

Karol M. Klimczak

Zarządzanie ryzykiem walutowym z perspektywy dużych i małych przedsiębiorstw

Streszczenie

Zarządzanie ryzykiem stało się w ostatnich latach popularnym tematem prac z zakresu zarówno ekonomii, jak i zarządzania. Pomimo rosnącej popularności tej tematyki badawczej, nie powstała jednak jak dotąd żadna spójna teoria wyjaśniająca zachowania przedsiębiorstw w zakresie wykorzystania transakcji zabezpieczających (hedgingu). W poniższym artykule autor przedstawia jedną z luk w obecnej teorii, jaką jest rozróżnienie między procesami zarządzania ryzykiem w małych i dużych przedsiębiorstwach. Przytoczone i poddane analizie z tej perspektywy zostały najważniejsze teorie przedsiębiorstwa i hedgingu. Następnie autor podjął próbę stworzenia podstawowych ram dla nowej teorii zarządzania ryzykiem, której przedmiotem byłyby także małe przedsiębiorstwa oraz zaproponował dalsze kierunki badań.

Summary

Although risk management has become a popular topic of both economic and managerial research in recent years, no comprehensive and coherent theory of firm hedging behaviour has been developed so far. In the article one particular gap in the body of hedging theory is explored: the distinction between risk management in small and large companies. The most widely accepted theories of the firm are reviewed and analyzed from this perspective, and their implications for hedging theory are discussed. Then, an attempt is made to create a conceptual framework for a new risk management theory, the scope of which would not be limited to large corporations only.

Karol M. Klimczak¹

Zarządzanie ryzykiem walutowym z perspektywy dużych i małych przedsiębiorstw

Teoria zarządzania ryzykiem finansowym jest obecnie dziedziną równie urozmaiconą, co niespójną i niekompletną. Choć rynek zarządzania ryzykiem rozwija się dynamicznie od lat siedemdziesiątych, a w ostatnich piętnastu latach rozwój ten uległ dodatkowemu przyspieszeniu, teoria pozostaje w tyle za praktyką i nie jest obecnie zdolna zaoferować kompleksowego wyjaśnienia zachowania przedsiębiorców w tym zakresie. W poniższym artykule autor koncentruje swoje rozważania na jednej, wybranej luce w ciele teorii zarządzania ryzykiem – rozróżnieniu podstaw zachowania małych i dużych przedsiębiorstw wobec ryzyka. Zakres analizy został ograniczony także do zarządzania ryzykiem walutowym, ponieważ ten rodzaj ryzyka jest najpowszechniej poddawany technikom zarządzania ryzykiem².

Wybór różnic w ujęciu zachowania małych i dużych przedsiębiorstw w teorii hedgingu jako przedmiotu dyskusji podyktowany jest wyjątkową sprzecznością jaka występuje we wskazaniach teorii a praktyką. Teoria jednoznacznie wskazuje, iż to małe firmy mogą więcej skorzystać na prowadzeniu transakcji zabezpieczających, podczas gdy w rzeczywistości ryzykiem zarządzają przede wszystkim firmy duże. Powstaje pytanie, jakie są przyczyny tych rozbieżności i jak można ująć je w nowe ramy teoretyczne? Ponadto, teorie wywodzące się z nurtu finansowego koncentrują się na analizie przedsiębiorstw w kontekście procesów alokacji dokonywanej za pośrednictwem rynku kapitałowego. Tymczasem gros małych przedsiębiorstw nie posiada formy spółek akcyjnych, lecz co najwyżej z ograniczoną odpowiedzialnością. W związku z powyższym wnioskowanie na podstawie teorii opierających się o procesy wyceny i arbitrażu na rynku kapitałowym nie może prowadzić do poprawnych wniosków, lub też nawet jeśli wnioski wydają się poprawne, to sposób dojścia do nich można uznać za nieuprawniony.

Dla potrzeb przedstawionej poniżej analizy zostały przyjęte następujące definicje podstawowych pojęć. Ryzyko definiujemy jako połączenie prawdopodobieństwa wystąpienia

¹ Autor jest magistrem, doktorantem w Katedrze Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Uniwersytetu Łódzkiego. Adres e-mail: kmklimczak@uni.lodz.pl

² Patrz np.: Klimczak K. M., *Wykorzystanie pochodnych instrumentów zabezpieczających przez polskie przedsiębiorstwa notowane na GPW*, Prace Naukowe AE im. O. Langego we Wrocławiu, 2005, w druku, <http://kmklim.republika.pl/ekonomia/publikac.html>

określonego zdarzenia, lub grupy zdarzeń oraz skutków wystąpienia tego zdarzenia dla przedsiębiorstwa³. Zajście zdarzenia może mieć zarówno ujemny jak i dodatni wpływ na przedsiębiorstwo. Ryzyko finansowe, jako podgrupa ryzyka ogólnego, dotyczy jedynie wpływu zmian cen rynku finansowego na wyniki działalności spółki – cenami takimi są na przykład kursy walutowe, których zmienność i jej wpływ na spółkę określamy mianem ryzyka walutowego. W odróżnieniu od ryzyka, niepewność została zdefiniowana jako brak możliwości trafnego przewidzenia efektów podjętych decyzji – definicja ta oznacza, iż niepewność może być związana z występowaniem ryzyka, lecz nie jest to konieczne⁴. Dla zaistnienia niepewności wystarczy brak informacji co do przyszłego, pewnego stanu. Zatem o ile ryzyku zawsze towarzyszy niepewność, to odwrotne stwierdzenie nie jest prawdziwe. W reszcie, mianem zarządzania ryzykiem określamy proces, w ramach którego spółka w metodyczny sposób rozwiązuje problemy związane z ryzykiem w swojej działalności, tak by umożliwić osiągnięcie określonych celów spółki⁵. Dyskusja zostanie jednak ograniczona do zarządzania ryzykiem walutowym, na które składa się zbieranie i analizowanie informacji dotyczących zmian kursów walut, identyfikacja i pomiar ryzyka walutowego oraz podejmowanie kroków w celu ograniczenia wpływu tego ryzyka na spółkę, czy to poprzez transakcje zabezpieczające (hedging) czy też inne decyzje zarządcze, w tym decyzje strategiczne.

