

Marcin Krysiak, Arkadiusz Siedlecki

**ZARZĄDZANIE RYZYKIEM RYNKOWYM  
W PRZEDSIĘBIORSTWIE**

Istnieje wiele definicji ryzyka.. Wg H. Markowitza, ryzyko to „wariancja stopy zwrotu, która jest rzeczą niepożądaną i której wielkość inwestor chce zminimalizować”.<sup>1</sup> Mogą mieć one charakter zewnętrzny, co oznacza, że nie podlegają kontroli ze strony podmiotów gospodarujących bądź, charakter wewnętrzny — są zależne od decyzji podejmowanych przez jednostki gospodarcze<sup>2</sup>. Czynniki zewnętrzne nazywane są elementami tzw. ryzyka systematycznego<sup>3</sup>, którego źródłem są zmiany gospodarcze, polityczne czy społeczne takie jak: ryzyko rynkowe, ryzyko siły nabywczej, jak również ryzyko stopy procentowej. Czynniki wewnętrznymi są elementy ryzyka niesystematycznego, zależnego od rodzaju prowadzonej działalności.

Jednym z najważniejszych rodzajów ryzyka systematycznego jest ryzyko rynkowe (*market risk*), które zasadniczo wynika ze zmian na rynkach finansowych, W związku z powyższym, wyróżnia się cztery podstawowe rodzaje ryzyka rynkowego:

- ryzyko kursu walutowego (*exchange rate risk*);
- ryzyko stopy procentowej (*interest rate risk*);
- ryzyko cen towarów (*commodity price risk*);
- ryzyko cen akcji (*stock price risk*).

---

<sup>1</sup> Por. P. L. Bernstein, *Przeciw bogom. Niezwykłe dzieje ryzyka*, Warszawa 1997, s. 227.

<sup>2</sup> A. Grąt, *Ryzyko stopy procentowej i instrumenty służące zabezpieczeniu się przed nim*, „Materiały i Studia” 1999, z. 55, s. 7.

<sup>3</sup> S. Soroczyński, J. Stachowicz, *Zabezpieczenie ryzyka stopy procentowej i ryzyka walutowego za pomocą transakcji nierzeczywistych futures i options*, Kraków 1994, s. 11,

Zarządzanie ryzykiem rynkowym w przedsiębiorstwie jest procesem złożonym, polegającym na świadomym doborze odpowiednich instrumentów finansowych, w zamiarze realizacji nadrzędnego celu, jakim jest ograniczenie zmienności pożądanego wyniku finansowego.

Każda działalność gospodarcza wiąże się z określonym poziomem ryzyka nie osiągnięcia zamierzonego wyniku. Ryzyka nie można wyeliminować, natomiast można nim skutecznie zarządzać w celu jego zminimalizowania.

Wybór strategii zarządzania ryzykiem rynkowym w przedsiębiorstwie jest uzależniony od szeregu czynników:

- nastawienia kadry zarządzającej do ryzyka jego akceptacja, czy też awersja na ryzyko;
- wrażliwości firmy na wpływ poszczególnych czynników ryzyka;
- umiejętności i kwalifikacje kadry zarządzającej;
- możliwości zastosowania wewnętrznych instrumentów zabezpieczających i/ lub instrumentów zewnętrznych.

Splot powyższych czynników może się zasadniczo różnić w poszczególnych przedsiębiorstwach, dlatego też kwestia podejścia do ryzyka jest sprawą bardzo indywidualną. Niekoniecznie to, co zdało egzamin w jednej firmie, musi zadziałać w drugiej.

