

# Rozdział 9

Agnieszka Stróżyńska-Szajek

## **INSTRUMENTY POCHODNE W SPÓŁKACH PUBLICZNYCH – PRZESŁANKI ICH WYKORZYSTANIA ORAZ ZNACZENIE ZAKRESU UJAWNIEŃ**

### **Wprowadzenie**

W odpowiedzi na dynamiczny i nieprzewidywalny charakter dzisiejszego rynku finansowego przedsiębiorstwa często sięgają po instrumenty pochodne, które pozwalają na zabezpieczenie przed niekorzystnymi zmianami cen, w tym kursów walut czy stóp procentowych, lub stwarzają możliwość wykorzystania okazji do generowania dodatkowych zysków. Instrumenty pochodne stanowią grupę instrumentów finansowych, które od instrumentów udziałowych i dłużnych odróżniają się głównie tym, że ich celem nadrzędnym jest transfer ryzyka, nie zaś transfer kapitału<sup>1</sup>. Za instrument pochodny uznaje się instrument finansowy dający wypłatę związaną ściśle z wartością innego instrumentu finansowego. Jest to więc instrument finansowy, którego wartość jest zależna od wartości tzw. instrumentu bazowego<sup>2</sup>, stanowiący równocześnie uprawnienie do przyszłej realizacji określonej transakcji po ustalonej z góry cenie. Rosnące znaczenie instrumentów pochodnych sprawia, że zagadnienie ich stosowania w kontekście spółek publicznych staje się coraz bardziej istotne dla inwestorów, regulatorów oraz samych przedsiębiorstw.

Aby zrozumieć rolę instrumentów pochodnych w spółkach publicznych konieczna jest identyfikacja przesłanek prowadzących do ich stosowania. Instrumenty te mogą służyć różnym celom, począwszy od zabezpieczania się przed ryzykiem, aż po działania spekulacyjne. Właściwe rozpoznanie motywu wykorzystania instrumentów pochodnych jest istotne dla interesariuszy spółek publicznych, ponieważ pozwala m.in. na zrozumienie, jakie konsekwencje dla wartości przedsiębiorstwa ma stosowanie derywatów<sup>3</sup>.

W kontekście rozpoznania faktycznego motywu wykorzystania instrumentów pochodnych kluczową kwestią jest zakres ujawnianych informacji dotyczących wykorzystania instrumentów pochodnych. Transparentność w zakresie stosowania tych

---

<sup>1</sup> K. Jajuga: *Instrumenty pochodne*. Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009.

<sup>2</sup> Nazywanego w literaturze przedmiotu również instrumentem podstawowym.

<sup>3</sup> Ze względów językowych w niniejszym rozdziale terminy „derywaty” i „instrumenty pochodne” stosuje się zamiennie.

instrumentów oraz ich efektów jest niezbędna dla zapewnienia wiarygodnego obrazu sytuacji finansowej spółki i umożliwienia inwestorom podejmowania świadomych decyzji inwestycyjnych. Dlatego też istotnym aspektem analizowanym w niniejszym rozdziale uczyniono znaczenie zakresu ujawnień informacji dotyczących instrumentów pochodnych w sprawozdaniach finansowych spółek publicznych. Celem niniejszego opracowania jest zatem analiza przesłanek, które mogą skłaniać spółki publiczne do korzystania z instrumentów pochodnych oraz znaczenie zakresu ujawnień związanych z ich wykorzystaniem.

## Przesłanki wykorzystania instrumentów pochodnych

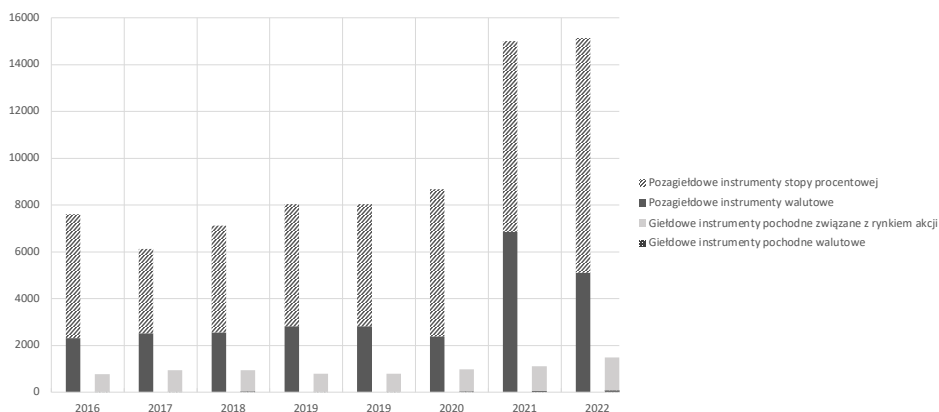
Finansowe instrumenty pochodne są przedmiotem handlu zarówno na rynku giełdowym (regulowanym), jak i poza nim, czyli na rynku pozagiełdowym (OTC). W Polsce rynek pozagiełdowych instrumentów pochodnych jest znacznie bardziej rozwinięty niż na wielu zagranicznych rynkach finansowych, zarówno pod względem wartości obrotów, jak i różnorodności oferowanych finansowych instrumentów pochodnych. Banki zagraniczne oraz krajowe pełnią główną rolę w animowaniu tego rynku, który w 2022 r. charakteryzował się średnimi dziennymi obrotami netto na poziomie 15,1 mld zł<sup>4</sup>. Rok 2022 był kolejnym okresem rozwoju światowego, w tym polskiego, rynku instrumentów pochodnych. Obroty na polskim rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych były w tym okresie ponad dziesięciokrotnie większe niż obroty na giełdowym rynku instrumentów pochodnych. Niewątpliwie znaczenie w tym zakresie ma polski system finansowy oparty na bankach. Przedsiębiorstwa krajowe częściej korzystają z instrumentów oferowanych przez banki niż przez giełdy, co wynika z długotrwałych relacji, bogatej oferty oraz niższych kosztów zawierania transakcji zabezpieczających. Największym segmentem polskiego rynku pozagiełdowego są instrumenty pochodne stóp procentowych. Z kolei na rynku giełdowym odnotowano zwiększenie wolumenu obrotów głównie w segmencie instrumentów związanych z rynkiem akcji (w 2022 r. był to wzrost średnich dziennych obrotów o 35%), zaś największym zainteresowaniem uczestników giełdowego rynku instrumentów pochodnych od lat cieszą się kontrakty *futures* na indeks WIG20 (w latach 2016–2022 stanowiły one średnio 90% całkowitej wartości obrotów na tym rynku).

Nowe produkty i strategie, które są stale tworzone i wprowadzane na rynek, kontynuacja postępu technologicznego i technologiczne innowacje, takie jak algorytmy handlowe czy sztuczna inteligencja, wspierające analizę danych, automatyzujące procesy handlowe i zwiększające płynność rynku, najprawdopodobniej będą miały znaczący wpływ na dalszy rozwój rynku instrumentów pochodnych.

