

MATERIAŁY I STUDIA

Zeszyt nr 293

Szerokie ujęcie ekspozycji polskich przedsiębiorstw niefinansowych na ryzyko walutowe.

Źródła i skala ekspozycji oraz metody zarządzania ryzykiem walutowym

Katarzyna Puchalska, Izabela D. Tymoczko

Autorki są pracownikami Instytutu Ekonomicznego Narodowego Banku Polskiego,
e-mail: Izabela.Tymoczko@mail.nbp.pl, Katarzyna.Puchalska@nbp.pl

Wnioski zawarte w artykule pochodzą od autorek i nie powinny być utożsamiane ze stanowiskiem Narodowego Banku Polskiego.

Projekt graficzny:
Oliwka s.c.

Skład i druk:
Drukarnia NBP

Wydął:
Narodowy Bank Polski
Departament Edukacji i Wydawnictw
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21
tel. 22 653 23 35, fax 22 653 13 21

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2013

ISSN 2084-6258

Materiały i Studia są rozprowadzane bezpłatnie

Dostępne są również na stronie internetowej NBP: <http://www.nbp.pl>

Spis treści

Streszczenie.....	2
Spis rysunków i tabel	3
Wprowadzenie	6
1. Czynniki determinujące utrzymanie się przedsiębiorstwa na rynku zagranicznym (<i>Katarzyna Puchalska</i>).....	8
1.1. Rozwój sektora eksportowego w Polsce	8
1.2. Determinanty kontynuacji sprzedaży eksportowej – wyniki analizy regresji logistycznej.....	15
2. Kredyt walutowy źródłem ekspozycji walutowej przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce (<i>Izabela D. Tymoczko</i>).....	24
2.1. Kredyt w finansowaniu przedsiębiorstw.....	24
2.2. Potrzeby kredytowe przedsiębiorstw.....	25
2.2.1. Kredyty walutowe – dane statystyki bankowej NBP.....	28
2.2.2. Kredyty zagraniczne – dane ze sprawozdań F – 02 GUS.....	30
2.3. Determinanty zadłużenia walutowego i zagranicznego przedsiębiorstw niefinansowych	31
2.3.1. Rynkowe determinanty zadłużenia walutowego firm	33
2.3.2. Czynniki mikroekonomiczne determinujące zadłużenie walutowe i zagraniczne przedsiębiorstw niefinansowych – wyniki ankiety rocznej NBP	36
2.4. Modelowe wyjaśnienie skłonności przedsiębiorstw do dolaryzowania zadłużenia kredytowego.....	39
3. Zarządzanie ryzykiem walutowym wśród polskich przedsiębiorstw niefinansowych (<i>Izabela D. Tymoczko</i>).....	46
3.1. Rozliczenia handlowe jako źródło ekspozycji walutowej i metoda naturalnego ograniczania ryzyka walutowego.....	46
3.2. Motywy zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym.....	51
3.2.1. Metody zabezpieczania ryzyka walutowego	54
3.3. Motywy braku zarządzania ryzykiem walutowym.....	57
3.4. Modelowe wyjaśnienie skłonności przedsiębiorstw do zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym	59
Podsumowanie	66
Bibliografia	68

Streszczenie

Wykorzystując bazę danych ankietowych obejmujących grupę ponad 1100 przedsiębiorstw niefinansowych oraz jednostkowe dane finansowe ze sprawozdań F-01/I-01 podjęto próbę określenia skali ekspozycji walutowej przedsiębiorstw oraz skutków wahań kursu złotego. Skoncentrowano się na analizie trzech obszarów.

Po pierwsze, podjęto próbę określenia determinantów kontynuacji bądź zaprzestania prowadzenia działalności eksportowej. Istotnymi czynnikami zwiększającymi prawdopodobieństwo pozostania przedsiębiorstwa na rynku zagranicznym były: długotrwałość współpracy z odbiorcami zagranicznymi, siła rynkowa firmy, skala zaangażowania w eksport, posiadanie importu, zadłużenie z tytułu kredytu oraz wysoka rentowność sprzedaży. Natomiast wynik na różnicach kursowych, mający stanowić przybliżenie skutków wahań kursu złotego okazał się nieistotny.

Po drugie, spróbowano określić czynniki decydujące o skłonności przedsiębiorstw do zaciągania kredytów walutowych. Analiza pozwala sądzić, że skłonność do dolaryzacji zadłużenia kredytowego jest pozytywnie skorelowana z wielkością eksportu oraz długością współpracy przedsiębiorstwa z bankami.

W końcu, przeanalizowano skalę i metody zarządzania ryzykiem walutowym przez przedsiębiorstwa. Z analizy wynika, że głównym czynnikiem skłaniającym przedsiębiorstwa do zabezpieczania się przed ryzykiem pozostaje udział przychodów netto z eksportu w całkowitych przychodach ze sprzedaży. Najczęściej wykorzystywanym przez przedsiębiorstwa narzędziem do ograniczania ryzyka pozostają dostosowania w strukturze bilansu oraz równoważenie przepływów. Zainteresowanie przedsiębiorstw złożonymi instrumentami finansowymi do ograniczania ryzyka walutowego pozostaje niskie.

Słowa kluczowe: zagraniczne operacje handlowe, zarządzanie ryzykiem, finansowanie przedsiębiorstw,

Sygnatury JEL: F10, G11, G32,

Spis rysunków i tabel

Rys. 1 Odsetek eksporterów w populacji dużych przedsiębiorstw (50+) oraz przedsiębiorstw zatrudniających nie mniej niż 10 osób (10+)	9
Rys. 2 Odsetek eksporterów w podziale na Przetwórstwo przemysłowe oraz pozostałe sekcje (populacja 50+ oraz 10+).....	10
Rys. 3 Odsetek eksporterów w podziale na województwa w całej populacji oraz w sekcji Przetwórstwo przemysłowe (populacja 50+).....	10
Rys. 4 Odsetek przedsiębiorstw rezygnujących z eksportu w podziale na Przetwórstwo przemysłowe oraz pozostałe sekcje (podgrupa przedsiębiorstw, które w okresie t-1 wykazywały wpływy z eksportu, populacja 10+ oraz 50+)	11
Rys. 5 Odsetek przedsiębiorstw rezygnujących z eksportu w sekcjach PKD (podgrupa przedsiębiorstw, które w okresie t-1 wykazywały wpływy z eksportu, populacja 50+)	12
Rys. 6 Odsetek przedsiębiorstw wykazujących nieregularne wpływy z tytułu eksportu w ciągu roku (podgrupa eksporterów, populacja 50+)	12
Rys. 7 Odsetek przedsiębiorstw rezygnujących ze sprzedaży na eksport w firmach z przewagą kapitału zagranicznego oraz w pozostałych firmach w podziale na Przetwórstwo przemysłowe i pozostałe sekcje (podgrupa przedsiębiorstw, które w okresie t-1 wykazywały wpływy z eksportu, populacja 50+).....	13
Rys. 8 Wskaźniki rentowności obrotu netto w klasach eksporterów i nieeksporterów (populacja 50+, dane w %)	13
Rys. 9 Produktywność pracy w klasach eksporterów i nieeksporterów (populacja 50+, dane w tys. PLN)	14
Rys. 10 Wynik na różnicach kursowych (populacja 50+, dane w mld PLN)	15
Rys. 11 Ocena dopasowania kolejnych etapów budowania modelu (poprzez dokładanie zmiennych objaśniających), zaczynając od modelu wyłącznie ze stałą (górny rys.), aż do uzyskania modelu właściwego (dolny rys.), z wykorzystaniem metody graficznej (separation plot). Diagramy pokazują częstotliwość występowania rezygnacji z eksportu w zależności od wyliczonego prawdopodobieństwa ich występowania (oś pozioma: wyliczone prawdopodobieństwo).....	22
Rys. 12 Struktura kapitału przedsiębiorstw niefinansowych w latach 1996-2012....	25

Rys. 13 Długość korzystania z usług bankowych, poza obsługą rachunków bieżących wśród przedsiębiorstw (w latach).....	26
Rys. 14 Rodzaje kredytów najchętniej zaciąganych przez przedsiębiorstwa	27
Rys. 15 Preferowana waluta kredytu wśród badanych przedsiębiorstw.....	27
Rys. 16 Udział kredytu walutowego w kredycie ogółem na tle depozytów walutowych w depozytach ogółem w sektorze przedsiębiorstw w latach 1996-2012	29
Rys. 17 Udział zobowiązań z tyt. kredytów i pożyczek zagranicznych w sumie zobowiązań i rezerw na zobowiązania w latach 2006-2011.....	30
Rys. 18 Odsetki przedsiębiorstw zaciągających kredyty lub pożyczki zagraniczne w latach 2006-2011.....	31
Rys. 19 Czynniki zachęcające do zaciągania kredytów walutowych przez przedsiębiorstwa.....	37
Rys. 20 Czynniki zachęcające do zaciągania kredytów zagranicznych przez przedsiębiorstwa.....	39
Rys. 21 Odsetki przedsiębiorstw o określonej ekspozycji walutowej wynikającej z dokonywania transakcji handlowych w walutach obcych.....	47
Rys. 22 Odsetki przedsiębiorstw o określonej ekspozycji walutowej jako transakcje w złotych ale powiązane ze zmianami kursu walutowego	48
Rys. 23 Całkowita ekspozycja na ryzyko walutowe wynikająca z zawieranych transakcji handlowych (transakcje walutowe i transakcje w złotych ale powiązane o kursy walut obcych).....	50
Rys. 24 Odsetki przedsiębiorstw aktywnie zarządzających ryzykiem walutowym... ..	52
Rys. 25 Regularność stosowania metod zarządzania ryzykiem wśród przedsiębiorstw.....	53
Rys. 26 Stopień zabezpieczenia ryzyka walutowego pochodzącego z eksportu (lewy panel) i z importu (prawy panel) alternatywnymi narzędziami wśród podmiotów sektora MSP i dużych przedsiębiorstw.....	55
Rys. 27 Wykorzystanie instrumentów pochodnych w klasach przedsiębiorstw, które zadeklarowały zarządzania ryzykiem walutowym	56
Rys. 28 Przyczyny braku zarządzania ryzykiem walutowym	58
Tab. 1 Wstępne wyniki estymacji modelu regresji logistycznej.....	18
Tab. 2 Wyniki estymacji modelu regresji logistycznej dla zmiennych istotnych	19

Tab. 3 Główne powody popularności kredytów walutowych w wybranych krajach europejskich wg. opinii władz w analizowanych gospodarkach.....	38
Tab. 4 Determinanty posiadana zadłużenia walutowego.....	44
Tab. 5 Krzywe ROC dla modelu wyjaśniającego skłonność przedsiębiorstw do zaciągania kredytów walutowych.....	45
Tab. 6 Determinanty zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym i korzystania z instrumentów pochodnych przez przedsiębiorstwa niefinansowe	64
Tab. 7 Krzywe ROC dla modelu wyjaśniającego skłonność przedsiębiorstw do zarządzania ryzykiem walutowy (lewy wykres) i korzystania w tym celu z instrumentów pochodnych (prawy wykres)	65

Wprowadzenie

Obszarem zainteresowania prezentowanej pracy jest próba kompleksowego ujęcia ekspozycji polskich przedsiębiorstw niefinansowych na ryzyko walutowe, jego wpływu na szanse utrzymania się firmy na rynku zagranicznym oraz wyjaśnienie w jaki sposób polskie przedsiębiorstwa zarządzają ryzykiem walutowym. Źródła ryzyka doszukujemy się w operacjach handlowych z zagranicą i rozliczanych w walutach innych niż złoty oraz w operacjach finansowych, przez co rozumiemy zaciąganie kredytów walutowych w kraju, jak i za granicą. Opracowanie ma na celu wyjaśnienie motywów, dla których przedsiębiorstwa zaciągają kredyty walutowe oraz prowadzą działalność importowo – eksportową. Podjęto również próbę zbadania, czy i w jaki sposób polskie przedsiębiorstwa niefinansowe zarządzają ryzykiem walutowym oraz ustalenia jakie czynniki wpływają na skłonność do stosowania instrumentów zabezpieczających?

