

STRESZCZENIE

Handel międzynarodowy i współpraca z podmiotami zagranicznymi to w drugiej dekadzie XXI wieku codzienność dla większości przedsiębiorstw, zarówno tych dużych jak i tych z sektora małych i średnich przedsiębiorstw (MSP). Dla Polski szczególnie duże znaczenie w rozwoju gospodarki rynkowej i swobodnego rozszerzania działalności miało przystąpienie do Unii Europejskiej w dniu 1 maja 2004 roku. Znacząco zmieniała się wówczas perspektywa rozwoju polskich małych i średnich przedsiębiorstw, które mogły zostać już traktowane jako przedstawiciele Unii Europejskiej, a nie tylko jako przedsiębiorstwa ze średniej wielkości kraju. Małe i średnie przedsiębiorstwa prowadzące działalność na skalę międzynarodową muszą liczyć się z zagrożeniem zmienności kursów walutowych operacji zagranicznych rozliczanych w różnych walutach. Jednakże nie tylko handel z zagranicą związany jest z ryzykiem walutowym. Również przedsiębiorstwa rozliczające się z krajowymi kontrahentami w walucie obcej narażone są na ryzyko walutowe.

Teoria i praktyka zarządzania ryzykiem, w tym ryzykiem walutowym, powinna być jednym z wiodących tematów współczesnych finansów. Należy zaznaczyć iż badania dotyczące ryzyka walutowego prowadzone są dla specjalistycznych instytucji finansowych i nie ma tu mowy o zwykłych przedsiębiorstwach, a już na pewno nie o przedsiębiorstwach z sektora MSP – dla nich nie prowadzi się badań umożliwiających poszukiwanie najlepszych rozwiązań w optymalizowaniu przez nich ryzyka walutowego. Skala problemu jest istotna, gdyż to właśnie małych i średnich przedsiębiorstw jest najwięcej i mają one znaczący wpływ na funkcjonowanie polskiej gospodarki. Wobec powyższego autorka wybrała taki temat rozprawy doktorskiej, który pozwala na skoncentrowanie uwagi na problemach polskich małych i średnich przedsiębiorstw w dziedzinie ekonomiczno-finansowych aspektów wykorzystania instrumentów pochodnych do optymalizowania przez nich ryzyka walutowego. Warto przy tym przytoczyć słowa L. Balcerowicza: „W świecie zwierząt większą uwagę budzą w nas słonie niż mrówki. Podobnie jest w gospodarce – dużo większe wrażenie robią potężne korporacje, które zatrudniają kilkadziesiąt czy nawet kilkaset tysięcy ludzi, niż drobne przedsiębiorstwa, gdzie zatrudnienie wynosi od kilku do kilkudziesięciu osób. Jednak te drobne organizmy mają ogromne znaczenie dla sprawności i rozwoju gospodarki”. Tymi drobnymi organizmami są właśnie małe i średnie przedsiębiorstwa. Argumentem przemawiającym za podjęciem badań w tej tematyce były również osobiste zainteresowania autorki wynikające z pracy zawodowej w dziale księgowości w średnim przedsiębiorstwie, które boryka się z problemami wahań kursów walutowych.

Celem głównym pracy jest diagnoza ekonomicznych i finansowych aspektów wykorzystania instrumentów pochodnych do optymalizowania ryzyka walutowego w małych i średnich przedsiębiorstwach w kontekście specyficznych uwarunkowań ich funkcjonowania.

Dla realizacji określonego wyżej celu głównego sformułowane zostały następujące **cele cząstkowe**, których realizacja będzie miała miejsce w następującej kolejności:

- charakterystyka małego i średniego przedsiębiorstwa oraz ryzyka towarzyszącego ich działalności w warunkach międzynarodowej aktywności;
- charakterystyka ekonomicznych i finansowych uwarunkowań funkcjonowania małych i średnich przedsiębiorstw;
- charakterystyka istoty i pojęcia ryzyka walutowego;
- przedstawienie instrumentów zarządzania ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwach, w tym instrumentów pochodnych;
- analiza wykorzystania instrumentów pochodnych i innych instrumentów zabezpieczających do optymalizowania ryzyka walutowego w małych i średnich przedsiębiorstwach;
- zebranie i przeanalizowanie opinii ekspertów na temat wykorzystywania przez małe i średnie przedsiębiorstwa instrumentów pochodnych i innych instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym;
- diagnoza, systematyzacja oraz sklasyfikowanie ekonomiczno-finansowych aspektów wykorzystania instrumentów pochodnych przez małe i średnie przedsiębiorstwa.