1. Przegląd teorii hedgingu

Za początek nowoczesnej teorii zarządzania ryzykiem i hedgingu można uznać prace Holbrooka Workinga z połowy ubiegłego wieku. Przeniósł on na grunt akademicki zmiany, które zaszły w postrzeganiu transakcji instrumentami pochodnymi: od lat dwudziestych XX wieku przestano uważać je za domenę spekulantów i zauważono istotną rolę jaką odgrywały one w stabilizacji cen produktów rolnych na rynku amerykańskim. Working starał się obalać stereotypy dotyczące hedgingu i zwracał uwagę na istnienie różnorodnych motywacji i rodzajów hedgingu, argumentując między innymi, że nie zawsze minimalizacja ryzyka jest celem osób zabezpieczających się⁶. W efekcie wprowadził rozróżnienie spekulantów i zabezpieczających się jedynie w oparciu o kryterium średnio lub długoterminowego

³ C. A. Williams, M. L. Smith, P. C. Young *Zarządzanie ryzykiem a ubezpieczenia*, PWN, Warszawa 2002, s. 30.

⁴ *Ibidem*, s. 35

⁵ Federation of European Risk Management Associations, *A Risk Management Standard*, <http://www.ferma-asso.org/Risk%20Managers%20section/Enterprise%20Risk%20Management%20Corporate%20Governance/RM%20standard%20UK.15.11.04.pdf>

⁶ H. Working, *Futures Trading and Hedging*, „American Economic Review” 1953, Vol. 43, s. 314-340.

przechowywania rzeczywistych dóbr przez tych drugich⁷. Następnym etapem w rozwoju tej linii rozumowania było odejście od zabezpieczania absolutnych zmian cen w stronę zabezpieczania zmian relatywnych oraz wyprowadzenie wzoru na minimalizację wariacji zysku przez Lelanda L. Johnsona w 1960 roku. Przedstawił on także prosty model hedgingu i spekulacji oparty na minimalizacji wariacji i maksymalizacji użyteczności zysku. Na podstawie swojego modelu, Johnson wyciągnął wniosek o podobieństwie zachowań osoby zabezpieczającej i spekulującej. Bez względu na strategię, cel jest ten sam – optymalizacja ryzyka i zysku. Jediną faktyczną różnicą, jest działanie osoby zabezpieczającej także na rynku rzeczywistym, na którym otrzymuje ona zysk handlowy⁸.

Najważniejszy nurt w analizie zarządzania ryzykiem wywodzi się z teorii finansów firmy. Dyskusja koncentruje się tutaj wokół paradygmatu Modiglianiego i Millera (MM) z 1958 roku⁹. MM wykazali na podstawie dowodu arbitrażowego, że struktura finansowa przedsiębiorstwa nie ma wpływu na jego wartość – dowolna struktura może być reprodukowana przez samych akcjonariuszy. Z modelu MM można wywieść także wniosek o nieistotności hedgingu, opierając się również na założeniu o możliwości dokonania sztucznej reprodukcji każdego profilu ryzyka przez zdywersyfikowanych inwestorów, zwłaszcza jeśli mogą oni posłużyć się instrumentami pochodnymi¹⁰. Wniosek taki pozostaje prawdziwy jeśli akceptujemy klasyczne założenia modelu MM:

- 1) przedsiębiorstwa maksymalizują wartość,
- 2) finansowane są tylko akcjami zwykłymi i wolnym od ryzyka długiem rynkowym,
- 3) zyski są niepewne i ciągną się w nieskończoność,
- 4) inwestorzy są zgodni co do wartości oczekiwanej zysku firmy,
- 5) inwestorzy są doskonale i bezkosztowo poinformowani o przepływach finansowych firmy,
- 6) istnieją doskonałe rynki akcji, obligacji i instrumentów pochodnych,
- 7) nie istnieją podatki,
- 8) nie istnieją koszty transakcyjne.

⁷ H. Working, *New Concepts Concerning Futures Markets and Prices*, „American Economic Review” 1962, Vol. 52, s. 432-459.

⁸ L. L. Johnson, *The Theory of Hedging and Speculation in Commodity Futures*, „Review of Economic Studies” 1960, Vol. 27, s. 139-151.

⁹ M. H. Miller, F. Modigliani, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review” 1958, Vol. 48, s. 261-297.

¹⁰ D. Fite, P. Pfleiderer, *Should Firms Use Derivatives to Manage Risk?* w: Beaver W., Parker G. (red.) *Risk Management: Problems and Solutions*, McGraw-Hill, 1995, s. 61-76.

Zatem, aby stworzyć model, w którym hedging przynosi korzyści, należy dowieść niezachowania poszczególnych założeń modelu MM i opisać model bez tych założeń. Pierwszym założeniem, które wyłączono z modelu, był brak podatków – rozważali to sami MM w swoim oryginalnym artykule. Pokazali oni, że istnienie tarczy podatkowej powoduje zwiększanie wartości przedsiębiorstwa przy wzroście dźwigni¹¹. Argument ten został później rozszerzony na zjawisko hedgingu – zmniejszone ryzyko przyszłych przychodów umożliwia stosowanie większej dźwigni, a także zapewnia pełne wykorzystanie istniejącej tarczy podatkowej. Następnym założeniem, którego wyłączenie pozwala na wykazanie korzyści z hedgingu jest istnienie kosztów transakcyjnych bankructwa. Jeśli przyjmiemy, że są one dodatnie, wówczas hedging zmniejsza prawdopodobieństwo ich wystąpienia, a co za tym idzie, także ich wartość oczekiwaną¹². Odjęcie założenia o symetrii informacji prowadzi natomiast do odrzucenia samego dowodu opartego o arbitraż, ponieważ jeśli inwestorzy nie posiadają pełnej informacji o profilu ryzyka firmy, to nie są oni w stanie zabezpieczyć się przed tym ryzykiem. W efekcie wprowadzenie zarządzania ryzykiem powinno zwiększyć wartość firmy z punktu widzenia inwestorów¹³. W reszcie, możliwe jest także odrzucenie założenia o bezryzykownym i bezkosztowym finansowaniu zewnętrznym. Pojawiają się wówczas problemy dotyczące finansowania inwestycji. Dzięki stosowaniu transakcji zabezpieczających firma może zapewnić finansowanie wewnętrzne dla strategicznych projektów¹⁴. Natomiast jeśli firma emituje dług, stosowanie zarządzania ryzykiem ogranicza problem niedoinwestowania, czyli nie podejmowania realizacji projektów o dodatniej wartości bieżącej przez menedżerów działających dla dobra akcjonariuszy¹⁵.