W wyjaśnianiu zjawiska skłonności do otwierania pozycji walutowych z pełną świadomością pominięte zostaną zmienne niezależne od przedsiębiorstwa, a uwzględnione będą jedynie czynniki zależne od przedsiębiorstwa. Powodem takiej decyzji jest przekrojowy charakter analizowanych zmiennych. Zaprezentowane w artykule wyniki empiryczne bazują zarówno na przeprowadzonym w 2010 r. przez NBP badaniu ankietowym przedsiębiorstw¹, w którym wzięło udział 1151 przedsiębiorstw, jak i na danych finansowych ze sprawozdań F-01/I-01.

Artykuł składa się ze trzech rozdziałów i zakończenia. Każdy rozdział składa się z analizy opisowej danych finansowych i ankietowych oraz analizy ekonometrycznej determinant badanego zjawiska. Wykorzystano w tym celu przekrojowe modele logitowe.

W pierwszym rozdziale przeanalizowano czynniki determinujące możliwość utrzymania się przedsiębiorstwa na rynku zagranicznym, w tym zwłaszcza wpływ wahań kursowych na prawdopodobieństwo rezygnacji z eksportu.

Rozdział drugi został poświęcony zgłębieniu kwestii związanych z popytem przedsiębiorstw na kredyty nominowane w walutach obcych. W tym celu przedstawiono wyniki przeprowadzonych badań ankietowych w celu identyfikacji

¹ Roczne badanie ankietowe przedsiębiorstw jest prowadzone przez NBP od 1995 r. i obejmuje szereg zagadnień wykorzystywanych do oceny sektora przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce. Co roku w ankiecie uwzględniany jest temat jednorazowo poddawany badaniu. W 2011 r. badanie dotyczyło ekspozycji walutowej przedsiębiorstw wynikającej z transakcji handlowych, jak również z dolaryzacji zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw oraz metody zarządzania ryzykiem walutowym.

powodów utrzymującego się zainteresowania przedsiębiorstw kredytami walutowymi. Ponadto wiedząc, że oprócz czynników makroekonomicznych sprzyjających dolaryzacji zadłużenia kredytowego, dużą rolę odgrywają również cechy indywidualne przedsiębiorstw, dokonano analizy ekonometrycznej czynników mikroekonomicznych wpływających na zainteresowanie zaciąganiem kredytów walutowych w kraju i za granicą.

W rozdziale trzecim, przeanalizowano kwestie związane z zarządzaniem ryzykiem walutowym. W pierwszej kolejności zaprezentowano wyniki badań ankietowych, określono główne motywy jakimi kierują się przedsiębiorstwa podejmując decyzję o skali i metodzie zarządzania ryzykiem walutowym jeśli są na nie wyeksponowane. W drugiej części rozdziału podjęto próbę oszacowania czynników wpływających na skłonność przedsiębiorstw do zarządzania ryzykiem walutowym oraz do korzystania z instrumentów pochodnych w celu zarządzania tym ryzykiem.

W ostatniej części opracowania przedłożono wnioski płynące z dokonanych analiz.

1. Czynniki determinujące utrzymanie się przedsiębiorstwa na rynku zagranicznym (Katarzyna Puchalska)

Dotychczasowe badania empiryczne i prace teoretyczne sugerują, iż eksporterzy osiągają lepsze wyniki niż przedsiębiorstwa nieobecne na rynkach międzynarodowych². Na sukces firm zajmujących się eksportem składają się głównie korzyści skali, ich wyższa wydajność, jak też rentowność i kapitałochłonność oraz zastosowanie bardziej zaawansowanych technologii. Selekcja następuje już na etapie wejścia na rynek zagraniczny - bardziej konkurencyjne przedsiębiorstwa decydują o rozpoczęciu eksportu, mniej konkurencyjne ograniczają się do rynku krajowego. Podobnie wygląda decyzja o rezygnacji z eksportu - firma, której przewaga konkurencyjna zanika, wypada z rynku. Duże znaczenie z punktu widzenia podjęcia tego typu decyzji mają również koszty wejścia na rynek zagraniczny *sunk costs*, im są one wyższe tym większą stanowią barierę dla rozpoczęcia, jak i rezygnacji ze sprzedaży eksportowej (Dixit, 1989, Bernard i Jensen, 2004).

Poniżej dokonano przeglądu kilku czynników, wybranych pod kątem ich potencjalnego wpływu na decyzję o kontynuacji sprzedaży eksportowej. Celem było wyselekcjonowanie zmiennych ważnych z punktu widzenia rozwoju eksportu, w tym wpływu wahań kursu złotego na kontynuację sprzedaży zagranicznej. Wahania kursu walutowego stanowią dla sektora przedsiębiorstw jedną z poważniejszych barier rozwoju i źródeł niepewności³. Problem potęguje jeszcze obserwowany w ostatnich latach (po upadku Lehman Brother's) wzrost amplitudy wahań kursu złotego, co może przekładać się na decyzje strategiczne firm.

1.1. Rozwój sektora eksportowego w Polsce

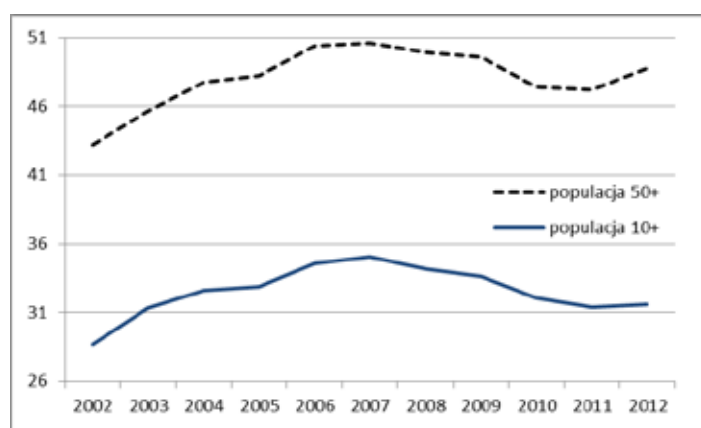
Szybki rozwój polskiej gospodarki, zwłaszcza w okresie tuż przed i tuż po przystąpieniu Polski do UE sprawił, że udział eksporterów w najbardziej nastawionych na eksport branżach przetwórczych osiągnął wysoki poziom. W populacji dużych przedsiębiorstw (powyżej 49 zatrudnionych) sięga on obecnie ok. 80%. Wyraźnie niższą aktywność eksportową wykazują pozostałe branże - poza

² Powstało wiele prac podejmujących temat różnic między eksporterami i przedsiębiorstwami sprzedającymi wyłącznie w kraju (Bernard i Jansen, 1995, 1999, 2007; Clerides, Lach i Tybout, 1996; Kneller i Pisu, 2007; Fryges i Wagner, 2008)

³ Pokazują to m.in. wyniki badań ankietowych prowadzonych przez NPB (NBP, 2013).

przetwórstwem eksporterzy stanowią niespełna 27% populacji dużych przedsiębiorstw. Mniej aktywne na rynkach zagranicznych są także małe podmioty - po uwzględnieniu firm zatrudniających poniżej 49 osób (populacja 10+) wpływy z eksportu wykazuje 63% firm z sekcji Przetwórstwo przemysłowe i niecałe 20% firm spoza tej sekcji. Istnieje przy tym wyraźne zróżnicowanie aktywności eksportowej między regionami Polski. Generalnie można powiedzieć, że im bliżej zachodniej granicy kraju, tym większa jest szansa, że przedsiębiorstwo podejmie decyzję o wejściu na rynek zagraniczny - różnice między województwami leżącymi przy zachodniej granicy a województwami leżącymi na wschodzie kraju sięgają w skrajnych przypadkach 20 punktów procentowych.

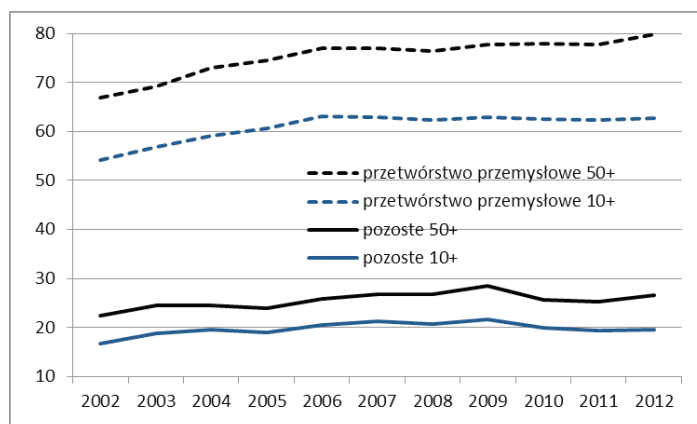
Rys. 1 Odsetek eksporterów w populacji dużych przedsiębiorstw (50+) oraz przedsiębiorstw zatrudniających nie mniej niż 10 osób (10+)



Źródło: dane F-01/I-01

W ciągu ostatnich kilkunastu lat odsetek eksporterów wykazywał tendencję rosnącą w okresie ożywienia koniunktury, a zmniejszał się w czasach spowolnienia, co wynikało m.in. z nakładania się cykli koniunkturalnych między Polską a krajami, do których w największym stopniu trafia produkcja polskich przedsiębiorstw. Bardziej szczegółowy ogląd danych sugeruje, że takie zachowanie się wskaźnika spowodowane było w zdecydowanie większym stopniu wahaniem się odsetka eksporterów w grupie firm spoza branż przetwórczych niż w sekcji Przetwórstwo przemysłowe.

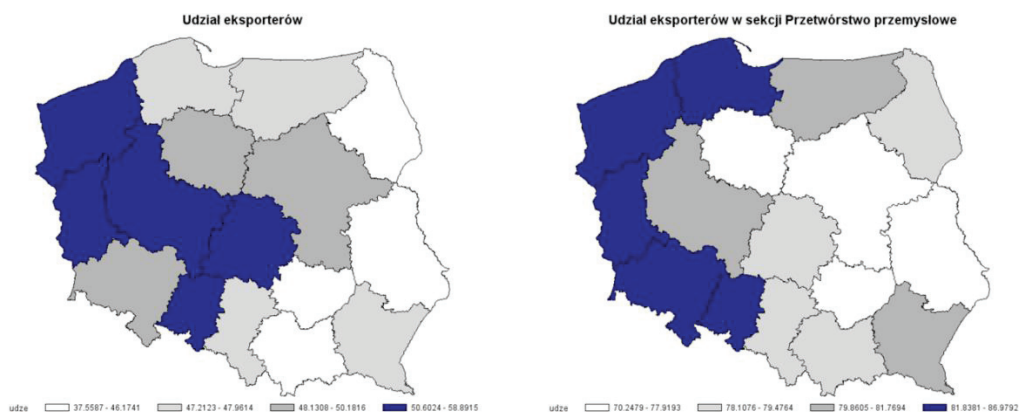
Rys. 2 Odsetek eksporterów w podziale na Przetwórstwo przemysłowe oraz pozostałe sekcje (populacja 50+ oraz 10+)



Źródło: dane F-01/I-01

W ostatnich kilkunastu latach wśród firm przetwórczych obserwowaliśmy raczej trend wzrostowy zjawiska, który zaczął wygasać tuż po wejściu Polski do UE i który tylko nieznacznie odchyłał się w dół w okresie dekonjunktury. W tym okresie branże spoza przetwórstwa reagowały na zmiany koniunktury wyraźnie silniej.