W kontekście rozwijającego się rynku instrumentów pochodnych interesująca jest odpowiedź na pytanie, jakimi przesłankami kierują się przedsiębiorstwa, które jako uczestnicy rynku derywatów, zawierają transakcje terminowe. Główne motywy sto-

<sup>4</sup> *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r.*, Narodowy Bank Polski.

sowania instrumentów pochodnych<sup>5</sup> ujmowane są zazwyczaj w trzy grupy<sup>6</sup>. Są nimi: zabezpieczenie przed ryzykiem (*hedging*<sup>7</sup>) i podporządkowane realizacji postulatu maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, wykorzystanie instrumentów pochodnych w celu osiągnięcia korzyści przez osoby zarządzające spółką oraz spekulacja, będąca działaniami, z tytułu których, przeciętnie, nie powinno się oczekiwać korzyści dla inwestorów<sup>8</sup>.



Rysunek 9.1. Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku instrumentów pochodnych w latach 2016–2022 (w mln zł).

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z raportów Narodowego Banku Polskiego: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r.*; *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2021 r.*; *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2020 r.*; *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2019 r.*

Jako jeden z motywów wykorzystania instrumentów pochodnych wyróżnia się działania zabezpieczające przed ryzykiem. Hedging, łagodząc koszty związane z tzw. niedoskonałościami rynkowymi nieuwzględnianymi w założeniach modelu Modiglianiego–Millera, może przyczyniać się do wzrostu wartości dla akcjonariuszy. Skutkiem zabezpieczania przed ryzykiem finansowym<sup>9</sup> jest bowiem redukcja zmienności przepły-

<sup>5</sup> Ze względów językowych w niniejszym rozdziale terminy „derywaty” i „instrumenty pochodne” stosuje się zamiennie.

<sup>6</sup> W literaturze przedmiotu część badaczy wyodrębnia dodatkowo, poza wymienionymi, także motyw arbitrażu.

<sup>7</sup> Ang. *to hedge* – odgradzać się, asekurować się, zabezpieczać się (wg słownika angielsko-polskiego).

<sup>8</sup> m.in. G. Allayannis, U. Leł, D.P. Miller: *The Use of Foreign Currency Derivatives, Corporate Governance and Firm Value Around the World*. *Journal of International Economics* 2012, no.87, pp. 65–79; U. Leł: *Currency Hedging and Corporate Governance: A Cross-Country Analysis*. *Journal of Corporate Finance* 2012, vol.18 (2), pp. 221–237.

<sup>9</sup> W treści wykorzystywane są różne pojęcia dotyczące ryzyka. Zabezpieczanie ryzyka finansowego to podjęcie decyzji i działań skutkujących zmniejszeniem zmienności przepływów pieniężnych, na którą wpływ ma m.in. zmiana cen na rynkach (dot. ryzyka rynkowego) – w rozdziale zamiennie stosowany jest krótszy termin: zabezpieczenie ryzyka oraz zabezpieczenie przed ryzykiem. Wykorzystanie technik zabezpieczających/ stosowanie praktyk zabezpieczających to synonimiczne określenia zabezpieczania przed ryzykiem, używane zamiennie ze względów

wów pieniężnych, a spadek zmienności przepływów pieniężnych może się przekładać na redukcję oczekiwanej wartości obciążeń podatkowych czy zmniejszenie kosztów trudności finansowych. Wraz z ograniczeniem zmienności przepływów pieniężnych zmniejsza się stopień uzależnienia przedsiębiorstwa od finansowania zewnętrznego, a w konsekwencji maleje skala problemu niedoinwestowania, pojawiającego się wtedy, gdy wobec ograniczonego dostępu do finansowania zewnętrznego zachodzi konieczność rezygnacji z opłacalnych projektów inwestycyjnych. Jako podstawowe korzyści wynikające z wykorzystania *hedgingu* wymienia się zatem redukcję kosztów trudności finansowych, ograniczanie problemu niedoinwestowania oraz substytucji aktywów, harmonizację polityki inwestycyjnej i finansowej oraz oszczędności podatkowe<sup>10</sup>. Za interesowanie wykorzystaniem technik zabezpieczających, w tym transakcji z wykorzystaniem instrumentów pochodnych, rośnie wraz ze wzrostem skali potencjalnych korzyści z *hedgingu*. Można zatem oczekiwać zależności pomiędzy wyodrębnionymi korzyściami z zabezpieczania się przed ryzykiem, a skłonnością do wykorzystania instrumentów pochodnych i w rezultacie także skalą ich stosowania (tabela 9.1).

Tabela 9.1. Motywy wykorzystywania instrumentów pochodnych – perspektywa maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy

Korzyść	Przewidywanie
Redukcja kosztów trudności finansowych i kosztów bankructwa	Im wyższe prawdopodobieństwo upadłości oraz wystąpienia trudności finansowych, tym większa skłonność do wykorzystania instrumentów pochodnych.
Ograniczanie skali problemu niedoinwestowania i problemu substytucji aktywów	Im większe znaczenie problemu niedoinwestowania oraz problemu substytucji aktywów, tym większa skłonność do wykorzystania instrumentów pochodnych.
Harmonizacja polityki inwestycyjnej i finansowej	Dobre perspektywy rozwoju w połączeniu z ograniczonym dostępem do finansowania zewnętrznego zwiększają skłonność do wykorzystania instrumentów pochodnych.
Oszczędności podatkowe	Wypukłość funkcji podatkowej wpływa pozytywnie na skłonność do wykorzystania instrumentów pochodnych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie literatury przedmiotu.

Druga grupa przesłanek wykorzystania instrumentów pochodnych, określana mianem motywów menedżerskich, jest relatywnie rzadziej analizowanym bodźcem do

językowych. Wykorzystywanie instrumentów pochodnych może stanowić jedną z technik zabezpieczających, jednak motyw zabezpieczający nie jest jedyną przesłanką ich stosowania, pojęcia te nie są więc tożsame.

<sup>10</sup> C.W. Smith, R.M. Stulz: *The Determinants of Firms' Hedging Policies*. Journal of Financial and Quantitative Analysis 1985, vol. 20(4), pp. 391–405; H. Bessembinder.: *Forward Contracts and Firm Value: Investment Incentive and Contracting Effects*. Journal of Financial and Quantitative Analysis 1991, no.26, pp. 519–532; K.A. Froot, D.S. Scharfstein, J.C. Stein: *Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies*. The Journal of Finance 1993, vol. 48(5), pp. 1629–1658; Ch. Géczy, B.A. Minton, C. Schrand: *Taking a View: Corporate Speculation, Governance and Compensation*. Journal of Finance 2007, vol. 62(5), pp. 2405–2443; H.E. Leland: *Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure*. The Journal of Finance 1998, no.53, pp. 1213–1243.