Głównym **problemem badawczym** pracy jest poszukiwanie odpowiedzi na pytanie dotyczące ekonomiczno-finansowych aspektów wykorzystania instrumentów pochodnych do optymalizowania ryzyka walutowego w małych i średnich przedsiębiorstwach. Znalezienie odpowiedzi na powyższy problem będzie możliwe dzięki wykorzystaniu w pracy szeregu metod badawczych, w tym autorskich badań ankietowych oraz weryfikacji przyjętych w pracy następujących hipotez badawczych:

1. Nie wszystkie ekonomiczno-finansowe aspekty funkcjonowania małych i średnich przedsiębiorstw w istotny sposób wpływają na wykorzystywanie przez te podmioty instrumentów pochodnych do optymalizowania ryzyka walutowego;
2. Brak wiedzy lub niski jej poziom na temat instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym w polskich małych i średnich przedsiębiorstwach powoduje niewielki stopień ich wykorzystania;
3. Niska elastyczność spowodowana standaryzacją i konstrukcją instrumentów pochodnych

notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie stanowi główną wadę utrudniającą i zniechęcającą do stosowania giełdowych kontraktów *futures* celem zabezpieczenia przed ryzykiem walutowym;

4. Wysokie koszty wiążące się z zastosowaniem instrumentów pochodnych powodują, iż małe i średnie przedsiębiorstwa w niewielkim stopniu wykorzystują te instrumenty do optymalizowania ryzyka walutowego;
5. Małe i średnie przedsiębiorstwa pomimo tego, iż cechują się inną skalą działania niż przedsiębiorstwa duże, to korzystają z całej palety walutowych instrumentów pochodnych zabezpieczających przed ryzykiem walutowym.

Podmiotem badań realizowanych w pracy będą polskie małe i średnie przedsiębiorstwa, natomiast **przedmiotem badań** prowadzonych w rozprawie będą:

- ekonomiczno-finansowe aspekty wykorzystania instrumentów pochodnych do optymalizowania ryzyka walutowego;
- możliwości i sposoby optymalizowania ryzyka walutowego w małych i średnich przedsiębiorstwach;
- instrumenty pochodne i inne instrumenty zabezpieczające służące do optymalizowania ryzyka walutowego.

Zakres czasowy pracy w części empirycznej, a więc przeprowadzone badania ankietowe wśród małych i średnich przedsiębiorstw obejmuje lata 2010-2018. Data początkowa związana jest z umownym terminem zakończenia kryzysu finansowego i została uwzględniona celowo dla czystości i porównywalności analizowanych informacji. Dane w rozdziale trzecim pochodzą z różnych lat, w zależności od źródła ich uzyskania. Informacje uzyskane z Biuletynów Statystycznych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dotyczą lat 2010-2018. Wartości średnich dziennych obrotów netto na polskim rynku walutowych instrumentów pochodnych z podziałem na instrumenty giełdowe i pozagiełdowe pochodzą z lat 2010-2016, gdyż za rok 2017 oraz 2018 Narodowy Bank Polski nie opublikował jeszcze tych danych. Dane dotyczące wartości średnich dziennych obrotów na krajowym rynku walutowym z podziałem na poszczególne transakcje oraz z podziałem na transakcje zawierane przez rezydentów i nierezydentów pochodzą z lat 2010-2016, co związane jest z tym, iż tylko co trzy lata Bank Rozrachunków Międzynarodowych (*Bank for International Settlements–BIS*) wspólnie z narodowymi bankami centralnymi bada stopień rozwoju rynku walutowego i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych. Ostatnie z badań przeprowadzone zostało w roku 2016 i dlatego też są to ostatnie ogólnodostępne informacje o walutowych instrumentach pochodnych na rynku polskim. Struktura terminowa

obrotów na krajowym rynku kontraktów forward, opcji walutowych oraz transakcji CIRS, z uwagi na brak dostępnych danych za inne lata, przedstawiona została tylko za lata 2013 oraz 2016.