Warto w tym miejscu szerzej rozwinąć kwestię możliwości zastosowania wewnętrznych instrumentów zabezpieczających. Istota hedgingu wewnętrznego (naturalnego), polega na wykorzystaniu w pierwszej kolejności możliwości jakie stwarzają zabezpieczenia wewnętrzne (netting, kompensacja). Na gruncie praktycznym, istotę hedgingu naturalnego można łatwo przedstawić na przykładzie korporacji międzynarodowej, realizującej przychody i koszty w różnych walutach. Dobrym przykładem jest koncern *General Motors (GM)*. Ten globalny producent samochodów posiada na całym świecie szereg filii produkujących auta pod różnymi markami. Zakupy podzespołów, stali czy innych komponentów do produkcji, jak również sprzedaż samochodów odbywa się jednocześnie na wielu rynkach. Sytuacja taka powoduje powstawanie strumieni płatności w różnych walutach. Strategia GM w tym zakresie przewiduje stosowanie *nettingu* wewnętrznych przyływów na poziomie globalnym spółki. Oznacza to, iż ekspozycja walutowa netto spółki europejskiej powstająca po stronie przychodowej wyrażona w EUR jest konfrontowana z ekspozycją kosztową w EUR spółki córki np. z Meksyku, a zakupującej komponenty w Europie. Dopiero różnica pomiędzy skumulowanymi, według tej zasady, strumieniami płatności w poszczególnych walutach jest zabezpieczana przy użyciu hedgingu zewnętrznego i instrumentów pochodnych. Można zatem stwierdzić, iż pierwszym krokiem w zarządzaniu ryzykiem walutowym powinno być maksymalne wykorzystanie możliwości jakie stwarzają zabezpiecze-

nia wewnętrzne, dopiero w dalszej kolejności należy się skoncentrować na zabezpieczeniach przy użyciu instrumentów rynku terminowego.

Korzystanie z zewnętrznych form zabezpieczeń niesie za sobą konieczność poniesienia jednej z dwóch grup kosztów:

- koszty bezpośrednie zawierania transakcji, np. koszty premii opcyjnej;
- koszty pośrednie, wynikające z zamrożenia części kapitału (koszty utraczonych możliwości); np. depozyt zabezpieczający przy zakupie kontraktów futures.

Jednakże, zastosowanie hedgingu zewnętrznego (instrumentów pochodnych), pozwala na budowanie całych strategii zabezpieczających pozwalających w pełnijszy sposób dopasować zabezpieczenia do wewnętrznych wymagań firmy.

Jak już wspomniano powyżej, zarządzanie ryzykiem jest procesem niezwykle złożonym, rozpoczynającym się w momencie identyfikacji głównych źródeł ryzyka, poprzez dobór odpowiednich narzędzi służących jego ograniczeniu, a kończąc na ocenie skuteczności zastosowanej strategii oraz jej wpływu na wyniki księgowo.

Etap pierwszy, czyli identyfikacja ryzyka, polega na określeniu czynników mogących mieć istotny negatywny wpływ na przyszłe wyniki. Nie istnieje uniwersalna metoda służąca identyfikacji ryzyka. Należy pamiętać, iż każde przedsiębiorstwo w zależności od profilu prowadzonej działalności w różnym stopniu podlega zagrożeniom rynkowym. Realia otwartej gospodarki rynkowej w sposób interaktywny oddziałują na organizm będący jej częścią, jakim jest przedsiębiorstwo. W zależności od skali działalności, rynków na których działa firma, czy prowadzonej przez zarząd polityki, powstająca w wyniku prowadzenia działalności gospodarczej ekspozycja netto spółki, w sposób ciągły podlega zmieniającej się mozaice czynników ryzyka. W sposób oczywisty, firma, która znaczną część swoich przychodów realizuje w walucie zagranicznej, w większym stopniu narażona jest na ryzyko walutowe niż firma działająca lokalnie. Analogicznie, firma, w której strukturze kapitału istotnym elementem jest kapitał obcy, np. kredyt bankowy, będzie bardziej zainteresowana zabezpieczeniem się przed wzrostem kosztu jego obsługi niż firma w całości finansująca się kapitałem własnym. Na tym etapie istotnym elementem jest wykazanie kwantytatywnego wpływu poszczególnych czynników ryzyka na przyszłą ekspozycję spółki. Niemożność pomiaru oznacza, że ryzyko nie istnieje, a występuje jedynie niemierzalna niepewność.

Dobór odpowiednich instrumentów finansowych uzależniony jest od wyników identyfikacji źródeł ryzyka.

Oba procesy, zarówno identyfikacja, jak następujący po nim etap analizy i wyboru odpowiedniej strategii zabezpieczającej przy wykorzystaniu dostępnych instrumentów finansowych pozostają we wzajemnej relacji przyczynowo-skutkowej. Nie jest możliwy skuteczny hedging bez uprzedniego jasnego stwierdzenia, co

ma podlegać zabezpieczeniu, oraz, przed jakim rodzajem ryzyka zamierzamy się uchronić. Dopiero tak przeprowadzony proces pozwoli nam na zastosowanie najefektywniejszej strategii, lub też podjęcia decyzji o nie zabezpieczeniu się, co również jest swoistym wyrazem przemyślanej polityki zarządzania ryzykiem w firmie.

