

Wykorzystanie instrumentów pochodnych a problem agencji

Agnieszka Stróżyńska*

Streszczenie: Celem artykułu jest syntetyczna prezentacja zależności zachodzących pomiędzy wykorzystaniem instrumentów pochodnych oraz występującym w przedsiębiorstwach problemem agencji i poziomem nadzoru korporacyjnego. W przedstawionym artykule dokonano systematyki wzajemnych relacji występujących pomiędzy problemem agencji oraz nadzorem korporacyjnym a wykorzystaniem derywatów z uwzględnieniem rzeczywistego motywu ich wykorzystania – zabezpieczenia przed ryzykiem lub spekulacji. Motywacją do przyjęcia tak postawionego celu stała się zauważalna w przeprowadzanych na świecie badaniach niejednoznaczność wskazań oraz nierzadko przeciwstawna interpretacja badanych zależności. W celu realizacji głównych zamierzeń, przeprowadzono studia literaturowe, dokonując przeglądu literatury anglojęzycznej. Wartością artykułu jest wytyczenie podstaw, na gruncie których możliwa stałaby się próba przełożenia teoretycznych i empirycznych wskazań na badania polskich spółek.

Słowa kluczowe: instrumenty pochodne, zarządzanie ryzykiem, spekulacja, problem agencji

Wprowadzenie

Zewnętrzny szok w postaci kryzysu finansowego stał się przyczyną ożywionej dyskusji na temat motywów wykorzystania instrumentów pochodnych. Część przedsiębiorstw wykazywała duże straty związane z inwestowaniem w derywaty¹. Spowodowało to zahamowanie rozwoju pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych, dynamicznie wzrastającego do roku 2008 i spadek średnich obrotów netto na tym rynku w roku 2009 o ok. 60%, w porównaniu do roku poprzedniego (NBP 2010). Przyczyną takiego stanu było między innymi zmniejszenie zainteresowania ofertą opcji walutowych. Tendencja spadkowa została odwrócona już w 2010 roku, jednakże do roku 2013 aktywność uczestników polskiego rynku instrumentów pochodnych pozostawała niższa, aniżeli przed wybuchem światowego kryzysu finansowego (NBP 2014). Przegląd sprawozdań finansowych polskich niefinansowych² spółek publicznych w latach 2009–2012 doprowadził do jednoznacznej obserwacji, iż w przypadku większości spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych deklarowanym wprost motywem wykorzystania instrumentów pochodnych był motyw zabezpieczający. Niejednoznaczność zasad ujawniania informacji o prowadzonej

* mgr Agnieszka Stróżyńska, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Katedra Finansów Przedsiębiorstw, al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań, e-mail: agnieszka.strozyńska@ue.poznan.pl.

¹ W niniejszym artykule termin „derywaty” stosuje się synonimicznie z terminem „instrumenty pochodne”.

² Spółki niefinansowe utożsamia się z podmiotami spoza szeroko rozumianego sektora finansowego.

polityce zarządzania ryzykiem finansowym w przedsiębiorstwie i, związany z tym, brak transparentności przekazywanych interesariuszom informacji, skłania do postawienia ogólnego pytania, czy faktyczny motyw wykorzystania instrumentów pochodnych jest tożsamy z motywem deklarowanym przez spółki. Teoria oraz przeprowadzone badania empiryczne przedstawiają przesłanki mogące świadczyć o kierowaniu się pierwotnym motywem stosowania instrumentów pochodnych – tj. chęcią zabezpieczenia i tym samym ograniczenia poziomu ryzyka, bądź też motywem spekulacyjnym, skutkującym zwiększeniem poziomu ryzyka i rozumianym jako wykorzystanie instrumentów pochodnych niezgodnie z interesem wszystkich zaangażowanych stron³.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie, na podstawie przeprowadzonych studiów literaturowych, możliwych kierunków zależności pomiędzy wykorzystaniem instrumentów pochodnych a charakterystykami przedsiębiorstw, ze szczególnym uwzględnieniem problemu agencji i związanych z nim mechanizmów nadzoru korporacyjnego oraz mając na uwadze motyw stosowania derywatów. Prezentacja treści, stanowiąca realizację przyjętego celu, nadaje opracowaniu przeglądowy charakter, stanowiąc jednocześnie podstawę do dalszych badań.