stosowania instrumentów pochodnych. Osoby zarządzające spółką, podejmujące decyzje w zakresie m.in. zarządzania ryzykiem, nie zawsze działają w najlepszym interesie właścicieli przedsiębiorstwa, zaspokajając swoje własne prywatne interesy. Źródłem tej grupy przesłanek wykorzystywania derywatów jest rozdzielenie własności i kontroli nad przedsiębiorstwem i związana z tym rozbieżność interesów właścicieli oraz osób zarządzających. Postawa wobec ryzyka przyjmowana przez osoby zarządzające, a także ich uprzywilejowanie w zakresie informacji dotyczących działalności spółki mogą stanowić bodźce skłaniające do takiego wykorzystywania instrumentów pochodnych, które generuje korzyści dla zarządzających, zaś niekoniecznie dla właścicieli spółki<sup>11</sup>. Właściciele i zarządzający, z uwagi na różnice w zakresie pozycji zajmowanej w spółce, prezentują różną postawę wobec ryzyka. Właściciele mają relatywnie większą możliwość dywersyfikowania swojego majątku, podczas gdy dla menedżerów jest to często trudne. Znaczące zaangażowanie kapitałowe, duża liczba lat przepracowanych w spółce, specjalistyczna wiedza czy ugruntowana reputacja stanowią dla menedżerów zachętę do ograniczania ryzyka<sup>12</sup>. Zarządzający z uwagi na własną postawę wobec ryzyka mogą dążyć do ograniczenia ryzyka upadłości i wystąpienia trudności finansowych, nie ze względu na interes akcjonariuszy, lecz w celu zwiększenia bezpieczeństwa własnego stanowiska pracy<sup>13</sup>. Zarządzający preferują ustabilizowaną sytuację w zakresie zmienności przepływów pieniężnych, ponieważ przyczynia się ona do stabilności ich własnego bogactwa, przy jednoczesnym niewielkim (bądź żadnym) koszcie pozostałych interesariuszy<sup>14</sup>. W rezultacie jednak niektóre decyzje menedżerskie są korzystne dla zarządzającego, ponieważ obniżają ryzyko związane z ich pozycją, podczas gdy nie zawsze są korzystne dla akcjonariuszy<sup>15</sup>. Hipoteza odnosząca się do awersji względem ryzyka, wykazywanej przez osoby zarządzające, zakłada, że menedżerowie w skrajnej sytuacji są skłonni dążyć do pełnego zabezpieczenia się przed ryzykiem, eliminując zarówno korzystne, jak i niekorzystne odchylenia od oczekiwanej wartości przepływów pieniężnych<sup>16</sup>. Znajduje to uzasadnienie m.in. w tym, iż zarządzający danym podmiotem zainteresowani są redukcją ryzyka całkowitego (zarówno jego części sys-

<sup>11</sup> R.M. Stulz: *Optimal Hedging Policies*. Journal of Financial and Quantitative Analysis 1984, vol. 19(2), pp. 127–140; C.W. Smith, R.M. Stulz: *The Determinants of Firms' Hedging Policies*. Journal of Financial and Quantitative Analysis 1985, vol. 20(4), pp. 391–405.

<sup>12</sup> D.O. May: *Do Managerial Motives Influence Firm Risk Reduction Strategies?*. Journal of Finance 1995, vol. 50(4), pp. 1291–1308.

<sup>13</sup> Y. Amihud, B. Lev: *Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers*. Bell Journal of Economics 1981, vol. 12(2), pp. 605–617.

<sup>14</sup> M. Jensen, W. Meckling: *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics 1976, no. 3, pp. 305–360; E.F. Fama: *Agency Problems and Theory of the Firm*. Journal of Political Economy 1980, vol. 88(2), pp. 288–307.

<sup>15</sup> P.G. Berger, E. Ofek: *Diversification's Effect on Firm Value*. Journal of Financial Economics 1995, vol. 37(1), pp. 39–65; G.M. Bodnar, C. Tang, J. Weintrop: *Both Sides of Corporate Diversification: The Value Impacts of Geographic and Industrial Diversification*. NBER Working Paper Series, Cambridge 1997, MA; R. Comment, G.A. Jarrell: *Corporate Focus and Stock Returns*. Journal of Financial Economics 1995, vol. 37(1), pp. 67–87.

<sup>16</sup> A. Fatemi, C. Luft: *Corporate Risk Management: Costs and Benefits*. Global Finance 2002, vol. 13(1), pp. 29–38.

tematycznej, jak i specyficznej). Właściciele zaś, mając możliwość obniżenia ryzyka specyficznego poprzez odpowiednią dywersyfikację własnego portfela inwestycyjnego i redukcję ryzyka na poziomie praw własności, są zainteresowani poziomem ryzyka systematycznego. Dodatkowo zauważalna wśród menedżerów chęć pełnego zabezpieczenia się przed ryzykiem jest często wzmacniana poprzez system wynagradzania osób zarządzających oparty o wyniki, sprzyjający ustabilizowanej sytuacji w zakresie generowanych przepływów. Zarządzający, którzy charakteryzują się silną awersją do ryzyka i jednocześnie wynagradzani są według systemu opartego o uzyskiwane bieżące wyniki, będą zainteresowani utrzymaniem jak najbardziej stabilnego strumienia dochodów. Dodatkowo osoby zarządzające mają świadomość, że ich czas pracy jest ograniczony, co sprawia, że mogą oni celowo odkładać w czasie decyzje skutkujące obniżeniem tych parametrów finansowych, na podstawie których jest wypłacane wynagrodzenie. Takie działanie zwiększa bowiem ich prywatną użyteczność. Na gruncie tych spostrzeżeń można skonkludować, iż zarządzający wynagradzani bezpośrednio na podstawie krótkookresowych wyników wykazują skłonność do podejmowania szeregu działań ograniczających ryzyko kosztem akcjonariuszy. Wynagrodzenie osób zarządzających może być także powiązane z ceną akcji w sposób liniowy. W takiej sytuacji zmiany cen akcji będą przekładały się na zmiany poziomu uzyskiwanego wynagrodzenia. Ze względu jednak na wspomnianą wcześniej większą awersję do ryzyka przez osoby zarządzające niż właścicieli programy wynagrodzeń oparte na cenie akcji mogą w jeszcze większym stopniu skłaniać zarządzających do ograniczania ryzyka specyficznego spółki. Innym wartym rozważenia przypadkiem jest posiadanie przez zarządzających pakietu akcji. W sytuacji, kiedy zarządzający jest jednocześnie znaczącym akcjonariuszem, ze względu na relatywnie słabą dywersyfikację na poziomie praw własności, może wykazywać skłonność do ograniczania ryzyka na poziomie spółki. To z kolei nie musi być zgodne z interesem innych, zewnętrznych, często dobrze zdywersyfikowanych właścicieli, a jest stosowane przez zarządzających w celu realizacji ich prywatnych celów, tzn. w celu maksymalizacji ich prywatnej użyteczności. Zakładając, że działania z zastosowaniem instrumentów pochodnych nie będą realizowały podstawowego celu właścicieli, ich konsekwencją będzie zmniejszenie wartości dla akcjonariuszy.

Trzeci wyróżniany motyw wykorzystania instrumentów pochodnych stanowi aktywność spekulacyjna rozumiana jako zawieranie transakcji ze świadomością podjęcia nadmiernie zwiększonego ryzyka w celu uzyskania ponadprzeciętnego dochodu<sup>17</sup>. W przypadku instrumentów pochodnych o spekulacji można mówić w sytuacji, gdy podmiot zawiera transakcję wyłącznie w ramach instrumentu pochodnego, nie mając otwartej pozycji w ramach instrumentu podstawowego. Korzystna dla danego podmiotu zmiana cen na rynku sprawia, że pozycja otwarta na instrumentach pochodnych w transakcjach spekulacyjnych umożliwia uzyskanie dochodu. Podmiot spekulujący, oczekując dochodu z zawartej transakcji z wykorzystaniem instrumentu pochodnego, podejmuje ryzyko wzrostu lub spadku ceny tegoż instrumentu<sup>18</sup>. Co znaczące, dochód (lub strata w przypadku niekorzystnych zmian cen) uzyskiwany w transakcjach spekulacyjnych z wykorzystaniem instrumentów pochodnych może być znacznie wyższy niż

<sup>17</sup> K. Jajuga: *Instrumenty...*, op. cit.

