

dr Tomasz Śpiewak<sup>1</sup>

Katedra Finansów

Uniwersytet Rzeszowski

## Giełdowy rynek instrumentów pochodnych w Polsce – szanse i zagrożenia dla zintegrowanego rozwoju

Angielski historyk Henry G. Wells, w swoim najważniejszym dziele pt. *The Outline of History* zawarł następującą tezę: „Historia ludzkości staje się w coraz większej mierze wyścigiem między edukacją a katastrofą”. Powyższe stwierdzenie w pełni odnosi się do zarządzania przedsiębiorstwem, dla którego wiedza stanowi jeden z najważniejszych zasobów. W przeprowadzonych w 1986 r. badaniach stwierdzono, że u prawie 80% firm wiedza stanowi najważniejszy składnik kosztów i należy do najważniejszych czynników kształtujących przewagę konkurencyjną [Flazgić, 2001, s. 65]. W XX wieku najważniejszym zasobem przedsiębiorstwa było wyposażenie produkcyjne, natomiast w XXI wieku największe znaczenie będzie miała wiedza oraz jej efektywności. W artykule przedstawione zostały wybrane aspekty zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie w świetle zmian zachodzących w polskim systemie gospodarczym na przełomie XX i XXI wieku.

W okresie transformacji podmioty gospodarcze działają w zmieniającym się, nieprzewidywalnym otoczeniu. W takiej sytuacji niezbędna jest budowa efektywnego systemu zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie, który stanowi ważny czynnik wpływający na jego pozycję konkurencyjną.

Pierwszym impulsem do zmiany podejścia do zarządzania przedsiębiorstwem, a w efekcie również do zarządzania ryzykiem, była transformacja systemu społeczno-gospodarczego zapoczątkowana na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych. Próba przekształcenia gospodarki centralnie sterowanej w gospodarkę o właściwościach zbliżonych do gospodarki rynkowej, doprowadziła do znaczących zmian w otoczeniu przedsiębiorstw. Zaistniałe zmiany, które dotyczyły praktycznie wszystkich aspektów funkcjonowania przedsiębiorstwa oraz jego otoczenia, oznaczały konieczność dostosowania zasad funkcjonowania przedsiębiorstw do zasad nowego systemu gospodarczego.

---

<sup>1</sup> Adres korespondencyjny: Uniwersytet Rzeszowski, Wydział Ekonomii, ul. Ćwiklińskiej 2, 35-601 Rzeszów, tel. 178721703; e-mail: tspiewak@op.pl.

W warunkach gospodarki centralnie sterowanej dominowały dyrektywno-parametryczne metody kierowania [Szeffler, Marciniak, 1997, s. 581]. Polegały one na wyznaczaniu przez szczebel centralny szczegółowych zadań dla przedsiębiorstw, co miało zapewnić realizację działań gospodarczych pożądanых z ogólnospołecznego punktu widzenia.

Zarządzanie gospodarką socjalistyczną opierało się na dwóch zasadniczych założeniach:

- akceptowana była teza o jedności polityki i gospodarki, która w rzeczywistości oznaczała nadrzędną rolę polityki wobec gospodarki;
- przyjęte zostało założenie o sprawności i skuteczności podejmowanych działań gospodarczych.

Łatwo można zauważyć, że jednoczesna realizacja dwóch powyższych założeń była w praktyce niemożliwa. Proces transformacji społeczno-gospodarczej nierozzerwalnie wiąże się ze zjawiskiem kryzysu transformacyjnego. Według S. Gomułki kryzys ten polega na niedostosowaniu gospodarki do nowego typu regulacji. Ponadto w początkowym okresie przemian gospodarczych nastąpiła erupcja trudności ekonomicznych, wcześniej nieznanych podmiotom gospodarczym. Należy zaznaczyć, że w praktyce nie ma polityki gospodarczej, która zapobiegłaby powstaniu kryzysu transformacyjnego, bowiem żadna polityka nie umożliwiła natychmiastowego przystosowania gospodarki do nowych regulacji, konieczny jest pewien okres adaptacyjny. Jednak rola polityki gospodarczej w przezwyciężaniu kryzysu jest znacząca, ponieważ decyduje o jego długości i głębokości. Jeśli transformacji towarzyszą sprawnie przeprowadzane reformy, uwzględniające wysokość ponoszonych kosztów społecznych, wówczas występujący kryzys jest łagodniejszy, w przeciwnym wypadku istnieje niebezpieczeństwo wejścia w błędne koło recesji.

#### WPLYW TRANSFORMACJI GOSPODARCZEJ NA ROZWÓJ WYBRANYCH SEGMENTÓW RYNKU FINANSOWEGO W POLSCE

Najważniejszym zadaniem w okresie transformacji było stworzenie odpowiedniego otoczenia finansowego działających przedsiębiorstw, które przyspieszyłoby proces transformacyjny oraz sprzyjałoby rozwojowi gospodarce kraju.

Transformacja polskiego systemu gospodarczego wiązała się z koniecznością przywrócenia znaczącej pozycji instytucji rynku finansowego. Budowa efektywnego systemu finansowego jest bardzo ważnym zadaniem, ponieważ w warunkach wolnego rynku podstawowym narzędziem regulacji winien być pieniądź, co wymaga utworzenia odpowiedniego ładu pieniężnego.

Rynek finansowy składa się z czterech podstawowych segmentów:

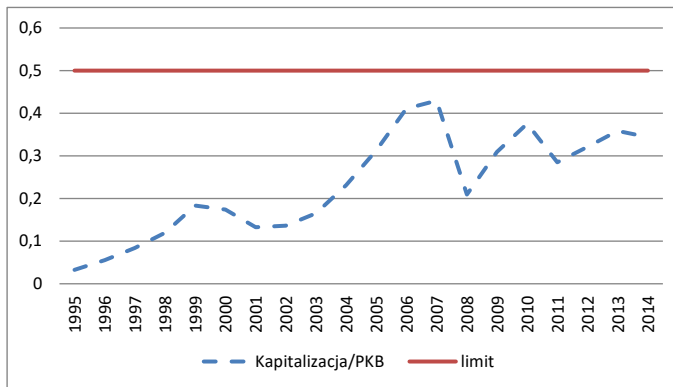
- segment rynku pieniężnego,
- segment rynku walutowego,

- segment rynku kapitałowego,
- segment rynku instrumentów pochodnych.

W Polsce w wyniku transformacji systemowej najszybciej rozwinęły się dwa pierwsze segmenty rynku finansowego: rynek walutowy oraz rynek pieniężny.