Rys. 3 Odsetek eksporterów w podziale na województwa w całej populacji oraz w sekcji Przetwórstwo przemysłowe (populacja 50+)

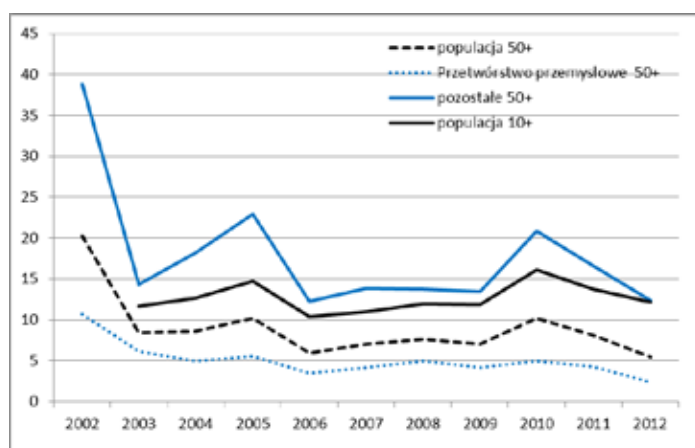


Źródło: dane F-01/I-01

Z danych widzimy ponadto, że wiele firm usługowych eksportuje nieregularnie (otrzymuje nieregularne wpływy z eksportu), co przejawia się w przeplataniu kwartałów z zerowymi i większymi od zera przychodami ze sprzedaży zagranicznej w ciągu roku, jak też w przeplataniu się lat, w których firma eksportuje

i nie wykazuje sprzedaży zagranicznej. W niektórych przypadkach zjawisko to związane jest ze specyfiką branży (długi cykl produkcyjny), ale może ono również wynikać z braku długoterminowych umów, co z kolei może zwiększać prawdopodobieństwo wypadnięcia z rynku. Nieregularne wpływy z tytułu eksportu charakterystyczne są dla firm spoza sekcji Przetwórstwo przemysłowe (w przetwórstwie mniej niż 20% firm osiąga nieregularne przychody). Wyraźniej częściej zjawisko to obserwowane jest w budownictwie, gdzie długi cykl produkcyjny może wyjaśniać dużą część zjawiska (ponad połowa firm budowlanych wykazujących niezerowy eksport w ciągu roku cechuje się nieregularnością przychodów).

Rys. 4 Odsetek przedsiębiorstw rezygnujących z eksportu w podziale na Przetwórstwo przemysłowe oraz pozostałe sekcje (podgrupa przedsiębiorstw, które w okresie t-1 wykazywały wpływy z eksportu, populacja 10+ oraz 50+)



Źródło: dane F-01/I-01

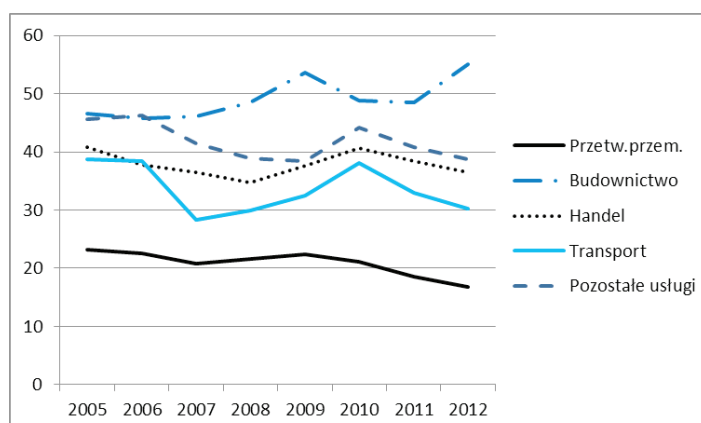
Kolejnym potencjalnym czynnikiem mogącym oddziaływać negatywnie na możliwość kontynuacji sprzedaży eksportowej może być słaba pozycja rynkowa firm. Dane pokazały, że w grupie mniejszych przedsiębiorstw częstotliwość rezygnacji z eksportu była nieznacznie wyższa niż w dużych firmach. Można również przypuszczać, że pewne znaczenie dla możliwości utrzymania się na rynku zagranicznym mogą mieć dla przedsiębiorstwa jego powiązania kapitałowe bądź zarządcze z innymi podmiotami zagranicznymi. Wskazywać na to mogą różnice w odsetku rezygnacji w firmach z udziałem kapitału zagranicznego oraz w całej populacji. Takie różnice pojawiają się zarówno w przypadku firm przetwórczych, jak i w pozostałych branżach.

Rys. 5 Odsetek przedsiębiorstw rezygnujących z eksportu w sekcjach PKD (podgrupa przedsiębiorstw, które w okresie t-1 wykazywały wpływy z eksportu, populacja 50+)



Źródło: dane F-01/I-01

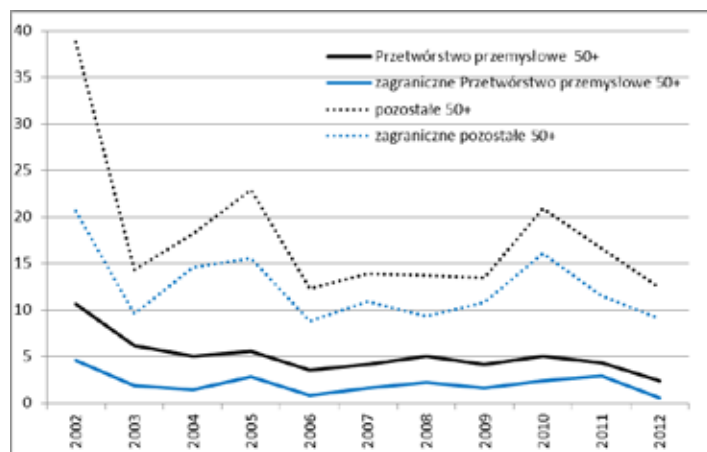
Rys. 6 Odsetek przedsiębiorstw wykazujących nieregularne wpływy z tytułu eksportu w ciągu roku (podgrupa eksporterów, populacja 50+)



Źródło: dane F-01/I-01

Istotną przesłanką dla decyzji o rozpoczęciu lub rezygnacji ze sprzedaży jest jej rentowność. Fryges i Wagner (2008) badając niemieckie przedsiębiorstwa, podobnie jak Hagemejer (2012) przyglądając się polskim firmom, znaleźli dowody na wzrost rentowności po wejściu przedsiębiorstwa na rynek zagraniczny, przy czym zwłaszcza w niemieckim badaniu podkreśla się, że różnice pojawiają się dopiero po wejściu firmy na rynek zagraniczny, nie ma więc tu zjawiska preselekcji bardziej rentownych firm (tak jak jest to obserwowane m.in. w przypadku wydajności).

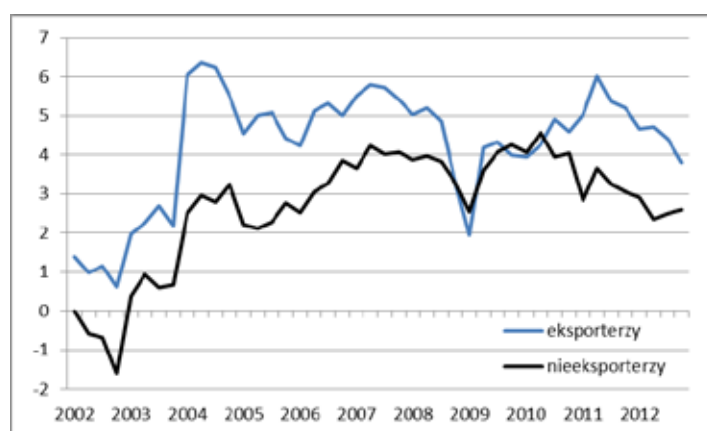
Rys. 7 Odsetek przedsiębiorstw rezygnujących ze sprzedaży na eksport w firmach z przewagą kapitału zagranicznego oraz w pozostałych firmach w podziale na Przetwórstwo przemysłowe i pozostałe sekcje (podgrupa przedsiębiorstw, które w okresie t-1 wykazywały wpływy z eksportu, populacja 50+)



Źródło: dane F-01/I-01

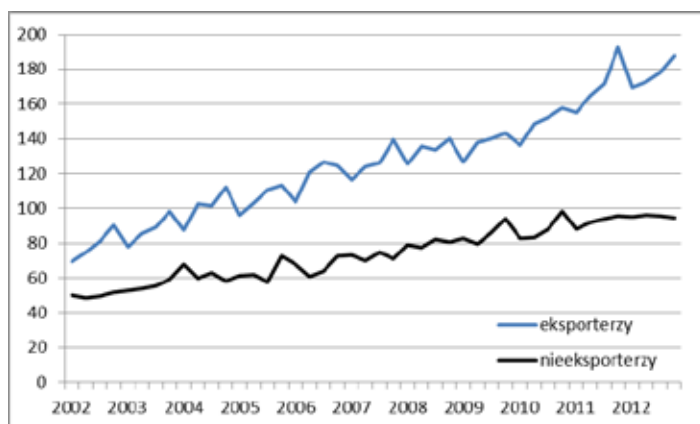
Twarde dane finansowe, podobnie jak dane ankietowe pokazują, że w latach 2002-2012 wskaźniki rentowności obrotu netto oraz oceny sytuacji finansowej były najczęściej wyższe w grupie eksporterów niż wśród przedsiębiorstw sprzedających swoje produkty i usługi wyłącznie w kraju. Wyjątek stanowił przełom lat 2008/09, tj. okres nasilenia zjawisk kryzysowych i tym samym okres kumulacji strat na opcjach walutowych. Jeśli chodzi o wydajność pracy, to w całym badanym kształtowała się ona w grupie eksporterów na wyraźnie wyższym poziomie niż w grupie firm nieeksportujących.

Rys. 8 Wskaźniki rentowności obrotu netto w klasach eksporterów i nieeksporterów (populacja 50+, dane w %)



Źródło: dane F-01/I-01

Rys. 9 Produktywność pracy w klasach eksporterów i nieeksporterów (populacja 50+, dane w tys. PLN)

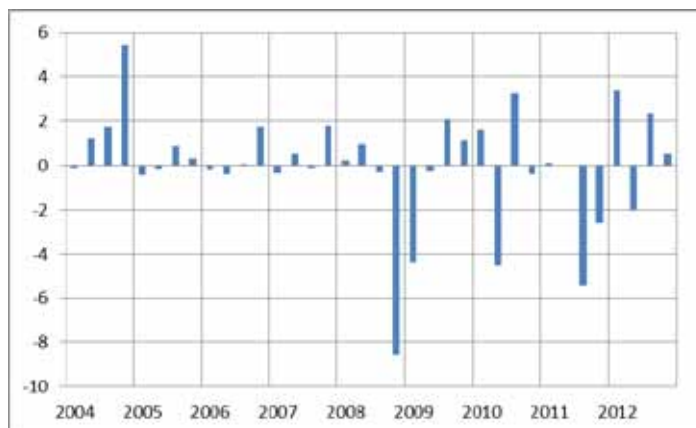


Źródło: dane F-01/I-01

Przyczyn fluktuacji odsetka eksporterów można upatrywać również w awersji do ryzyka kursowego. Z danych ankietowych wynika, że firmy eksportujące, podobnie jak importerzy, wśród źródeł swoich problemów i czynników hamujących rozwój firmy często na pierwszym miejscu wymieniają właśnie wahania kursu walutowego (NBP, 2013). Te same dane ankietowe pokazują, że przed ryzykiem kursowym zabezpiecza się stosując instrumenty finansowe niewiele, bo nieco ponad 30% eksporterów. Zabezpieczenia tego typu są przy tym obecnie rzadziej stosowane niż przed kryzysem 2008/09 (wtedy zabezpieczało się ponad 40% firm), co można łączyć z poważnymi stratami finansowymi, które poniosły w tamtym okresie przedsiębiorstwa obecne na rynkach międzynarodowych (mowa o stratach na opcjach walutowych, wywołanych znaczącą deprecjacją złotego pod koniec 2008 r.). Niski poziom zabezpieczeń polskich firm wynika nie zarówno ze stosunkowo młodego rynku instrumentów pochodnych i ich wysokiej ceny, ale i wysokiego udziału w strukturze polskiego handlu zagranicznego obrotów wewnątrz korporacyjnych. Twarde dane finansowe (sprawozdania F-01/I-01) sugerują możliwość zwiększenia się w ostatnich kilku latach problemów związanych z rozliczaniem w walutach obcych, co widać w postaci nasilonych wahań wyniku na różnicach kursowych. Zmiany tej kategorii finansowej nie muszą oznaczać zmian w postaci przepływów finansowych, pozostając niekiedy jedynie zapisem księgowym w bilansach firmy (jeśli mamy do czynienia z niezrealizowanymi różnicami kursowymi). Jednak wahania kursu walutowego mogą przekładać się na oceny

niepewności otoczenia, w jakim funkcjonuje przedsiębiorstwo i z tego punktu widzenia mieć negatywne przełożenie na decyzje strategiczne podejmowane przez przedsiębiorstwo, w tym też na decyzje o pozostaniu na rynku zagranicznym.