Podstawową zasadą, jaką należy się kierować w procesie zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie, jest to, iż zawieranie transakcji zabezpieczających może być dokonywane wyłącznie w celu zminimalizowania ryzyka wynikającego z ekspozycji walutowej, towarowej lub stóp procentowych. Zawierane transakcje zabezpieczające służą stabilizacji wyników finansowych i minimalizacji ryzyka rynkowego, na które narażona jest spółka, w związku z tym nie mogą mieć charakteru spekulacyjnego oraz nie mogą być zawierane w celu osiągnięcia zysku. Przypadki łamania tej zasady niestety nie należą do rzadkości. W wielu firmach brak odpowiedniego nadzoru i nieodpowiedzialność osób odpowiedzialnych za proces hedgingu były przyczyną spektakularnych strat a nawet bankructw.

Zastosowanie określonej strategii zabezpieczającej nie jest możliwe bez wykorzystania odpowiednich narzędzi. Tymi narzędziami są instrumenty pochodne, które w najprostszy sposób można scharakteryzować następująco:

- instrumentem pochodnym nazywamy instrument, którego wartość jest zależna od zmiany wartości instrumentu bazowego, to jest określonej stopy procentowej, ceny papieru wartościowego lub towaru, kursu wymiany walut, indeksu cen lub stóp, oceny wiarygodności kredytowej lub indeksu kredytowego, albo innej podobnej wartości;
- nabycie nie powoduje poniesienia żadnych wydatków początkowych, albo wartość netto tych wydatków jest niska w porównaniu do innych rodzajów kontraktów, których cena podobnie zależy od zmiany warunków rynkowych;
- rozliczenie nastąpi w przyszłości.

Do podstawowych instrumentów pochodnych wykorzystywanych przez przedsiębiorstwa należą:

- finansowe kontrakty forward;
- kontrakty financial futures;
- opcje;
- swapy;
- warranty;
- kontrakty cap;
- kontrakty floor;
- kontrakty collar.

Kontrakty financial futures oferowane są wyłącznie na rynkach zorganizowanych, czyli na giełdach i na regulowanych rynkach pozagiełdowych. Finansowe

kontrakty forward, swapy oraz kontrakty cap, floor i collar oferowane są wyłącznie na rynkach nie zorganizowanych. Opcje finansowe i warranty można kupować i sprzedawać zarówno na rynkach zorganizowanych, jak i na rynkach nie zorganizowanych. Najwyższy stopień gwarancji wykonania kontraktów, których przedmiotem są instrumenty pochodne, mają kontrakty zawierane na rynkach zorganizowanych. Wśród wszystkich zatem instrumentów pochodnych najbardziej pewne, z punktu widzenia przedsiębiorstw zabezpieczających się przed ryzykiem, są instrumenty, którymi obrót odbywa się właśnie na tych rynkach<sup>4</sup>.

Zastosowanie odpowiedniego instrumentu, czy też kombinacji kilku instrumentów powinno zostać poprzedzone analizą kosztu zastosowania określonej strategii, który nie może być wyższy od korzyści płynących z ograniczenia negatywnego wpływu ryzyka na wyniki finansowe przedsiębiorstwa.

Proces zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie odbywa się najczęściej poprzez specjalnie w tym celu, wyodrębnione w pionie finansowym, wyspecjalizowane komórki.

Generalną zasadą w procesie zarządzania ryzykiem jest oddzielenie funkcji analitycznych od realizacji transakcji i ewidencji rachunkowej. W tym celu w ramach działów finansowych zajmujących się hedgingiem wyodrębnia się podział na następujące zespoły:

- Zespół *Front office*
- Zespół *Middle office*
- Zespół *Back office*

Zadaniem *Front office* jest dokonywanie zatwierdzonych, uprzednio przygotowanych przez *Middle office*, transakcji na rynku. Zespół *Back office* dokonuje z kolei weryfikacji księgowej dokonywanych transakcji na odpowiednich kontach rachunkowych.