Rozwój rynku papierów wartościowych miała olbrzymie znaczenie dla utworzenia elastycznego systemu przepływów kapitałowych, niezbędnego dla restrukturyzacji i dalszego rozwoju gospodarki [Bień, 1999, s. 18]. W tym celu podjęto działania zmierzające do odbudowy rynku obligacji i akcji, a także stopniowego wdrażania instrumentów właściwych dla rozwiniętych rynków kapitałowych, m.in. instrumentów pochodnych. Odtworzenie rynku kapitałowego miało również olbrzymie znaczenie dla prowadzonego od początku lat dziewięćdziesiątych procesu prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych oraz ich restrukturyzacji.

Wskaźnikiem oceniającym dojrzałość i znaczenie rynku kapitałowego w systemie gospodarczym jest kryterium stosunku kapitalizacji papierów wartościowych spółek krajowych znajdujących się w obrocie publicznym do wartości produktu krajowego brutto (PKB) [Daniluk, 1998, s. 15]. Według tego wskaźnika do grupy rozwiniętych rynków kapitałowych zalicza się te rynki, które osiągają omawiany wskaźnik powyżej 50%, natomiast pozostałe zalicza się do rynków rozwijających się. Stosując powyższe kryterium, stopień rozwoju polskiego rynku kapitałowego należy uznać wciąż za zbyt niski. Słabo rozwinięty rynek finansowy niekorzystnie wpływa na efektywne wykorzystanie instrumentów zarządzania ryzykiem przede wszystkim ze względu na ich słabą dostępność.



**Rys. 1. Wskaźnik kapitalizacja/PKB dla GPW w Warszawie w latach 1995–2014**

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS i GPW w Warszawie.

Na przestrzeni ostatnich 20 lat międzynarodowa pozycja Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie uległa znaczącemu wzmocnieniu. Polska Giełda na skutek podejmowanych działań osiągnęła dominującą pozycję wśród giełd Europy Środkowo-Wschodniej – zajmuje pierwsze miejsce pod względem war-

tości obrotów na rynku akcji i pod względem kapitalizacji spółek giełdowych. W 2009 r. GPW zajęła pierwsze miejsce w Europie pod względem łącznej liczby debiutów na rynkach akcji (39 spółek), zaś na koniec 2009 r. GPW zajęła czwartą pozycję w Europie pod względem wolumenu obrotu kontraktami terminowymi na indeksy. Niestety, statystyka notowań pozostałych derywatów świadczy o niewielkim znaczeniu giełdy w Warszawie na europejskim rynku instrumentów pochodnych.

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie od początku istnienia brała aktywny udział w organizacjach międzynarodowych. Od 1992 r. GPW współpracuje z Federacją Europejskich Giełd Papierów Wartościowych (FESE), od 1999 r. była jej członkiem stowarzyszonym, a od czerwca 2004 r. pełnoprawnym członkiem tej organizacji. Od października 1994 r. GPW jest pełnym członkiem Światowej Federacji Giełd (WFE). Jako pierwsza spośród krajów Europy Środkowej i Wschodniej giełda warszawska otrzymała – w maju 1997 r. – status desygnowanego rynku zagranicznego nadany przez Amerykańską Komisję Giełd i Papierów Wartościowych. Pod względem wartości kapitalizacji Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, według danych na koniec października 2015 r. zajmowała ósmą pozycję w Europie, wyprzedzając wszystkie giełdy krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej, a także m.in. giełdy: w Wiedniu, Atenach oraz giełdę irlandzką. Jednak dystans do giełdy w Oslo, zajmującej szóstą pozycję jest stosunkowo duży i nic nie wskazuje na to, aby w najbliższym czasie polska giełda była w stanie poprawić swoją lokatę, tym bardziej że kapitalizacja GPW w Warszawie wykazywała tendencję spadkową w okresie ostatniego roku.

**Tabela. 1. Kapitalizacja wybranych giełd europejskich X 2015 (w mln EUR)**

Exchange	Value at Month End X 2015 (EUROm)	% Change on Previous year end in EURO	% Change on Previous year end in loc.curr.
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>
Euronext	2 831 806,00	3,2	3,2
Deutsche Börse	1 409 511,14	-1,9	-1,9
SIX Swiss Exchange	1 305 509,98	5,7	-3,9
NASDAQ Nordics & Baltics	1 049 441,73	6,1	6,1
BME (Spanish Exchanges)	739 501,77	-9,9	-9,9
Oslo Børs	171 655,19	-5,6	-0,6
Borsa Istanbul	158 977,46	-25,0	-10,0
Warsaw Stock Exchange	135 351,55	-4,0	-5,7
Irish Stock Exchange	129 856,07	9,5	9,5
CEESEG – Vienna	81 786,40	2,2	2,2
Luxembourg Stock Exchange	44 407,19	-14,9	-14,9

<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>
CEESEG – Prague	24 078,55	6,3	4,2
Bucharest Stock Exchange	17 632,70	-4,1	-5,5
CEESEG – Budapest	14 214,09	18,3	17,6
CEESEG – Ljubljana	5 295,54	-14,8	-14,8
Bulgarian Stock Exchange	4 070,94	-18,4	-18,4
Malta Stock Exchange	3 892,49	29,3	29,3
Cyprus Stock Exchange	2 862,00	-14,1	-14,1
TOTAL	8 129 850,78		

Źródło: [Federation of European Securities Exchanges, Statistics & Market Research, [www.fese.be](http://www.fese.be)].

Polski rynek finansowy podlega ciągłym przemianom, w ramach których mechanizmy znane na rozwiniętych giełdach są u nas szybko przyswajane i wykorzystywane. Niewątpliwie do grupy tych mechanizmów należą instrumenty pochodne, których proces adaptacji przez polskie środowisko finansowe wciąż jest kontynuowany. Instrumenty pochodne, zwane często derywatami, stają się narzędziem coraz częściej wykorzystywanym w zarządzaniu finansami, a ich niezajomość może doprowadzić do niepotrzebnych strat lub ograniczonego wykorzystywania możliwości stwarzanych przez rynek.

