

Jarosław Pawłowski
Uniwersytet Mikołaja Kopernika

INSTRUMENTY POCHODNE – DOBRODZIEJSTWO CZY ZAGROŻENIE WSPÓŁCZESNEJ GOSPODARKI?

Klasyfikacja JEL: *G150*

Słowa kluczowe: *instrumenty pochodne, rynek instrumentów pochodnych, OTC*

Abstrakt: W dobie XXI wieku szczególne miejsce wśród czynników wpływających na sytuację gospodarczą na świecie zajmuje światowy rynek finansowy wraz z najszybciej rozwijającym się segmentem instrumentów pochodnych. Instrumentów, których stosowanie charakteryzuje się relatywnie wysokim poziomem ryzyka wynikającym z wykorzystania w ich konstrukcji zjawiska dźwigni finansowej. Skutkuje to możliwością osiągnięcia zarówno zysków, jak i strat wielokrotnie wyższych od zaangażowanego kapitału. Intensywny rozwój rynku instrumentów pochodnych odbywa się już od około 30 lat, a jego tempo charakteryzuje się wysoką dynamiką. Ze względu na niebezpieczeństwo stosowania derywatów związane z negatywnymi skutkami finansowymi, a jednocześnie rosnący ich wpływ na sytuację gospodarczą, co widoczne było w okresie ostatniego kryzysu finansowego, niniejsza praca poświęcona zostanie kwestii korzyści i zagrożeń związanych ze stosowaniem instrumentów terminowych. Celem jej będzie próba odpowiedzi na pytanie, czy instrumenty te stanowią dobrodziejstwo czy zagrożenie dla dalszego rozwoju współczesnej gospodarki. Na potrzeby realizacji założonego celu zostaną wykorzystane następujące metody badawcze: opisowa, porównawcza, analizy literatury przedmiotu oraz analizy przypadków.

DERIVATIVES – BENEFACTION OR CURSE OF CONTEMPORARY ECONOMY?

JEL Classification Codes: *G150*

Keywords: *derivatives, derivatives market, OTC*

Abstract: In the age of twenty-first century a special place among the factors affecting the economic situation of the world is a global financial market with the fastest growing segment of the derivatives. The derivatives are characterized by a relatively high level of risk which is the result of using leverage in their structure. It makes possible to achieve both gains and losses disproportionately high in relation to capital.

Intensive development of the derivative market has been trading for around 30 years, the rate is characterized by high growth. Due to risk of using derivatives which could caused negative financial effects and also its role in shaping the world economic situation, which was especially evident during the recent financial crisis, this article is devoted to issue of benefits and risks of derivatives. The aim of this work is attempt to answer the question of derivatives are a benefaction or curse of contemporary economy. To accomplish this objective will be used: a descriptive method, a comparative method, an analysis literature method and case studies.

WPROWADZENIE

Zjawisko istnienia cykli koniunkturalnych, odzwierciedlone w występowaniu następujących po sobie faz ożywienia i spowolnienia gospodarczego, implikuje specyfikę ekonomicznego rozwoju świata. Z tego względu, że w XX wieku przewaga pozytywnych efektów wypracowanych w okresie prosperity nad negatywnymi następstwami recesji, szczególnie rozpatrywana w dłuższym horyzoncie czasowym, była niewątpliwa można mówić o istotnym wzroście gospodarczym w tym okresie.

Obszarem będącym szczególnym obiektem szeroko rozumianej ewolucji w minionym stuleciu był międzynarodowy rynek finansowy. W tym zakresie przełomowe dla tego rynku były lata 70. XX wieku. Splot wydarzeń przypadających na ten okres rozpoczął dynamiczny proces popularyzacji instrumentów pochodnych, który trwa nieprzerwanie do dzisiaj.

Ze względu na wysokie ryzyko towarzyszące wykorzystaniu instrumentów pochodnych oraz nie tracący na tempie rozwój rynku tych instrumentów w XXI wieku, niniejsza praca zostanie poświęcona problemowi korzyści i zagrożeń, które niesie ich stosowanie. Celem przeprowadzonych roz-

ważną będzie próba rozstrzygnięcia kwestii czy instrumenty pochodne stanowią dobrodziejstwo czy zagrożenie współczesnej gospodarki?

Do realizacji założonego celu wykorzystano: metodę opisową, metodę porównawczą, metodę analizy literatury przedmiotu oraz metodę analizy przypadków. Przyjęty cel pracy zdeterminował następnie jej strukturę.