Jakkolwiek, każdy z powyżej wymienionych zespołów, stanowi nieodzowne ogniwo w łańcuchu prowadzenia skutecznej polityki zabezpieczania, szczególną uwagę warto skierować w tym miejscu na zespół *Middle office*, gdyż w znacznej mierze od jego poczynąń zależy charakter oraz kształt przyjętej przez zarząd firmy strategii zarządzania ryzykiem. Do jego zadań należy zarówno identyfikacja, pomiar, jak również dobór odpowiednich instrumentów finansowych mających na celu zabezpieczenie ekspozycji netto przed niekorzystnymi zmianami. Rola *Middle office* nie kończy się w momencie zawarcia na rynku transakcji, gdyż jest on dalej zaangażowany w proces kontroli skuteczności zawartych transakcji. Pomiar skuteczności wszystkich instrumentów pochodnych w portfelu spółki,

---

<sup>4</sup> M. Biegański, A. Janc (red.), *Hedging i nowoczesne usługi finansowe*, Poznań 2001, s. 17.

powinien się odbywać regularnie, najlepiej w interwałach miesięcznych, a jego wyniki oraz wpływ na bieżącą ekspozycję netto powinny być przekazywane w postaci raportów księgowych do komórek *Back office*.

Zastosowane w ramach hedgingu instrumenty pochodne w całym okresie trwania powiązania powinny wykazywać się wysoką skutecznością mieszczącą się wg metodologii J. P Morgana w przedziale 80-125%, co oznacza, iż wzajemny iloraz wartości godziwych instrumentu zabezpieczającego i zabezpieczanego wykraczający poza ten przedział jest symptomem nietrafności danego powiązania zabezpieczającego. Oczywiście, teoretycznym przykładem hedgingu doskonałego, byłoby znalezienie takiego powiązania, gdzie spadek/wzrost wartości godziwej instrumentu zabezpieczanego byłby kompensowany dokładnie przez taki sam wzrost/spadek wartości godziwej instrumentu zabezpieczającego. Taka sytuacja zdarza się niezwykle rzadko, najczęściej korelacja zmian tych wartości jest różna od (-1).

Stosowanie w firmie hedgingu implikuje pewne konsekwencje w stosunku do prowadzonej w firmie polityki rachunkowości. W celu uniknięcia wpływu na wynik finansowy gwałtownych zmian w wycenie przepływów z istniejących instrumentów zabezpieczających, celowe wydaje się stosowanie rachunkowości zabezpieczeń. I tak, dzięki temu zabiegowi, na rachunek zysków i strat przenoszona jest (np. w przypadku zabezpieczenia przepływów finansowych) tylko nieskuteczna część przepływu z instrumentu pochodnego, pozostała, skuteczna część, przenoszona jest na kapitał z aktualizacji wyceny. Zgodnie z MSR 39<sup>5</sup>, rachunkowość zabezpieczeń może być stosowana tylko do powiązań zabezpieczających charakteryzujących się wysoką skutecznością. W myśl tak przyjętej metodologii, zabezpieczenie nie spełniające kryterium skuteczności nie może podlegać procesowi rachunkowości zabezpieczeń.

Jak można zauważyć, proces zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie jest procesem niezwykle złożonym obejmującym swoim zakresem zarówno zagadnienia z zakresu ekonomii, finansów, a kończąc na kwestiach rachunkowych. Wymaga on od zarządzającego gruntownego przygotowania merytorycznego. Niezwykle istotnym elementem jest odpowiednia kontrola i bieżący nadzór na każdym etapie. Jej brak oraz nieodpowiedzialność osób uczestniczących w procesie hedgingu może być przyczyną spektakularnych porażek doprowadzających do niepowetowanych strat a nawet spektakularnych bankructw, których przykłady, w krótkiej historii tej dyscypliny finansów, można mnożyć. Aby się ich ustrzec, każde przedsiębiorstwo powinno wypracować przemyślaną politykę w tym zakresie i konsekwentnie ją realizować.

<sup>5</sup> MSR 39, Instrumenty finansowe; ujmowanie i wycena, pkt 88b,

## **Summary**

### **Market Risk Management of the Company**

The issues presented in this paper deal with the problems of the Market Risk Management. Authors of the study have made an attempt to determine the impact of hedging policy on the general standing of the company and have introduced derivatives which are commonly regarded as tools of protection against risk.

One of the main thesis of that study is that the company should be aware of opportunities and threats of applying risk management policy and only hedging due to the best practices, avoiding speculation, is the best way to success.