<sup>18</sup> *Ibidem*

w przypadku transakcji z wykorzystaniem instrumentów podstawowych ze względu na zjawisko dźwigni finansowej. Geczy i in.<sup>19</sup> stwierdzają, że spekulacja w zakresie instrumentów pochodnych polega na zawieraniu transakcji, „których celem jest generowanie zysku lub zwiększanie ryzyka”. Zaznacza się więc tym samym, że wyłącznym celem działalności spekulacyjnej może być wzrost ryzyka. Z podjęcia praktyk spekulacyjnych, podobnie jak tych, którym przyświecają motywy menedżerskie, nie powinno się przeciętnie oczekiwać korzyści dla właścicieli. Powstaje zatem zasadnicze pytanie – które z przedsiębiorstw decydują się na podjęcie takich praktyk? Wykorzystanie instrumentów pochodnych w celach spekulacyjnych jest bardziej prawdopodobne w spółkach, w których decydenci są przekonani o posiadaniu tzw. „przewagi informacyjnej” nad innymi uczestnikami rynku i istnieniu możliwości wygenerowania dzięki niej dodatkowego zysku. Aby rezultatem działania o charakterze spekulacyjnym był dodatkowy zysk, przedsiębiorstwo musi mieć informacje niedostępne dla ogółu użytkowników rynku oraz wykazywać się umiejętnością ich odpowiedniego wykorzystania. Przedsiębiorstwa, kierując się własnymi oczekiwaniami dotyczącymi kształtowania się cen na rynku w przyszłości, decydują o wielkości i czasie realizacji transakcji na instrumentach pochodnych. Im większe jest przekonanie osób zarządzających o zdolności do przewidywania ruchu cen na rynku, tym większa może być skłonność do podejmowania aktywności spekulacyjnej. Wzmocnieniem zachęty do podjęcia transakcji spekulacyjnych może być również kształt systemu wynagradzania osób zarządzających, a także słabo rozwinięty system nadzoru korporacyjnego. Co interesujące, wyniki badań przeprowadzonych przez Geczy i in.<sup>20</sup> wskazują, że praktycznie żadna ze spółek, które zawierają transakcje na derywatach, nie robi tego wyłącznie w celach spekulacyjnych. Spekulacja wynika zazwyczaj z rozszerzenia zakresu wykorzystania instrumentów pochodnych, któremu pierwotnie przyświeca motyw zabezpieczający, o transakcje zawierane na podstawie przewidywań zmian wartości instrumentów podstawowych. Badania nad naturą spekulacji podejmowanej w ramach instrumentów pochodnych w porównaniu do motywu zabezpieczającego, są nieliczne. Być może przyczyną takiego stanu rzeczy jest brak jednoznacznych informacji, ujawnianych np. w raportach spółek, wskazujących wprost na podejmowanie działań spekulacyjnych oraz trudność w rozpoznaniu tej aktywności wynikająca z problemów z jednolitym zdefiniowaniem spekulacji i tym samym zakwalifikowaniem danego działania jako działalność spekulacyjną.

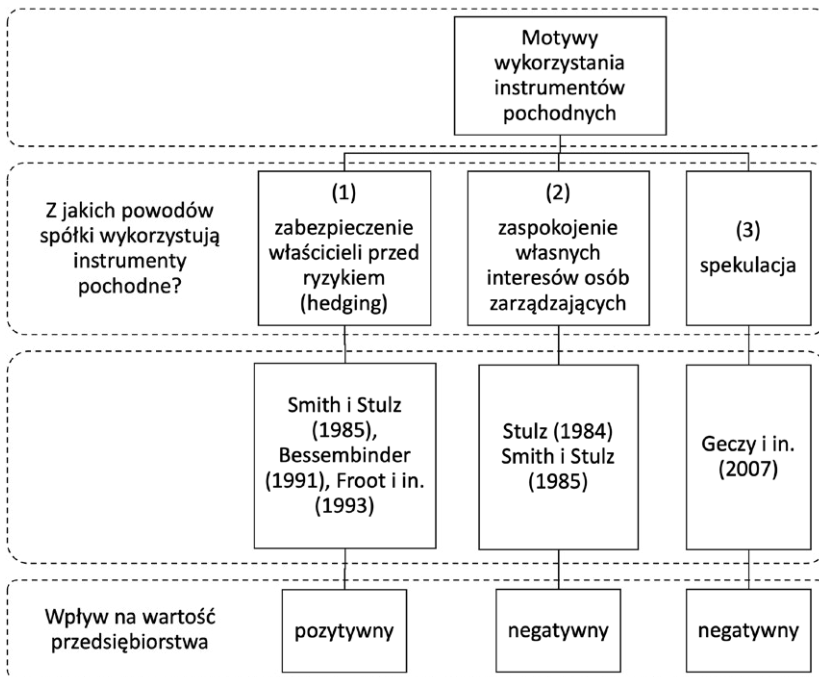
Rozróżnienie możliwych przesłanek wykorzystania instrumentów pochodnych wyraźnie wskazuje na odmienne konsekwencje stosowania derywatów z punktu widzenia realizacji długoterminowego celu, jakim jest zwiększanie wartości dla właścicieli. Wyniki badań empirycznych stanowią potwierdzenie tej obserwacji. Wykorzystanie instrumentów pochodnych może bowiem istotnie pozytywnie<sup>21</sup> lub istotnie negatywnie

<sup>19</sup> Ch. Geczy, B.A. Minton, C. Schrand: *Taking a View: Corporate Speculation, Governance and Compensation*. *Journal of Finance* 2007, vol. 62(5), pp. 2405–2443.

<sup>20</sup> Ibidem

<sup>21</sup> m.in.: G. Allayannis, J. Weston: *The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value*. *Review of Financial Studies* 2001, no.14, pp. 243–276; S.M. Bartram, G.W. Brown, J.S. Conrad: *The Effects of Derivatives on Firm Risk and Value*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2001, vol. 46(4), pp. 967–999; P. Bachiller, S. Boubaker, S. Mefteh-Wali: *Financial derivatives and firm value: What have we learned?*, *Finance Research Letters* 2021, no. 39.

wpływać na wartość przedsiębiorstwa<sup>22</sup>, a także nie wykazywać istotnej zależności z wartością firmy<sup>23</sup>. Uzasadnione jest zatem przypuszczenie, że wpływ wykorzystania instrumentów pochodnych na wartość firmy jest ściśle powiązany z motywem wykorzystania derywatów. Powiązanie wyróżnianych w literaturze głównych przesłanek wykorzystania instrumentów pochodnych z ich konsekwencjami dla wartości przedsiębiorstwa przedstawiono na rysunku 9.2.



Rysunek 9.2. Motywy wykorzystania instrumentów pochodnych a wartość przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie studiów literaturowych.

Powyższe rozważania odnoszące się do różnych grup motywów wykorzystania instrumentów pochodnych, które mogą mieć odmienne konsekwencje dla wartości przedsiębiorstwa, skłaniają do postawienia pytania – czy inwestorzy są w stanie zidentyfikować rzeczywisty motyw wykorzystania instrumentów pochodnych na podstawie publicznie ujawnianych informacji o wykorzystaniu derywatów?