Rynek regulowany instrumentów pochodnych w Polsce jest stosunkowo młodym segmentem rodzimego rynku finansowego. Pierwsze notowanie derywatów na parkietach Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie miało miejsce 16 stycznia 1998 r. Jednak na rozwiniętych rynkach instrumenty te od dawna są wykorzystywane w konstrukcji strategii zabezpieczających oraz inwestycyjnych. Pierwsze znane zapiski dotyczące transakcji określanych wspólnie jako terminowe pochodzą z XVII wieku z krajów azjatyckich: Japonii oraz Chin. Celem realizowanych wówczas operacji wykorzystujących instrumenty pochodne było sfinansowanie wysokich wydatków panów feudalnych, którzy potrzebując pieniędzy na swe wystawne życie, często sprzedawali ryż posiadany nie tylko w magazynach, ale również przyszłe zbiory [Zalewski, 2008, s. 17]. Pierwszy rynek towarowych kontraktów terminowych powstał w połowie XIX wieku w Stanach Zjednoczonych (handlowano kontraktami terminowymi na zboża) – obrót odbywał się na parkietach giełd w Chicago i w Nowym Jorku.

Dynamiczny rozwój finansowych instrumentów pochodnych nastąpił stosunkowo niedawno. Warunki dla funkcjonowania takich instrumentów na światowych rynkach finansowych zostały utworzone po upadku układu z Bretton Woods w pierwszej połowie lat 70. Efektem tego upadku było rozpoczęcie ery płynności kursów walutowych, stóp procentowych i innych aktywów finansowych. Mimo tak późnego startu, finansowe instrumenty pochodne bardzo

szybko stały się jedną z najpopularniejszych form inwestycji kapitałowych na świecie. Walutowe kontrakty terminowe wprowadzone zostały do obrotu po raz pierwszy 16 maja 1972 r. na International Monetary Market, który stanowił oddział Chicago Mercantile Exchange. Były to walutowe kontrakty futures, ich podstawą na początku był dolar kanadyjski, frank szwajcarski, funt brytyjski, marka niemiecka oraz jen. Rok później, w ramach Chicago Board of Trade (CBOT) została założona Chicago Board Options Exchange (CBOE), gdzie rozpoczęto obrót pierwszymi giełdowymi warunkowymi kontraktami terminowymi – opcjami na akcje. Kolejną giełdą, na której notowane były instrumenty pochodne była Chicago Board of Trade, na której 20 października 1975 roku wprowadzone zostały do obrotu pierwsze kontrakty terminowe na stopę procentową, zaś w 1977 roku kontrakty terminowe na obligacje skarbowe [Dzieża, 1998, s. 4].

Opcje finansowe pojawiły się na giełdach terminowych dopiero w 1982 r. Chicago Mercantile Exchange w 1982 r. wprowadziła kontrakty terminowe na indeks giełdowy Standard & Poor's 500 [A. Weron, R. Weron, 1998, s. 44]. Jak widać rozwój finansowych instrumentów pochodnych na rynkach regulowanych następował bardzo szybko.

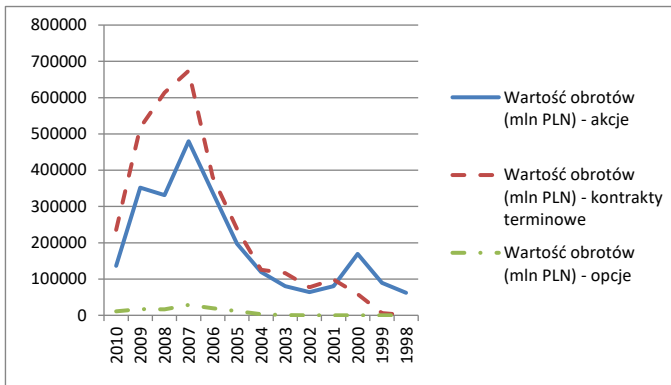
Ekspansja rynku finansowych instrumentów pochodnych jest niewątpliwie związana ze zmianami, jakie zachodzą w podejściu do ryzyka oraz większym zrozumieniu możliwości, jakie wynikają z wykorzystania instrumentów pochodnych w zarządzaniu ryzykiem. Należy mieć jednak świadomość, że wykorzystywane w konstrukcji strategii zabezpieczających derywaty mogą być jednocześnie źródłem nowych zagrożeń.

Rynek terminowy w Polsce jest rynkiem stosunkowo młodym – jako pierwsza do obrotu wprowadziła kontrakty terminowe Giełda Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie. Po wejściu w życie nowej ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi, 16 stycznia 1998 r. na pakietach warszawskiej giełdy zadebiutowały długo oczekiwane kontrakty terminowe.

Zasadnicze prace nad uruchomieniem rynku instrumentów pochodnych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie rozpoczęły się jesienią 1996 r., kiedy Zarząd Giełdy powołał kilkuosobowy zespół operacyjny, którego celem było przygotowanie koncepcji uruchomienia rynku terminowego [Maciejewski, 1998, s. 8]. Efektem działania zespołu oraz współpracujących z nim jednostek organizacyjnych giełdy było powstanie w grudniu 1996 r. ogólnych założeń projektu wprowadzenia instrumentów pochodnych na GPW w Warszawie, które zostały przedstawione na posiedzeniu Komitetu Koordynacyjnego. Według założeń projektu, uruchomienie rynku terminowego miało nastąpić już w połowie 1997 r. Równoległe prowadzone były prace nad zasadniczym aktem prawnym umożliwiającym rozpoczęcie obrotu – zarządzeniem Przewodniczącego Komisji Papierów Wartościowych i Giełd w sprawie trybu i warunków wprowadzania do publicznego obrotu szczególnych praw z papierów wartościowych oraz

w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych, który przygotowywał się do pełnienia roli Izby Rozliczeniowej.

Najstarszym instrumentem pochodnym notowanym na warszawskim parkiecie są kontrakty terminowe na indeks WIG 20, które debiutowały 16 stycznia 1998 r. Następnie w obrocie na rynku regulowanym pojawiły się instrumenty pochodne, których podstawą były kursy walut (USD/PLN – 25 września 1998 r., EUR/PLN – 31 maja 1999 r.) oraz akcje wybranych spółek (pierwsze notowania 22 stycznia 2001 r.). Pierwsze opcje, których instrumentem bazowym był indeks WIG20, pojawiły się w obrocie 22 września 2003 r. Instrumenty pochodne z biegiem czasu stawały się coraz ważniejszym segmentem instrumentów notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, co potwierdza analiza wartości obrotów akcji, kontraktów terminowych oraz opcji, która została przedstawiona w formie ilustracji graficznej. Obecnie do najpopularniejszych instrumentów pochodnych notowanych na parkiecie GPW W Warszawie należą kontrakty terminowe. Wzrost wartości obrotów kontraktów terminowych jest wynikiem specyficznej konstrukcji tych instrumentów, ale również systematycznie rosnącej popularności wśród inwestorów przede wszystkim indeksowych kontraktów terminowych.