1. Znaczenie problemu agencji dla wykorzystania instrumentów pochodnych

Z teoretycznego punktu widzenia, możliwe jest wyszczególnienie argumentów zwiększających prawdopodobieństwo⁴ wykorzystania instrumentów pochodnych jako narzędzi zarządzania ryzykiem, w konsekwencji doprowadzających do zwiększenia wartości przedsiębiorstwa. Owe przesłanki wynikają między innymi z istnienia niedoskonałości rynkowych nieuwzględnianych w modelu Modiglianiego-Millera (1958), tzn. z możliwości łagodzenia kosztów związanych z owymi niedoskonałościami za pomocą technik zabezpieczających. Jako jedną z przesłanek determinujących wykorzystanie instrumentów pochodnych wskazuje się, zgodnie z teorią finansów, zapotrzebowanie na drogie finansowanie zewnętrzne oraz koszty trudności finansowych⁵ (Smith, Stulz 1985; Shapiro, Titman 1986) – przyjmuje się, że prawdopodobieństwo wykorzystania w spółce instrumentów pochodnych wzrasta wraz z wyższym stopniem zadłużenia, niższym wskaźnikiem pokrycia zobowiązań odsetkowych, czy też niższą płynnością (Bartram i in. 2009). Dodatkowo literatura przedmiotu koncentruje się na stanowiącej przedmiot zainteresowania niniejszego artykułu teorii agencji, wskazując na korzyści wykorzystania instrumentów pochodnych w postaci redukcji kosztów agencji (m.in. Nance i in. 1993). Ta grupa przesłanek dowodzi, iż przedsiębiorstwa mogą stosować techniki zabezpieczające z powodów zarządczych – m.in. z uwagi na

³ Na potrzeby całego wywodu w niniejszym artykule przyjmuje się przedstawione rozumienie spekulacji.

⁴ Rozumiane jako skłonność (*propensity*) do wykorzystania instrumentów pochodnych.

⁵ Techniki zabezpieczające zmniejszają prawdopodobieństwo wystąpienia sytuacji trudności finansowych i tym samym redukują oczekiwane koszty tych trudności. Im wyższe owe oczekiwane koszty, tym wyższe korzyści wynikające z zastosowanego zabezpieczenia.

zarządzających, cechujących się awersją do ryzyka, spowodowaną brakiem dywersyfikacji ich własnego portfolio. Obawiający się ryzyka zarządzający mają dodatkowo motywację do unikania ryzykownych projektów inwestycyjnych o dodatniej wartości zaktualizowanej netto, ze względu na silne uzależnienie ich pozycji od dobrej kondycji przedsiębiorstwa, co związane jest z problemem niedoinwestowania. Uzasadnienie dla wykorzystania instrumentów pochodnych w zależności od występujących relacji agencyjnych w przedsiębiorstwie, wraz z uwzględnieniem potwierdzających je badań, wskazano tabeli 1.

Tabela 1

Relacje zachodzące pomiędzy wykorzystaniem instrumentów pochodnych a problemem agencji – przesłanki do stosowania derywatów wynikające z redukcji kosztów agencji

Wykorzystanie instrumentów pochodnych jako łagodzenie problemu agencji*		
wykorzystanie instrumentów pochodnych a problem agencji – kierunek relacji	uzasadnienie stosowania instrumentów pochodnych	autorzy
+	Łagodzenie problemu niedoinwestowania	Aretz, Bartram (2009) Bartram i in. (2009) Stulz (2001) Smith (1995) Nance i in. (1993) Bessembinder (1991) Campbell i Kracaw (1990) Smith i in. (1990) Mayers i Smith (1987)
+	Łagodzenie problemu substytucji aktywów	Aretz, Bartram, Dufey
+	Odpowiedź na awersję do ryzyka niezdywersyfikowanych zarządzających	Aretz, Bartram, Dufey May (1995) DeMarzo i Duffie (1995) Mayers i Smith (1990) Stulz (1990) Smith i Stulz (1985)

* Mające swe konsekwencje, według teorii, w zwiększeniu wartości firmy.