Rys. 10 Wynik na różnicach kursowych (populacja 50+, dane w mld PLN)



Źródło: dane F-01/I-01

1.2. Determinanty kontynuacji sprzedaży eksportowej – wyniki analizy regresji logistycznej

W celu wykrycia czynników decydujących o rezygnacji z eksportu w sposób bardziej formalny dokonano analizy danych finansowych ze sprawozdań F-01/I-01 z wykorzystaniem modelu logitowego. Tego typu modele są stosowane w przypadkach, gdy mamy dwa warianty, w tym wypadku sytuację gdy przedsiębiorstwo rezygnuje z eksportu lub wypada z rynku zagranicznego oraz sytuację alternatywną, gdy przedsiębiorstwo utrzymuje się na rynku międzynarodowym.

Logistyczny model regresji dla zmiennej objaśnianej, którą w naszym przykładzie będzie rezygnacja bądź utrzymanie sprzedaży eksportowej wyrażony może być wzorem:

$$P(Y = 1 | x_i) = \frac{e^{\alpha_0 + \sum_{i=1}^k \alpha_i x_i}}{1 + e^{\alpha_0 + \sum_{i=1}^k \alpha_i x_i}} \quad (1)$$

gdzie

P = prawdopodobieństwo przyjmowania przez zmienną Y wartości 1

$Y=1$ jeśli firma zrezygnowała z eksportu / wypadła z rynku

$Y=0$ jeśli firma kontynuowała sprzedaż zagraniczną

$a_i, i=0, 1, 2, \dots, k$ – parametry strukturalne modelu w regresji logistycznej

x_i – zmienne niezależne.

Do oszacowania parametrów modelu posłużyła metoda największej wiarygodności (MNW).

Źródłem danych do analizy były dane jednostkowe ze sprawozdań o przychodach, kosztach i wyniku finansowym za 2010 r. Rok ten był lokalnym maksimum rezygnacji przedsiębiorstw z eksportu. Jako że celem analizy była ocena przyczyn rezygnacji bądź kontynuacji sprzedaży na rynek zagraniczny, wykorzystano wyłącznie informacje pochodzące od przedsiębiorstw, które w 2009 r. wykazywały niezerowe przychody z działalności eksportowej oraz sprawozdawały się również w 2008 r. Za rezygnację przyjęto sytuację, w której przedsiębiorstwo przez cały 2010 r. nie otrzymało żadnych przychodów z tytułu eksportu. Przy takim podejściu można podejrzewać, że brak wpływów mógł w przypadku pewnej niewielkiej grupy przedsiębiorstw nie oznaczać rezygnacji z działalności eksportowej, ale tylko opóźnienie w spływie należności bądź bardzo długi okres produkcyjny (np. przy remoncie statków lub budowie domów) i wynikający z tego odroczone termin spływu wynagrodzenia za usługę.

Zmienne ciągłe zostały sprawdzone pod względem występowania obserwacji odstających. Wartości niespełniające przyjętego kryterium (powyżej i poniżej trzech odchyłeń standardowych) zostały pominięte w analizie. Liczba obserwacji użytych do analizy wyniosła 7255.

Wejściowy model regresji logistycznej został zapisany w następujący sposób:

$$(Y = 1 | x_1, x_2, \dots, x_{13}) = \frac{e^{a_0 + a_1 x_1 + a_2 x_2 + a_3 x_3 + a_4 x_4 + a_5 x_5 + a_6 x_6 + a_7 x_7 + a_8 x_8 + a_9 x_9 + a_{10} x_{10} + a_{11} x_{11} + a_{12} x_{12} + a_{13} x_{13}}}{1 + e^{a_0 + a_1 x_1 + a_2 x_2 + a_3 x_3 + a_4 x_4 + a_5 x_5 + a_6 x_6 + a_7 x_7 + a_8 x_8 + a_9 x_9 + a_{10} x_{10} + a_{11} x_{11} + a_{12} x_{12} + a_{13} x_{13}}} \quad (4)$$

gdzie:

x_1 – główne sekcje PKD (górnictwo, przetwórstwo przemysłowe, energetyka, dostarczanie wody, budownictwo, handel, transport oraz sekcja grupująca wszystkie pozostałe usługi)

x_2 – szczególna forma prawna (zmienna zerojedynkowa przyjmująca wartość 1 dla spółek akcyjnych oraz 0 dla pozostałych form własności)

x3 – forma własności (zmienna zerojedynkowa przyjmująca wartość 1 dla przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym oraz 0 dla pozostałych przedsiębiorstw)

x4 – region (zmienna zerojedynkowa przyjmująca wartość 1 dla województw zachodnich, tj. dla województwa zachodniopomorskiego, dolnośląskiego oraz lubuskiego oraz 0 dla pozostałych województw)

x5 – logarytm naturalny przychodów

x6 – nieregularność przychodów z eksportu (zmienna zerojedynkowa przyjmująca wartość 1, gdy w przynajmniej jednym kwartale w roku t-1 przychody z eksportu były zerowe oraz 0 gdy przychody z eksportu w każdym kwartale były wyższe od zera)

x7 – długotrwałość eksportu, tj. eksport w roku t-2 (zmienna zerojedynkowa przyjmująca wartość 1, gdy przedsiębiorstwo wykazywało niezerowe przychody z eksportu w roku t-2 oraz 0 gdy przychody z eksportu w roku t-2 były zerowe)

x8 – logarytm naturalny wartości eksportu przedsiębiorstwa w roku t-1

x9 – logarytm naturalny wartości importu przedsiębiorstwa w roku t

x10 – logarytm naturalny ogółu zobowiązań z tytułu kredytów i pożyczek w roku t

x11 – wydajność pracy mierzona sumą przychodów ze sprzedaży przypadających na 1 zatrudnionego w roku t-1

x12 – rentowność obrotu netto w roku t-1

x13 – ekspozycja na ryzyko walutowe mierzona, wynikiem finansowym na operacjach finansowych odniesionym do wyniku finansowego brutto przedsiębiorstwa w roku t-1

a0, a1, a2, ..., a13 – parametry strukturalne modelu.

W tabeli 1 przedstawiono wyniki estymacji wejściowego modelu regresji logistycznej. Po odrzuceniu zmiennych statystycznie nieistotnych metodą regresji krokowej (stepwise), wyniki estymacji modelu zapisano w tabeli 2.

Tab. 1 Wstępne wyniki estymacji modelu regresji logistycznej

	Ocena	Błąd standardowy
Stała	-1.4160**	0.6152
Zmienne kontrolne		
X1 (Budownictwo)	1.4291***	0.1869
X1 (Energetyka)	0.3617	0.9629
X1 (Górnictwo)	0.0412	0.5717
X1 (Woda)	1.5380***	0.4256
X1 (Handel)	1.0440***	0.1292
X1 (Transport)	1.2251***	0.1748
X1 (Usługi)	0.9893***	0.1688
X2 (SFP)	0.0547	0.1378
X3 (FW)	0.1145	0.1353
X4 (region)	0.00417	0.1372
Zmienne		
X5 (wielkość przychodów)	0.1107**	0.0559
X6 (nieregularność przychodów)	0.6923***	0.1101
X7 (długotrwałość eksportu)	-1.0057***	0.1230
X8 (wielkość eksportu)	-0.2473***	0.0207
X9 (wielkość importu)	-0.0769***	0.00842
X10 (kredyty i pożyczki)	-0.0232***	0.00790
X11 (wydajność)	0.000214*	0.000129
X12 (rentowność)	-0.0140**	0.00614
X13 (ryzyko walutowe)	-0.00053	0.000412

(***, **, *) oznaczają odpowiednio 1%, 5% oraz 10% poziom istotności testu Chi2 Walda

Uzyskane wyniki sugerują, że wahania wyniku na różnicach kursowych (x13) nie stanowiły statystycznie istotnego czynnika z punktu widzenia decyzji o kontynuacji sprzedaży na rynkach zagranicznych. Wydaje się, że może być to związane zarówno z wirtualnym, czy też czysto księgowym w wielu wypadkach charakterem tej kategorii finansowej (niezrealizowane różnice kursowe), jak też z relatywnie wysoką opłacalnością eksportu, na co wskazują zarówno wyniki analizy rentowności sprzedaży, jak i wyniki badań ankietowych⁴. Trzeba podkreślić, że miara zastosowana do oceny wpływu wahań kursu, tj. relacja wyniku na różnicach

⁴ W świetle badań ankietowych prowadzonych przez NBP, w latach 2009-2010 kurs złotego względem euro i dolara pozwalał na wysoką opłacalność sprzedaży zagranicznej rozliczanej w tych walutach. Przestrzeń między rzeczywistym kursem złotego a jego graniczną wartością, przy której sprzedaż na eksport stawała się opłacalna była na tyle duża, że nawet zwiększona amplituda wahań kursu nie powodowała problemów z uzyskaniem przez większość ankietowanych dodatniego wyniku finansowego na sprzedaży eksportowej. Por. raporty NBP „Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw, ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury za...” za 2010 r.

kursowych do wyniku finansowego brutto nie jest powszechnie stosowana, a jej zastosowanie do tego typu analiz może być problematyczne.

Tab. 2 Wyniki estymacji modelu regresji logistycznej dla zmiennych istotnych

	Ocena	Błąd standardowy	Ocena ilorazu szans	Przedział ufności - 95%	Przedział ufności +95%
Stała	-1.6092***	0.4391			
X1-Budownictwo	1.4159***	0.1857	4.120	2.863	5.929
X1-Górnictwo	0.00533	0.5650	1.005	0.332	3.042
X1-Woda	1.1174***	0.1230	3.057	2.402	3.891
X1-Handel	1.2033***	0.1732	3.331	2.372	4.677
X1-Transport	0.9340***	0.1652	2.545	1.841	3.518
X1-Uслуги	1.5284***	0.4238	4.611	2.009	10.581
X5 (wielkość przychodów)	0.1507***	0.0446	1.163	1.065	1.269
X6 (nieregularność przychodów)	0.7021***	0.1091	2.018	1.629	2.499
X7 (długotrwałość eksportu)	-1.0003***	0.1221	0.368	0.290	0.467
X8 (wielkość eksportu)	-0.2480***	0.0201	0.780	0.750	0.812
X9 (wielkość importu)	-0.0787***	0.00812	0.924	0.910	0.939
X10 (kredyty i pożyczki)	-0.0231***	0.00757	0.977	0.963	0.992
X12 (rentowność)	-0.0141**	0.00606	0.986	0.974	0.998

Pseudo R2 McFaddena=0,15; R2 przeskalowane McFaddena=0,33

-2log z maksimum wiarygodności zbudowanego model=4567.9

-2log dla modelu zawierającego wyraz wolny=3364

Procent zgodnych=85,6; procent niezgodnych=13,9; procent równych=0,5

(***, **, *) oznaczają odpowiednio 1%, 5% oraz 10% poziom istotności testu Chi2 Walda

W literaturze przedmiotu znaleźć można wiele prac dowodzących, że wahania kursu zwiększają prawdopodobieństwo wyjścia z rynku zagranicznego. Jednak w świetle uzyskanych wyników nie udało się potwierdzić, że w 2010 r. zwiększony odsetek rezygnacji z eksportu miał swoje źródło w silnych wahaniami wyniku na różnicach kursowych, być może właśnie ze względu na dobraną zmienną do analizy.