**Rys. 2. Obroty – akcje, kontrakty terminowe, opcje – porównanie wartości obrotów**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW, [www.gpw.com](http://www.gpw.com).

Do najstarszych instrumentów pochodnych notowanych na polskim rynku regulowanym należą kontrakty terminowe, które można podzielić na trzy podstawowe grupy: kontrakty indeksowe, kontrakty walutowe oraz kontrakty akcyjne. Począwszy od 1998 r. na podstawie danych historycznych można zauważyć systematyczny rozwój tego segmentu na giełdzie warszawskiej. W okresie 1998–2008 zarówno liczba transakcji, wolumen obrotów, jak i liczba transakcji giełdowych kontraktów indeksowych oraz kontraktów akcyjnych wykazywały tendencję rosnącą. Załamanie tego trendu nastąpiło w 2012 r. (tabela 2).

**Tabela 2. Kontrakty terminowe na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie**

Okres	kontrakty indeksowe		kontrakty walutowe		kontrakty akcyjne	
	Wolumen	udział	wolumen	udział	wolumen	Udział
2003	4 132 749	97,66%	6 145	0,15%	93 055	2,20%
2007	9 365 799	98,75%	6 101	0,06%	112 824	1,19%
2008	11 769 730	96,21%	132 559	1,08%	331 646	2,71%
2010	13 514 631	96,47%	119 075	0,85%	375 496	2,68%
2012	9 091 088	85,83%	960 935	9,07%	540 330	5,10%
2014	6 159 158	68,47%	2 255 517	25,08%	580 185	6,45%

Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.gpw.com](http://www.gpw.com).

Największą popularność na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie zyskały kontrakty terminowe indeksowe – wolumen obrotu kontraktami terminowymi: na akcje, waluty czy obligacje skarbowe wciąż nie osiągnął porównywalnego poziomu. Zaistniała sytuacja jest m.in. wynikiem istniejącej struktury inwestorów na giełdowym rynku instrumentów pochodnych, w której dominujący udział posiadają inwestorzy indywidualni, dla których kontrakty indeksowe są dobrą alternatywą dla inwestycji w akcje na rynku spot. Natomiast inwestorzy instytucjonalni wykorzystują instrumenty pochodne nie tylko w konstrukcji strategii inwestycyjnych, ale także w zabezpieczeniu swoich pozycji oraz w arbitrażu.

Przedstawione w tabeli statystyki pokazują, że w porównaniu z kontraktami indeksowymi, rynek kontraktów walutowych oraz akcyjnych ma niewielkie znaczenie. W 2008 r. liczba transakcji na rynku kontraktów indeksowych była ponad pięćdziesięciokrotnie wyższa od liczby transakcji na rynku kontraktów walutowych. W 2007 r. różnica w liczbie transakcji była jeszcze większa – rynek kontraktów walutowych w porównaniu z kontraktami indeksowymi miał charakter szczątkowy.

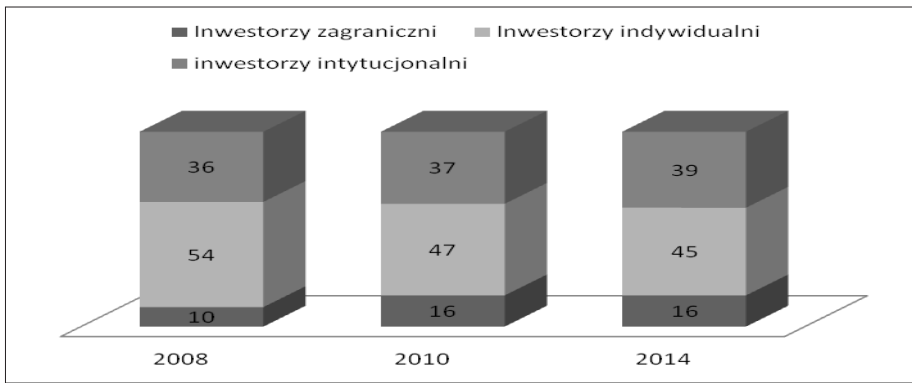
Szczególnie interesująca jest analiza statystyk walutowych kontraktów terminowych. Począwszy od pojawienia się kontraktów walutowych na rynku regulowanym w 1999 r. aż do 2007 r. stanowiły one tło dla kontraktów terminowych indeksowych oraz akcyjnych. W 2008 r. nastąpiła diametralna zmiana – wolumen obrotu walutowymi kontraktami terminowymi wzrósł prawie 16-krotnie. Na pierwszy rzut oka, sytuacja na rynku kontraktów terminowych przedstawia się bardzo pozytywnie. Dynamika wzrostu wartości obrotu oraz średniej liczby zawieranych kontraktów jest bardzo wysoka. Jednak na podstawie analizy polskiego rynku instrumentów pochodnych można zauważyć istotne bariery jego rozwoju.

Istotnym problemem wydaje się być struktura uczestników rynku kontraktów, w której dominują krajowi inwestorzy indywidualni stanowiący w 1999 r. 81%, w 2000 r. 85%, zaś w 2001 r. 83% (dane pochodzą z badań ankietowych przeprowadzonych wśród biur maklerskich). Zagraniczni inwestorzy w 2001 r. stanowili



jedynie 2% w strukturze, zaś krajowi inwestorzy instytucjonalni 15%. Widoczny jest brak zainteresowania rynkiem wśród inwestorów instytucjonalnych, co może stanowić poważną barierę w rozwoju instrumentów pochodnych wykorzystywanych w zarządzaniu ryzykiem.

W 2009 r. udział inwestorów indywidualnych na rynku instrumentów pochodnych na GPW w Warszawie wyniósł 54%, inwestorzy instytucjonalni zanotowali 36% udział w obrotach, zaś inwestorzy zagraniczni 10%. Według danych udostępnionych przez GPW w Warszawie w 2014 roku w strukturze obrotów widoczny jest wzrost udziału inwestorów zagranicznych oraz instytucjonalnych w porównaniu z 2008 r.



Rys. 3. Struktura uczestników rynku instrumentów pochodnych na GPW w Warszawie

Źródło: GPW w Warszawie, [www.gpw.com](http://www.gpw.com).