Inne nurty w teorii zarządzania ryzykiem wyłoniły się poczynając od lat 70-tych, w wyniku odejścia od klasycznych założeń *ceteris paribus*. Nowe teorie koncentrowały się na roli menedżerów i ich motywacji dla decyzji o zarządzaniu ryzykiem, brały także pod uwagę niehomogeniczność przedsiębiorstw i niedoskonałości rynków finansowych. Do najważniejszych teorii nowego nurtu należy teoria kosztów agencji (kosztów przedstawicielstwa) wynikających z rozdzielenia własności i zarządzania w spółkach

¹¹ M. H. Miller, F. Modigliani, *op. cit.* oraz poprawka modelu opublikowana przez tych samych autorów *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, „American Economic Review” 1963, Vol. 53, s. 433-443.

¹² C. Smith, R. M. Stulz, *The Determinants of Firm's Hedging Policies*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1995, Vol. 20 (4), s. 391-405.

¹³ M. H. Miller, *The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years*, „Journal of Economic Perspectives” 1988, Vol. 2 (4), s. 99-120.

¹⁴ K. A. Froot, D. S. Scharfstein, J. C. Stein, *Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies*, „Journal of Finance” 1993, Vol. 48 (5), s. 1629-1658.

¹⁵ D. Mayers, C. W. Smith, *Corporate Insurance and the Underinvestment Problem*, „The Journal of Risk and Insurance” 1987, Vol. 54 (1), s. 45-54.

akcyjnych. Twórcy najważniejszej pracy dotyczącej teorii agencji w finansach przedsiębiorstwa, Jensen i Meckling, rozważając wpływ struktury kapitału spółki na decyzje menedżerów argumentowali, że wierzyciele przedsiębiorstwa nie zgodzą się na finansowanie przy wysokim poziomie dźwigni, gdyż wówczas menedżerowie-właściciele są motywowani do podejmowania nadmiernego ryzyka¹⁶. Problematykę tę przeniósł na pole zarządzania ryzykiem Stulz, który analizował wpływ umów menedżerskich na decyzje o zarządzaniu ryzykiem, zalecając oferowanie menedżerom pakietów akcji spółki zamiast opcji na akcje, które motywują do podejmowania zwiększonego ryzyka¹⁷. Natomiast Leland, próbując dokonać syntezy modelu MM oraz modelu Jensena-Mecklinga pokazał, że zarządzanie ryzykiem przynosi niewielkie korzyści przy normalnych i dużych poziomach dźwigni. Jednak sytuacja ulegała zmianie, jeśli analizowano wyniki modelu przy wysokich poziomach kosztów bankructwa – mimo że dźwignia jest wówczas mała. W rezultacie Leland obalił zatem wnioski wynikające z modelu Jensena i Mecklinga o pozytywnym związku między kosztami agencji a hedgingiem¹⁸. Jednak zapoczątkowany przez Jensena i Mecklinga nurt analizy interakcji między interesami osób zaangażowanych w przedsiębiorstwo rozwija się nadal dynamicznie, prowadząc do włączenia do badań nad finansami przedsiębiorstw teorii interesariuszy¹⁹, do której zaliczyć można między innymi interesującą koncepcję *implicit claims* (zobowiązań domniemanych) – zobowiązań firmy, które nie są zagwarantowane w umowach, gdyż są zbyt nieokreślone lub złożone by można było je zawrzeć w takiej formie ponosząc rozsądne koszty. Cornell i Shapiro²⁰ dowodzili, że w przypadku wielu firm ich byt zależny jest od umiejętności sprzedaży takich zobowiązań domniemanych zarówno klientom (nabywającym produkt w oczekiwaniu kontynuacji serwisu i dostępności kompatybilnych urządzeń w przyszłości) jak i pracownikom (oczekującym możliwości szkolenia i rozwoju zawodowego), kooperantom (skłonny do dostosowania swojej struktury do potrzeb dużego klienta w oczekiwaniu kontynuacji zamówień oraz ich stabilności w przyszłości) i innym interesariuszom. Zdaniem Cornella i Shapiro, jeśli zobowiązania tego typu stanowią poważną część wartości firmy (tzw. kapitału organizacyjnego), to pośrednie koszty problemów

¹⁶ M. Jensen, W. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, Vol. 4, s. 305-360.

¹⁷ R. M. Stulz, *Optimal Hedging Policies*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1984, Vol. 19 (2), s. 127-140.

¹⁸ H. E. Leland, *Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure*, „The Journal of Finance” 1998, Vol. 53 (4), s. 1213-1242.

¹⁹ K. M. Klimczak, *Corporate Risk Management from Stakeholders' Perspective*, referat wygłoszony na konferencji Trans '05, Warszawa 2005, w druku, <http://kmlim.republika.pl/ekonomia/publikac.html>

²⁰ B. Cornell, A. C. Shapiro, *Corporate Stakeholders and Corporate Finance*, „Financial Management” Spring 1987, Vol. 16, s. 5-14.

finansowych i bankructwa rosną dramatycznie, co zgodnie np. z modelem Lelanda²¹ stanowi silną motywację do stosowania zarządzania ryzykiem (obniżenie prawdopodobieństwa bankructwa w istotny sposób podnosi wartość firmy).