Realizacja przyjętych w dysertacji celów oraz weryfikacja hipotez badawczych nastąpiła w drodze krytycznej analizy literatury przedmiotu, a także na podstawie wyników dwóch autorskich badań ankietowych obejmujących małe i średnie przedsiębiorstwa oraz ekspertów rynku finansowego. Dwa niezależne badania przeprowadzone zostały w celu skonfrontowania różnych perspektyw widzenia wykorzystywania instrumentów pochodnych przez małe i średnie przedsiębiorstwa. Optyka reprezentantów małych i średnich była konieczna, bowiem to ich bezpośrednio dotyka ryzyko walutowe. Perspektywa ekspertów z rynku finansowego ma znaczenie uzupełniające i konfrontacyjne, bowiem zakładając zarówno ich znajomość metod zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym, jak i umiejętność szerszego spojrzenia na funkcjonowanie rynku finansowego możliwe było zestawienie ich poglądów i opinii z reprezentantami MSP oraz uzyskanie informacji na temat perspektyw wykorzystywania instrumentów pochodnych przez podmioty sektora MSP.

Pierwszym badaniem ankietowym objęte zostały małe i średnie przedsiębiorstwa z obszaru całej Polski. Badanie przeprowadzono techniką CSAQ (*Computerized Self-Administrate Questionnaire*), dzięki której respondent mógł w sposób samodzielny, w dowolnym czasie i miejscu wziąć udział w badaniu poprzez wypełnienie elektronicznego kwestionariusza ankietowego dostępnego *online*. Kwestionariusz ankietowy został skierowany do 3 000 małych i średnich przedsiębiorstw wyłonionych drogą losowania przez Główny Urząd Statystyczny. W badaniu uzyskano odpowiedzi od 429 małych i średnich przedsiębiorstw. W tym 25 wypełnionych kwestionariuszy nie było brane pod uwagę w rozważaniach, gdyż były to odpowiedzi od małych i średnich przedsiębiorstw, które w ogóle nie posiadały transakcji zagranicznych.

Kwestionariusz ankietowy składał się z 21 pytań podzielonych na 4 części oraz metryczki zawierającej 6 pytań. Pierwsza część pt. „Informacje o transakcjach zagranicznych” zawierała 2 pytania zamknięte dotyczące tego, czy przedsiębiorstwo w ogóle posiadało transakcje zagraniczne oraz jaki procent ogółu jego obrotów stanowiły obroty z zagranicą. W drugiej części kwestionariusza pt. „Walutowe instrumenty pochodne” respondenci pytani byli o poziom świadomości i wiedzy dotyczącej walutowych instrumentów pochodnych. Część ta zawierała 3 pytania zamknięte. Trzecia część pt. „Optymalizowanie ryzyka walutowego” zawierała 11 pytań. W pięciu z nich zastosowano wariant otwarty, pozwalający dopisać własną odpowiedź. W tej części respondenci pytani byli o to, czy w ogóle stosują instrumenty

zabezpieczające przed ryzykiem walutowym oraz o motywy zabezpieczania się. Pojawiły się również pytania o to jakie z instrumentów wewnętrznych służących zabezpieczeniu przed ryzykiem walutowym, a jakie z zewnętrznych stosują przedsiębiorstwa. Czwarta część pt. „Prognozowanie wykorzystania instrumentów pochodnych służących zabezpieczeniu przed ryzykiem walutowym” zawierała pięć pytań. W tej części trzy pytania były zamknięte, natomiast w pozostałych dwóch zastosowano wariant otwarty, umożliwiający dopisanie własnej odpowiedzi. Część ta dotyczyła wykorzystywania instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym w przyszłości. Pojawiło się również pytanie, czy przeprowadzenie akcji rozszerzającej wiedzę wśród małych i średnich przedsiębiorstw zwiększyłoby ich wykorzystywanie. Zapytano również o to jakie jest zdanie respondentów na temat powstania wyspecjalizowanej firmy świadczącej usługi doradcze w zakresie wykorzystywania instrumentów pochodnych do zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym.