Kolejną barierą rozwoju jest struktura notowanych instrumentów: znacząca dominacja kontraktów terminowych indeksowych, których wartość obrotów w 2000 r. stanowiła 98,3% wartości obrotów wszystkich instrumentów, natomiast w 2001 r. 97,9%. Świadczy to o spekulacyjnym charakterze realizowanych inwestycji na rynku terminowym, którego podstawowym zadaniem z punktu widzenia gospodarki rynkowej powinna być funkcja zabezpieczająca. Wprowadzenie do obrotu jednostek indeksowych w 2001 r. nie wpłynęło w sposób istotny na strukturę notowanych instrumentów.

#### WYKORZYSTANIE INSTRUMENTÓW POCHODNYCH W STRATEGIACH ORAZ ZABEZPIECZAJĄCYCH – SZANSE I ZAGROŻENIA

Podstawowym czynnikiem decydującym o popularności instrumentów pochodnych wśród narzędzi spekulacji jest niewątpliwie możliwość wykorzystania dźwigni finansowej, polegającej na użyciu części własnego kapitału do kontroli

czegoś o większej wartości (w tym przypadku kontraktu) [A. Weron, R. Weron, 1998, s. 71]. Dzięki możliwości efektywnego wykorzystywania instrumentów pochodnych w przypadku niekorzystnych tendencji rynku kapitałowego oraz efektu dźwigni finansowej, stały się one bardzo popularnym narzędziem spekulacyjnym na rynkach światowych. Według Leszka Ratajczyka spekulacyjny charakter ma 96–99% wszystkich transakcji terminowych zawieranych na rynku finansowych instrumentów pochodnych.

Konstrukcja strategii inwestycyjnych wykorzystujących instrumenty pochodne umożliwia osiąganie dodatnich stóp zwrotu zarówno w przypadku wzrostu wartości instrumentu bazowego (kupno kontraktu – pozycja długa), jak i w sytuacji, której towarzyszy spadek wartości instrumentu podstawowego (sprzedaż kontraktu – pozycja krótka). Inwestorom zaangażowanym na rynku akcyjnym pozwala to na osiąganie wzrostu wartości portfela inwestycyjnego niezależnie od panującej koniunktury giełdowej. O dywersyfikacji ryzyka inwestycji nie przesądza duża ilość walorów, w których ulokowane są środki, ale ustalenie właściwych proporcji alokacji kapitału w poszczególne instrumenty inwestycyjne. W szczególności o tej zasadzie należy pamiętać w przypadku instrumentów pochodnych, w przypadku których wyniki stosowanych strategii potęgowane są przez efekt dźwigni finansowej. Jednak najistotniejsza dla inwestora na rynku derywatów jest możliwość wykorzystania dźwigni finansowej. Inwestor otwierając pozycję na rynku instrumentów pochodnych ponosi koszty, których poziom jest z reguły równy tylko niewielkiej części instrumentu bazowego, co wiąże się z jednej strony możliwością osiągnięcia olbrzymich zysków, a z drugiej strony z nieprzeciętnym ryzykiem. Osiągane zyski w przypadku korzystnych zmian ceny instrumentu bazowego są relatywnie dużo wyższe w porównaniu z porównywalną inwestycją realizowaną na rynku kasowym. Jednak niekorzystne zmiany cen instrumentu bazowego mogą doprowadzić do strat przewyższających wartość zainwestowanych środków – wówczas pojawia się konieczność uzupełnienia środków posiadanych na koncie. Na rynku kasowym, na przykład na rynku akcyjnym, straty ograniczone są do wysokości zainwestowanych środków.

Przypadki strat, ponoszonych przez podmioty gospodarcze oraz instytucje finansowe były spowodowane w głównej mierze brakiem odpowiedzialności u osób zajmujących się obrotem instrumentami pochodnymi, oraz brakiem odpowiedniej kontroli nad nimi. W konstrukcji strategii inwestycyjnych wykorzystujących instrumenty pochodne występujące ryzyko może być kontrolowane m.in. przez wyznaczenie limitu zaangażowania, który powinien być uzależniony od poziomu akceptowalnego przez inwestora ryzyka. Limit zaangażowania w instrumenty o małym ryzyku jak obligacje, powinien zdecydowanie różnić się od limitu zaangażowania w instrumenty o ryzyku dużym jak opcje i kontrakty terminowe [Gałtarek, Witkowski, 2000, s. 109]. Można wręcz wysunąć tezę, że we wszystkich powyżej opisanych przypadkach podstawową przyczyną tak dużych strat był przede wszystkim brak właściwego systemu nadzoru.

Powszechnie głoszona teza o znacznym ryzyku inwestowania w instrumenty pochodne sprawiła, że budzą one niechęć wśród szerokiej rzeszy inwestorów, a większości ludzi kojarzą się jedynie z aferami z nimi związanymi, np. z głośnym upadkiem banku Baringsa w lutym 1995 roku. Tymczasem ryzyko inwestowania w instrumenty pochodne objawia się w sposób istotny wówczas, gdy są one wykorzystywane w celach spekulacyjnych lub gdy transakcje zawierane są poza rynkiem regulowanym lub z partnerami o niskich ratingach. Nie jest to oczywiście regułą, ale ignorowanie derywatów przez uczestników rynku finansowego okazuje się niemożliwe w obliczu dynamicznego rozwoju finansowych rynków terminowych oraz rosnącego ryzyka operacyjnego przedsiębiorstw.

Należy zaznaczyć, że dla rozwoju systemów zarządzania ryzykiem olbrzymie znaczenie ma dostępność narzędzi powszechnie wykorzystywanych w tym celu. Do grupy tych narzędzi należą instrumenty pochodne. Po raz pierwszy kontrakty terminowe były notowane w styczniu 1998 r., a więc dopiero w 7 lat po rozpoczęciu działalności giełdy. Z uwagi na olbrzymie znaczenie instrumentów pochodnych w zarządzaniu ryzykiem finansowym należy uznać to za porażkę warszawskiej giełdy, którą znacznie wyprzedziła np. giełda w Budapeszcie.

W światowym obrocie wśród instrumentów pochodnych dominującą pozycję stanowią kontrakty terminowe na stopę procentową oraz opcje na stopę procentową [Dzieża, 1998, s. 5]. Ten fakt świadczy o roli, jaką pełnią derywaty w ograniczaniu ryzyka stopy procentowej, które w znacznej mierze pokrywa się z ryzykiem inflacyjnym. Przykładem ryzyka procentowego może być nieoczekiwany wzrost oprocentowania kredytu, którego efektem może być utrata zdolności kredytowej przez kredytobiorcę.