2. Różnice między małymi a dużymi firmami w świetle różnych teorii przedsiębiorstwa

Chcąc poddać analizie ekonomiczne różnice między małymi a dużymi przedsiębiorstwami, zmuszeni jesteśmy odejść od neoklasycznego programu badawczego, którego przedmiotem zainteresowania są jedynie procesy zachodzące na rynkach, a nie wewnątrz organizacji w tych rynkach uczestniczących. Niestety jednak, jak dotąd nie wyodrębniła się żadna spójna teoria przedsiębiorstwa, na której moglibyśmy się oprzeć. Zamiast tego, mamy do dyspozycji szeroką gamę *alternatywnych* teorii przedsiębiorstwa, jak to określił Tomasz Gruszecki²², przy czym polskiemu czytelnikowi nie mogą być one znane, gdyż prace czołowych przedstawicieli tych teorii, na przykład noblisty Ronalda H. Coase'a, nie zostały przetłumaczone, a jedynie wybrane oryginalne wydania są dostępne w polskich bibliotekach. Ponadto analizę ekonomiczną działalności przedsiębiorstw przesłania ogromna liczba publikacji i badań z dziedziny zarządzania i marketingu, które wypełniają lukę powstałą w ciele nauki ekonomii. Jednak publikacje te mają zazwyczaj charakter poradnikowo-anegdotyczny i nie prowadzą do powstania spójnych teorii. Aby zatem dokonać próby porównania małych i dużych przedsiębiorstw poddamy je analizie w świetle wybranych teorii, omówionych w poprzednim punkcie.

Mimo obecnej powszechności spółek kapitałowych o licznych akcjonariacie oraz ich dominującej roli w gospodarce, idea rozdziału własności i zarządzania ma wyjątkowo krótką historię. Choć pierwsze tego typu spółki powstawały już w XVIII wieku, to zaczęły się upowszechniać dopiero w czasie procesów koncentracyjnych na przełomie XIX i XX wieku. Klasyczni ekonomiści uważali je zresztą za konstrukcje niewydajne, argumentując, że nikt nie zarządza cudzym majątkiem równie starannie jak własnym²³. Jak pisał Adam Smith, *sprawy takiej kompanii prowadzi się zawsze mniej lub bardziej niedbale i rozrzutnie*²⁴. Historia gospodarcza zaprzecza owym początkowym uprzedzeniom wobec spółek kapitałowych. Nie zmieniło to jednak faktu, że główny nurt ekonomii pomija całkowicie problem rozdziału zarządzania i własności w części przedsiębiorstw i niehomogeniczności populacji przedsiębiorstwa jaka z tego wynika.

²¹ H. E. Leland, *op. cit.*

²² T. Gruszecki, *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2002, s. 11-17.

²³ *Ibidem*, s. 148-151.

²⁴ A. Smith, *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, PWN, Warszawa 1954, s. 468.

Z drugiej strony, nauka finansów przedsiębiorstwa koncentruje się właśnie na spółkach akcyjnych, pomijając z kolei problematykę małych i średnich firm. Za przykład takiego podejścia może posłużyć model Modiglianiego i Millera, który uwzględnia jedynie spółki akcyjne o rozproszonym akcjonariacie, dodatkowo nie biorąc pod uwagę istnienia akcji innych niż zwykle²⁵. W efekcie, na mocy założeń, wnioski z tego modelu nie mogą być odnoszone do innych spółek, co wyklucza zastosowanie go w naszej analizie zarządzania ryzykiem w małych spółkach, podobnie jak całego nurtu analizy bazującego na tym paradygmacie. Podsumowując, nie dysponujemy modelem prowadzącym do wniosku o nieistotności struktury kapitałowej małych i średnich przedsiębiorstw.

Alternatywne podejście prezentowane jest przez nurt, do którego należą teoria agencji i teoria interesariuszy. Jensen i Meckling, choć rozważali jedynie spółki akcyjne, rozwijając teorię agencji analizie poddali spółki, w których menedżer jest także właścicielem części lub całości akcji²⁶. Wnioskują oni, że w przypadku pełnej własności menedżera, będzie on maksymalizował swoją użyteczność, na którą składają się bogactwo oraz przyjemność korzystania ze świadczeń ubocznych, takich jak służbowy samochód, komputer, czy komórka. Punktem maksymalnej osiągalnej użyteczności jest moment zrównania użyteczności krańcowej obydwu składników, przy czym zależność między bogactwem a benefitami jest ujemna. Jeśli właściciel odsprzeda część swoich akcji, to poniesie tylko część kosztów benefitów jaka przypadnie na jego udział w spółce. Zatem im mniejszy udział menedżera w spółce, tym większą będzie on miał motywację do zwiększania świadczeń ubocznych kosztem zysku i wartości firmy. Choć owe koszty – koszty przedstawicielstwa – są uwzględniane przy wycenie na efektywnym rynku kapitałowym oraz zmniejszane poprzez monitorowanie, ich istnienie zmniejsza wartość firmy, a także tempo jej ekspansji. Dlaczego zatem spółki akcyjne są tak powszechne? Na to pytanie autorom nie udało się odpowiedzieć. Warto jednocześnie zauważyć, że koncepcja kosztów przedstawicielstwa zawiera w samej nazwie dość podstawowy błąd pojęciowy. Menedżer nie jest przedstawicielem akcjonariuszy, lecz przedstawicielem spółki, która w świetle prawa posiada osobowość. W stosunku do akcjonariuszy, menedżer jest raczej powiernikiem majątku, który ma za zadanie powiększać²⁷.

Z roli menedżera jako powiernika wynika jednocześnie cel działania korporacji: powiększanie majątku jej właścicieli. W ekonomii finansowej cel ten określa się formalnie

²⁵ M. H. Miller, F. Modigliani, *op. cit.*

²⁶ M. Jensen, W. Meckling, *op. cit.*

²⁷ R. E. Freeman, R. Phillips, A. C. Wicks, *What Stakeholder Theory is not*, „Business Ethics Quarterly” 2003, Vol. 13 (4), s. 479-502.

jako maksymalizację wartości, a w praktyce finansów jako poszukiwanie wartości (gdyż w rzeczywistości maksymalizacja wartości okazuje się niemożliwa). Jaki natomiast jest cel działania małych spółek, w których zarządzanie i własność nie są rozdzielone? Maksymalizacja wartości okazuje się być w tym przypadku nieadekwatnym kryterium, gdyż menedżer-właściciel angażuje w swoją firmę znacznie więcej niż tylko pieniądze. Wydaje się zatem, iż maksymalizacja użyteczności jest lepszym kryterium celu, ponieważ uwzględnia nie tylko majątek, ale także użyteczność czasu wolnego, czy też satysfakcję z bycia własnym szefem. Pozostaje jednak pytanie, jak określić cel działalności firmy, w której występuje więcej niż jeden właściciel-menedżer? Wówczas cel będzie trudną do określenia wypadkową ścierających się interesów wspólników. Analiza małych i średnich firm stanowi zatem poważne wyzwanie dla ekonomistów. Dodatkowo utrudnia tę analizę płynność granicy między przedsiębiorstwem jednoosobowym a świadczeniem pracy oraz wielość form prawnych spółek.