Drugie badanie przeprowadzone zostało w grupie ekspertów rynku finansowego, czyli osób, które najczęściej z ramienia banków zajmują się sprzedażą owych instrumentów, pracowników firm ubezpieczeniowych, maklerów, dealerów instrumentów pochodnych oraz pracowników naukowych, którzy bardziej od strony teoretycznej zajmują się tą dziedziną nauki. Badanie przeprowadzono również techniką CSAQ. Kwestionariusz ankietowy skierowany został do 200 osób. Odpowiedzi uzyskano od 152 osób.

Kwestionariusz ankietowy składał się z 19 pytań, w tym jednego dotyczącego funkcji pełnionej przez osobę wypełniającą ankietę. 10 pytań miało formę zamkniętą, natomiast w 8 zastosowano wariant otwarty, pozwalający na napisanie własnej odpowiedzi. Eksperti zapytani zostali między innymi o to jakie cechy i czynniki w głównej mierze decydują o tym, iż małe i średnie przedsiębiorstwa wybierają instrumenty służące optymalizacji ryzyka walutowego oraz zabezpieczające przed ryzykiem walutowym, a jeżeli ich nie stosują, to jakie są tego główne bariery. W kolejnych pytaniach zapytano ekspertów, które z instrumentów służących zabezpieczeniu przed ryzykiem walutowym są korzystniejsze dla małych i średnich przedsiębiorstw – wewnętrzne czy zewnętrzne, a wśród zewnętrznych, które z walutowych instrumentów pochodnych są lepsze. Zapytano również jak według nich będzie rozwijał się rynek instrumentów służących zabezpieczeniu przed ryzykiem walutowym i czy powinna pojawić się nowa wyspecjalizowana instytucja finansowa specjalizująca się w oferowaniu instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym lub pośrednicząca w ich nabywaniu.

Zawartość i układ pracy podporządkowany został realizacji postawionego przed nią celu

oraz weryfikacji słuszności postawionych hipotez badawczych. Struktura pracy doktorskiej została podzielona na pięć rozdziałów, poprzedzonych wstępem i podsumowanych zakończeniem.

W **pierwszym rozdziale** pt. „Średnie i małe przedsiębiorstwo jako podmiot stosunków ekonomicznych i finansowych” zaprezentowano pojęcie małego i średniego przedsiębiorstwa zgodne z Ustawą o swobodzie działalności gospodarczej oraz nomenklaturą przyjętą przez Główny Urząd Statystyczny i Eurostat. Ze względu na to, iż małe i średnie przedsiębiorstwa są szczególną grupą podmiotów gospodarczych omówiono specyfikę ich działania. W dalszej kolejności omówiono także ekonomiczne i finansowe uwarunkowania ich funkcjonowania. Przedstawione zostały również czynniki ryzyka gospodarczego występującego w przedsiębiorstwach z sektora MSP, a także coraz bardziej postępujący proces internacjonalizacji tej grupy przedsiębiorstw.

W **drugim rozdziale** „Ryzyko walutowe i jego wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstwa” przedstawiono pojęcie ryzyka w literaturze przedmiotu w przekroju dwóch nurtów: ofensywnego i defensywnego oraz jego rodzajów występujących w przedsiębiorstwie. W rozdziale tym zamieszczona została także dokładna charakterystyka ryzyka walutowego, zarówno w ujęciu pozytywnym jak i negatywnym. Z uwagi na charakter tego ryzyka przedstawione zostały również rodzaje oraz główne źródła jego powstawania. Ponadto zaprezentowane zostały etapy zarządzania ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie oraz wewnętrzne i zewnętrzne instrumenty zabezpieczające przed skutkami ryzyka walutowego.