<sup>22</sup> m.in.: T.R. Adam, Ch.S. Fernando, J.M. Salas: *Why do firms engage in selective hedging? Evidence from the gold mining industry*. *Journal of Banking & Finance* 2017, no. 77, pp. 269–282; W. R. Guay, S.P. Kothari: *How Much Do Firms Hedge with Derivatives*. *Journal of Financial Economics* 2003, no. 70, pp. 423–461.

<sup>23</sup> Y. Jin, P. Jorion: *Firm Value and Hedging: Evidence from U.S. Oil and Gas Producers*. *The Journal of Finance* 2006, vol. 61(2), pp. 893–919.



## Znaczenie zakresu ujawnień informacji o wykorzystaniu instrumentów pochodnych

Na właściwą ocenę rzeczywistych motywów decyzji podejmowanych w ramach transakcji z wykorzystaniem derywatów pozwala inwestorom odpowiedni zakres i jakość ujawnianych informacji o stosowaniu instrumentów pochodnych. W rzeczywistości często niedostateczna ilość i jakość informacji ujawnianych w raportach finansowych utrudnia identyfikację rzeczywistych pobudek stosowania derywatów, uniemożliwiając powiązanie zakresu wykorzystywania instrumentów pochodnych z poszczególnymi, wyodrębnionymi w poprzednim podrozdziale, motywami. Przy braku przejrzystych informacji inwestor nie ma przekonania o tym, czy przedsiębiorstwo wykorzystuje derywaty w celu zabezpieczania się przed ryzykiem, które jest korzystne dla właścicieli podmiotu, w celu ochrony interesów osób zarządzających czy w celach spekulacyjnych. Tym samym nie jest w stanie stwierdzić, jakie konsekwencje dla kształtowania wartości mają działania przedsiębiorstwa związane z wykorzystaniem instrumentów pochodnych. Geczy i in.<sup>24</sup> udzielili jednoznacznie negującej odpowiedzi na zasadnicze pytanie, czy inwestorzy są w stanie na podstawie publicznie ujawnianych informacji zidentyfikować działalność spekulacyjną i odróżnić ją od działalności zabezpieczającej. Co warte zauważenia, badacze wskazują, że inwestorzy mają duży problem z rozróżnieniem rzeczywistego motywu wykorzystania instrumentów pochodnych na wysoce rozwiniętych rynkach kapitałowych (takich jak rynek amerykański), pomimo szeroko rozbudowanej sprawozdawczości, a co za tym idzie wysokiego poziomu ich transparentności. Lel<sup>25</sup> oraz Allayannis i in.<sup>26</sup> konkludują, iż inwestorzy mogą jedynie domniemywać na temat faktycznych motywów wykorzystania instrumentów pochodnych i oceniać pobudki podejmowanych działań przez pryzmat jakości systemu nadzoru korporacyjnego funkcjonującego w przedsiębiorstwach. Rezultaty przeprowadzonych badań wskazują, iż wysoka jakość nadzoru korporacyjnego może gwarantować wykorzystanie instrumentów pochodnych korzystne dla właścicieli, tj. zwiększające wartość przedsiębiorstwa. W pracy Lela<sup>27</sup> można znaleźć argumenty na rzecz stwierdzenia, że w podmiotach o niższej jakości nadzoru korporacyjnego bardziej prawdopodobne jest wykorzystywanie instrumentów pochodnych przez osoby zarządzające do zaspokajania ich własnych, prywatnych celów.

Rozróżnianie rzeczywistego motywu wykorzystania instrumentów pochodnych stanowi istotne zagadnienie również w przypadku spółek funkcjonujących w Polsce, gdzie brakuje ustandaryzowanej formy raportowania i tym samym jednolitego ujawniania informacji o skali i motywach wykorzystania instrumentów pochodnych. Przegląd raportów polskich spółek publicznych<sup>28</sup> prowadzi do następującej konkluzji: w przypadku zdecydowanej większości spółek notowanych na Giełdzie Papierów War-

<sup>24</sup> Ch. Géczy, B.A. Minton, C. Schrand: *Taking a View ...*, op. cit..

<sup>25</sup> U. Lel: *Currency Hedging ...*, op. cit.

<sup>26</sup> G. Allayannis, U. Lel, D.P. Miller: *The Use of Foreign ...*, op. cit.

<sup>27</sup> U. Lel: *Currency Hedging ...*, op. cit.

<sup>28</sup> Na podstawie przeglądu raportów spółek z indeksu WIG20, mWIG40, sWIG80.

tościowych w Warszawie jasno deklarowanym motywem wykorzystania instrumentów pochodnych jest motyw zabezpieczający. Brak standardów raportowania o prowadzonej polityce zarządzania ryzykiem finansowym w przedsiębiorstwie i związana z tym niejednoznaczność przekazywanych interesariuszom informacji utrudnia potwierdzenie, czy rzeczywisty motyw wykorzystania instrumentów pochodnych jest tożsamy z motywem deklarowanym. Jak pokazują przeszłe doświadczenia, znane są przypadki przedsiębiorstw (w tym spółek publicznych), które mimo deklaracji wykorzystywania instrumentów pochodnych w celach zabezpieczających, faktycznie stosowały je, kierując się motywem spekulacyjnym<sup>29</sup>. Co więcej, przytaczany argument związany z ujawnieniami informacji nie dotyczy wyłącznie możliwości rozróżniania motywów, ale również znacząco utrudnia samą identyfikację aktywności podejmowanych w ramach instrumentów pochodnych. Znajduje to swój wyraz przede wszystkim w mocno zróżnicowanej pod względem jakościowym informacji o stosowanych zabezpieczeniach w sprawozdaniu finansowym. W przypadku informacji o stosowaniu instrumentów pochodnych przez polskie spółki publicznie głównymi źródłami informacji o wykorzystaniu derywatów są roczne raporty finansowe oraz sprawozdania z działalności spółki.

## **Sprawozdanie finansowe spółki i rachunkowość zabezpieczeń**

Wszystkie podmioty zainteresowane skalą czy rodzajem transakcji z udziałem instrumentów pochodnych mogą wykorzystać sporządzane przez spółki sprawozdania finansowe jako źródło takich informacji. Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości

<sup>29</sup> W okresie dynamicznej ekspansji polskiego rynku derywatów transakcje z wykorzystaniem instrumentów pochodnych, niezależnie od statusu właścicielskiego spółek, często okazywały się działaniem spekulacyjnym. Przełomem w tym zakresie okazał się rok 2008. Opcje walutowe, a ściślej ujmując, szczególnie ich nieodpowiednie złożenie, brak zrozumienia charakteru narzędzi finansowych przez podmioty je wykorzystujące czy nieodpowiednia wartość transakcji w stosunku do kwoty wymagającej zabezpieczenia sprawiały, iż rzeczywistym motywem ich stosowania nie było zabezpieczanie przed ryzykiem, lecz spekulacja. Jednym z pierwszych podmiotów, który ujawnił problemy z niewłaściwie zawartymi transakcjami na rynku instrumentów pochodnych była spółka CIECH SA. Mimo wyodrębnienia w strukturach spółki komitetu przypisanego do spraw zarządzania ryzykiem, ponadprzeciętnej świadomości zmienności kursów walutowych oraz ryzyka transakcji z wykorzystaniem instrumentów pochodnych (o czym informowano w raporcie finansowym podmiotu), spółka zawierała niesymetryczne i nieodpowiednio skonfigurowane transakcje, a działania uznane za spekulacyjne i straty wygenerowane z tego tytułu skutkowały znaczącym obniżeniem wartości spółki. Drugim wartym przytoczenia przykładem przedsiębiorstwa, w przypadku którego źle dobrane instrumenty pochodne mogły doprowadzić do destrukcji wartości, a w skrajnym przypadku do bankructwa, jest spółka o ówczesnej nazwie PKM DUDA SA. Zasadnicza różnica pomiędzy tymi dwoma przypadkami: spółką CIECH i PKM DUDA leży jednak w zakresie informacji przekazywanych interesariuszom. Zarząd PKM DUDA, mimo iż spółka była zaangażowana w transakcje z wykorzystaniem opcji walutowych, które dodatkowo z uwagi na niesymetryczność struktur nosiły znamiona spekulacji, nie informował o tym fakcie inwestorów.