W pierwszej części pracy zostanie przedstawiona geneza powstania instrumentów pochodnych i rynków terminowych oraz krótka ich charakterystyka. Następnie przeprowadzona zostanie analiza światowego, pozagiełdowego rynku instrumentów terminowych w ostatnim dziesięcioleciu. W dalszej części pracy ukazane zostaną zagrożenia związane ze stosowaniem omawianych instrumentów oraz warunki zapewniające funkcjonowanie efektywnego systemu zabezpieczenia przed negatywnymi następstwami ich stosowania. Na zakończenie zaprezentowane zostanie podsumowanie treści zawartych w artykule wraz ze stanowiskiem odnoszącym się do, zadanego we wstępie, tytułowego pytania.

GENEZA POWSTANIA RYNKÓW INSTRUMENTÓW POCHODNYCH

Historia powstania instrumentów pochodnych, określanych również mianem instrumentów terminowych lub derywatów (ang. *Derivatives*) sięga dalekiej starożytności. Za prekursora instrumentów pochodnych uznaje się starożytnego mędrca Talesa z Miletu, żyjącego na przestrzeni VII i VI w. p.n.e. (Crawford, Sen 1998, s. 7). Natomiast czasy funkcjonowania pierwszych rynków transakcji terminowych przypadają na XVII wiek. W Europie powstaje wówczas giełda królewska w Anglii, oraz rynek opcji na cebulki tulipanowe w Holandii. Stąd okres ten określa się w literaturze „gorączką tulipanową” (Wiśniewska 2007, s. 9). Jednakże początkowy rozkwit wymienionych rynków i zyski ich uczestników przerodziły się następnie w ogromne straty, co doprowadziło do załamania rynku finansowego i wystąpienia pierwszego poważnego kryzysu gospodarczego. W tym samym okresie po drugiej stronie kuli ziemskiej powstaje pierwsza giełda towarowa Osaka Rice Exchange w Japonii, na której przedmiotem obrotu są kontrakty na dostawy ryżu (Wiśniewska 2007, s. 9).

Kolejnym istotnym etapem rozwoju rynków instrumentów terminowych jest wiek XIX. W tym okresie dominujący udział w międzynarodowym rynku derywatów zdobywają USA. Powstaje tam kilka dużych giełd, gdzie przedmiotem obrotu są kontrakty na towary, w szczególności na artykuły rolnicze. Wśród tych rynków wymienić można m.in. Chicago Board of Trade, Chicago Produce Exchange, Chicago Butter and Egg Board (przekształcona później w Chicago Mercantile Exchange) (Hull 1998, s. 3).

Początków współczesnej historii rozwoju instrumentów pochodnych należy doszukiwać w latach 70. XX wieku. Wtedy właśnie rozpoczął się intensywny rozwój rynków terminowych na niespotykaną wcześniej skalę. Do jego głównych przyczyn należy zaliczyć: wzrost poziomu ryzyka rynkowego towarzyszącego działalności gospodarczej oraz rewolucję informacyjną, a w szczególności rozwój komputerów i systemów informatycznych ułatwiających zawieranie transakcji (Miller 1999, s. 3-4). Zjawisko wzrostu poziomu ryzyka rynkowego było konsekwencją szeregu czynników przypadających na ówczesny okres. Za najważniejszy uważa się rozpad dotychczasowego systemu walutowego ustalonego po II wojnie światowej w Bretton Woods i wprowadzenie płynnych kursów walutowych, co spowodowało pojawienie się ryzyka walutowego. Ponadto na dany okres przypada pierwszy poważny, o światowym zasięgu kryzys ekonomiczny w powojennej historii. W jego efekcie nastąpił wzrost ryzyka cenowego w wyniku znacznych fluktuacji cen surowców i produktów oraz intensyfikacja ryzyka stopy procentowej wywołana wyższą zmiennością stóp procentowych (Jajuga, Jajuga 2007, s. 37). Wszystko to spowodowało, że w XXI wieku derywaty są przedmiotem obrotu na zdecydowanej większości rynków giełdowych i pozagiełdowych świata.

CHARAKTERYSTYKA INSTRUMENTÓW POCHODNYCH

Instrumenty pochodne definiowane są jako instrumenty finansowe, których cena rynkowa zależy od przyszłej wartości tzw. instrumentów bazowych (podstawowych). Instrumentem bazowym może być m.in. cena papieru wartościowego, towaru, surowca, wartość indeksu giełdowego, kurs walutowy, stopa procentowa. Funkcjonowanie derywatów w obrocie rynkowym odbywa się poprzez zawarcie umowy, która w sposób jednoznaczny musi określać wymagane warunki przyszłej transakcji, czyli obowiązki stron, ustaloną ilość i rodzaj instrumentu, określoną cenę oraz oznaczony termin lub okres wykonania (Dziawgo 2007, s. 160).