Rozdział trzeci „Instrumenty pochodne wykorzystywane do optymalizowania ryzyka walutowego” poświęcone zostały instrumentom pochodnym służącym do optymalizowania ryzyka walutowego w małych i średnich przedsiębiorstwach. Omówione zostało miejsce instrumentów pochodnych na rynku finansowym, ich definicje oraz rodzaje. Ponadto przedstawione zostały zarówno giełdowe, jak i pozagiełdowe walutowe instrumenty pochodne i ich wykorzystywanie do zabezpieczenia się przed niekorzystną zmianą kursów walut. Zaprezentowane zostały również dane liczbowe oraz analizy dotyczące wykorzystania instrumentów pochodnych do zarządzania ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwach.

W **rozdziale czwartym** pt. „Wykorzystanie instrumentów pochodnych i innych instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym do optymalizowania ryzyka walutowego na przykładzie wybranej grupy małych i średnich przedsiębiorstw” zaprezentowane zostały wyniki badania ankietowego przeprowadzonego na losowo dobranej próbie polskich małych i średnich przedsiębiorstw. Ponadto w rozdziale tym znalazły się

informacje dotyczące określenia celu i metodyki badania, sposób doboru i charakterystykę próby badawczej.

Rozdział piąty „Wykorzystanie instrumentów pochodnych i innych instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym do optymalizowania ryzyka walutowego w małych i średnich przedsiębiorstwach w opinii ekspertów rynku finansowego” prezentuje wyniki badania ankietowego ogniskującego się na opiniach ekspertów rynku finansowego na temat wykorzystywania przez małe i średnie przedsiębiorstwa instrumentów pochodnych i innych instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym. W rozdziale tym znalazły się również informacje określające cel, przedmiot i metodykę przeprowadzonego badania.

Ostatnią częścią pracy jest zakończenie, w którym odniesiono się do realizacji celu głównego i celów szczegółowych oraz znalazło się odniesienie do sformułowanych hipotez. Ponadto, w zakończeniu przedstawiono najistotniejsze wnioski poznawcze i aplikacyjne będące wynikiem przeprowadzonych w całej rozprawie badań dotyczących wykorzystywania przez małe i średnie przedsiębiorstwa instrumentów służących zabezpieczeniu przed ryzykiem walutowym oraz perspektyw rozwoju rynku tych instrumentów.

Przeprowadzone badania, zarówno na gruncie teoretycznym, jak i praktycznym, pozwoliły zgromadzić materiał dający podstawy do weryfikacji przyjętych hipotez dla całej rozprawy.

Prawdziwość **pierwszej przyjętej hipotezy w brzmieniu** „nie wszystkie ekonomiczno-finansowe aspekty funkcjonowania małych i średnich przedsiębiorstw istotnie wpływają na wykorzystywanie przez te przedsiębiorstwa instrumentów pochodnych do optymalizowania ryzyka walutowego” została potwierdzona na podstawie krytycznej analizy literatury oraz własnych doświadczeń i wiedzy dotyczącej funkcjonowania przedsiębiorstw w warunkach ryzyka walutowego. Z wielu różnych **aspektów ekonomicznych**, które generują potrzebę wykorzystania instrumentów pochodnych do optymalizowania ryzyka walutowego przez małe i średnie przedsiębiorstwa można wskazać na **aspekty mikroekonomiczne**, a wśród nich na *aspekty materialne i niematerialne*. Wśród *aspektów materialnych* wskazać można na: majątek trwały (rzeczowe aktywa trwałe, należności długoterminowe czy inwestycje długoterminowe) oraz majątek obrotowy (zapasy, należności krótkoterminowe, inwestycje krótkoterminowe). Obok aspektów materialnych, występują jeszcze *aspekty niematerialne*, które generują potrzebę wykorzystywania instrumentów pochodnych do optymalizowania ryzyka walutowego przez małe i średnie przedsiębiorstwa. Wśród nich można wskazać na następujące: branża działania, własność intelektualna przedsiębiorstwa, struktura zatrudnienia, kompetencje i zaangażowanie pracowników, struktura organizacyjna

przedsiębiorstwa, formalizacja działań, stosunki z interesariuszami zewnętrznymi, reputacja przedsiębiorstwa, system zarządzania przedsiębiorstwem, system zarządzania zasobami ludzkimi, społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa.