3. Teoria hedgingu walutowego w dużej firmie

Rozważmy argumenty przemawiające za stosowaniem hedgingu w dużych spółkach. W sekcji pierwszej przytoczony został model Modiglianiego-Millera dowodzący nieistotności zarządzania ryzykiem dla wartości przedsiębiorstwa oraz propozycje usunięcia poszczególnych założeń modelu, co pozwalało na zidentyfikowanie potencjalnych źródeł dodatkowej wartości wytwarzanej przez zarządzanie ryzykiem. Otrzymane w ten sposób przesłanki hedgingu odnoszą się właśnie do dużych spółek akcyjnych o rozproszonym akcjonariacie. Podobnie pozostałe teorie opisane powyżej opisują sytuację właśnie dużych przedsiębiorstw. Zatem, aby uniknąć powtórzeń, poszczególne teorie zostaną omówione w następnym punkcie, gdzie poddam je analizie z punktu widzenia specyfiki małego przedsiębiorstwa.

Istotną kwestią, którą należy jednak najpierw rozważyć jest problem rzeczywistego obniżenia ryzyka przez zastosowanie walutowych transakcji zabezpieczających. Wymienione wcześniej przesłanki zarządzania ryzykiem odnosiły się do zmniejszenia ogólnego ryzyka firmy, a nie do zarządzania ryzykiem ograniczonego tylko do hedgingu walutowego. Jaka mamy pewność, że zastosowane techniki hedgingowe rzeczywiście doprowadziły do zredukowania ogólnego ryzyka firmy? Jeśli przedsiębiorstwo stosuje jedynie hedging walutowy, takiej pewności nie mamy²⁸. Możliwe jest bowiem, że dokonano jedynie zamiany

²⁸ W. R. Guay, *The impact of derivatives on firm risk: An empirical examination of new derivative users*, „Journal of Accounting and Economics” 1999, Vol. 29, s. 319-351.

jednego rodzaju ryzyka (ryzyka walutowego) na inny (np. ryzyko kredytowe, lub ryzyko operacyjne transakcji terminowych). Dopiero wprowadzenie globalnego, spójnego procesu zarządzania ryzykiem pozwala przedsiębiorstwu na dokładną identyfikację i pomiar ryzyka, a następnie podjęcie kroków w celu zmniejszenia ryzyka. Z punktu widzenia kryterium wartości przedsiębiorstwa, skuteczne ograniczenie ryzyka może przejawiać się w zmniejszeniu siły związku między zmiennością czynników ryzyka (kursów walutowych) a zmiennością wartości firmy²⁹. Powstaje zatem pytanie dla badań empirycznych, jak przedsiębiorstwa zarządzają swoim ryzykiem?

W krajach anglosaskich³⁰ oraz w Niemczech³¹ przeprowadzono wiele badań kwestionariuszowych dotyczących stosowanych praktyk zarządzania ryzykiem. Wyniki tych badań nie pozwoliły jednak na jednoznaczne odrzucenie, ani tym bardziej potwierdzenie, żadnej z teorii hedgingu. We wszystkich badaniach powtarza się niezmiennie jeden tylko czynnik istotny dla decyzji o zarządzaniu ryzykiem – rozmiar spółki³². Im badana spółka jest większa, tym większe prawdopodobieństwo, że będzie ona wdrażała system zarządzania ryzykiem. Choć taka obserwacja może się wydawać oczywista z praktycznego punktu widzenia (zarządzanie ryzykiem jest drogim procesem, na który mogą sobie pozwolić jedynie firmy dysponujące odpowiednio dużymi środkami), to jest niezgodna z zaleceniami teorii. Duże firmy cechują się przecież znacznie większą stabilnością przepływów niż małe, więc odniesione przez nie korzyści z hedgingu powinny być mniejsze³³. Jednakże tendencja ta występuje na całym świecie, także wśród polskich spółek giełdowych³⁴. Badając problem ograniczania ogólnego ryzyka, W. R. Guay potwierdził natomiast, że stosowanie hedgingu rzeczywiście prowadzi do spadku ogólnego ryzyka – badając amerykańskie przedsiębiorstwa w latach 1991-1994 pokazał, że ograniczanie ryzyka było zarówno przesłanką rozpoczęcia

²⁹ C. Smith, R. M. Stulz, *The Determinants of Firm's Hedging Policies*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1995, Vol. 20 (4), s. 391-405.

³⁰ Np.: D. R. Nance, C.W. Smith, C. W. Smithson w pracy *On the Determinants of Corporate Hedging*, „Journal of Finance” 1993, Vol. 48, s. 280; wyjątkowo interesująca praca P. Tufano, *Who manages risk? An empirical examination of risk management practices in the gold mining industry*, „The Journal of Finance” 1996, Vol. 51 (4), s. 1097-1137.; H. Berkman, M. E. Bradbury, *Empirical Evidence on the Corporate Use of Derivatives*, „Financial Management” 1996, Vol. 25 (2), s. 5-13.; R. C. Marston, G. M. Bodnar, G. Hayat, *1998 Wharton survey of financial risk management by US non-financial firms*, „Financial Management” 1998, Vol. 27 (1), s. 70-92; R. Faff i H. Nguyen, *On The Determinants of Derivative Usage by Australian Companies*, „Australian Journal of Management” 2002, Vol. 27 (1), s. 1-24.