W literaturze z zakresu instrumentów finansowych spotyka się wiele różnych podziałów kategorii instrumentów pochodnych. Można jednak wskazać, że podstawowym i najczęściej spotykanym jest wyróżniający następujące grupy derywatów (Czajor 2010, s. 11; Dziawgo 2007, s. 162):

- kontrakty forwards,
- kontrakty futures,
- opcje,
- transakcje swap.

Kontrakty terminowe forwards są to umowy zobowiązujące jedną stronę do dostarczenia, a drugą do odebrania określonej ilości instrumentu bazo-

wego o wskazanej jakości po ustalonej cenie i w oznaczonym terminie. Forwards są transakcjami rzeczywistymi o niestandardowej formie, warunki ich zawarcia i wykonania są szczegółowo ustalane pomiędzy zainteresowanymi stronami. Z tego względu nie występują one w obrocie giełdowym. Rozliczenie transakcji odbywa się poprzez fizyczną dostawę jej przedmiotu lub w wyniku rozliczenia gotówkowego, które polega na naliczeniu i wypłacie różnicy pomiędzy ceną bieżącą a ustaloną w dniu zawarcia kontraktu. Specyfika kontraktów forwards warunkuje, że ich przedmiotem są głównie produkty rolne, metale szlachetne, ropa naftowa i waluty (Dębski 2007, s. 318).

Kontrakty futures podobnie są umowami nakładającymi na jedną stronę obowiązek dostarczenia, a na drugą stronę odebrania określonej ilości instrumentu bazowego, po ustalonej cenie w oznaczonym terminie w przyszłości (Wojas 2010, s. 16). Jednak w odróżnieniu od forwards, transakcje typu futures charakteryzują się tym, że są nierzeczywiste oraz zawierane jedynie w określonej, standardowej formie. Ich rozliczenie dokonywane jest codziennie (*marking to market*), natomiast wykonanie transakcji następuje w dowolnym momencie poprzez zamknięcie pozycji i zazwyczaj wypłatę różnicy pomiędzy ceną bieżącą a ustaloną w umowie. Specyfika konstrukcji kontraktów futures determinuje, że są one przedmiotem obrotu na rynku giełdowym (Dziawgo 2007, s. 164-167).

Opcję można zdefiniować jako umowę, na mocy której, nabywca opcji ma prawo (ale nie obowiązek) kupna (opcja call) lub sprzedaży (opcja put) określonej ilości instrumentu bazowego, po ustalonej cenie, w oznaczonym terminie w przyszłości, a wystawca opcji ma obowiązek ją wykonać na żądanie posiadacza. Za przyjęcie na siebie zobowiązania wykonania opcji jej wystawca otrzymuje premię opcyjną od jej nabywcy (Czajor 2010, s. 114).

Kolejną grupę instrumentów pochodnych tworzą transakcje swapowe. Jest to specyficzna transakcja finansowa, której istota polega na wymianie pomiędzy jej stronami przyszłych strumieni płatności. Najczęściej stosowanymi typami transakcji wymiennych są swap procentowy, wówczas przedmiotem wymiany są strumienie płatności charakteryzujące się różną stopą oprocentowania oraz swap walutowy, odpowiednio płatności wyrażone w różnych walutach (Dziawgo 2007, s. 168-169).

Instrumenty pochodne powstały jako odpowiedź na wzrastający poziom ryzyka w celu zabezpieczenia podmiotów przed jego ujemnymi skutkami. Pomimo, że derywaty powstały z myślą o ochronie działalności podmiotów to istnieją również inne motywy ich wykorzystania. Analizując literaturę przedmiotu można stwierdzić, że w sumie istnieją trzy motywy zawierania

transakcji z udziałem instrumentów pochodnych (Cuthbertson, Nitzsche 2006, s. 19-21):

- spekulacyjne (*speculation*),
- arbitrażowe (*arbitrage*),
- zabezpieczające (*hedging*).

Transakcje spekulacyjne i arbitrażowe związane są z wykorzystaniem instrumentów terminowych w celu osiągnięcia zysku. Obydwie grupy operacji wiążą się nierozzerwalnie z ryzykiem rynkowym. Główna różnica pomiędzy nimi polega na skali tego ryzyka. Arbitraż jest relatywnie mniej ryzykownym przedsięwzięciem ponieważ wykorzystuje jedynie zróżnicowanie w kształtowaniu się stosunku cen danych instrumentów. Natomiast transakcje spekulacyjne charakteryzują się wyższym poziomem ryzyka - co może się przełożyć zarówno na osiągnięcie wyższych potencjalnych zysków, jak i poniesienie większych strat (Niedziółka 2006, s. 196).