Jest jeszcze wiele innych *aspektów niematerialnych* jeżeli chodzi o funkcjonowanie przedsiębiorstwa, które jednak nie mają związku z ryzykiem walutowym i potrzebą wykorzystywania instrumentów pochodnych do optymalizowania tegoż ryzyka lub mają z nim luźny, pośredni związek. Można tu wskazać na przykład na nazwę przedsiębiorstwa, stosunki interpersonalne pracowników, stosunki przełożonych z podwładnymi, system zarządzania jakością czy kulturę organizacyjną rozumianą jako normy społeczne i systemy wartości stymulujące pracowników, właściwy klimat organizacyjny, sposób zarządzania, podzielane znaczenia i symbole, schematy poznawcze, wymogi zachowania.

Wśród **aspektów ekonomicznych**, które generują potrzebę wykorzystywania instrumentów pochodnych do optymalizowania ryzyka walutowego w małych i średnich przedsiębiorstwach występują jeszcze *aspekty makroekonomiczne*. Wśród nich wyróżnić można: regulacje prawne, w tym regulacje dotyczące założenia i prowadzenia działalności gospodarczej, ustroj polityczny, system finansowy w tym system bankowy, ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej

Wśród pozostałych aspektów makroekonomicznych, które nie wpływają na ryzyko walutowe, a zarazem nie generują potrzeby wykorzystywania instrumentów pochodnych przez małe i średnie przedsiębiorstwa są takie aspekty jak ochrona środowiska czy tworzenie nowych miejsc pracy.

Obok aspektów ekonomicznych występują jeszcze **aspekty finansowe**, które mają bardzo ważne znaczenie w generowaniu ryzyka walutowego, a zarazem związane są z koniecznością wykorzystywania instrumentów pochodnych do optymalizowania tegoż ryzyka. Aspekty finansowe podzielić można na *aspekty wynikowe* i *bilansowe*. Wśród *aspektów wynikowych*, które generują potrzebę wykorzystywania instrumentów pochodnych w celu optymalizowania ryzyka walutowego wyróżnić można strukturę walutową przychodów i kosztów oraz ich wielkość.

Wśród *aspektów bilansowych* generujących potrzebę wykorzystywania przez małe i średnie przedsiębiorstwa instrumentów pochodnych w celu optymalizowania ryzyka walutowego można wskazać na: należności i zobowiązania, zewnętrzne obce źródła finansowania przedsiębiorstwa (m. in. kredyt bankowy, kredyt kupiecki, leasing, faktoring, franchising, dotacje).

Wśród pozostałych aspektów finansowych, które w istotny sposób nie wpływają na ryzyko walutowe albo wpływają na nie pośrednio, a zarazem nie generują potrzeby wykorzystywania instrumentów pochodnych przez małe i średnie przedsiębiorstwa są takie aspekty jak: wewnętrzne źródła finansowania przedsiębiorstwa oraz zewnętrzne własne źródła finansowania przedsiębiorstwa.

Druga hipoteza, mówiąca o braku lub niskim poziomie wiedzy na temat instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym w polskich małych i średnich przedsiębiorstwach powodującym, iż instrumenty pochodne są w niewielkim stopniu wykorzystywane została zweryfikowana pozytywnie. Prawdziwość hipotezy została zweryfikowana na podstawie wyników badania przeprowadzonego na losowo dobranej grupie małych i średnich przedsiębiorstw oraz na podstawie badania przeprowadzonego wśród ekspertów rynku finansowego. Jak wynika z badań, stan wiedzy reprezentantów badanych małych i średnich przedsiębiorstw na temat walutowych instrumentów służących optymalizowaniu i zabezpieczaniu się przed ryzykiem walutowym jest niski.

Trzecia hipoteza mówiąca o niskiej elastyczności kontraktów futures spowodowanej ich standaryzacją i konstrukcją jako głównej wadzie utrudniającej i zniechęcającej do stosowania tych kontraktów w celu zabezpieczenia przed ryzykiem walutowym. Prawdziwość tej hipotezy została zweryfikowana na podstawie wyników badań własnych przeprowadzonych wśród ekspertów rynku instrumentów służących zabezpieczeniu przed ryzykiem walutowym, a także na podstawie analizy wartości średnich dziennych obrotów netto na rynku giełdowych i pozagiełdowych walutowych instrumentów pochodnych. Zdaniem większości badanych ekspertów standard, konstrukcja oraz dostępność walutowych kontraktów futures raczej nie odpowiada potrzebom małych i średnich przedsiębiorstw w zakresie zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym.