Istotne statystycznie w świetle wyników modelu okazały się natomiast takie zmienne jak branża przedsiębiorstwa (x1), nieregularność przychodów z eksportu (x6), długotrwałość (x7) oraz poziom sprzedaży eksportowej (na rok przed okresem analizy) (x8). Niewielki pozytywny wpływ na utrzymanie przedsiębiorstwa na rynku zagranicznym miały również: wyższa rentowność (x12), posiadanie importu (x9)

oraz niezerowe zobowiązania z tytułu kredytu (x10). Zaangażowanie w import i zadłużenie w bankach mogą budzić pewne wątpliwości z punktu widzenia doboru tych zmiennych do analizy czynników decydujących o kontynuacji sprzedaży na eksport. Dlatego warto przytoczyć kilka dodatkowych informacji charakteryzujących zbiorowość eksporterów.

Z danych F-01/I-01 wynika, że eksporterzy to w większości również importerzy – niemal 81% firm wykazujących eksport w 2010 r. zajmowało się również importem, przy czym w grupie przedsiębiorstw nie eksportujących importowało ok. 22% firm. Import może służyć zarówno jako niezbędny wkład do produkcji, jak i naturalne zabezpieczenie przed wahaniami kursowymi (naturalny hedging). Dane pokazują jednak, że ten ostatni motyw nie jest stosowany na szeroką skalę, tj. w niewielu firmach przychody z eksportu (przeliczone na PLN) są co do wartości zbliżone do (przeliczonych na PLN) wydatków na import. W 2010 r. w grupie importujących eksporterów tylko w 8% jednostek różnice między wartością eksportu a wartością importu nie przekraczały 20%, zaś znaczącą większość w tej grupie (80%) stanowiły podmioty, w których różnice te przewyższały 50%. Inne ważne powody, dla których firmy importują to m.in. atrakcyjna cena dóbr importowanych oraz ich wyższa jakość. Przedsiębiorstwo, które znajduje źródło zaopatrzenia poza krajem kierując się tymi właśnie pobudkami, ma również powód do rozpoczęcia, a następnie kontynuacji sprzedaży eksportowej jako zabezpieczenia transakcji importowych przed wahaniami kursu walutowego. Ponadto w przypadku importu podobnie jak przy eksporcie istotne być mogą również poniesione z tego tytułu koszty *sunk costs*, co powinno stabilizować relacje handlowe i zniechęcać do rezygnacji z eksportu. Otrzymane z estymacji modelu wyniki potwierdzają istnienie dodatniej zależności między posiadaniem importu a kontynuacją sprzedaży eksportowej, choć prawdopodobieństwo kontynuacji sprzedaży zagranicznej w grupie firm importujących nie jest znacząco większe niż w pozostałych przedsiębiorstwach.

Wpływ posiadania zobowiązań kredytowych na prawdopodobieństwo rezygnacji z eksportu jest zbliżony, jak w przypadku importu. Przedsiębiorstwa zabezpieczając się przed ryzykiem kursowym zaciągają zobowiązania kredytowe nominowane w walutach, w których uzyskują wpływy ze sprzedaży eksportowej. Posiadanie takich zobowiązań może działać jak zachęta do kontynuacji sprzedaży zagranicznej, przynajmniej tak długo póki nie zostaną one spłacone. Co prawda,

dane F-01/I-01 nie pozwalają na rozróżnienie między kredytem bankowym złotowym i kredytem bankowym nominowanym w walutach obcych, jednak pozycja „zobowiązania z tytułu kredytów i pożyczek” może stanowić tego (niedoskonałe) przybliżenie. Zmienna ta okazała się istotna w modelu wyjaśniającym prawdopodobieństwo rezygnacji ze sprzedaży eksportowej. Posiadanie kredytu nieznacznie zmniejsza prawdopodobieństwo wypadnięcia firmy z rynku zagranicznego.

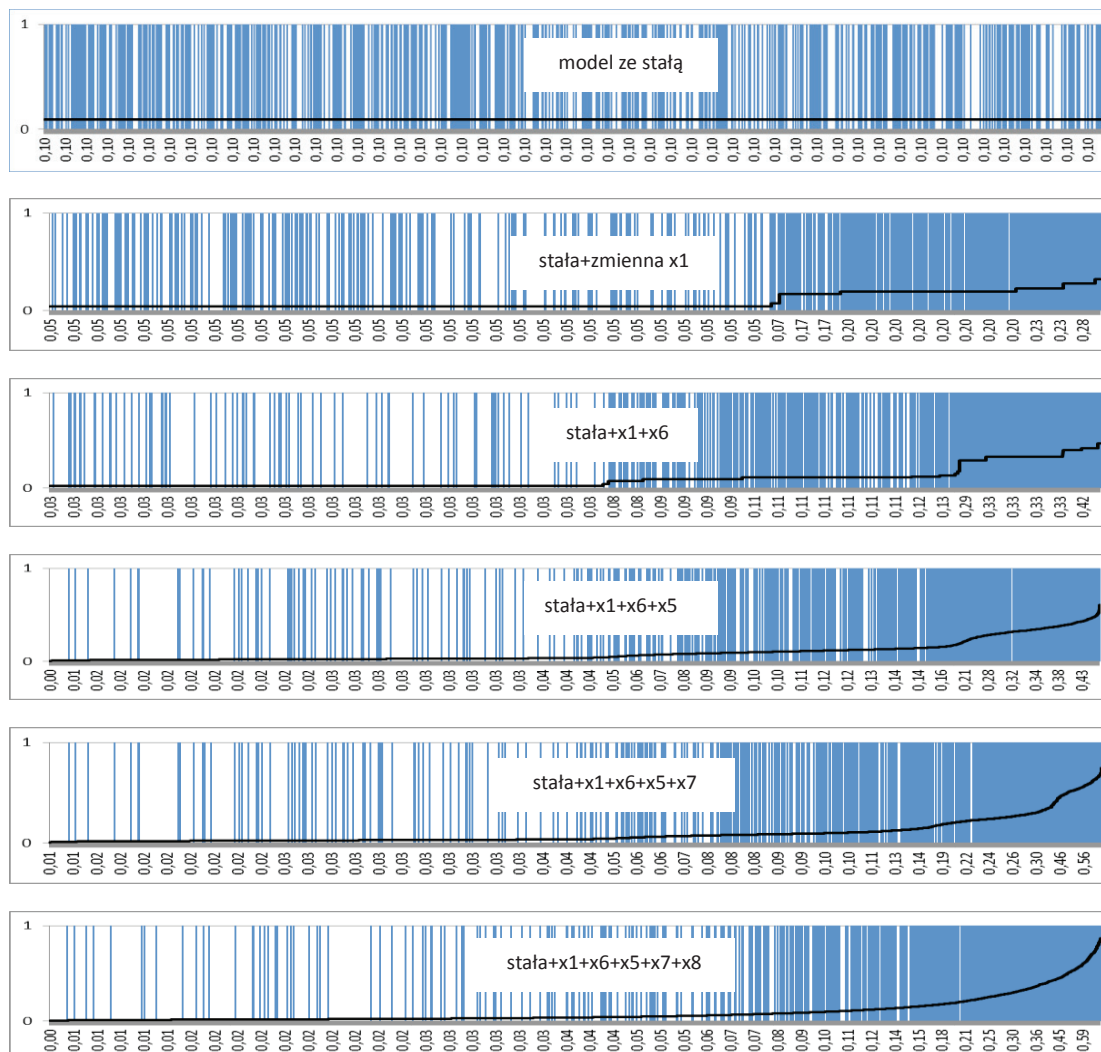
Wśród nieistotnych zmiennych znalazła się szczególna forma prawna, która miała służyć za przybliżenie sposobu zarządzania. O nieistotności mógł przesądzić zbyt ogólny charakter informacji. Podobnie, nieistotna z punktu widzenia wpływu na kontynuację bądź rezygnację z eksportu okazała się forma własności, a dokładnie podział firm na jednostki z przewagą kapitału zagranicznego oraz na pozostałe przedsiębiorstwa. W tym wypadku można było oczekiwać istnienia związku, chociażby ze względu na wyraźnie wyższy odsetek eksporterów w grupie firm z kapitałem zagranicznym. Brak takiego powiązania może wynikać z często występującej wśród firm z kapitałem zagranicznym niesamodzielnosci przy podejmowaniu decyzji o podjęciu bądź rezygnacji ze sprzedaży eksportowej. Decyzje strategiczne w takich przedsiębiorstwach są w gestii firmy matki, która kieruje się przede wszystkim dobrem całej grupy kapitałowej, a dopiero w drugiej kolejności interesami powołanych przez nią spółek córek.

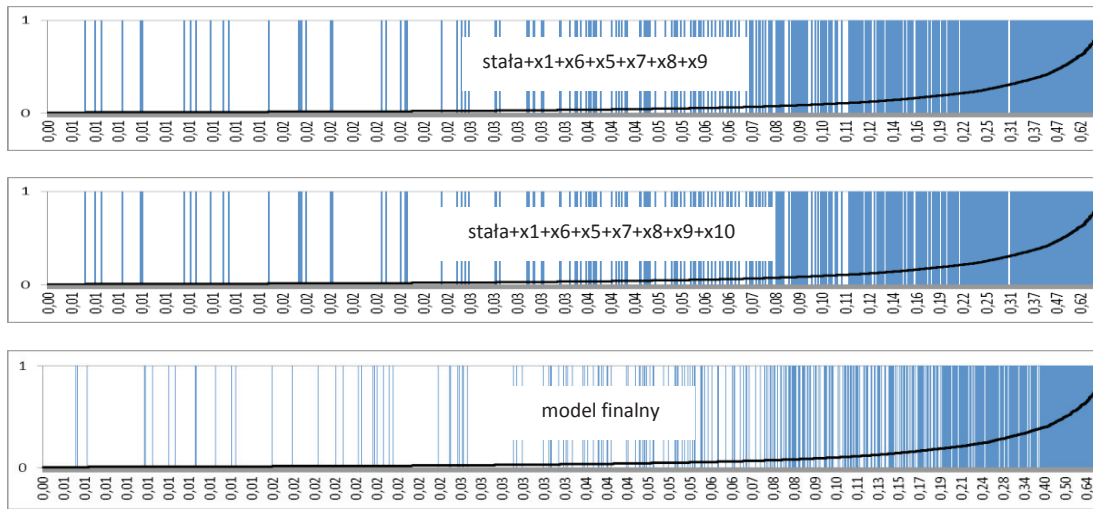
Nieistotną zmienną w modelu okazał się również region, w którym działa przedsiębiorstwo. Można przypuszczać, że wyraźnie wyższy odsetek firm eksportujących w województwach leżących przy granicy z Niemcami nie oznacza jeszcze, że przedsiębiorstwa z tego regionu tworzą bardziej trwałe relacje handlowe i są bardziej efektywne niż firmy z pozostałej części kraju. Ponadto należy zauważyć, że mniejsza odległość od rynku sprzedaży obniża koszty transportu i tym samym zmniejsza koszty wejścia na ten rynek, co może zarówno zachęcać do rozpoczęcia eksportu, jak i nie stanowić dostatecznie silnej bariery dla wyjścia z rynku.