Istota transakcji zabezpieczającej polega na wykorzystaniu instrumentów terminowych w relacji przeciwstawnej do odpowiedniej transakcji zawartej na rynku kasowym. Warunkiem koniecznym dla uznania takiej operacji za zabezpieczającą jest to, żeby obie transakcje charakteryzowały się zbliżonymi parametrami (Jankowski, Winiarski, Żuk 2009, s. 31).

ŚWIATOWY, POZAGIEŁDOWY RYNEK INSTRUMENTÓW POCHODNYCH

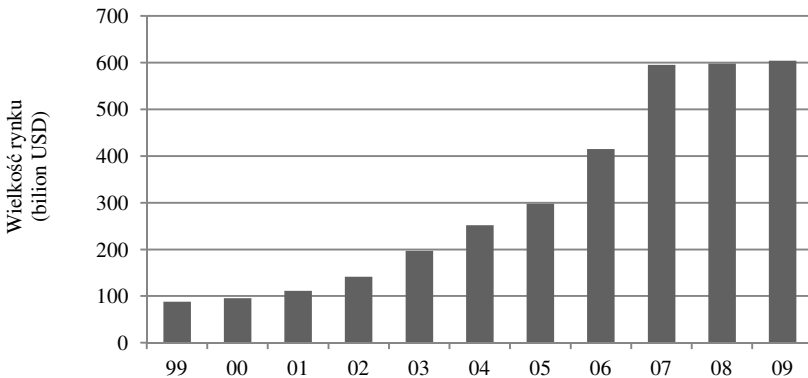
Na potrzeby niniejszej pracy przeprowadzono analizę światowego rynku instrumentów pochodnych pod kątem wolumenu i wartości zawieranych na nim transakcji, a także jego ewolucji oraz perspektyw dalszego rozwoju. Jednakże ze względu na cel pracy ograniczono jej zakres do pozagiełdowego rynku derywatów, zwanego również niezorganizowanym lub nieformalnym (OTC – *Over The Counter*) (Dąbek, Jankowska, Ulewicz 2009, s. 107). Dokonano tego ze względu na zakres transakcji zawieranych na tym rynku – obejmuje kontrakty forwards, a także szerokie spektrum możliwości kształtowania warunków umów, które jedynie muszą uwzględniać przepisy prawa, a ponadto relatywnie dużą skalę zawieranych transakcji.

Dla celów analizy zostały wykorzystane informacje zawarte zarówno w bieżących, jak i archiwalnych sprawozdaniach przygotowywanych przez Bank for International Settlements na podstawie systematycznie przeprowadzanych badań.

Na początek zostanie przedstawiony obraz światowego pozagiełdowego rynku instrumentów terminowych przez pryzmat jego zmian w okresie ostatnich dziesięciu lat. Na koniec 1999 roku wartość zawartych na nim transakcji terminowych wyniosła około 88,2 biliona dolarów amerykań-

skich. Następnie w ciągu kolejnych 10 lat jest obserwowany nieustanny rozwój tego rynku. W jego efekcie wartość transakcji na zakończenie 2009 roku ukształtowała się na poziomie bliskim 604 bilionów USD. Na przestrzeni badanego dziesięciolecia łączny wzrost był imponujący i wyniósł w przybliżeniu 585%. Charakterystyczny dla rozwoju rynków terminowych był ich początkowo, stopniowy nabierający tempa wzrost wolumenu i wartości. Średnio wyniósł on 22% rocznie, co potwierdza jego wysoką dynamikę. Analizując odpowiednie dane należy pod uwagę wziąć fakt wystąpienia w badanych okresie poważnego kryzysu finansowego, mającego swe początki w 2007 roku i trwającego przez 2008 i 2009 rok. Miało to istotne następstwa dla omawianego rynku, gdyż spowodowało zatrzymanie wskaźnika dynamiki jego wzrostu, ograniczając go do wartości zbliżonych do 1%. Jednakże godne zaakcentowania wydaje się to, że nawet w okresie kryzysu, skutkującego utratą zaufania do rynków finansowych, nie nastąpiło zmniejszenie się zaangażowania w instrumenty terminowe. Jest to dobrze rokujący fakt. Gdyby natomiast ograniczyć horyzont czasowy analizy do roku 2007, czyli pominąć skutki wspomnianego kryzysu to wówczas średnie tempo wzrostu ukształtowałyby się na poziomie około 27,5%. Na wykresie 1 zostały zaprezentowane dane dotyczące wartości rynku transakcji terminowych w latach 1999-2009.