Czwartą z hipotez pracy ostatecznie trudno jest jednoznacznie zweryfikować. Hipoteza ta mówiła, iż wysokie koszty wiążące się z zastosowaniem instrumentów pochodnych powodują, iż małe i średnie przedsiębiorstwa w niewielkim stopniu wykorzystują te instrumenty do optymalizowania ryzyka walutowego. Perspektywa małych i średnich przedsiębiorstw wskazuje na to, iż wysokie koszty nie stanowią bariery w wykorzystywaniu instrumentów pochodnych do optymalizowania ryzyka walutowego. Inaczej jest w przypadku perspektywy ekspertów rynku finansowego, z których ponad połowa twierdzi, iż jest to jedna z istotniejszych barier w korzystaniu z tych instrumentów. Zdaniem autorki dysertacji należy zgodzić się ze zdaniem reprezentantów małych i średnich przedsiębiorstw, z których zaledwie 2% jako główną przyczynę niestosowania instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem

walutowym lub stosowania ich w ograniczonym zakresie wskazało nieopłacalność stosowania instrumentów pochodnych do zabezpieczenia przed skutkami ryzyka walutowego.

Piąta z hipotez zakładała, że małe i średnie przedsiębiorstwa pomimo tego, iż cechują się inną skalą działania niż przedsiębiorstwa duże, to korzystają z całej palety walutowych instrumentów pochodnych zabezpieczających przed ryzykiem walutowym. Na podstawie przeprowadzonych badań własnych hipoteza ta została zweryfikowana negatywnie. Najczęściej wykorzystywanymi przez te podmioty instrumentami pochodnymi są kontrakty forward. Walutowymi instrumentami pochodnymi, które w ogóle nie są wykorzystywane przez małe i średnie przedsiębiorstwa w celu optymalizowania i zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym są walutowe kontrakty futures oraz swapy walutowe.

Ponad połowa badanych małych i średnich przedsiębiorstw w ogóle nie stosowała zewnętrznych instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym. Reprezentanci badanych małych przedsiębiorstw w znikomym stopniu wykorzystują również walutowe instrumenty pochodne w celu optymalizowania ryzyka walutowego. Dominującą przyczyną zarówno wśród małych jak i średnich przedsiębiorstw niestosowania instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym, bądź stosowania ich w ograniczonym zakresie jest brak specyficznej wiedzy i doświadczenia w zarządzaniu ryzykiem walutowym. Pozytywny jest fakt, iż większość przedstawicieli badanych małych i średnich przedsiębiorstw zauważa potrzebę poszerzenia swojej wiedzy w zakresie ryzyka walutowego oraz możliwości optymalizowania go za pomocą dostępnych na rynku instrumentów zabezpieczających. Wśród średnich przedsiębiorstw najbardziej popularnymi walutowymi instrumentami pochodnymi są kontrakty forward. Wynikać to może z ich stosunkowo prostej konstrukcji oraz łatwości dostępu do tego rodzaju zabezpieczeń, gdyż walutowe kontrakty forward znajdują się ofercie praktycznie każdego banku.

Eksperti wskazują, iż przedstawiciele małych i średnich przedsiębiorstw, aby w ogóle sięgnąć po instrumenty służące zabezpieczeniu przed ryzykiem walutowym, muszą najpierw mieć świadomość tego, iż na takie ryzyko narażone jest ich przedsiębiorstwo. Według nich nieliczne małe i średnie przedsiębiorstwa korzystają z walutowych instrumentów pochodnych służących zabezpieczeniu przed ryzykiem walutowym i w grupie tej dominują przedsiębiorstwa mające status „średnie”. Praktycznie prawie wszystkie bariery wskazywane przez ekspertów decydujące o tym, iż małe i średnie przedsiębiorstwa nie korzystają z instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym, związane są całkowicie lub częściowo z brakiem lub niskim poziomem wiedzy przedstawicieli tych podmiotów na temat ryzyka walutowego oraz sposobów jego optymalizowania. Wskazywać to może na potrzebę