W dolnej części tabeli 2 znalazły się oceny dopasowania modelu. Wskazują one na istotność otrzymanego rozwiązania. Dodatkowo jakość dopasowania modelu oceniono z wykorzystaniem analizy diagramów separacji separation plot (por. Rys. 11). Tę prostą metodę zaproponowali Greenhill, Ward i Sacks (2009). Pozwala ona na wizualną ocenę dopasowania modeli regresji logitowej (bądź

probitowej). Na diagramach znajduje się rozproszenie zmiennej objaśnianej w kolejnych etapach budowania modelu, zaczynając od modelu wyjściowego ze stałą, a następnie przechodząc przez kolejne etapy jego budowy, w których dołączane są poszczególne zmienne objaśniające, aż do uzyskania modelu finalnego. W przypadku kompletnej separacji wszystkie sukcesy (linie) powinny znajdować się po prawej stronie rysunku, zaś nie-sukcesy po jego lewej stronie (puste pole). Rysunki potwierdzają wnioski, jakie otrzymaliśmy przy testowaniu modelu tradycyjnymi miarami.

Rys. 11 Ocena dopasowania kolejnych etapów budowania modelu (poprzez dokładanie zmiennych objaśniających), zaczynając od modelu wyłącznie ze stałą (górny rys.), aż do uzyskania modelu właściwego (dolny rys.), z wykorzystaniem metody graficznej (separation plot). Diagramy pokazują częstotliwość występowania rezygnacji z eksportu w zależności od wyliczonego prawdopodobieństwa ich występowania (oś pozioma: wyliczone prawdopodobieństwo)





2. Kredyt walutowy źródłem ekspozycji walutowej przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce (Izabela D. Tymoczko)

Kredyty walutowe są jednym z wielu źródeł finansowania przedsiębiorstwa. W zależności od kraju są mniej lub bardziej popularnym źródłem kapitału dla przedsiębiorstw. W literaturze wymienia się wiele czynników decydujących o skłonnościach przedsiębiorstw do zadłużania się w walutach obcych. Najprościej determinanty walutowego zadłużenia kredytowego należałoby podzielić na rynkowe i te wynikające z charakteru działalności przedsiębiorstwa. Te pochodzące z rynku są inspirowane sytuacją sektora finansowego i całej gospodarki, obowiązującym systemem kursu walutowego, strategią polityki pieniężnej. Z kolei, czynniki będące zależne od przedsiębiorstw, to ich cechy, wśród których wymienić można wielkość i wiek przedsiębiorstwa, branżę i sektor w których działają, metody zarządzania firmą w tym zarządzanie ryzykiem walutowym, zorientowanie na eksport itp.

Biorąc pod uwagę fakt, że strategię finansowania działalności przez polski sektor niefinansowy można określić jako zachowawczą, to wydaje się, że dolaryzacja zadłużenia kredytowego nie stanowi źródła nadmiernej ekspozycji walutowej. Można się jednak zastanowić jaka jest skala zadłużenia walutowego przedsiębiorstw i co skłania je do zaciągania długu w obcych walutach.

Znaczna część badań nad skłonnością przedsiębiorstw do zaciągania kredytów nominowanych w obcych walutach była zainicjowana wybuchem kryzysów finansowych w Azji w latach 90. XX wieku, a także zaobserwowanym na początku XXI wieku narastaniem nierównowagi na rynkach kredytowych w niektórych krajach europejskich. Wiele z tych prac do wyjaśnienia zadłużenia walutowego przedsiębiorstw wykorzystuje dane zagregowane na temat sektora przedsiębiorstw oraz dane makroekonomiczne. Z uwagi na charakter dostępnych danych celem rozdziału będzie ustalenie skłonności przedsiębiorstw do zaciągania kredytów walutowych z wykorzystaniem jedynie zmiennych właściwych indywidualnym przedsiębiorstwom.

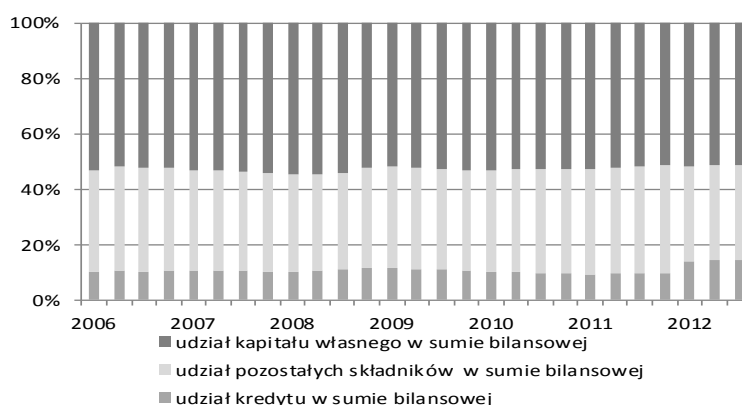
2.1. Kredyt w finansowaniu przedsiębiorstw

Polskie przedsiębiorstwa w zasadniczym stopniu polegają na samofinansowaniu. Udział kredytu bankowego w sumie kapitałów przedsiębiorstw

jest niezmienny w czasie i relatywnie niski, sięgający nieco ponad 10%. To powoduje, że przeciętne polskie przedsiębiorstwo jest bezpieczne finansowo i zdolne do szybkiej spłaty zadłużenia. Według ostatnich danych rocznych wskaźnik zadłużenia ogółem sięgnął średnio 49%⁵. O bezpieczeństwie firm świadczy również ich wysoka płynność. Biorąc pod uwagę, że zgromadzone na rachunkach bankowych środki pieniężne stanowiły 74%⁶ wielkości zaciągniętego kredytu to wydaje się, że bufor bezpieczeństwa jest istotnie wysoki.

Mimo że kredyt pozostaje najważniejszym zewnętrznym źródłem finansowania polskich przedsiębiorstw, to relacja kredytu dla przedsiębiorstw w odniesieniu do PKB jest jedną z niższych w krajach Unii Europejskiej i kilkukrotnie niższa niż w krajach strefy euro. W ostatnich latach kredyt dla przedsiębiorstw w Polsce sięgał 18% PKB, a w krajach strefy euro 47% PKB.⁷

Rys. 12 Struktura kapitału przedsiębiorstw niefinansowych w latach 1996-2012



Źródło: dane ze sprawozdań F01/I-01

2.2. Potrzeby kredytowe przedsiębiorstw

Najczęściej i najdłużej przedsiębiorstwa korzystają z obsługi bieżącej rachunków bankowych co wiąże się z koniecznością dokonywania rozliczeń cywilno - prawnych za pośrednictwem przelewów bankowych i wszelkich usług nie kredytowych. W ramach innych produktów bankowych, firmy najdłużej korzystają z kredytów bankowych. Przeciętne przedsiębiorstwo sektora MSP korzysta z kredytu

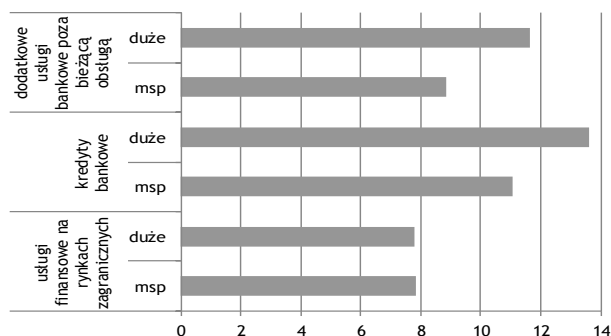
⁵ Dla krajów strefy euro wskaźnik zadłużenia ogółem w latach 2000-2011 nie był niższy niż 60% i wykazywał tendencję rosnącą, szerzej w: EBC, „Financial Stability Review”, Frankfurt June 2012

⁶ Na koniec 2012 r. wg danych Statystyki bankowej NBP, www.nbp.pl

⁷ Obliczenia na podstawie danych EBC i Eurostat

bankowego około 11 lat, a duże przedsiębiorstwa około 14 lat. Natomiast z finansowania na rynkach zagranicznych korzysta znacznie mniej przedsiębiorstw i zdecydowanie krócej. Zarówno w sektorze MSP, jak i w sektorze dużych firm okres współpracy średnio nie przekracza 8 lat.

Rys. 13 Długość korzystania z usług bankowych, poza obsługą rachunków bieżących wśród przedsiębiorstw (w latach)

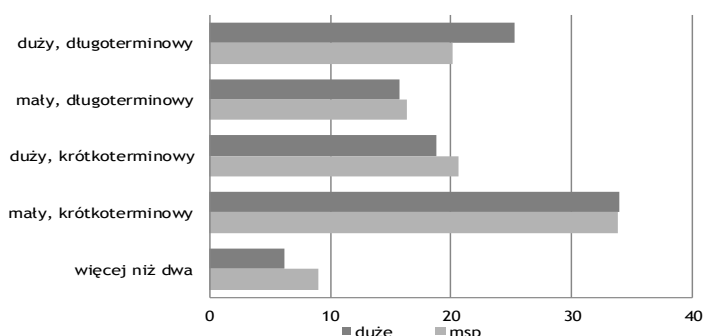


Źródło: Ankieta NBP

Zdaniem przedsiębiorstw, główną przyczyną niskiego zainteresowania zadłużeniem kredytowym pozostaje posiadanie wystarczających środków własnych oraz możliwość skorzystania z niebankowych środków zasilających przedsiębiorstwo. Bezpieczeństwo finansowe wydaje się być ważniejsze, niż wysokie stopy zwrotu realizowane za pomocą dźwigni finansowej.

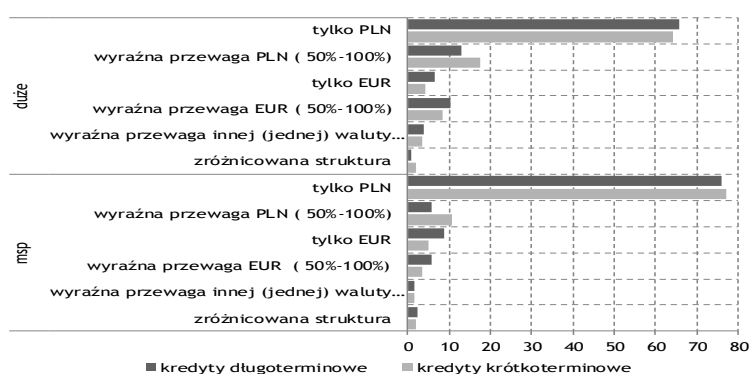
Najczęściej zaciągany kredyt pozostaje mały co do wartości kredyt krótkoterminowy. Niemal 35% badanych przedsiębiorstw powiedziało, że po taki właśnie kredyt sięga najchętniej.⁸ W sektorze MSP dominują przedsiębiorstwa zaciągające małe kredyty, niezależnie od długości okresu kredytowania. W sektorze dużych firm zdecydowanie częściej obserwuje się wykorzystywanie dużych kredytów długoterminowych. Należy to tłumaczyć lepszą zdolnością kredytową dużych przedsiębiorstw, posiadaniem lepszych zabezpieczeń, a także większym prawdopodobieństwem uzyskania przez te firmy korzystnych warunków cenowych (Tymoczko 2012). Nie bez znaczenia na wielkość zaciąganych kredytów pozostają również wyższe wartościowo inwestycje dokonywane przez duże firmy.

⁸ Według danych sprawozdań finansowych F01/I-01, około 60% przedsiębiorstw korzysta z kredytów krótkoterminowych, a około 45% z kredytów długoterminowych.