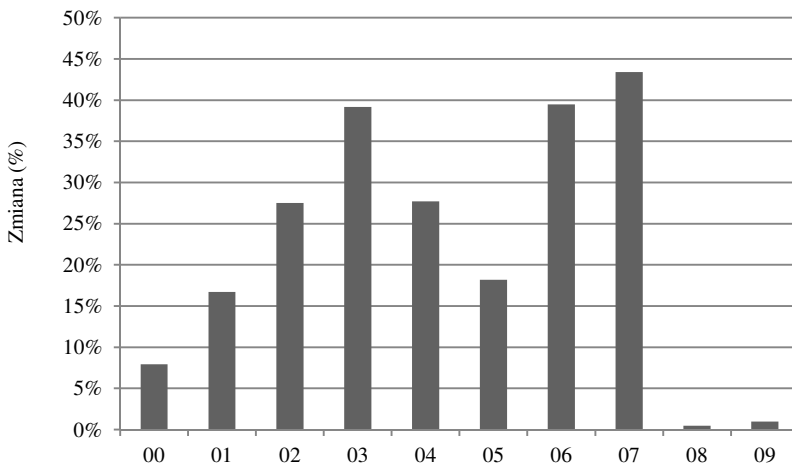
Wykres 1. Wielkość światowego rynku instrumentów pochodnych w latach 1999-2009



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w przygotowanych przez Bank for International Settlements następujących sprawozdaniach: Slowdown of the global OTC derivatives market in the second half of 2000 (16 May 2001), Rapid expansion of OTC derivatives market in the second half of 2001 (15 May 2002), OTC derivatives market activity in the first half of 2003 (12 November 2003), OTC derivatives market activity in the first half of 2005 (November 2005), OTC derivatives market activity in the second half of 2006 (May 2007), OTC derivatives market activity in the second half of 2008 (May 2009), Positions in global over-the-counter (OTC) derivatives markets at end-June 2010 (November 2010).

W celu przejrzystego ukazania rozwoju rynku derywatów zostały dla poszczególnych lat obliczone odpowiednie wskaźniki dynamiki, które następnie posłużyły do sporządzenia formy graficznej w postaci wykresu. Ten sposób prezentacji zapewnia wysoki poziom przejrzystości i porównywalności zmian zachodzących na przestrzeni różnych okresów. Roczne zmiany w wartości transakcji zawieranych na pozagiełdowym rynku instrumentów terminowych w latach 1999-2009 zostały przedstawione na wykresie 2.

Wykres 2. Wzrost światowego rynku instrumentów terminowych w latach 1999-2009



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w przygotowanych przez Bank for International Settlements następujących sprawozdaniach: Slowdown of the global OTC derivatives market in the second half of 2000 (16 May 2001), Rapid expansion of OTC derivatives market in the second half of 2001 (15 May 2002), OTC derivatives market activity in the first half of 2003 (12 November 2003), OTC derivatives market activity in the first half of 2005 (November 2005), OTC derivatives market activity in the second half of 2006 (May 2007), OTC derivatives market activity in the second half of 2008 (May 2009), Positions in global over-the-counter (OTC) derivatives markets at end-June 2010 (November 2010).

Z tego względu, że w omawianym okresie zaszły zmiany dotyczące instrumentów objętych zakresem badania oraz w celu odpowiedniego zrozumienia przedmiotu analizy do informacji przedstawionych w tej części artykułu niezbędny wydaje się krótki komentarz. Mianowicie od 2005 roku dane opracowywane przez Bank for International Settlements (BIS) na temat rynku instrumentów terminowych obejmują swym zakresem również kredytowe instrumenty pochodne, w skrócie CDS (*Credit Default Swaps*),

które określane są jako jedna z bardziej znaczących przyczyn ostatniego kryzysu finansowego (Drużkowski, Piechnik 2009, s. 66).

Dla zapewnienia odpowiedniego poziomu zrozumienia i porównywalności przedstawionych informacji należy sprecyzować pojęcie pozagiełdowego rynku derywatów (OTC) w rozumieniu BIS. Od pewnego już okresu w przygotowywanych sprawozdaniach jest on definiowany jako rynek, który tworzą następujące kategorie instrumentów (Positions in global over-the-counter (OTC) derivatives markets at end-June 2010):

- *Foreign exchange contracts,*
- *Interest rate contracts,*
- *Equity-linked contracts,*
- *Commodity contracts,*
- *Credit derivatives,*
- *Other derivatives.*

CZY INSTRUMENTY POCHODNE SĄ NIEBEZPIECZNE?