Ryzyko rynku związane jest z niebezpieczeństwem niekorzystnej zmiany koniunktury, która największy wpływ może mieć na rynek akcji, który jest bardzo czuły na zmiany warunków gospodarczych. Inwestor może zabezpieczyć się przed takim ryzykiem, stosując np. instrumenty pochodne wystawiane na odpowiednie indeksy akcji.

Bardzo popularnymi instrumentami są również walutowe instrumenty pochodne, które mogą stanowić podstawę strategii zabezpieczających przed ryzykiem kursowym. Ryzyko kursowe określić można, jako niebezpieczeństwo niekorzystnego ukształtowania się relacji między dwoma walutami. Omawiane ryzyko może być ograniczone poprzez międzybankowe operacje swapowe, a także opcje lub walutowe kontrakty terminowe.

Przykładem ryzyka towarzyszącego transakcjom zabezpieczającym może być problem walutowych instrumentów pochodnych, który wystąpił w Polsce w drugiej połowie 2008 r. Podstawowym czynnikiem, który ograniczał możliwość wykorzystywania strategii zabezpieczające przez przedsiębiorstwa były stosunkowo wysokie koszty transakcyjne. Instytucje finansowe, wykorzystując narzędzia inżynierii finansowej znalazły sposób na zwiększenie popularności instrumentów pochodnych – zaproponowały klientom strategie zerokosztowe, których generalna zasa-

da polega na tym, że zakup jednego instrumentu jest finansowany przez sprzedaż drugiego, przy czym ceny obu instrumentów są identyczne. Sytuacja wydawała się być bardzo korzystną dla inwestora szczególnie w sytuacji systematycznego umacniania się polskiej waluty. W przypadku wielu przedsiębiorstw pojawiła się, niestety, pokusa osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków przy jednoczesnym ograniczeniu inwestowanych środków. Zachwiana została równowaga w procesie podejmowania decyzji, w której osiągany jest obiektywny punkt widzenia. Ryzyko występujące w przypadku opisywanej strategii zabezpieczającej polegało na tym, że w sytuacji, w której kurs rynkowy w dniu realizacji opcji znalazłby się powyżej określonego kursu – bank zrealizuje wykupioną opcję call i druga strona transakcji zobowiązana będzie do wypłacenia kwoty rozliczenia wynikającej z iloczynu kwoty opcji i różnicy pomiędzy danym kursem a kursem rynkowym.

Instrumentem podstawowym instrumentów pochodnych stanowiących podstawę konstrukcji powyższych strategii był kurs walutowy następujących par walut: USD/PLN oraz EUR/PLN. Przedstawiciele instytucji finansowych oferujących tak skonstruowane derywaty przedstawiali prognozy kształtowania się kursów walut w przyszłości, wskazując na dalsze umocnienie waluty polskiej. Tymczasem okazało się, że w drugiej połowie 2008 r. polska waluta znacząco umacniała się w stosunku do walut, które stanowiły podstawę konstrukcji oferowanych strategii.

Oslabienie polskiej waluty miało gwałtowny i bardzo silny charakter. W ciągu zaledwie pół roku kurs średni NBP EUR wzrósł o 53% z poziomu 3,2026 PLN/EUR (stan na dzień 31.07.2008 r.) do poziomu 4,8999 PLN/EUR (stan na dzień 18.02.2009 r.). Jeszcze większa zmiana wystąpiła w przypadku kursu średniego USD: wzrost o 77,63% z poziomu 2,1340 PLN/USD (stan na dzień 23.04.2008 r.) do poziomu 3,7906 PLN/USD (stan na dzień 04.03.2009 r.). Tak gwałtowne osłabienie polskiej waluty oznaczało olbrzymie problemy dla polskich instytucji finansowych oraz inwestorów, którzy posiadali w tym czasie otwarte pozycje, których podstawą były instrumenty pochodne.

Instrumenty pochodne stanowią doskonale narzędzie wykorzystywane w konstrukcji strategii zabezpieczających przed na przykład ryzykiem kursowym, jednak przypadek niewłaściwego wykorzystania przez wiele polskich przedsiębiorstw strategii zero kosztowych w 2008 r. świadczy o tym, że derywaty wykorzystywane w nieodpowiedzialny sposób mogą doprowadzić do upadłości podmiotu gospodarczego.

Rynek pochodnych instrumentów finansowych jest w Polsce potrzebny z dwóch podstawowych powodów. Pierwszy z nich ma charakter makroekonomiczny: rynek praw pochodnych jest integralną częścią rynku finansowego i jego istnienie ma zasadniczy wpływ na tempo rozwoju krajowego rynku kapitałowego oraz walutowego. Drugi powód ma charakter mikroekonomiczny: podmioty gospodarcze potrzebują w coraz większym stopniu ochrony przed nasilającym się ryzykiem działalności gospodarczej. Czynnikiem wpływającym na dalszy rozwój rynku derywatów w Polsce jest zwiększający się stopień integracji krajowego rynku finansowego z rynkiem międzynarodowym [Wiśniewska, 2007, s. 172]. Dla większości uczestni-

ków rodzimego rynku finansowego powstanie dobrze zorganizowanego rynku praw pochodnych jest naturalną konsekwencją połączenia polskiej gospodarki ze światowymi strukturami gospodarczymi. Trudno sobie dzisiaj wyobrazić nowoczesną gospodarkę bez sprawnie funkcjonującego systemu finansowego. Aby tak się stało konieczne jest utworzenie optymalnych warunków dla rozwoju polskiego rynku instrumentów pochodnych, co nierozdzielnie wiąże się z koniecznością identyfikacji oraz stopniowego znoszenia barier jego rozwoju.

Negatywny wpływ na rozwój derywatów na rynku polskim ma sposób podejścia do nich środków masowego przekazu, które w nielicznych publikacjach zwracają przeważnie uwagę na możliwości poniesienia nieograniczonych strat, zapominając o ich właściwej funkcji zabezpieczającej, zaś materiały promocyjne wydawane przez GPW nie spełniają swojego zadania z powodu zbyt ogólnych informacji.

W Polsce istnieje również powszechny brak zrozumienia celu tworzenia rynku praw pochodnych. Istniejące już derywaty traktuje się w identyczny sposób jak znajdujące się w obrocie giełdowym akcje – jako alternatywny sposób inwestowania przez indywidualnych inwestorów. Takie podejście mija się całkowicie z podstawową ideą wprowadzania instrumentów pochodnych, którą jest ograniczanie istniejącego ryzyka. Pojawiają się także coraz liczniejsze głosy, że rozpoczęcie obrotu instrumentami pochodnymi od kontraktów na indeksy giełdowe było błędem. Bardziej potrzebne rynkowi są np. opcje walutowe, którymi zainteresowane byłyby firmy importujące lub eksportujące towary i usługi. Większe zapotrzebowanie na dany instrument pochodny spowodowałoby większą jego popularność i znacząco wpłynęło na wolumen obrotu, zwłaszcza w początkowej fazie notowań.