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeglądu wybranych badań.

Dokonując przeglądu literatury należy jednakże zwrócić uwagę, iż wykorzystywanie instrumentów pochodnych może, z drugiej strony, wpływać na zintensyfikowanie problemu agencji. Otwarte pozostaje pytanie, czy wykorzystanie instrumentów pochodnych jest sposobem na złagodzenie problemu agencji, czy też jego przejawem i źródłem (Chang 1997). Zgodnie z teorią agencji, w przedsiębiorstwie mogą się pojawić konflikty interesów i koszty agencji powiązane z wykorzystaniem instrumentów pochodnych, np. w sytuacji, gdy zarządzający przedsiębiorstwem wykorzystują instrumenty pochodne w celach spekulacyjnych, dla zaspokojenia własnych interesów. Uwzględnienie tej relacji – przeciwstawnej do zaprezentowanej powyżej – przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2

Relacje zachodzące pomiędzy wykorzystaniem instrumentów pochodnych a problemem agencji – wykorzystanie instrumentów pochodnych jako przejaw problemu agencji

Wykorzystanie instrumentów pochodnych jako przejaw problemu agencji*	
uzasadnienie wykorzystania instrumentów pochodnych	autorzy
Wykorzystanie instrumentów pochodnych w sytuacji działania kosztem akcjonariuszy może znaleźć swoje konsekwencje w utracie wartości firmy.	Geczy i in. (2007) Faulkender (2005) Campbell i Kracaw (1999) Bodnar i in. (1998) Tufano (1998) Stulz (1984)
Zgodnie z modelem Tufano, wykorzystanie instrumentów pochodnych w celach zabezpieczających może przynosić korzyści w sytuacji występowania wysokich kosztów bankructwa, niskiej asymetrii informacji oraz niewielkiego problemu agencji.	Tufano (1998)
Brak odpowiedniego nadzoru zarządzających potęguje koszty związane z wykorzystaniem instrumentów pochodnych.	Tufano (1998)

* Mające możliwy (choć niekonieczny) negatywny wpływ na wartość przedsiębiorstwa.

Źródło: opracowanie własne podstawie przeglądu wybranych badań.

2. Znaczenie nadzoru korporacyjnego dla wykorzystania instrumentów pochodnych

Jeżeli zakłada się, zgodnie z teorią, iż przesłanki wykorzystania technik zabezpieczających wynikają m.in. z konfliktów agencyjnych, to uzasadniona jest konkluzja, iż charakterystyka nadzoru korporacyjnego – jako sposobu rozwiązywania tych problemów – powinna wpływać na aktywność związaną z wykorzystaniem instrumentów pochodnych. Niewiele jest badań poruszających wprost temat nadzoru korporacyjnego w aspekcie wykorzystania derywatów. Dostępna literatura przedmiotu skupia się w tym zakresie głównie na strukturze własnościowej badanych spółek, jako *proxy* poziomu nadzoru korporacyjnego, pośrednio uwzględniając jednocześnie problem asymetrii informacji. Posługując się szeregiem zmiennych dotyczących struktury własnościowej (nierazko bardzo różnie definiowanych), badacze starają się odpowiedzieć na pytanie, czy większy/mniejszy udział akcjonariatu danego rodzaju w strukturze własnościowej powoduje, iż spółka chętniej/mniej chętnie wykorzystuje instrumenty pochodne oraz próbują jednocześnie wyjaśniać i interpretować otrzymywane zależności. Przedstawione w poniższej tabeli informacje wskazują, iż w przeprowadzonych na świecie badaniach wykorzystywane w tym celu były m.in.: procentowy udział w strukturze własnościowej głównego zarządzającego, udział insiderów w strukturze właścicielskiej, czy też udział inwestorów instytucjonalnych. Warto zwrócić uwagę na kierunki relacji przedstawione w drugiej oraz ostatniej kolumnie tabeli. Umieszczono w nich przewidywany i obserwowalny znak występującej zależności (tj. wpływu struktury