Niebezpieczeństwo wykorzystania instrumentów pochodnych związane jest z istotą ich konstrukcji, a w szczególności z wykorzystaniem zjawiska dźwigni finansowej. Oznacza to, że strona w celu zawarcia transakcji nie musi posiadać pełnej kwoty odpowiadającej wartości instrumentu, a wystarczy jedynie pewna, określona procentowo jego część. W związku z tym charakterystyczny dla nich jest relatywnie wysoki poziom ryzyka, gdyż możliwe do osiągnięcia zyski lub straty mogą być niewspółmiernie wyższe od zaangażowanego kapitału. Ryzyko to zwłaszcza uwidacznia się w przypadku stosowania instrumentów pochodnych dla celów arbitrażowych i spekulacyjnych. Jak niebezpieczne jest ich niewłaściwe wykorzystanie świadczą poniesione na nich straty w ostatnich latach. Wybrane spośród najbardziej spektakularnych strat zostały zaprezentowane w tabeli 1.

Wielkość zaprezentowanych strat w tabeli 1 potwierdza ogromne ryzyko towarzyszące stosowaniu instrumentów pochodnych. Biorąc pod uwagę mechanizm funkcjonowania rynków finansowych oraz obrót instrumentami terminowymi można stwierdzić, że derywaty odgrywają coraz większą rolę w przebiegu kryzysów finansowych. Wpływ ten uwidacznia się w skali ponoszonych strat w okresach pogorszenia koniunktury gospodarczej. Szczególnie wyraźnie widać to na przykładzie rekordowych strat poniesionych w 2008 roku, czyli w czasach ostatniego kryzysu finansowego (m.in. Morgan Stanley – 9 mld USD, Societe Generale – 7 mld USD). Również w latach 1998 – 2000 odnotowano zwiększony poziom strat na instrumentach pochodnych, o których można przypuszczać, że są one konsekwencją ówczesnego kryzysu azjatyckiego i rosyjskiego.

Tabela 1. Wybrane spektakularne straty spółek na operacjach związanych z instrumentami pochodnymi w latach 1990-2010

Rok	Firma	Instrument bazowy	Strata finansowa
1993	Codelco	Miedź	0,20 mld USD
1993	Metallgesellschaft AG	Ropa naftowa	1,30 mld USD
1993	Showa Shell Sekiyu	Waluty	1,50 mld USD
1994	Procter&Gamble	stopa procentowa	0,16 mld USD
1995	Barings Bank	indeks giełdowy	1,40 mld USD
1996	Sumitomo	Miedź	2,60 mld USD
1998	LTCM	stopa procentowa, akcje	4,60 mld USD
2000	BAWAG	Waluty	1,30 mld USD
2006	Amaranth Advisors	Gaz ziemny	6,00 mld USD
2008	Morgan Stanley	Ryzyko kredytowe	9,00 mld USD
2008	Societe Generale	Indeks giełdowy	7,00 mld USD
2008	Aracruz	Waluty	2,50 mld USD

Źródło: opracowanie własne na podstawie *List of trading losses* (2010).

Interesującym spostrzeżeniem jest fakt, że najwyższe straty zostały odnotowane w dużych przedsiębiorstwach i instytucjach finansowych. Stąd nasuwa się pytanie dlaczego podmioty, które posiadają sztab ekspertów do spraw finansowych, często nawet do instrumentów pochodnych, wykwalifikowaną kadrę zarządzającą, dostęp do profesjonalnych szkoleń oraz systemów analitycznych, a także dysponują dużymi zasobami pieniężnymi nie ustrzegły się przed tym niebezpieczeństwem? Odpowiedź na to pytanie nie jest prosta. Prace poświęcone studiom nad tym zagadnieniem wymieniają szereg złożonych czynników, które mogą wywołać powstanie „katastrofy finansowej” w związku ze stosowaniem instrumentów pochodnych. Wszystkie te czynniki można wymienić w kontekście następujących aspektów (Grzesiak 2003, s. 131-138):

- strategii inwestycyjnej, określającej dozwolone motywy stosowania derywatów,
- strategii zarządzania ryzykiem, która związana jest z ustaleniem warunków zaangażowania instrumentów terminowych oraz limitów ich zaangażowania,
- systemu rachunkowości, określający procedury dokumentacji, ewidencji, przetwarzania, dostarczania oraz kontroli informacji na temat przychodów, kosztów, wyniku finansowego, wartości majątku i źródeł jego finansowania,
- personalnego, jest to kontrowersyjny, aczkolwiek podstawowy aspekt katastrof finansowych, gdyż za każdą stratą stoi człowiek posiadający stosowne uprawnienia (m.in. Nick Lesson – Barings Bank (Lesson, Whitley 1997), Artur Benson – Metallgesellschaft, Y. Hamanaka – Sumitomo (Grabowski 1998, s. 48)),

- nadzoru wewnętrznego, związanego z wdrożeniem odpowiedniego systemu kontroli wewnętrznej, którego celem będzie na stosunkowo wczesnym etapie wykrycie wszelkich nieprawidłowości, rozumianych jako odchylenia od standardów, norm, naruszenia zasad legalności itp.