Rozpowszechnianiu wiedzy o instrumentach pochodnych powinna towarzyszyć ich promocja w ramach przeprowadzonej akcji marketingowej, której celem byłaby popularyzacja działania mechanizmu ich rynku. Promocja ta byłaby łatwym zadaniem, ponieważ instrument pochodny jest podstawowym instrumentem na rozwiniętym rynku finansowym, umożliwiającym racjonalne planowanie przepływów finansowych.

Do pozostałych czynników wpływających na ograniczenie tempa rozwoju polskiego rynku regulowanego instrumentów pochodnych można zaliczyć:

- małe zaangażowanie instytucji finansowych w rozwój rynku instrumentów pochodnych,
- mała promocja rynku,
- niewielka poziom znajomości specyfiki segmentu instrumentów pochodnych,
- niska płynność instrumentów.

Brak rozwiniętych struktur rynku finansowego, a przede wszystkim rynku kapitałowego oraz instrumentów pochodnych od początku okresu transformacji spowodował, że budowa efektywnego systemu zarządzania ryzykiem, z powodu braku dostępności niezbędnych narzędzi, była w praktyce bardzo trudna. Badania wykazują, że stosowane obecnie narzędzia zarządzania ryzykiem operacyjnym są niewystarczające, tj. nie pokrywają w pełni potrzeb w tym zakresie [Orzeł, 2012, s. 185].

## ZAKOŃCZENIE

Warunkiem rozwoju systemów zarządzania ryzykiem w polskich przedsiębiorstwach jest zwiększenie dostępności narzędzi ograniczania ryzyka oraz podwyższenie poziomu wiedzy na temat istoty i sposobów wykorzystania tych instrumentów. Rynek derywatów jest najmłodszym segmentem polskiego rynku finansowego. Na parkietach Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie derywaty zadebiutowały 16 stycznia 1998 r., a więc niemal po siedmiu latach funkcjonowania polskiego rynku publicznego. Analiza dotychczasowego rozwoju tego segmentu rynku skłania do sformułowania kilku niejednoznacznych wniosków.

Na parkietach Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, w latach 1998–2010 pojawiły się zarówno kontrakty terminowe, jednostki indeksowe, jak i opcje finansowe. Należy docenić próby zróżnicowania zestawu dostępnych dla inwestorów instrumentów podstawowych, do których można zaliczyć akcje, indeksy, waluty oraz stopy procentowe. Nie można również nie zauważyć dominacji rynku derywatów notowanych na parkiecie GPW SA nad rynkiem akcji pod względem wartości obrotów. To wszystko świadczy niewątpliwie o postępującym rozwoju giełdowego rynku instrumentów pochodnych w Polsce. Z drugiej strony nie należy jednak zapomnieć o zjawiskach, które mogą świadczyć o wystąpieniu pewnych słabości rozwoju omawianych instrumentów na rynkach regulowanych. Do tych słabości można zaliczyć między innymi niskie tempo rozwoju instrumentów pochodnych poza kontraktami terminowymi na WIG20. Innym zagrożeniem dla rozwoju polskiego rynku regulowanego instrumentów pochodnych jest struktura uczestników rynku, na którym przeważają inwestorzy indywidualni, co w połączeniu z dominacją kontraktów terminowych na indeks WIG20 w obrocie oznacza, że zawierane na GPW SA transakcje mają przede wszystkim charakter spekulacyjny.

Barierą rozwoju rynku instrumentów pochodnych może być ciężąca na nich opinia najbardziej ryzykownych instrumentów rynku finansowego, odpowiedzialnych za eskalację kryzysu na światowych rynkach finansowych. Inwestycje na rynku kapitałowym związane są z ryzykiem. Błędnie jednak sugeruje się, że ryzyko zawarte jest w samym rynku. Należy zaznaczyć, że ryzyko zależy od zachowania się osoby, która realizuje określoną inwestycję. Musimy jednak pamiętać, że najsilniejszym katalizatorem rozwoju regulowanego rynku instrumentów pochodnych w Polsce są możliwości, jakie one dają. Instrumenty pochodne mogą być podstawą konstrukcji strategii zabezpieczających, co w przeszłości stanowiło główną przesłankę rozwoju rynku regulowanego derywatów na giełdach światowych, począwszy od lat 70. XX wieku. Specyficzna budowa instrumentów pochodnych sprawia, że stanowią one najpopularniejsze narzędzie wykorzystywane w szeroko pojętej inżynierii finansowej, w tym przede wszystkim w konstrukcji strategii inwestycyjnych. Ponadto omawiane instrumenty mogą być wykorzystywane w strategiach arbitrażowych tworzonych na pograniczu rynków terminowych oraz kasowych.

Reasumując, poziom rozwoju regulowanego rynku instrumentów pochodnych w Polsce należy uznać wciąż za zbyt niski. Poza indeksowanymi kontraktami terminowymi (czwarte miejsce wśród giełd europejskich pod względem wartości obrotów) rynek giełdowy charakteryzuje się niskim stopniem rozwoju pod względem zróżnicowania oferowanych instrumentów oraz ich płynnością. Dalszy rozwój polskiego rynku instrumentów pochodnych może w perspektywie kilku lat umożliwić powstanie rozbudowanej platformy instrumentów zarządzania ryzykiem, wykorzystywanych zarówno przez inwestorów giełdowych jak i podmioty gospodarcze.

Omówione w referacie wybrane aspekty zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie obejmują ogólne zasady postępowania i wnioski. W praktyce należy dostosować metodologię rozwiązywania problemów m.in. do wielkości firmy i formy organizacyjno-prawnej. Należy również zwrócić uwagę na znaczenie doświadczenia osób odpowiedzialnych za zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie. Wszelkie metody oparte na miernikach ilościowych dotyczą danych historycznych, stąd należy zwrócić szczególną uwagę na sposób przedstawienia i interpretacji wyników. Oczywisty jest fakt, że nie można całkowicie wyeliminować ryzyka z przestrzeni przedsiębiorstwa. Należy zgodzić się ze stwierdzeniem Mertona Millera, laureata Nagrody Nobla z ekonomii oraz współtwórcy modeli wyceny opcji finansowych, który stwierdził, że „instytucje zawsze znajdą sposób, aby stracić pieniądze”. Przedsiębiorstwa nie mogą sobie jednak pozwolić przy tworzeniu strategii działania na pominięcie w niej aspektów zarządzania ryzykiem.

