być prowadzona przez pryzmat poszczególnych teorii. Wobec powyższego, w rozprawie analizie zostały poddane teorie zarządzania ryzykiem finansowym opracowane na podstawie najważniejszych teorii przedsiębiorstwa: teorii neoklasycznej, teorii finansów przedsiębiorstwa, teorii agencji, nowej ekonomii instytucjonalnej oraz teorii interesariuszy.

Autor rozprawy stawia przed sobą dwa **główne cele**: cel teoretyczny i cel praktyczny. Pierwszy cel stanowi objaśnienie, w jakim stopniu poszczególne teorie zarządzania ryzykiem finansowym trafnie opisują zachowanie polskich przedsiębiorstw działających w otoczeniu międzynarodowym. Autor zamierza osiągnąć ten cel w drodze systematycznej, metodologicznej i empirycznej oceny alternatywnych teorii zarządzania ryzykiem finansowym. Natomiast cel praktyczny dotyczy identyfikacji czynników, wpływających na decyzje przedsiębiorstw o wykorzystaniu różnych rozwiązań z zakresu zarządzania ryzykiem finansowym, które nie zostały uwzględnione w omówionych teoriach. O ile weryfikacja empiryczna teorii została wykonana za pomocą badań ilościowych, do realizacji celu praktycznego posłużą badania jakościowe, w wyniku

których zidentyfikowane zostaną motywacje dla stosowania poszczególnych rozwiązań, a także szanse i bariery stojące przed rynkiem zarządzania ryzykiem finansowym w Polsce.

Autor rozprawy stawia **tezę**, że teorie zarządzania ryzykiem finansowym osadzone w wymienionych teoriach przedsiębiorstwa systematycznie nie wytrzymują prób falsyfikacji empirycznej i nie uwzględniają istotnych czynników wpływających na decyzje przedsiębiorstw o podjęciu działań z zakresu zarządzania ryzykiem finansowym. Szczegółowe hipotezy, które są weryfikowane empirycznie, zostały zdefiniowane w wyniku przedstawionej w rozprawie dyskusji metodologicznej zawartej w rozdziale drugim i trzecim. Poprzez konstruktywną krytykę opisanych teorii Autor dąży do stworzenia spójnego obrazu zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie, który umożliwi aplikację teorii zarządzania ryzykiem w praktyce finansów przedsiębiorstw.

Autor posługuje się zarówno **metodologią** badań ilościowych, jak i badań jakościowych w celu dowiedzenia postawionej tezy. Badania ilościowe zastosowano do weryfikacji empirycznej wniosków predykcyjnych wywiedzionych z poszczególnych teorii zarządzania ryzykiem finansowym w przedsiębiorstwach. Ze względu na dostępność danych, próba została jednak ograniczona do polskich spółek giełdowych. Na podstawie ich raportów okresowych autor skonstruował panel przekrojowo-czasowy, który poddaje analizie ekonometrycznej. Badania jakościowe zostaną natomiast użyte w celu identyfikacji czynników istotnych dla decyzji o wykorzystaniu rozwiązań z zakresu zarządzania ryzykiem, które nie zostały uwzględnione we wcześniej omówionych teoriach. Celowi temu służą studia przypadków oraz wywiady przeprowadzone w polskich przedsiębiorstwach.

## **Struktura rozprawy**

### Rozdział 1:

Po krótkim wprowadzeniu czytelnika do zagadnienia ryzyka, przedstawiona jest dyskusja nad znaczeniem podstawowych terminów, jakie będą wykorzystywane w dalszej części rozprawy, przede wszystkim ryzyka, niepewności, oraz otoczenia międzynarodowego. Analizie poddano wpływ otoczenia międzynarodowego na finanse przedsiębiorstwa. Następnie omówiane są klasyfikacje ryzyka w przedsiębiorstwie oraz przedstawiona jest dyskusja na temat jego wpływu na finanse przedsiębiorstwa. Kontekst dla późniejszych rozważań zostaje uzupełniony przez ogólne omówienie wykorzystywanych obecnie metod zarządzania ryzykiem finansowym.