Finansowej (MSSF) nr 7 nakłada na podmioty obowiązek przedstawiania odpowiednich informacji na temat posiadanych instrumentów finansowych. Celem przedstawianych informacji powinno być umożliwienie odbiorcom sprawozdania finansowego zrozumienia istotności wpływu instrumentów finansowych na sytuację finansową i wynik finansowy. Oznacza to, że dany podmiot jest zobowiązany do przedstawienia wpływu instrumentów finansowych na bilans (sprawozdanie z sytuacji finansowej) oraz prezentowane wyniki finansowe w rachunku zysków i strat (sprawozdanie z całkowitych dochodów).

W kontekście instrumentów pochodnych, zgodnie z MSSF nr 7, podmiot gospodarczy powinien ujawniać informacje o stosowanej polityce rachunkowości dotyczącej tych instrumentów, tzn. przedstawić zasady ich ujmowania, wyceny i prezentacji zmian ich wartości; powinien również poinformować o stosowaniu rachunkowości zabezpieczeń oraz przyjętych zasadach ustalania wartości godziwej. Dla strony zainteresowanej informacjami o stosowaniu przez spółkę instrumentów pochodnych kluczowe są też dane o ekspozycji na ryzyko finansowe. MSSF nr 7 nakłada na spółkę obowiązek ujawniania informacji, „które umożliwiają użytkownikom jej sprawozdania finansowego ocenę charakteru i zakresu ryzyka związanego z instrumentami finansowymi, na które jednostka jest narażona na dzień sprawozdawczy”. Informacje te powinny dotyczyć ryzyka związanego z instrumentami finansowymi oraz prowadzonego procesu zarządzania ryzykiem. Ujawniane informacje powinny obejmować dane ilościowe oraz jakościowe na temat stopnia narażenia na ryzyko na dzień sprawozdawczy, a także cele, politykę i procesy zarządzania ryzykiem oraz stosowane metody wyceny ryzyka z uwzględnieniem zmian zachodzących w stosunku do poprzedniego okresu sprawozdawczego. W ramach ryzyka rynkowego spółka winna przedstawić w sprawozdaniu finansowym analizę wrażliwości wraz z zaprezentowaniem metod i założeń stosowanych przy jej sporządzaniu oraz informacją o ewentualnych innych metodach oceny ekspozycji na ryzyko. Podmiot sporządzający sprawozdanie finansowe nie ma jednak obowiązku przekazywać informacji dotyczących transakcji zawartych w trakcie okresu sprawozdawczego z wykorzystaniem instrumentów pochodnych, rodzajów zastosowanych instrumentów pochodnych, zajętych pozycji, ich wartości nominalnych czy terminów rozliczenia. Obowiązek w tym zakresie sprowadza się do przedstawienia w notach dodatkowych do sprawozdania finansowego wartości godziwej instrumentów pochodnych posiadanych na dzień sprawozdawczy, które są traktowane jako aktywa finansowe przeznaczone do obrotu, jeżeli ich wartość godziwa jest dodatnia, lub jako zobowiązania finansowe przeznaczone do obrotu, jeżeli ich wartość godziwa jest ujemna. Zmiana wartości godziwej odnosi się do wyniku finansowy. Powyższe zasady kwalifikowania instrumentów pochodnych i ujawniania o nich informacji ulegają zmianie, jeżeli podmiot gospodarczy spełnia wymogi formalne do stosowania rachunkowości zabezpieczeń.

W przypadku stosowania instrumentów pochodnych, których celem jest zabezpieczenie przed ryzykiem, przyjęcie podstawowych zasad rachunkowości powoduje, że sprawozdanie finansowe nie odzwierciedla odpowiednio skutków transakcji zabezpieczających. Jak bowiem już wspomniano, instrumenty pochodne wycenia się w wartości godziwej, zaś skutki tej wyceny ujmowane są w wyniku finansowym okresu sprawozdawczego. Problem nieodpowiedniego odzwierciedlenia skutków

transakcji z wykorzystaniem instrumentów pochodnych może zostać zniwelowany, jeżeli podmiot spełnia określone warunki i ma możliwość wprowadzenia rachunkowości zabezpieczeń. W przypadku stosowania rachunkowości zabezpieczeń podmiot powinien ujawniać informacje dotyczące zabezpieczenia wartości godziwej, zabezpieczenia przepływów pieniężnych oraz zabezpieczenia udziałów w aktywach netto w podmiotach zagranicznych. Zgodnie z przyjętym standardem sprawozdawczości, w ramach każdego z tych rodzajów zabezpieczenia należy ująć odpowiednio: opis każdego rodzaju zabezpieczenia, opis instrumentów finansowych wyznaczonych jako instrumenty zabezpieczające i ich wartość godziwą na dzień sprawozdawczy, a także charakter zabezpieczanego ryzyka (MSSF nr 7). Podmiot stosujący, zgodnie z przyjętą rachunkowością zabezpieczeń, zabezpieczenie wartości godziwej, powinien przedstawić informacje o zmianach wartości (o zyskach lub stratach) zarówno instrumentu zabezpieczającego, jak i pozycji zabezpieczanej. Z kolei podmiot stosujący, zgodnie z przyjętą rachunkowością zabezpieczeń, zabezpieczenie przepływów pieniężnych powinien prezentować także jakościowe dane o okresach, w których oczekuje się wystąpienia przepływów pieniężnych. Przedstawione powinny zostać również informacje o czasie, w którym należy oczekiwać wywarcia przez zabezpieczanie wpływu na wynik finansowy. Konieczny jest też opis każdej planowanej transakcji, w odniesieniu do której uprzednio stosowano rachunkowość zabezpieczeń, ale nie oczekuje się już jej przeprowadzenia. Dodatkowo spółka stosująca rachunkowość zabezpieczeń powinna odrębnie ujawniać w wyniku finansowym nieefektywność wynikającą z zabezpieczeń przepływów pieniężnych oraz nieefektywność wynikającą z zabezpieczeń inwestycji netto w podmiocie zagranicznym. W ten sposób transakcje zabezpieczające z wykorzystaniem instrumentów pochodnych zostają odzwierciedlone w sprawozdaniu finansowym zgodnie z ich ekonomiczną treścią<sup>30</sup>.