Rozwój rynku instrumentów pochodnych jest niezbędny z punktu widzenia utrzymania konkurencyjności polskiego rynku w kontekście integracji z Unią Europejską. Dostępność szerokiego wachlarza instrumentów pochodnych dla podmiotów gospodarczych stanowi niezbędny warunek upowszechniania systemów zarządzania ryzykiem, a w konsekwencji poprawy ich pozycji rynkowej. W świetle zachodzących przemian społeczno-gospodarczych, wdrażanie systemów zarządzania ryzykiem jest warunkiem koniecznym utrzymania lub poprawy pozycji konkurencyjnej polskich przedsiębiorstw.

## BIBLIOGRAFIA

- Bień W., 1999, *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa.
- Daniluk M., 1998, *Funkcje i struktura rynku kapitałowego*, *Banki i Kredyt*, „Bankowe ABC”, nr 42.
- Dzieża J.A., 1998, *Światowy rynek instrumentów pochodnych – próba opisu*, „Rynek Kapitałowy” nr 3/98.
- Fazlagić A., 2001, *Przedsiębiorstwo oparte na wiedzy*, „Bank i Kredyt”, nr 10.
- Federation of European Securities Exchanges, Statistics & Market Research*, [www.fese.be](http://www.fese.be)
- Gątarek D., Witkowski Ł., 2000, *Słów parę o Nowej Adekwatności Kapitałowej*, „Rynek Terminowy”, nr 3.

- Maciejewski A., 1998, *O genezie kontraktów terminowych na GPW*, „Rynek Kapitałowy”, nr 3.
- Orzeł J., 2012, *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym za pomocą instrumentów pochodnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Szeffler S., Marciniak S., 1997, *Ekonomia polityczna*, PWN, Warszawa.
- Weron A., Weron R., 1998, *Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowo-Techniczne, Warszawa.
- Wiśniewska E., 2007, *Giełdowe instrumenty pochodne*, CeDeWu, Warszawa.
- Zalewski G., 2008, *Kontrakty terminowe w praktyce*, WIGPRESS, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, www.gpw.pl

### *Streszczenie*

W pracy przedstawiona została analiza wybranych aspektów zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie w świetle zachodzących procesów transformacji społeczno-gospodarczej na przełomie XX i XXI wieku w Polsce. W takich warunkach niezbędna jest budowa efektywnego systemu zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie, ukierunkowanego na tworzenie wartości. Niezbędne dla rozwoju systemów zarządzania ryzykiem w polskich przedsiębiorstwach jest zwiększenie dostępności narzędzi ograniczania ryzyka oraz podwyższenie poziomu wiedzy na temat tych instrumentów.

W świetle zachodzących przemian społeczno-gospodarczych, wdrażanie systemów zarządzania ryzykiem jest warunkiem koniecznym utrzymania, a także poprawy pozycji konkurencyjnej polskich przedsiębiorstw. Rozwój rynku instrumentów pochodnych jest niezbędny z punktu widzenia utrzymania konkurencyjności polskiego rynku w kontekście integracji z Unią Europejską. Dostępność szerokiego wachlarza instrumentów pochodnych dla podmiotów gospodarczych stanowi niezbędny warunek upowszechniania systemów zarządzania ryzykiem, a w konsekwencji poprawy ich pozycji rynkowej. W świetle zachodzących przemian społeczno-gospodarczych, wdrażanie systemów zarządzania ryzykiem jest warunkiem koniecznym utrzymania lub poprawy pozycji konkurencyjnej polskich przedsiębiorstw.

*Słowa kluczowe:* instrumenty pochodne, zarządzanie ryzykiem, transformacja

### **Exchange derivatives market in Poland – opportunities and threats for integrated development**

#### *Summary*

The market of derivative instruments is the youngest segment of the Polish financial market. On the floors of the Stock Exchange in Warsaw derivatives debuted on 16 January 1998, thus almost after 7 years of the operation of the Polish public market. An analysis of the development of this market segment for the last 10 years can incline us to formulate several equivocal conclusions.

On the floors of the Stock Exchange in Warsaw in the years 1998-2010, there appeared both futures contracts, index units and financial options. One must give credit to some attempts to differentiate the arrangement of basic instruments that are available to investors; they include shares, indexes, currencies, and interest rates. Similarly, it is impossible not to notice dominance of the derivative market quoted on the floor of GPW SA over the share market in relation to the turnover value. All this evidences without any doubt that development of the exchange market of derivative



instruments in Poland is proceeding. On the other hand, however, one should not forget about the phenomena that can evidence occurrence of some weaknesses in development of the said instruments on the regulated markets. Such weaknesses may include, for example, a slow pace of derivative development except for futures contracts for WIG20. Another threat for development of the Polish regulated market of derivative instruments is the structure of the market participants with the dominance of individual investors, which, in connection with dominance of futures contracts for index WIG20 in the turnover, means that transaction on GPW SA are primarily of the speculative character.

A barrier for development of the derivative instruments market may be an opinion, which burdens it, that such instruments are the riskiest instruments of the financial market, responsible for escalation of the crisis on the global financial markets. Investments on the capital market are associated with risk. It is suggested erroneously, however, that risk is included in the market itself. It must be stressed that risk depends on the behaviour of a person who realizes an investment. We must remember, however, that the strongest development catalyst of the regulated market of derivative instruments in Poland is possibilities that they give. Derivative instruments may be the construction basis of hedging strategies, which in the past constituted the main premise for development of the regulated derivative market on the global stock exchanges, starting since the 1970s. The specific construction of derivative instruments makes them the most popular tool used in the comprehensive financial engineering, first of all, in construction of investment strategies. Moreover, the said instruments may be used in arbitrage strategies created on the border between the futures market and the cash market.

To sum up, the development level of the regulated market of derivative instruments in Poland should be considered as too low. Except for indexed futures contracts (the 4th place among European stock exchanges in relation to the turnover value) the exchange market is featured by a low level of development in relation to differentiation of the offered instruments and their liquidity. Further development of the Polish market of derivative instruments may, in a perspective of several years, facilitate creation of an extended platform of risk management instruments, used both by exchange investors and by businesses.

*Keywords:* derivatives, risk management, transformation

JEL: G150, G230, G310, G320