³¹ A. Fatemi, M. Glaum, *Risk Management Practices of German Firms*, „Financial Management” 2000, Vol. 26 (3) s. 1-17 oraz G. Bodnar, G. Gebhardt, *Derivatives Usage in Risk Management by US and German Non-Financial Firms: A comparative study*, NBER Working Paper No. 6705, 1998.

³² R. M. Stulz, *Rethinking Risk Management*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1996, Vol. 9 (3), s. 8-24.

³³ *Ibidem*.

³⁴ K. M. Klimczak, *Wykorzystanie pochodnych instrumentów zabezpieczających przez polskie przedsiębiorstwa notowane na GPW*, Prace Naukowe AE im. O. Langego we Wrocławiu, 2005, w druku, <http://kmklim.republika.pl/ekonomia/publikac.html>

hedgingu, jak i jego skutkiem³⁵. Brak jest jednak potwierdzenia pozytywnego wpływu hedgingu na wartość firmy. Analizę hedgingu komplikuje fakt, że przedsiębiorstwa zazwyczaj stosują hedging selektywny, uzależniając poziom zabezpieczenia od oczekiwanych zmian sytuacji rynkowej. Jednocześnie czynią tak nie tylko firmy obracające specyficznym towarem – jak firmy metalurgiczne w Polsce, które aktywnie działają na terminowej Londyńskiej Giełdzie Metali – lecz także przedsiębiorstwa, które zabezpieczają się jedynie przed ryzykiem kursów walutowych. O ile te pierwsze firmy mogą posiadać niedostępne publicznie informacje na temat tendencji zmian cen metali, o tyle taka sytuacja nie ma miejsca w przypadku kursów walutowych, których zmian nie sposób systematycznie przewidywać. Kierowanie się własnymi przeczuciami lub prognozami w transakcjach zabezpieczających może zatem wskazywać na niezrozumienie idei hedgingu i podejmowanie prób pozyskania dodatkowych dochodów z rynku, na którym firma nie posiada przewagi konkurencyjnej.

4. Teoria hedgingu walutowego w małej firmie

Problematyka małych i średnich przedsiębiorstw zyskuje w ostatnich latach zasłużoną uwagę ekonomistów, lecz badania nad zarządzaniem ryzykiem w dalszym ciągu wydają się pomijać ten sektor gospodarki. Przyczyn takiego zachowania ekonomistów z dziedziny hedgingu można dopatrywać się w niepotwierdzonej empirycznie opinii, że małe przedsiębiorstwa nie zarządzają ryzykiem, lub też w metodologicznej wygodzie ograniczenia analizy do spółek giełdowych. Tymczasem w Polsce wszystkie spółki akcyjne stanowią mniej niż trzy procent ogółu zarejestrowanych przedsiębiorstw. Ponadto, istnieje wiele przyczyn, dla których założenie nieaktywności małych przedsiębiorstw na rynku transakcji terminowych jest wątpliwe. Po pierwsze, właściciele małych przedsiębiorstw nie są zdywersyfikowanymi inwestorami, więc nie mogą dokonać rozproszenia ryzyka, na które narażona jest ich firma. Zatem obniżenie ryzyka przedsiębiorstwa przyniesie im korzyści – nie może tu być mowy o nieistotności struktury ryzyka, czy kapitału. Po drugie, małe przedsiębiorstwa są znacznie bardziej narażone na ryzyko niewypłacalności i upadłości. Duże, a zwłaszcza bardzo duże przedsiębiorstwa są często zbyt ważne dla lokalnych społeczności by pozwolono im upaść. Po trzecie, w czasach globalizującej się gospodarki światowej eksport i import, a także zawieranie transakcji finansowych w obcych walutach, przestały być domeną dużych firm. W szczególności przed polskimi przedsiębiorstwami otworzyły się teraz rynki unii europejskiej. Ponieważ walutą rozliczeń w handlu z krajami Unii jest euro, to polskie firmy

³⁵ W. R. Guay, *op. cit.*

ponoszą całość ryzyka walutowego tych transakcji i będą na ryzyko walutowe narażone dopóki Polska nie przystąpi do Unii Gospodarczej i Walutowej lub nie wprowadzi stałego kursu złotego wobec euro.

Jak wspomniano wcześniej, mimo przedstawionych przesłanek dla zarządzania ryzykiem w małych przedsiębiorstwach, według wiedzy autora nie powstała jak dotąd żadna teoria opisująca zachowania właśnie tej grupy firm. Choć możliwe jest dokonywanie uogólnień wniosków teorii dotyczących spółek akcyjnych na spółki małe, to wszystkie modele ekonomiczne opierające się o procesy rynku kapitałowego należy z góry odrzucić jako nieodpowiednie. Dodatkowo, w warunkach dominacji banków na rynku finansowym małym i średnim przedsiębiorstwom niezwykle trudno byłoby finansować się długiem rynkowym, który jest uwzględniany we wszystkich modelach³⁶. W rezultacie wszystkie znane autorowi modele hedgingu w przedsiębiorstwach nie mogą zostać użyte do analizy zachowania małych i średnich przedsiębiorstw. Jeśli natomiast przyjmiemy założenie, że firma posiada tylko jednego właściciela, lub wspólnicy działają jednomyślnie, możemy skierować naszą uwagę na modele optymalizacji użyteczności osoby działającej na rynku rzeczywistym i terminowym jednocześnie, takie jak wcześniej wspomniany prosty model Johnsona z 1960 roku³⁷. Jednak model ten bierze pod uwagę jedynie działania na dwóch rynkach, bez uwzględnienia problematyki struktury kapitału lub finansowania, czy też ryzyka upadłości i kosztów z nim związanych. Ponadto przedmiotem modelu Johnsona był obrót na rynkach produktów rolnych, a nie rynku walutowym, który rządzi się dalece odmiennymi prawami. Być może jednak właśnie modele maksymalizacji użyteczności w połączeniu ze zmodyfikowanymi modelami finansowymi mogłyby stanowić podstawę nowej teorii hedgingu w małych i średnich przedsiębiorstwach. Podobnej syntezy dokonał Leland, choć jego model opisywał zachowanie przedsiębiorstw na rynku kapitałowym, niedostępnym dla małych firm³⁸.