### Rozdział 2:

W rozdziale tym przedstawiono analizę metodologiczną teorii zarządzania ryzykiem finansowym bazujących na najważniejszych teoriach firmy: teorii neoklasycznej, teorii finansów przedsiębiorstwa, teorii agencji, teorii interesariuszy i nowej ekonomii instytucjonalnej. Autor

przedstawia zarys rozwoju poszczególnych teorii, a następnie poddaje analizie i ocenie metodologicznej stworzone na ich podstawie modele zarządzania ryzykiem finansowym. Autor zwraca także uwagę na ujęcie problematyki otoczenia międzynarodowego w teoriach zarządzania ryzykiem.

#### Rozdział 3:

Weryfikacja empiryczna poszczególnych teorii zarządzania ryzykiem finansowym w przedsiębiorstwach wymaga wyprowadzenia wniosków predykcyjnych z omówionych wcześniej teorii. Wnioski te, w formie hipotez badawczych, przedstawiono w pierwszej części rozdziału. Następnie, postawione hipotezy są weryfikowane w oparciu o badanie panelowe polskich spółek publicznych. Dane do badania zostały zebrane z raportów rocznych spółek za lata 2001 do 2004.

#### Rozdział 4:

W rozdziale czwartym zaprezentowano analizę czynników wpływających na decyzje polskich przedsiębiorstw, działających w otoczeniu międzynarodowym, w odniesieniu do stosowania rozwiązań z zakresu zarządzania ryzykiem finansowym. Stosowana dotychczas metodologia jest rozszerzona na badanie studiów przypadku kilku polskich przedsiębiorstw. Autor poddaje analizie także zachowania przedsiębiorstw warunkowane zmianami zachodzącymi w jego otoczeniu międzynarodowym. Rozdział zamyka dyskusja nad perspektywami rozwoju rynku zarządzania ryzykiem finansowym w Polsce.

## Plan rozprawy

### Wprowadzenie

1. Zjawisko i znaczenie zarządzania ryzykiem finansowym w przedsiębiorstwie działającym w otoczeniu międzynarodowym
  - 1.1. Pojęcie ryzyka
  - 1.2. Wpływ otoczenia międzynarodowego na przedsiębiorstwo
  - 1.3. Systematyka ryzyka w działalności gospodarczej
  - 1.4. Wpływ ryzyka na przedsiębiorstwo
  - 1.5. Metody zarządzania ryzykiem finansowym
    - 1.5.1. Definicja zarządzania ryzykiem finansowym: Hedging czy spekulacja?
    - 1.5.2. Organizacja procesu zarządzania ryzykiem finansowym oraz jego cele
    - 1.5.3. Zastosowanie instrumentów pochodnych w zarządzaniu ryzykiem finansowym
    - 1.5.4. Metody zarządzania ryzykiem finansowym nieoparte na hedgingu
2. Teorie zarządzania ryzykiem finansowym w teorii przedsiębiorstwa
  - 2.1. Zarys rozwoju teorii przedsiębiorstwa
  - 2.2. Teoria neoklasyczna
  - 2.3. Teoria finansów przedsiębiorstwa
  - 2.4. Teoria kosztów agencji
  - 2.5. Nowa ekonomia instytucjonalna
  - 2.6. Teoria grup interesariuszy
  - 2.7. Inne teorie
  - 2.8. Zarządzanie ryzykiem w otoczeniu międzynarodowym
  - 2.9. Podsumowanie
3. Weryfikacja empiryczna teorii zarządzania ryzykiem finansowym
  - 3.1. Hipotezy badawcze
    - 3.1.1. Teoria finansów przedsiębiorstwa
    - 3.1.2. Teoria kosztów agencji
    - 3.1.3. Nowa ekonomia instytucjonalna
    - 3.1.4. Teoria grup interesariuszy
  - 3.2. Metoda badania
  - 3.3. Próba
  - 3.4. Wyniki
  - 3.5. Podsumowanie
4. Identyfikacja czynników decydujących o zarządzaniu ryzykiem finansowym w polskich przedsiębiorstwach, działających w otoczeniu międzynarodowym
  - 4.1. Rozwój praktyk zarządzania ryzykiem finansowym w Polsce
  - 4.2. Zarządzanie ryzykiem finansowym w polskich spółkach giełdowych
  - 4.3. Studia przypadku
  - 4.4. Zachowania przedsiębiorstwa warunkowane zmianami w otoczeniu międzynarodowym
  - 4.5. Perspektywy rozwoju rynku zarządzania ryzykiem finansowym w Polsce

### Zakończenie