własnościowej na wykorzystanie instrumentów pochodnych), który nierzadko jest przeciwny do oczekiwanego. Po analizie literatury uzasadnione staje się twierdzenie, iż wnioski płynące z przeprowadzonych badań często wydają się być wzajemnie wykluczające i zbyt mało ostrożne. Nierzadko występuje sytuacja, iż autor nie podaje jednoznacznej interpretacji otrzymanych wyników, snując jednocześnie przypuszczenia co do różnorodnych, możliwych sił sprawczych.

Tabela 3

Struktura własnościowa a wykorzystanie instrumentów pochodnych w przeprowadzonych badaniach

Zmienna objaśniająca (dot. struktury własnościowej)	Kierunek przewidywanej relacji pomiędzy <i>proxy</i> a wykorzystaniem instrumentów pochodnych	Autorzy badania	Kierunek empirycznej relacji
Udział CEO	+	Dionne, Triki (2005)	+
		Knopf i in. (2002)	-
		Allayannis, Ofek (2001)	?
		Tufano (1996)	+
Udział insiderów	+	Lel (2006)	+
		Marsden, Prevost (2005)	-
		Dionne, Triki (2004)	+
		Haushalter (2000)	-
		Gay, Nam (1998)	-
		Fok i in. (1997)	-
		Geczy i in. (1997)	+
		Tufano (1996)	+
		Berkman, Bradbury (1996)	+
Udział inwestorów instytucjonalnych	-	Dionne, Triki (2005)	-
		Dionne, Triki (2004)	-
		Graham, Rogers (2002)	+
		Rogers (2002)	+
		Fok i in. (1997)	+
		Geczy i in. (1997)	+

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeglądu i analizy dotychczasowych badań.

Przeprowadzane badania empiryczne z wykorzystaniem prób badawczych składających się ze spółek pochodzących z różnych krajów, nie dają jednoznacznej odpowiedzi na pytanie o to, czy i w jaki sposób nadzór korporacyjny wpływa na wykorzystanie instrumentów pochodnych. Wydaje się, że przyczyn powodujących niejednoznaczność otrzymywanych przez światowych badaczy wyników można upatrywać w różnorodnych motywach stosowania instrumentów pochodnych. Dość szeroka literatura z zakresu empirycznych finansów opisująca problem wykorzystania instrumentów pochodnych skupia się na motywie zabezpieczającym. Jak wskazuje jednak praktyka, również w przypadku polskich spółek, podmioty gospodarcze stosują owe instrumenty także w celach spekulacyjnych.

Próbę uzupełnienia luki, związanej z brakiem odpowiedzi na powyższe pytanie i z częstym nieuwzględnianiem różnorodności motywu stosowania instrumentów pochodnych,

stanowią badania opublikowane w 2012 roku. W swoich pracach Lel (2012) oraz Allayanis i in. (2012) stawiają hipotezę dotyczącą związku pomiędzy nadzorem korporacyjnym spółek a wykorzystaniem instrumentów pochodnych. Przyjętym celem było bowiem zweryfikowanie twierdzenia, iż wynikające z teorii finansów wskazania, odnoszące się do większej skłonności do wykorzystania derywatów jako technik zabezpieczających, obserwowalne są w spółkach o silnym nadzorze korporacyjnym; z drugiej zaś strony w przypadku spółek o słabszym stopniu nadzoru derywaty wykorzystywane są dla zaspokojenia potrzeb zarządzających spółką, niekoniecznie spójnych z interesem pozostałych interesariuszy. Aby wykazać powyższe związki, autorzy przeprowadzonych badań zaprojektowali miarę mechanizmu nadzoru zarówno na poziomie spółki, jak i na poziomie państwa⁶. Wykazano, że siła nadzoru korporacyjnego wpływa na wykorzystanie walutowych instrumentów pochodnych, dodatkowo wnioskując o zachodzących interakcjach i motywach użycia derywatów w następujący sposób:

1. W spółkach o silnym nadzorze korporacyjnym decyzje o wykorzystaniu instrumentów pochodnych podejmowane są zgodnie z założeniami teorii zarządzania ryzykiem. Zweryfikowano hipotezę, iż w przypadku spółek o wysokim poziomie nadzoru korporacyjnego, bardziej prawdopodobne jest, że przedsiębiorstwo będzie użytkownikiem derywatów, jeżeli jego ekspozycja na ryzyko oraz potrzeby zewnętrznego finansowania będą wyższe.
2. W spółkach o słabym poziomie nadzoru korporacyjnego, przedsiębiorstwa wykorzystują instrumenty pochodne znacznie częściej, kiedy zarządzający posiadają znaczny udział w strukturze własnościowej (tym samym posiadając niezdywersyfikowane własne portfolio inwestycyjne).

Opisywane badanie potwierdziło wcześniej przytoczone przypuszczenie, iż to właśnie siła nadzoru korporacyjnego może mieć kluczowy wpływ na motywy wykorzystania przez spółki instrumentów pochodnych.

Uwagi końcowe

Badania empiryczne bardzo często nie odzwierciedlają istnienia przewidywanych kierunków zależności płynących z założeń teoretycznych, dają przeciwne lub niejednoznaczne wskazania i wyjaśnienia. Powodów takich problemów można doszukiwać się na wielu płaszczyznach, m.in. w publicznie dostępnych dokumentach – nieujednoliconych (lub niedostatecznie ujednoliconych) w zakresie ujawniania informacji o stosowanych technikach zabezpieczających i wykorzystywanych instrumentach pochodnych, czy też w braku baz danych agregujących informacje dotyczące tych działalności. Dodatkowym kluczowym czynnikiem skutkującym powyższymi problemami dotyczącymi wyników badań, może być również sposób zaprojektowania badania empirycznego, polegający np. na nieuwzględnieniu

⁶ Z uwagi na przeprowadzenie badania z wykorzystaniem próby międzynarodowej.

istotnych zależności. Przegląd przeprowadzonych badań doprowadza do wniosku, iż niezrządco zmienne objaśniające, stanowiące determinanty używania derywatów, wykorzystywane są do przytaczania więcej niż jednego argumentu. Powoduje to, że interpretacje wyników są skomplikowane i niejednoznacznie zaprezentowane.

Dodatkowo warto nadmienić, iż dokonany przegląd wybranych dotychczasowych badań skłonił autorkę do przeprowadzenia pilotażowego badania dotyczącego wpływu struktury własnościowej polskich spółek publicznych na wykorzystanie przez nie instrumentów pochodnych⁷. Wstępna, jednowymiarowa analiza daje podstawy do przewidywania, iż w polskich warunkach gospodarczych struktura własności ma istotny wpływ na stosowanie derywatów. Podstawowa analiza wykazała bowiem, iż polskie spółki publiczne wykorzystujące instrumenty pochodne charakteryzują się większym udziałem inwestorów instytucjonalnych w strukturze akcjonariatu oraz mniejszym udziałem głównego zarządzającego oraz wszystkich insiderów w strukturze własnościowej. Tak zaprojektowane badanie daje możliwość postawienia wyłącznie powyższej ostrożnej konkluzji. Nie jest uzasadnione dokonywanie próby interpretacji zachodzących zależności bez przeprowadzenia dalszych badań z wykorzystaniem wielowymiarowych analiz. Otrzymane wyniki dają jednakże podstawę do dalszego poszukiwania zależności w celu identyfikacji związku wykorzystania instrumentów pochodnych z poziomem nadzoru korporacyjnego w polskich spółkach publicznych. Uzasadniona jest bowiem konkluzja, iż płynąca z przeglądu badań sugestia, dotycząca włączenia nadzoru korporacyjnego oraz interakcji zachodzących pomiędzy owym poziomem a innymi determinantami wynikającymi z teorii zarządzania ryzykiem w przeprowadzane badanie czynników wpływających na wykorzystanie instrumentów pochodnych poziomu, mogłaby przyczynić się do wyjaśnienia niejednoznaczności występujących w uzyskiwanych wynikach badań.