Rys. 14 Rodzaje kredytów najchętniej zaciąganych przez przedsiębiorstwa

Źródło: Ankieta NBP

O ile jeszcze w styczniu 2004 r. kredyty walutowe udzielane w euro stanowiły 61,6% wszystkich kredytów walutowych, o tyle w grudniu 2012 r. kredyty w euro stanowiły niemal 80% kredytów walutowych. Uwagę przyciąga fakt, że upodobania walutowe polskich przedsiębiorstw zmieniają się. W latach wcześniejszych, kredyty walutowe były udzielane często w dolarach, co wynikało z silnej pozycji tej waluty w rozliczeniach handlowych. Silne związki polskich przedsiębiorstw z firmami z obszaru Unii Europejskiej wpłynęły na zmianę waluty w jakiej przedsiębiorstwa się zadłużają. Obecnie jeśli przedsiębiorstwa zaciągają kredyty w obcej walucie, to euro jest główną lub jedyną walutą.

Rys. 15 Preferowana waluta kredytu wśród badanych przedsiębiorstw

Źródło: Ankieta NBP

Uzyskanie pełnej informacji na temat zadłużenia walutowego w podziale na miejsce jego zaciągnięcia jest trudne. Wynika to bowiem z różnego ujęcia zadłużenia kredytowego w statystykach. Statystyka bankowa NBP dzieli kredyty bankowe na złotowe i walutowe, nie informując o miejscu zaciągnięcia kredytu.

Statystyka sprawozdań F-02 dzieli natomiast kredyty (i pożyczki) na kredyty krajowe i te udzielone przez banki poza granicami Polski.

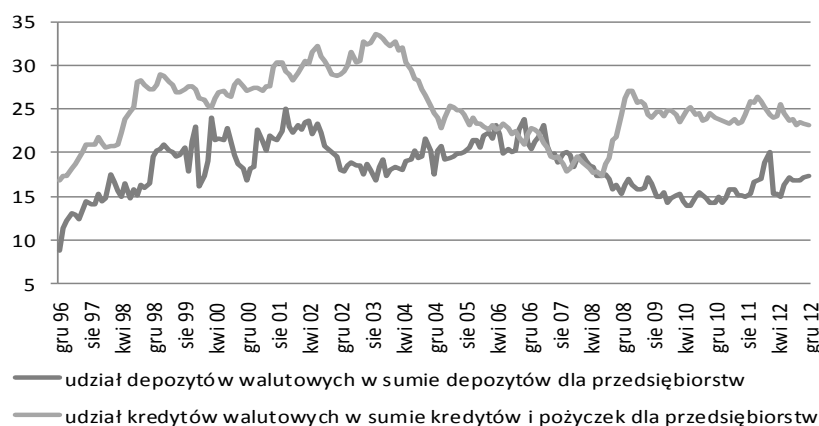
Prezentowane badanie pozwoliło uzyskać jednostkową informację zarówno o strukturze walutowej, jak i pochodzeniu zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw. Przeprowadzona Ankieta NBP była próbą uzyskania informacji do tej pory pozyskiwanych z dwóch niezależnych źródeł, bez możliwości zaprezentowania tych informacji w bardziej szczegółowym ujęciu mikro.

2.2.1. Kredyty walutowe – dane statystyki bankowej NBP

W Polsce kredyt walutowy dla przedsiębiorstw w sumie kredytu ogółem oscyluje wokół 30%. Na jego wysokość i udział w całkowitym kredycie wpływa bardziej zmienność kursu walutowego, niż jego zmiany nominalne (popyt przedsiębiorstw na ten rodzaj finansowania rośnie, ale bardzo powoli). Istnieje wiele czynników zwiększających zainteresowanie przedsiębiorstw zaciąganiem kredytów walutowych. Wśród nich obok korzyści wynikających z utrzymujących się różnic w wysokości stóp procentowych, należy wymienić ich użyteczność w domykanii pozycji walutowych. W sytuacji gdy przedsiębiorstwo posiada jednostronne rozliczenia walutowe (jest eksporterem), sposobem na neutralizowanie ryzyka jest spłacanie nimi wcześniej zaciągniętego kredytu walutowego.

Importerzy eksportujący mają również możliwość skorzystania z walutowych produktów bankowych w celu zarządzania swoją ekspozycją walutową. Dla nich lepszym instrumentem mogłaby być lokata walutowa, jeśli istniałoby dopasowanie wielkości przepływów i niedopasowanie ich terminów. W praktyce musiała by zajść sytuacja, że przedsiębiorstwo uzyskuje wpływ z eksportu, i w celu eliminacji kosztów transakcyjnych (związanych np. z dwukrotną wymianą walut) lokuje środki na rachunku walutowym, aby w przewidywanej perspektywie dokonać płatności z tytułu importu. Częściej jednak obserwuje się zaciąganie przez przedsiębiorstwa kredytów walutowych niż składanie przez importerów depozytów w walutach obcych. Począwszy od 1996 r. udział kredytów walutowych w całkowitym kredycie dla przedsiębiorstw zawsze był wyższy niż udział depozytów walutowych w całkowitych depozytach firm.

Rys. 16 Udział kredytu walutowego w kredycie ogółem na tle depozytów walutowych w depozytach ogółem w sektorze przedsiębiorstw w latach 1996-2012



Źródło: statystyka bankowa NBP

Importerzy rzadziej korzystają z depozytów walutowych niż eksporterzy z kredytów. Można również wyjaśnić większym zapotrzebowaniem przedsiębiorstw na płynność w walutach obcych niż potrzebą lokowania nadmiaru tejże płynności. Po drugie, o ile różnica w oprocentowaniu kredytów walutowych i złotych kształtuje się korzystnie, o tyle w przypadku depozytów już nie. Firmy zaciągające kredyty w walutach obcych, przy założeniu relatywnie niewielkich wahań kursu walutowego korzystają z racji niższych kosztów odsetkowych kredytów walutowych względem kredytów złotych, deponenci składający lokaty w walutach obcych w równym stopniu tracą. Deponując środki na rachunkach walutowych zarabiają mniej z uwagi na niższe stopy procentowe niż w przypadku lokat złotych.

Według Allayannis, Brown, Klapper (2003) w Południowej Azji około 50% zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw jest nominowane w walutach obcych. W krajach Ameryki Łacińskiej kredyty walutowe przekraczają 20% wartości całkowitego zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw (Galino, Panizza, Schantarelli 2003). Pierwsza dekada XX w. to wzrost zadłużenia walutowego w krajach Europy Wschodniej. Według szacunków EBC udział kredytów walutowych wahał się między 20% a 75%, przy czym niższy udział kredytów walutowych obserwowano się w krajach o płynnych systemach kursu walutowego (EBC 2006).

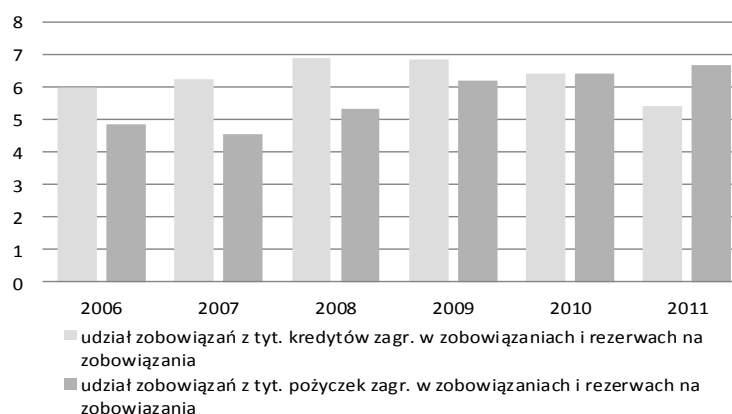
Z danych EBC (2012) wynika, że w latach 2010 - 2011 w Polsce udział depozytów walutowych w sumie depozytów całego sektora prywatnego był na jednym z niższych poziomów. Depozyty walutowe stanowiły około 6% depozytów (na Węgrzech przekroczyły 15%). Niski poziom dolaryzacji depozytów świadczy o

dużym zaufaniu podmiotów do waluty krajowej i przekonaniu o jej stabilności względem innych walut. Można domniemywać, że takie zaufanie (co można by również rozumieć jako oczekiwanie na dalszą aprecjację waluty krajowej względem np. euro) obecne jest również wśród populacji przedsiębiorstw, co odzwierciedla się w ich wysokiej skłonności do gromadzenia oszczędności w złotych (Beckmann, Scheiber, 2012).

2.2.2. Kredyty zagraniczne – dane ze sprawozdań F – 02 GUS

Drugim źródłem informacji o zadłużeniu walutowym, ale informującym o miejscu zaciągnięcia kredytu są sprawozdania bilansowe F-02 GUS. Według tych sprawozdań polskie przedsiębiorstwa posiadają relatywnie niski udział zadłużenia zagranicznego w sumie zobowiązań. W okresie 2006-2011 udział kredytów zagranicznych w sumie zobowiązań wahał się między 5% a 7%. Udział pożyczek zagranicznych w sumie zobowiązań sięgał od 4% w 2006 r. do 6,6% na koniec 2011 r. W populacji przedsiębiorstw składających sprawozdanie roczne F-02 kredyt zagraniczny stanowił niecałe 30% sumy zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw objętych tym sprawozdaniem.⁹

Rys. 17 Udział zobowiązań z tyt. kredytów i pożyczek zagranicznych w sumie zobowiązań i rezerw na zobowiązania w latach 2006-2011

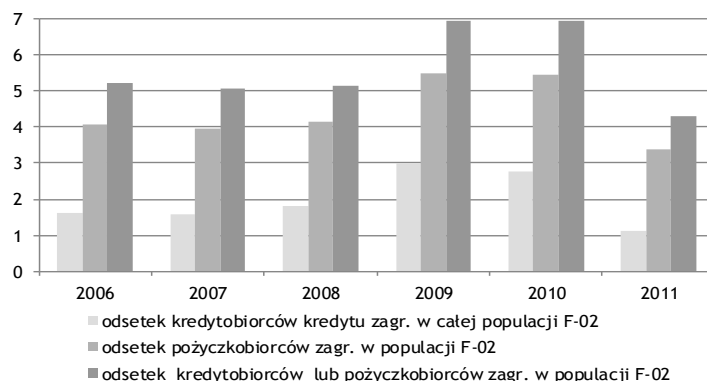


Źródło: dane ze sprawozdań finansowych F-02 GUS

⁹ Rozdział został przygotowany w oparciu o dane F-02 GUS. Wykorzystano informacje z lat 2006-2011. W 2011 r. sprawozdanie złożyło 54189 przedsiębiorstw. Zadłużenie zagraniczne to kredyty (w rozumieniu ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz. U. z 2002 r. Nr 72, poz. 665, z późn. zm.) udzielone przez banki z siedzibą poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej.

W całym analizowanym okresie po kredyt zagraniczny nie sięgało więcej niż 3% populacji przedsiębiorstw.¹⁰ Częściej niż po kredyt przedsiębiorstwa sięgały po pożyczki zagraniczne. Wynika to z relatywnie dużego udziału pożyczek dla firm z udziałem kapitału zagranicznego od jednostek powiązanych.

Rys. 18 Odsetki przedsiębiorstw zaciągających kredyty lub pożyczki zagraniczne w latach 2006-2011



Źródło: dane ze sprawozdań finansowych F-02 GUS

2.3. Determinanty zadłużenia walutowego i zagranicznego przedsiębiorstw niefinansowych

Literatura przedmiotu nie wyjaśnia zjawiska dolaryzacji zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw w Polsce. Na świecie, powstające prace częściej ujmują problem zadłużenia nominowanego w walutach obcych z makroekonomicznego niż mikroekonomicznego punktu widzenia.