albo indywidualnego poszerzenia wiedzy na ten temat lub zorganizowania ogólnopolskiej kampanii edukacyjnej, dzięki której reprezentantom tych przedsiębiorstw przybliżona zostałaby tematyka ryzyka walutowego i możliwości jakie daje rynek finansowy, aby je optymalizować. Eksperti jako najkorzystniejsze zewnętrzne instrumenty zabezpieczające przed ryzykiem walutowym dla małych i średnich przedsiębiorstw wskazują na instrumenty pochodne, a wśród nich na walutowe kontrakty forward.

Niemalże wszyscy ankietowani eksperci wskazują jednoznacznie, iż walutowe instrumenty pochodne będą zyskiwały na znaczeniu w gospodarce. Uważają oni, iż najlepiej wśród małych i średnich przedsiębiorstw rozwijał się będzie rynek walutowych kontraktów forward oraz opcji walutowych, natomiast rynek swapów walutowych oraz kontraktów futures będzie rozwijał się w nieznacznym stopniu.

Z wyjątkiem giełdowych opcji walutowych, których w swojej ofercie nie posiada Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, na polskim rynku występuje pełna oferta instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym. Dlatego nic nie wskazuje na to, aby pojawiły się nowe instrumenty służące zabezpieczeniu przed ryzykiem walutowym.

Zarówno przedstawiciele badanych małych i średnich przedsiębiorstw jak i ankietowani eksperci wskazują, iż poszerzenie wiedzy na temat ryzyka walutowego oraz instrumentów służących zabezpieczeniu i optymalizowaniu ryzyka walutowego pozwoliłoby na zwiększenie wykorzystania przez małe i średnie przedsiębiorstwa walutowych instrumentów pochodnych, a zarazem na rozwój rynku tych instrumentów. Jak wskazują ankietowani eksperci jak i przedstawiciele badanych małych i średnich przedsiębiorstw na zwiększenie wykorzystania przez małe i średnie przedsiębiorstwa walutowych instrumentów pochodnych w celu optymalizowania ryzyka walutowego mogłoby mieć wpływ powstanie wyspecjalizowanych instytucji świadczących usługi doradcze w zakresie zarządzania ryzykiem walutowym.

Zgromadzony materiał badawczy pozwala na sformułowanie wniosków aplikacyjnych dla praktyki. Należy stwierdzić istotną potrzebę:

- prowadzenia działań edukacyjnych i popularyzatorskich w zakresie zarządzania ryzykiem walutowym w małych i średnich przedsiębiorstwach,
- zwiększenia kształcenia w zakresie instrumentów pochodnych wykorzystywanych przez małe i średnie przedsiębiorstwa w celu optymalizowania ryzyka walutowego,
- zmiany programów nauczania na uczelniach ekonomicznych, które będą uwzględniały problematykę zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym małych i średnich przedsiębiorstw,

- zmniejszenia standaryzacji walutowych kontraktów futures oferowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie w celu dostosowania ich do specyfiki i potrzeb małych i średnich przedsiębiorstw,
- podjęcia działań dążących do wprowadzenia przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie opcji na waluty celem wzbogacenia oferty walutowych instrumentów pochodnych wykorzystywanych do optymalizowania ryzyka walutowego,
- prowadzenia badań w celu stworzenia nowych instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym, które będą dostosowane do specyfiki małych i średnich przedsiębiorstw,
- stworzenia warunków organizacyjno-prawnych dla możliwości powstania specjalistycznych instytucji świadczących usługi doradztwa, szkolenia i pośrednictwa w nabywaniu przez małe i średnie przedsiębiorstwa walutowych instrumentów pochodnych.

Autorka jest świadoma, iż przedstawione rozważania w niniejszej dysertacji nie wyczerpują tematu optymalizowania ryzyka walutowego przez małe i średnie przedsiębiorstwa i stanowią wyzwanie do dalszej pracy.