Stosowanie rachunkowości zabezpieczeń jest dobrowolne, ale wiąże się z koniecznością spełnienia licznych wymogów formalnych. Dla użytkowników sprawozdań finansowych ujęcie transakcji zabezpieczających zgodnie z rachunkowością zabezpieczeń stanowi jednak cenne źródło informacji. Rachunkowość zabezpieczeń pozwala bowiem na lepsze zrozumienie strategii zabezpieczających ryzyko stosowanych przez osoby zarządzające oraz daje możliwość oceny skuteczności tych strategii. Użytkownik sprawozdania finansowego dysponuje pełnym obrazem operacji gospodarczych wraz ze skutkami transakcji zabezpieczających. W związku z koniecznością spełnienia licznych warunków, głównie w zakresie przygotowywania dokumentacji transakcji zabezpieczających, uzasadnione jest również dostrzeganie wyższej dbałości o jakość dostarczanych informacji<sup>31</sup>. Dbałość osób zarządzających o jakość ujawnianych informacji w przypadku stosowania rachunkowości zabezpieczeń musi być zdecydowanie wyższa niż w przypadku stosowania podstawowych zasad rachunkowości.

<sup>30</sup> A. Żebruń: *Instrumenty pochodne zabezpieczające w rachunkowości*. Difin, Warszawa 2010.

<sup>31</sup> K. Świderska (red.): *Wpływ zakresu ujawnianych informacji na poprawę ochrony inwestorów oraz pozycję emitentów papierów wartościowych*. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.

## Sprawozdanie zarządu z działalności

Informacje zawarte w sprawozdaniu finansowym często okazują się niewystarczające dla jego użytkowników lub nie pozwalają na jednoznaczną interpretację działań osób zarządzających. W takim przypadku znaczącą rolę odgrywać może tzw. „pozostała sprawozdawczość finansowa”<sup>32</sup>. Zgodnie z MSSF pozostała sprawozdawczość finansowa powinna obejmować informacje wspomagające interpretację sprawozdań finansowych i zwiększać zdolność do podejmowania efektywnych decyzji przez użytkowników tych sprawozdań<sup>33</sup>. Zgodnie z Ustawą o rachunkowości (UoR) spółki kapitałowe, spółki komandytowo-akcyjne oraz inne jednostki, takie jak towarzystwa reasekuracji wzajemnej, spółdzielnie oraz przedsiębiorstwa państwowe, sporządzają, wraz z rocznym sprawozdaniem finansowym, sprawozdanie z działalności jednostki. Nie obowiązuje jednak ustandaryzowany wzorec i jednolity spis wyraźnie wskazujący, jakiego typu informacje o większym stopniu szczegółowości są wymagane. KSR nr 9 wyznacza jedynie elementy mogące stanowić zawartość sprawozdania z działalności jednostki oraz sposób ich prezentacji, mając na celu promowanie dobrych praktyk w sporządzaniu sprawozdania z działalności, Najistotniejszym z punktu widzenia problematyki niniejszego opracowania jest fakt, iż w sprawozdaniu z działalności powinny zostać przedstawione informacje o „instrumentach finansowych w zakresie:

- ryzyka: zmiany cen, kredytowego, istotnych zakłóceń przepływow środków pieniężnych oraz utraty płynności finansowej, na jakie narażona jest jednostka,
- przyjętych przez jednostkę celach i metodach zarządzania ryzykiem finansowym, łącznie z metodami zabezpieczenia istotnych rodzajów planowanych transakcji, dla których stosowana jest rachunkowość zabezpieczeń”.

Sprawozdanie zarządu z działalności spółki stanowi zatem swoiste tło informacyjne dla danych płynących ze sprawozdania finansowego. Bardziej szczegółowe informacje na temat transakcji z udziałem instrumentów pochodnych mogą stanowić użyteczne źródło umożliwiające dokładniejszą ocenę poczynań osób zarządzających. Można przyjąć założenie, że im szerszy jest zakres przekazywanych informacji o wykorzystaniu instrumentów pochodnych, tym wyższy jest stopień przejrzystości danego podmiotu gospodarczego w tym obszarze. Należy jednak zwrócić dodatkowo uwagę na warunek konieczny, którego zaistnienie powoduje, że sprawozdanie z działalności i informacje o prowadzonych transakcjach z wykorzystaniem instrumentów pochodnych są użyteczne dla interesariuszy. Informacje zawarte w sprawozdaniu z działalności muszą być wiarygodne, przydatne, zrozumiałe i porównywalne w czasie dla ich odbiorcy. W praktyce jednak informacje płynące ze sprawozdania z działalności niejednokrotnie są niewystarczająco szczegółowe i nie dostarczają danych do przeprowadzenia odpowiednio dogłębnej analizy poszczególnych obszarów działalności przedsiębiorstwa na potrzeby odbiorcy zewnętrznego. Pomimo tego, uzupełniające informacje o charakterze ilości-

<sup>32</sup> International Accounting Standards Board, *Conceptual Framework for Financial Reporting 2010*.

<sup>33</sup> E. Walińska, B. Bek – Gaik, J. Gad, B. Rymkiewicz: *Sprawozdawczość finansowa jako narzędzie komunikacji z otoczeniem. Wymiar finansowy i niefinansowy*. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2015.

wym i jakościowym, zarówno finansowe, jak i niefinansowe, płynące ze sprawozdania z działalności, wzmacniają użyteczność tradycyjnej sprawozdawczości finansowej.

Instrumenty finansowe, w tym również instrumenty pochodne, z uwagi na swoją złożoność wymagają szczegółowej wiedzy nie tylko w zakresie ich właściwego stosowania przez osoby zarządzające, odpowiedniego ujmowania przez osoby sporządzające sprawozdanie finansowe, ale również umiejętności odbiorców sprawozdań finansowych w zakresie przetwarzania i interpretacji informacji o transakcjach z instrumentami pochodnymi. Spełnienie tych warunków sprawia, iż prawidłowo sporządzone sprawozdania finansowe oraz raporty z działalności spółek, z odpowiednio szerokim zakresem przekazywanych w nich informacji pełnią rolę podstawowych narzędzi niwelowania asymetrii informacyjnej.

Na podstawie analizy poszczególnych elementów sprawozdań finansowych spółek publicznych można wyciągnąć wnioszek, że podmioty często bardzo różnią się od siebie w zakresie i szczegółowości przekazywanych publicznie informacji o wykorzystaniu instrumentów pochodnych. Najwyższy poziom ujawnień informacji o instrumentach pochodnych wśród polskich spółek publicznych, których sprawozdania finansowe podlegały przeglądowi, zaobserwowano w sektorze wydobywczym. Podobne zakresy ujawnień informacji cechowały spółki zaklasyfikowane do sektorów: produkcyjnego, świadczenia usług transportowych, komunikacyjnych oraz dostarczania energii elektrycznej, gazu i wody. Najniższy poziom ujawnień informacji o instrumentach pochodnych, co związane jest też z relatywnie niewielkim wykorzystaniem derywatów, charakteryzuje sektor handlu detalicznego.