Literatura

- Allayannis G., Lel U., Miller D.P. (2012), *The use of foreign currency derivatives, corporate governance, and firm value around the world*, „Journal of International Economics” vol. 87, iss. 1, s. 65–79.
- Allayannis G., Ofek E. (2001), *Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives*, „Journal of International Money and Finance” vol. 20, s. 273–296.
- Aretz K., Bartram S.M. (2010), *Corporate Hedging and Shareholder Value*, „Journal of Financial Research” vol. 33, iss. 4, s. 317–371.
- Aretz K., Bartram S.M., Dufey G. (2007) *Why hedge? Rationales for corporate hedging and value implications*, „The Journal of Risk Finance” vol. 8, no. 5, s. 434–449.
- Bartram S.M., Brown G.W., Fehle F.R. (2009), *International Evidence on Financial Derivatives Usage*, „Financial Management”, Spring, s. 185–206.
- Berkman H., Bradbury M.E. (1996), *Empirical evidence on the corporate use of derivatives*, „Financial Management” vol. 25, no. 2, s. 5–13.
- Bessembinder H. (1991), *Forward contracts and firm value: investment incentive and contracting effects*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” vol. 26, no. 4, s. 519–32.
- Bodnar G.M., Hayt G.S., Marston R.C. (1998), *Wharton survey of financial risk management by US non-financial firms*, „Financial Management” vol. 4, no. 2, s. 70–91.

⁷ Wyniki badania pilotażowego nie zostały ujęte w formie tabelaryzowanej w niniejszym opracowaniu