Ze względu na potwierdzone duże niebezpieczeństwo związane ze stosowaniem instrumentów pochodnych zarządzający danym podmiotem powinni wdrożyć system obejmujący istotne czynniki we wszystkich z wyżej wymienionych aspektów. W szczególności natomiast powinni uregulować stosowanie instrumentów pochodnych jedynie zgodnie z ich przeznaczeniem, czyli dla celów zabezpieczenia działalności, a ograniczyć możliwości wykorzystania ich w celach spekulacyjnych.

ZAKOŃCZENIE

Instrumenty pochodne zostały stworzone z myślą o zabezpieczeniu działalności podmiotów przed niekorzystnymi następstwami różnych rodzajów ryzyka jej towarzyszących. Jak dowodzą badania, przeprowadzone również na gruncie polskim (Wiśniewska 2007, s. 146), duża część przedsiębiorstw stosowała je w celach arbitrażowych i spekulacyjnych. Transakcje realizowane właśnie z tych motywów były w większości źródłem przedstawionych wcześniej strat.

Analizując światowy rynek derywatów pod kątem jego wartości oraz poniesionych strat można przypuszczać, że udział poniesionych strat w ogólnej sumie transakcji będzie relatywnie niewielki. Należy podkreślić, że w tym zakresie widoczne są znaczne wahania wartości ponoszonych strat. W okresach dobrej koniunktury gospodarczej odnotowywane straty są dużo mniejsze, aniżeli w okresach dekoniunktury. Natomiast z roku na rok wartość transakcji z udziałem derywatów w skali świata systematycznie wzrasta.

Wartość osiągniętych zysków, a także unikniętych strat w efekcie niekorzystnego rozwoju sytuacji rynkowej jest trudna do oszacowania w związku z brakiem opracowań z tego zakresu. Wynika to z tego względu, że do opinii publicznej docierają przede wszystkim informacje o spektakularnych stratach, a pomijane są, jak również często nie ujawniane dane na temat osiągniętych zysków, a także często trudnych do oszacowania i wyrażenia informacji dotyczących unikniętych strat. Jednakże biorąc pod uwagę nieprzerwanie rosnące zaangażowanie w instrumenty terminowe można przypuszczać, że suma osiągniętych korzyści na transakcjach terminowych znacząco przewyższa wartość poniesionych strat. Z tego względu pomimo wielu odnotowanych strat, które skutkowały szeregiem upadłości przedsiębiorstw, instytucji nie można jednoznacznie powiedzieć, że instrumenty

pochodne są zagrożeniem dla współczesnej gospodarki czy też jej dobrodziejstwem. Z jednej strony odnotowywane straty zawsze będą zaprzeczały jakoby derywaty były dobrodziejstwem, natomiast będą podkreślały niebezpieczeństwo jakie niosą. Z drugiej strony liczne korzyści odnoszone w efekcie ich zastosowania będą przemawiały za tezą, że są one jednak dobrodziejstwem, a nie zagrożeniem.

Pewne jest natomiast jedno, że instrumenty pochodne stanowią jedno z najniebezpieczniejszych narzędzi finansowych wymyślonych przez człowieka. Trafnie instrumenty terminowe określił Philips McBride Johnson jako „finansowe odpowiedniki ognia”, porównując je do ognia, gdyż podobnie mogą działać zarówno wiele dobrego, jak i złego (Johnson 2001, *Wstęp*). Z tego względu niezwykle ważne jest rozsądne, podparte odpowiednią wiedzą i rozległym doświadczeniem oraz odpowiedzialne podejmowanie decyzji dotyczących wykorzystania instrumentów pochodnych.

Na zakończenie przytoczona zostanie wypowiedź laureata Nagrody Nobla w 1990 roku w dziedzinie ekonomii Mertona Millera krótko charakteryzująca zagrożenie ze strony instrumentów pochodnych. „O instrumentach pochodnych krąży wiele złych historii, ale należy podkreślić, że banki na całym świecie straciły więcej kapitału na rynku nieruchomości, niż kiedykolwiek tracą na portfelach instrumentów pochodnych” (Zalewski 2006, *Wstęp*).