W przypadku małych i średnich przedsiębiorstw wyjątkowo dużego znaczenia nabiera problem ograniczenia ryzyka walutowego w kontekście ryzyka globalnego firmy, podobnie jak to miało miejsce w przypadku firm dużych. Jeśli istnieje niebezpieczeństwo nieświadomego przyjęcia przez dużą spółkę dodatkowego ryzyka w ramach dokonywanych transakcji terminowych, to w przypadku małych firm można mieć pewność, że do takiej

³⁶ Ponadto, użycie wyłącznie długu bankowego jest optymalnym rozwiązaniem dla małych firm, jak pokazali D. Hackbarth, C. Hennessy i H. E. Leland w pracy *The Optimal Mix of Bank and Market Debt: An Asset Pricing Approach*, referat nr 485, wygłoszony na EFA 2003 Annual Conference, Glasgow 2003, <http://faculty.haas.berkeley.edu/hennessy/papers/mix14.pdf>

³⁷ L. L. Johnson, *op. cit.*

³⁸ H. E. Leland, *op. cit.*

zamiany ryzyka dojdzie za sprawą niedoboru wykwalifikowanej kadry, koncentracji zarządzania przez właściciela oraz jego braku wiedzy z zakresu finansów. Jak pokazały badania ankietowe przeprowadzone w województwie śląskim przedsiębiorcy nie stosują nawet podstawowych metod oceny projektów inwestycyjnych, nie sporządzają planów inwestycyjnych, a jednocześnie jedynie co szósty ma w zwyczaju konsultować decyzje z innymi osobami³⁹. Skoro przeciętny przedsiębiorca nie jest w stanie zaufać pracownikowi na tyle, by ustalać z nim projekty inwestycyjne, to czy zatrudni specjalistę, który będzie sam obracał kontraktami terminowymi? Jeśli tylko będzie on świadomy ryzyka związanego z tymi kontraktami, na pewno nie przekaże zarządzania ryzykiem w obce ręce – być może zresztą słusznie, gdyż nie byłby w stanie kontrolować poczynań takiej osoby. Trudno oczekiwać od przedsiębiorców znajomości podstaw inżynierii finansowej i metod wyceny kontraktów. Mały przedsiębiorca w zawieraniu transakcji zabezpieczających będzie musiał zatem oprzeć się na radzie banku, który dostarcza mu kontrakty terminowe. Jednak, to rozwiązanie również dalekie jest od ideału, ponieważ obdarzanie nieweryfikowalnym zaufaniem sprzedawcę instrumentów finansowych może także doprowadzić do kłopotów finansowych. W efekcie, ryzyko generowane przez użycie instrumentów pochodnych może w przypadku małych przedsiębiorstw przeważać nad zmniejszeniem ryzyka kursów walutowych dzięki tym instrumentom.

Brak wiedzy i umiejętności z zakresu finansów i zarządzania wśród przedsiębiorców podważa sens wdrażania procesów zarządzania ryzykiem. Przede wszystkim, nie posiadają oni wystarczającej wiedzy by monitorować wykorzystanie instrumentów pochodnych, tym samym narażając swoją firmę na szybki upadek w przypadku nadużyć. Po drugie, nie będą oni w stanie wycenić nabytych instrumentów finansowych. O ile duże firmy w takiej sytuacji mogą wynająć wyspecjalizowaną firmę doradczą, o tyle małe firmy nie posiadają wystarczających środków i ponownie będą polegały na wycenie dokonanej przez bank, czyli drugą stronę transakcji. Po trzecie, wątpliwe są korzyści jakie firma może odnieść w wyniku zmniejszonej niepewności, ponieważ aby niepewność została zredukowana, muszą istnieć plany, w których się mogła ona przejawiać. Jeśli przedsiębiorcy nie tworzą planów inwestycyjnych ani finansowych, to trudno mówić o niepewności wynikającej z ryzyka. Ponadto instrumenty pochodne pozwalają na ograniczenie niepewności jedynie w okresie krótkim. Po czwarte, również z powodu braku planowania, zarządzanie ryzykiem nie będzie mogło zostać włączone do procesów strategicznego zarządzania, gdyż wszystkie procesy

³⁹ J. Kuczowic, *Intuicja w decyzjach inwestycyjnych małych przedsiębiorców, czyli dlaczego w małych przedsiębiorstwach nie oblicza się IRR projektów*, Prace Naukowe AE we Wrocławiu, Nr 1042/2004, s. 410-416.

składające się na zarządzanie strategiczne zamknięte są w jednej osobie właściciela. Tym samym nie zostanie dokonana ocena ogólnego ryzyka i wpływu jaki na jego poziom miało zastosowanie instrumentów pochodnych.

5. Podsumowanie

Przedstawiona dyskusja prowadzi do wniosku, iż istnieje potrzeba opracowania spójnej teorii zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie, która połączyłaby osiągnięcia wcześniejszych teorii. O ile zakres przedmiotowy dotychczasowych teorii był ograniczony jedynie do przedsiębiorstw dużych, których akcje notowane są na rynkach kapitałowych, nowa teoria powinna obejmować większą liczbę form przedsiębiorstw. Trudno jest bowiem w dalszym ciągu ignorować istnienie małych spółek, które stanowią ogromną większość we współczesnych gospodarkach. W szczególności, przed nową teorią staje wyzwanie stworzenia ram dla zarządzania ryzykiem w małych i średnich przedsiębiorstwach, w których nie występuje pełny rozdział własności i zarządzania. Zgodnie bowiem z argumentami przedstawionymi w poprzednim punkcie, można zidentyfikować wiele istotnych przesłanek dla wdrażania zarządzania ryzykiem w tych przedsiębiorstwach. Jednak z drugiej strony, hedging wprowadza do firm dodatkowe źródło poważnego ryzyka. Nowa teoria ma zatem za zadanie, oprócz wyjaśnienia zjawiska zarządzania ryzykiem, dostarczyć przejrzystego zbioru instrumentów i jasnych zaleceń praktycznych dla małych przedsiębiorców, którzy chcą zabezpieczyć się przed rosnącą zmiennością cen rynkowych. Jednocześnie, w przedstawionej dyskusji zaznaczono nowe, interesujące pola badań empirycznych. Jak dotąd nie przeprowadzono badań dotyczących świadomości ryzyka oraz metod zarządzania nim stosowanych przez małe przedsiębiorstwa. Natomiast brak empirycznych obserwacji zachowania małych i średnich firm praktycznie uniemożliwia opracowanie teorii hedgingu innej niż oparta o teorie rynków kapitałowych.