- Campbell T.S., Kracaw W.A. (1990), *Corporate risk management and incentive effects of debt*, „Journal of Finance” vol. 45, no. 5, s. 1673–1686.
- Campbell T.S., Kracaw W.A. (1999), *Optimal Speculation in the Presence of Costly External Financing*, w: *Corporate Risk: Strategies and Management*, red. G.W. Brown, D.H. Chew, London.
- Chang Ch. (1997), *Does Hedging Aggravate or Alleviate Agency Problems? A Managerial Theory of Risk Management*, University of Minnesota Working Paper.
- Chernenko S., Faulkender M. (2011), *The Two Sides of Derivatives Usage: Hedging and Speculating with Interest Rate Swaps*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” vol. 46, no. 6, s. 1727–1754.
- DeMarzo P., Duffie D. (1995), *Corporate incentives for hedging and hedge accounting*, „Review of Financial Studies” vol. 8, s. 743–771.
- Dionne G., Triki T. (2004), *On Risk Management Determinants: What Really Matters?*, HEC Montreal Risk Management Chair Working Paper.
- Dionne G., Triki T. (2005), *Risk management and corporate governance: The importance of independence and financial knowledge for the board and the audit committee*, HEC Montreal Risk Management Chair Working Paper.
- Faulkender M. (2005), *Hedging or Market Timing? Selecting the Interest Rate Exposure of Corporate Debt*, „The Journal of Finance” vol. 60, s. 931–962.
- Fok R.C.W., Carroll C., Chiou M.C. (1997), *Determinants of Corporate Hedging and Derivatives: A Revisit*, „Journal of Economic Business” vol. 49, s. 569–585.
- Gay G., Nam J. (1998), *The underinvestment problem and corporate derivatives use*, „Financial Management” vol. 27, no. 4, s. 53–69.
- Gezcy C., Milton B.A., Schrand C. (1997), *Why firms use currency derivatives*, „Journal of Finance” vol. 52, s. 1323–1354.
- Gezcy C., Minton B.A., Schrand C. (2007), *Taking a View: Corporate Speculation, Governance, and Compensation*, „The Journal of Finance” vol. 62, s. 2405–2443.
- Graham J.R., Rogers D.A. (2002), *Is corporate hedging consistent with value maximization? An empirical analysis*, „Journal of Finance” vol. 57, no. 2, s. 815–840.
- Hausalter D. (2000), *Financing policy, basis risk, and corporate hedging: evidence from oil and gas producers*, „Journal of Finance” vol. 55, s. 107–152.
- Knopf J.D., Nam J., Thornton J.H. Jr. (2002), *The Volatility and Price Sensitivities of Managerial Stock Option Portfolios and Corporate Hedging*, „The Journal of Finance” vol. 57, s. 801–813.
- Lel U. (2012), *Currency hedging and corporate governance: A cross-country analysis*, „Journal of Corporate Finance” vol. 18, iss. 2, s. 221–237.
- Marsden A., Prevost A.K. (2005), *Derivatives use, corporate governance, and legislative change: an empirical analysis of New Zealand listed companies*, „Journal of Business Finance & Accounting” vol. 32, no. 1–2, s. 255–295.
- May D.O. (1995), *Do managerial motives influence firm risk reduction strategies*, „Journal of Finance” vol. 50, no. 4, s. 1291–1308.
- Mayers D., Smith J.C.W. (1987), *Corporate insurance and the underinvestment problem*, „Journal of Risk and Insurance” vol. 54, no. 1, s. 45–54.
- Mayers D., Smith J.C.W. (1990), *On the corporate demand for insurance: evidence from the reinsurance market*, „Journal of Business” vol. 63, no. 1, s. 19–40.
- Nance D.R., Smith C.W. Jr, Smithson C.W. (1993), *On the Determinant of Corporate Hedging*, „The Journal of Finance” vol. 48, no. 1, s. 269–270.
- NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 r.* (2010), Warszawa.
- NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2013 r.* (2014), Warszawa.
- Rogers D. (2002), *Does executive portfolio structure affect risk management? CEO risk-taking incentives and corporate derivatives usage*, „Journal of Banking and Finance” vol. 26, s. 271–295.
- Shapiro A., Titman S. (1986), *An integrated approach to corporate risk management*, w: *The Revolution in Corporate Finance*, red. J.M. Stern, D.H. Chew, Blackwell, Oxford, s. 331–354.
- Smith C.W. (1995), *Corporate risk management: theory and practice*, „Journal of Derivatives” vol. 2, s. 21–30.
- Smith C.W. Jr, Smithson C.W., Wilford D.S. (1990), *Financial engineering: why hedge?*, w: *The Handbook of Financial Engineering*, Harper Business Books, New York, s. 126–137.
- Smith C.W., Stulz R.M. (1985), *The Determinants of Firms’ Hedging Policies*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” vol. 20, no. 4, s. 391–405.
- Stulz R.M. (1984), *Optimal Hedging Policies*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” vol. 19, s. 127–140.

- Stulz R.M. (1990), *Managerial discretion and optimal financing policies*, „Journal of Financial Economics” vol. 26, no. 1, s. 3–27.
- Stulz R.M. (2001), *Creating Value with Risk Management*, w: *Derivatives, Risk Management and Financial Engineering*, red. R.M. Stulz, Southwestern College Publishing, Cincinnati.
- Tufano P. (1996), *Who manages risk? An empirical examination of risk management practices in the gold mining industry*, „Journal of Finance” vol. 51, s. 1097–1137.
- Tufano P. (1998), *Agency costs of corporate risk management*, „Financial Management” vol. 27, no. 1, s. 67–77.

THE USE OF DERIVATIVES AND AGENCY PROBLEM

Abstract: The aim of this article is a synthetic presentation of the relationships between the usage of derivatives and the agency problem occurring in companies, and also corporate governance level. The paper presents the systematics of mutual relations existing between the agency problem; the level of corporate governance and the use of derivatives depending on the actual motive of their use – hedging or speculation. The motivation for its purpose became ambiguous indications and counterposed interpretation of surveyed dependencies frequently observable in the studies conducted in the world. Author carried out literature studies In order to achieve the main objective of article, reviewing the published research. The value of the article is to point out the grounds on the basis of which we can make an attempt to transfer the theoretical and empirical indications to Polish economy.

Keywords: derivatives, risk management, speculation, agency problem

Cytowanie

Stróżyńska A. (2015), *Wykorzystanie instrumentów pochodnych a problem agencji*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 565–573; www.wneiz.pl/frfu.