Z przyjętej przez dany podmiot polityki ujawniania informacji o działaniach zabezpieczających przed ryzykiem wynika poziom asymetrii informacji – jest on konsekwencją wyboru dokonanego w ramach przedziału zawierającego się pomiędzy dwiema skrajnymi możliwościami: pełnym, szczegółowym raportowaniem wszystkich działań oraz przekazywaniem wyłącznie zagregowanych, bardzo ogólnych informacji. Pod pojęciem „ujawnianie informacji o zabezpieczaniu” można rozumieć działanie, za sprawą którego informacje prywatne przekształcane są w informacje publicznie dostępne. Oprócz znaczenia ujawnień informacji dla interesariuszy zewnętrznych, którzy na ich podstawie chcą określić faktyczny motyw wykorzystania instrumentów pochodnych, zasadne staje się pytanie o znaczenie ujawnianych informacji dla podejmowania decyzji o zabezpieczaniu się przed ryzykiem. DeMarzo i Duffie<sup>34</sup> zwracają uwagę, iż zabezpieczanie się przed ryzykiem wzmacnia wartość informacyjną wyników finansowych, wskazując wpływ wdrożonej w danym podmiocie polityki informacyjnej na podejmowane działania zabezpieczające. Wykorzystanie instrumentów pochodnych umożliwia zmniejszenie zmienności wyników finansowych generowanych przez dany podmiot. Gdy podmiot raportuje informacje o wynikach finansowych w formie zagregowanej, tym samym nie ujawniając szczegółowych danych o działaniach zabezpieczających, zarządzający mogą odczuwać zachętę do większego ograniczania ryzyka niż w sytuacji, gdyby byli zobligowani do pełnego ujawniania informacji. W skrajnym przypadku, gdy podmiot zobligowany jest do ujawniania wszystkich informacji o działaniach zabez-

<sup>34</sup> P.M. De Marzo, D. Duffie: *Corporate Incentives for Hedging and Hedge Accounting*. Review of Financial Studies 1995, no.8, pp. 743–771.

pieczających, zarządzający, mimo swojej awersji do ryzyka, mogą mieć motywację do niezabezpieczania działalności przed ryzykiem. Pełne ujawnianie szczegółowych informacji na temat wykorzystania instrumentów pochodnych pozwala bowiem interesariuszom oceniać działania podejmowane przez osoby zarządzające, tzn. umożliwia oddzielenie finansowych efektów wysiłków podejmowanych przez menedżerów od efektów zdarzeń będących poza ich kontrolą, tj. wynikających na przykład ze zmiany cen na rynkach. Redukcja poziomu tzw. szumów informacyjnych przyczynia się do ograniczenia skali asymetrii informacji w tym obszarze. To jednak niekoniecznie jest w interesie osób zarządzających, gdyż przyczynia się do zmniejszenia ich osobistych korzyści wynikających z posiadania prywatnych informacji, co może potwierdzać ich niechęć do podejmowania działań zabezpieczających. Chociaż zarządzający są lepiej poinformowani niż obecni i potencjalni akcjonariusze, a co za tym idzie – mimo że decyzje o zabezpieczaniu i ich wyniki są nieobserwowalne dla właścicieli, to inwestorzy starają się wnioskować na temat tych niewiadomych na podstawie raportów finansowych<sup>35</sup>. Analiza problemu tzw. informacyjnego efektu zabezpieczania wskazuje, że poziom ujawnień informacji o instrumentach pochodnych, wynikający z przyjętych zasad księgowych, ma wpływ na decyzje o zabezpieczaniu, podejmowane przez menedżerów. Można wysunąć ogólną konkluzję, iż w spółkach nieprowadzących rachunkowości zabezpieczeń ten wpływ jest silniejszy, gdyż zarządzający mają możliwość decydowania o tym, jakie informacje zostaną upublicznione. Stosowanie w danym podmiocie rachunkowości zabezpieczeń sprawia, że takie praktyki są zdecydowanie trudniejsze, a decyzje o wykorzystaniu instrumentów pochodnych odpowiadają warunkom symetrii informacji.

## Podsumowanie

Coraz bardziej złożone i dynamiczne warunki rynkowe sprawiają, że stosowanie instrumentów pochodnych staje się nieodłączną praktyką wielu przedsiębiorstw, w tym spółek publicznych. Jednakże wraz z rosnącym znaczeniem tych instrumentów pojawia się także potrzeba zapewnienia odpowiedniej przejrzystości w zakresie ich stosowania oraz ujawniania informacji z nimi związanych.

W niniejszym opracowaniu ukazano istotne przesłanki, które skłaniają spółki publiczne do korzystania z instrumentów pochodnych, oraz omówiono znaczenie zakresu ujawnień informacji na ich temat w sprawozdaniach finansowych w kontekście możliwości rozróżnienia faktycznego motywu stosowania derywatów. Przejrzystość w ujawnianiu informacji zdaje się kluczowa dla interesariuszy, którzy na podstawie ujawnianych informacji chcą być w stanie ocenić konsekwencje wykorzystania instrumentów pochodnych. Główne motywy stosowania derywatów mogą stanowić: zabezpieczanie się przed ryzykiem, tj. działanie w interesie wszystkich akcjonariuszy, spekulacja oraz aktywność mająca na celu zaspokojenie interesu osób zarządzających.

<sup>35</sup> N.D. Melumad, G. Weyns, A. Ziv: *Comparing Alternative Hedge Accounting Standards: Shareholders' Perspective*. Review of Accounting Studies 1999, vol. 4(3–4), pp. 265–292.

Wykorzystywanie instrumentów pochodnych zgodnie z dwoma ostatnimi motywami ma destrukcyjny wpływ na wartość podmiotu. Dla inwestora bardzo ważną kwestią jest zatem rozróżnienie motywu wykorzystania instrumentów pochodnych, co w warunkach asymetrii informacji jest jednak znacznie utrudnione. Zgodnie z tzw. informacyjnym efektem zabezpieczenia, jeżeli spółka ujawnia i przekazuje pełne informacje na temat transakcji związanych z wykorzystaniem instrumentów pochodnych, niweluje nierówność pozycji w zakresie posiadanych informacji, co skutkuje dla interesariuszy zewnętrznych możliwością wiarygodniejszego określenia motywu wykorzystania instrumentów pochodnych i tym samym ich konsekwencji dla wartości przedsiębiorstw.

Poruszany problem ujawnień informacji o instrumentach pochodnych może stanowić interesujący kierunek dalszych badań. Warte uwagi jest prowadzenie badań nad sposobem ujawniania informacji o wykorzystaniu instrumentów pochodnych; tj. nad tym, w jakim zakresie i jak szczegółowo powinny być przekazywane te informacje inwestorom oraz jak zróżnicowanie w poziomie tych informacji jest postrzegane przez inwestorów. Z jednej strony problemy z rozróżnieniem faktycznego motywu wykorzystania instrumentów pochodnych, wynikające z braku odpowiednio szczegółowych informacji, mogłyby uzasadniać postulat zwiększania zakresu ujawnianych informacji o instrumentach pochodnych oraz, być może, potrzebę ich standaryzacji. Z drugiej strony mnogość, złożoność i wysoka szczegółowość ujawnianych informacji może zmniejszyć ich przydatność. Przeciążenie informacjami i malejąca za jego przyczyną zdolność inwestorów do zrozumienia informacji na temat ryzyka finansowego i działań z nim związanych powoduje trudności interpretacyjne. Ten problem wpisuje się w kontekst szerszej debaty nad sprawozdawczością finansową oraz obligatoryjnym i dobrowolnym zakresem informacji zamieszczanych w raportach finansowych.