Literatura

1. Berkman H., Bradbury M. E.: *Empirical Evidence on the Corporate Use of Derivatives*, „Financial Management” 1996, Vol. 25 (2), s. 5-13.
2. Bodnar G., Gebhardt G.: *Derivatives Usage in Risk Management by US and German Non-Financial Firms: A comparative study*, NBER Working Paper No. 6705, 1998.
3. Cornell B., Shapiro A. C.: *Corporate Stakeholders and Corporate Finance*, „Financial Management” Spring 1987, Vol. 16, s. 5-14.
4. Faff R., Nguyen H.: *On The Determinants of Derivative Usage by Australian Companies*, „Australian Journal of Management” June 2002, Vol. 27 (1), s. 1-24.
5. Fatemi A., Glaum M.: *Risk Management Practices of German Firms*, „Financial Management” 2000, Vol. 26 (3), s. 1-17.

6. Federation of European Risk Management Associations, *A Risk Management Standard*, <http://www.ferma-asso.org/Risk%20Managers%20section/Entreprise%20Risk%20Management%20Corporate%20Governance/RM%20standard%20UK.15.11.04.pdf>
7. Fite D., Pflleiderer P.: *Should Firms Use Derivatives to Manage Risk?*, w: W. Beaver, G. Parker (red.), *Risk Management: Problems and Solutions*, McGraw-Hill, 1995, s. 61-76.
8. Freeman R. E., Phillips R., Wicks A. C.: *What Stakeholder Theory is not*, „Business Ethics Quarterly” 2003, Vol. 13 (4), s. 479-502.
9. Froot K. A., Scharfstein D. S., Stein J. C.: *Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies*, „Journal of Finance” 1993, Vol. 48 (5), s. 1629-1658.
10. Gruszecki T.: *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2002.
11. Guay W. R.: *The impact of derivatives on firm risk: An empirical examination of new derivative users*, „Journal of Accounting and Economics” 1999, Vol. 29, s. 319-351.
12. Hackbarth D., Hennessy C., Leland H. E.: *The Optimal Mix of Bank and Market Debt: An Asset Pricing Approach*, referat nr 485, wygłoszony na EFA 2003 Annual Conference, Glasgow 2003, <http://faculty.haas.berkeley.edu/hennessy/papers/mix14.pdf>
13. Jensen M., Meckling W.: *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, Vol. 4, s. 305-360.
14. Johnson L. L.: *The Theory of Hedging and Speculation in Commodity Futures*, „Review of Economic Studies” 1960, Vol. 27, s. 139-151.
15. Klimczak K. M.: *Corporate Risk Management from Stakeholders' Perspective*, referat wygłoszony na konferencji Trans '05, Warszawa 2005, w druku, <http://kmklim.republika.pl/ekonomia/publikac.html>
16. Klimczak K. M.: *Wykorzystanie pochodnych instrumentów zabezpieczających przez polskie przedsiębiorstwa notowane na GPW*, Prace Naukowe AE im. O. Langego we Wrocławiu, 2005, w druku, <http://kmklim.republika.pl/ekonomia/publikac.html>
17. Kuczowic J.: *Intuicja w decyzjach inwestycyjnych małych przedsiębiorców, czyli dlaczego w małych przedsiębiorstwach nie oblicza się IRR projektów*, Prace Naukowe AE im. O. Langego we Wrocławiu, nr 1042/2004, s. 410-416.
18. Leland H. E.: *Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure*, „The Journal of Finance” 1998, Vol. 53 (4), s. 1213-1242.
19. Mallin C., Ow-Yong K., Reynolds M.: *Derivatives usage in UK non-financial listed companies*, „The European Journal of Finance” 2001, Vol. 7, s. 63-91.
20. Marston R. C., Bodnar G. M., Hayat G.: *1998 Wharton survey of financial risk management by US non-financial firms*, „Financial Management” 1998, Vol. 27 (1), s. 70-92.
21. Mayers D., Smith C. W.: *Corporate Insurance and the Underinvestment Problem*, „The Journal of Risk and Insurance” 1987, Vol. 54 (1), s. 45-54.
22. Miller M. H.: *The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years*, „Journal of Economic Perspectives” 1988, Vol. 2 (4), s. 99-120.
23. Miller M. H., Modigliani F.: *The Cost of Capital and the Theory of Investment*, „American Economic Review” 1958, Vol. 48, s. 261-297.
24. Miller M. H., Modigliani F.: *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, „American Economic Review” 1963, Vol. 53, s. 433-443.
25. Nance D. R., Smith C.W., Smithson C. W.: *On the Determinants of Corporate Hedging*, „Journal of Finance” 1993, Vol. 48, 1993, s. 280.
26. Smith C., Stulz R. M.: *The Determinants of Firm's Hedging Policies*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1995, Vol. 20 (4), s. 391-405.
27. Stulz R.M.: *Rethinking Risk Management*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1996, Vol. 9 (3), s. 8-24.
28. Tufano P.: *Who manages risk? An empirical examination of risk management practices in the gold mining industry*, „The Journal of Finance” 1996, Vol. 51 (4), s. 1097-1137.
29. Williams C. A., Smith M. L., Young P. C.: *Zarządzanie ryzykiem a ubezpieczenia*, PWN, Warszawa 2002.
30. Working H.: *Futures Trading and Hedging*, „American Economic Review” 1953, Vol. 43, s. 314-340.
31. Working H.: *New Concepts Concerning Futures Markets and Prices*, „American Economic Review” 1962, Vol. 52, s. 432-459.