LITERATURA

- Bank for International Settlements (2001), *Slowdown of the global OTC derivatives market in the second half of 2000*, http://www.bis.org/publ/otc_hy0105.pdf (stan na dzień 10 marca 2011 roku).
- Bank for International Settlements (2002), *Rapid expansion of OTC derivatives market in the second half of 2001*, http://www.bis.org/publ/otc_hy0205.pdf (stan na dzień 10 marca 2011 roku).
- Bank for International Settlements (2003), *OTC derivatives market activity in the first half of 2003*, http://www.bis.org/publ/otc_hy0311.pdf (stan na dzień 10 marca 2011 roku).
- Bank for International Settlements (2005), *OTC derivatives market activity in the first half of 2005*, http://www.bis.org/publ/otc_hy0511.pdf (stan na dzień 10 marca 2011 roku).
- Bank for International Settlements (2007), *OTC derivatives market activity in the second half of 2006*, http://www.bis.org/publ/otc_hy0705.pdf (stan na dzień 10 marca 2011 roku).

- Bank for International Settlements (2009), *OTC derivatives market activity in the second half of 2008*, http://www.bis.org/publ/otc_hy0905.pdf (stan na dzień 10 marca 2011 roku).
- Bank for International Settlements (2010), *Positions in global over-the-counter (OTC) derivatives markets at end-June 2010*, http://www.bis.org/publ/otc_hy1011.pdf (stan na dzień 10 marca 2011 roku).
- Crawford G., Sen B. (1998), *Instrumenty pochodne. Narzędzie podejmowania decyzji finansowych*, KE Liber, Warszawa.
- Cuthbertson K., Nitzsche D. (2006), *Financial engineering derivatives and risk management*, Wiley & Sons, Chichester.
- Czajor P. (2010), *Rachunkowość instrumentów finansowych. MSSF, polskie prawo bilansowe, regulacje podatkowe*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk.
- Dębski W. (2007), *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Drużbowski M., Piechnik A. (2009), *CDO i CDS – instrumenty finansowe, które doprowadziły do światowego kryzysu*, [w:] S. Sojak, P. Kozak (red.), *Współczesne dylematy rachunkowości*, Wydawnictwo Naukowe Mikołaja Kopernika, Toruń.
- Dziawgo D. (2007), *Rynek finansowy. Istota – Instrumenty - Funkcjonowanie*, SKwP, Warszawa.
- Grabowski W. (1998), *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa.
- Grzesiak A. (2003), *Przyczyny „katastrof” finansowych związanych z derivatami oraz podejmowane w ich następstwie działania*, [w:] P. Kapuś, J. Węclowski (red.), *Rynek finansowy. Instytucje, strategie, instrumenty*, Wydawnictwo UMCS, Lublin.
- Hull J. (1998), *Kontrakty terminowe i opcje. Wprowadzenie*, WIG-Press, Warszawa.
- Jajuga K., Jajuga T. (2007), *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Jankowski P., Winiarski M., Żuk P. (2009), *Charakterystyka instrumentów pochodnych i ich wykorzystanie w transakcjach zabezpieczających*, [w:] J. Grzywacz (red.), *Finansowe instrumenty pochodne*, SGH w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, Warszawa.
- Johnson P. M. (2001), *Instrumenty pochodne. Przewodnik menedżera*, WIG-Press, Warszawa.
- Lesson N., Whitley E. (1997), *Łajdak na giełdzie*, WIG-PRESS, Warszawa.
- List of trading losses*, (2009) http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_trading_losses.

- Miller M. (1999), *Merton Miller o instrumentach pochodnych*, Wydawnictwo Liber, Warszawa.
- Niedziółka P. (2006), *Pozagiełdowe instrumenty pochodne jako źródło finansowania przedsiębiorstw w okresie niekorzystnych wahań parametrów rynkowych*, [w:] I. Pruchnicka-Grabias, A. Szelałowska (red.), *Finansowanie działalności gospodarczej w Polsce*, CeDeWu, Warszawa.
- Wiśniewska E. (2007), *Giełdowe instrumenty pochodne*, CeDeWu, Warszawa.
- Wojas W. (2010), *Instrumenty pochodne w rachunkowości, a kryzys finansowy*, [w:] W. Wojas (red.), *Rachunkowość instrumentów pochodnych a kryzys finansowy*, Wydawnictwo Akademii Finansów, Warszawa.
- Zalewski G. (2006), *Kontrakty terminowe w praktyce*, WIG-Press, Warszawa.