Martinez i Werner (2002), Gelos (2003), a także Galindo, Panizza i Schiantarelli (2003) oraz Luca, Petrova (2008) bazując na danych jednostkowych potwierdzili, że firmy eksportujące zadłużają się w walutach obcych częściej niż inne firmy. Należy to tłumaczyć między innymi możliwością wykorzystania wpływów eksportowych do spłaty kredytu. Wśród najczęściej analizowanych zmiennych, mających najistotniejszy wpływ na skłonność do dywersyfikacji walutowej zadłużenia kredytowego wymienia się cechy ekonomiczne charakteryzujące przedsiębiorstwo. Wśród najczęściej wymienianych są: wielkość przedsiębiorstwa wyrażona jako wielkość zatrudnienia, obrotów lub majątku firmy, przychody z

¹⁰ Mowa tu o populacji przedsiębiorstw sprawozdającej się wg sprawozdania F-02 do GUS. Jest to najszerza dostępna baza danych jednostkowych dotycząca sytuacji finansowej przedsiębiorstw.

eksportu, wysokość kosztów z tytułu importu, wiek przedsiębiorstwa, czy udział kapitału zagranicznego.

Z drugiej strony, w analizie zjawiska dolaryzacji zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw bierze się również pod uwagę zmienne niezależne od przedsiębiorstwa. Między innymi Ocampo, Spiegel, Stiglitz (2008) twierdzą, że przedsiębiorstwa biorą kredyty nominowane w walutach obcych, z uwagi na sprzyjająco kształtujące się czynniki od nich niezależne. Jednym z czynników zwiększających zainteresowanie kredytami walutowymi jest rosnąca skłonność banków do udzielania takich kredytów. Banki komercyjne zadłużając się za granicą wykorzystują de facto przedsiębiorstwa rynku krajowego do domknięcia w ten sposób własnych pozycji walutowych poprzez udzielanie im pożyczek i kredytów walutowych. Intensyfikacja obecności na rynku krajowym banków zagranicznych zwiększa presję na banki krajowe, które z kolei dbając o swoją pozycję również oferują kredyty walutowe. Z kolei Detragiache, Tressel, Gupta (2008) dowodzą, że na rynkach „biednych krajów” im większy jest udział na rynku kredytowym banków zagranicznych, tym bardziej ograniczony jest dostęp do kredytów dla przedsiębiorstw w gorszej sytuacji.

Według badań przeprowadzonych przez Brown, Ongena, Yesin (2009) wśród zmiennych makroekonomicznych, które wpływają na wzrost skłonności eksporterów do zaciągania kredytów walutowych wpływa zliberalizowanie lub wzrost stopnia liberalizacji przepływów kapitałowych.

Z kolei Brzoza-Brzezina, Chmielewski, Niedźwiedzińska (2010) analizując cztery największe gospodarki europejskie aspirujące do wejścia do strefy euro zauważają, że wzrost restrykcyjności krajowej polityki pieniężnej przekłada się na spadek zainteresowania kredytem krajowym i wzrost zainteresowania podmiotów zaciąganiem kredytów walutowych. Innymi słowy restrykcyjność polityki stóp procentowych zwiększa efekt substytucyjności kredytów udzielanych w walucie krajowej względem kredytów walutowych.

Kolejnym czynnikiem analizowanym w kontekście badań nad skłonnością przedsiębiorstw do zadłużania się w walucie obcej jest związek obowiązującego systemu kursu walutowego ze skalą i tempem przyrostu zadłużenia walutowego przedsiębiorstw. Na ten czynnik zwracają uwagę m. in. Patnaik i Shah (2008). W kraju gdzie obowiązuje stabilizowany system kursu walutowego bank centralny, utrzymując parytet centralny, lub interweniuje w przypadku zwiększonych wahań

kursu w korytarzu wahań – de facto dostarcza firmom darmowego ubezpieczenia ryzyka kursowego. Inaczej sytuacja wygląda w kraju stosującym płynny kurs walutowy. Tam, podmioty decydując się na otwarcie pozycji walutowej ponoszą nieograniczone ryzyko wahań kursu.

2.3.1. Rynkowe determinanty zadłużenia walutowego firm

Wśród czynników decydujących o skali zadłużenia walutowego sektora prywatnego, w tym przedsiębiorstw, należy uwzględniać możliwości i skłonność banków do udzielania takich kredytów. Według EBC (2006) ekspansja banków zagranicznych na rynki krajów Europy Wschodniej przyspieszyła wzrost zadłużenia kredytowego, a w niektórych krajach również walutowego. Dostępność kredytów walutowych wzrosła z dwóch względów. Po pierwsze, banki zagraniczne napędzały podaż kredytów, udostępniając bankom krajowym lub swoim oddziałom walutę do której miały bezpośredni dostęp. Po drugie, banki krajowe w obawie o utratę rynku również zaczęły zwiększać wachlarz dostępnych produktów, w tym kredytów walutowych. W konsekwencji kredyty walutowe zaczęły zaciągać również te przedsiębiorstwa, które nie poszłyby po kredyt gdyby oprocentowanie było według stawek krajowych. Pojawiający się w wyniku takiego procesu wzrost zadłużenia walutowego określony został popytem stymulowanym podażą kredytu (Ocampo, Spiegel, Stiglitz 2008). Wzrost konkurencji na rynku kredytów przyczynia się zatem do zwiększenia podaży kredytów, w tym walutowych, również przez banki krajowe. W odróżnieniu jednak do banków zagranicznych, banki krajowe pozyskują kapitał za granicą w walutach obcych (otwierają pozycje walutowe) i pożyczają go w tej samej walucie (domykają pozycję walutową) podmiotom krajowym. Przerzucają w ten sposób ryzyko walutowe na kredytobiorców (zachowują ryzyko kredytowe) i unikają ponoszenia kosztów jego zabezpieczenia. Przyglądając się zadłużeniu polskich przedsiębiorstw niefinansowych można zauważyć grupę firm, która nie posiada wpływów z tytułu eksportu, a posiada zadłużenie walutowe. W przypadku tych firm możemy mówić o pojawieniu się popytu na kredyt walutowy w odpowiedzi na podaż kredytów według opisanego motywu, a nie na zapotrzebowanie na walutę obcą.

Rosnąca mobilność kapitału znacząco zwiększa dostępność pieniądza. Każde ograniczenie akcji kredytowej przez banki krajowe, może być mniej

odczuwalne przez przedsiębiorstwa z uwagi na możliwość zaciągnięcia kredytów poza granicami kraju. Tym samym, na co wskazują Eichengreen, Mussa, Dell'Araccia, Detragiache, Milesi-Ferretti, Tweedie (1999) wzrost dostępności finansowania pozwala ograniczyć skutki wahań cyklu koniunkturalnego i kontynuować działalność gospodarczą na dotychczasowym poziomie. Liberalizacja przepływów działa również zachęcająco na przedsiębiorstwa poprzez łatwiejsze przenoszenie i/lub rozwijanie działalności poza granicami kraju, co również zwiększa dostępność i możliwość dywersyfikacji źródeł finansowania.

Popularność kredytów walutowych wśród podmiotów o relatywnie niskiej świadomości ryzyka walutowego może wynikać również ze zjawiska tzw. zachowań stadnych (*herd behaviour*). Podmioty przejmują zwyczaje kredytowe od innych uczestników rynku (np. kontrahentów, konkurentów), opierając się bardziej na ich doświadczeniu niż własnej ocenie rzeczywistych zagrożeń. Keloharju, Niskanen (2001) zauważyli, że w okresach relatywnie stabilnego, niskiego kursu waluty krajowej przedsiębiorstwa chętniej sięgają po kredyty walutowe nie analizując potencjalnych zagrożeń. Autorzy zauważyli, że jest to szczególnie widoczne wśród przedsiębiorstw, które właśnie poprzez zaciąganie kredytów walutowych narażają się na ryzyko walutowe.

Kolejnym czynnikiem zwiększającym zainteresowanie kredytami walutowymi jest różnica wysokości krajowych i zagranicznych stóp procentowych (Cowan 2006, Graham, Brown, Ongena, Yesin 2010). Wcześniej Graham i Harvey (2001), a także Bancel i Mittoo (2002) twierdzili, że różnice wysokości stóp krajowych i zagranicznych stanowią słabą zachętę do zaciągania kredytów walutowych. Według innego źródła, dla przedsiębiorstw które oceniają różnicę stóp procentowych jako przekraczającą ewentualne straty wynikające z deprecjacji waluty krajowej kredyty walutowe stanowią godne zainteresowania źródło finansowania (EBC 2006). Szczególnie ważne wydaje się to dla przedsiębiorstw mniejszych, dla których bieżąca obsługa zadłużenia (wynikająca z kosztów oprocentowania) jest istotniejsza niż kształtowanie się kursu walutowego w długim okresie szczególnie, że istnieje możliwość przewalutowania kredytu w obliczu widocznej deprecjacji waluty krajowej (obecnie przewalutowanie jest coraz częściej bezprowizyjne). Problemem może być jednak wyznaczenie tzw. punktu *stop - loss*, który wyznacza taki poziom kursu walutowego po jakim obsługa kredytu walutowego będzie droższa niż kredytu w walucie krajowej.

Wpływ restrykcyjności polityki stóp procentowych na skłonność do dolaryzacji zadłużenia kredytowego w Polsce potwierdził Brzoza-Brzezina, Chmielewski, Niedźwiedzińska (2010). Przedsiębiorstwa wykazują skłonność do ponoszenia większego ryzyka walutowego w celu minimalizowania odsetkowego kosztu kredytu przy relatywnie stabilnym kursie walutowym (koszt wynikający z niekorzystnych wahań kursu nie niweluje korzyści odsetkowych). Każde osłabienie kursu waluty krajowej względem waluty w której zaciągnięto kredyt, będzie jednak zmniejszało korzyść wynikającą z niższego oprocentowania.

Badania dowodzą, że istotnym czynnikiem wpływającym na popularność i wzrost wykorzystywania kredytów walutowych jest obowiązujący system kursu walutowego. Według Cowan, Hansen, Herrera (2005), a także Kamil (2012) przyjęcie przez kraj płynnego systemu kursu walutowego w miejsce systemu pośredniego (zdecydowanie rządu sztywnego) istotnie wpływa na spadek zainteresowania zaciąganiem kredytów walutowych. Systemy kursów walutowych z przewidywaną ścieżką ewolucji parytetu centralnego lub jawnym dopuszczalnym korytarzem wahań kursu, zdejmują z podmiotów gospodarczych konieczność zarządzania ryzykiem walutowym. Wraz ze wzrostem płynności kursu walutowego zwiększa się skala odpowiedzialności firm za podejmowane decyzje i konieczność ponoszenia odpowiedzialności za niedomknięte pozycje walutowe. Według Patnaik i Shah (2008) w krajach utrzymujących kurs walutowy w stałej relacji do waluty kotwicy (również w stałej relacji z dopuszczalnym korytarzem wahań) przedsiębiorstwa chętnie sięgają po kredyty walutowe. Tę prawidłowość należy przypisać m. in. wiążącemu się z takim systemem kursu walutowego bezpieczeństwem i ograniczoną skalą wahań kursu walutowego. Im mniej stabilizowany system kursu walutowego, tym z większym ryzykiem będą spotykać się kredytobiorcy. W krajach stosujących sztywne systemy kursu walutowego różnice stóp procentowych ulegają zmniejszeniu, co w długim okresie powinno ograniczyć popyt na kredyty walutowe.

2.3.2. Czynniki mikroekonomiczne determinujące zadłużenie walutowe i zagraniczne przedsiębiorstw niefinansowych – wyniki ankiety rocznej NBP

Według wyników ankiety przeprowadzonej w 2011 r. zasadniczym czynnikiem motywującym przedsiębiorstwa do zaciągania kredytów walutowych była struktura walutowa rozliczeń handlowych. W Polsce nieco ponad 31% dużych przedsiębiorstw i 22% firm sektora MSP korzysta z kredytów walutowych. Przedsiębiorstwa te (ponad 40% firm z sektora MSP i niemal 50% dużych firm) wykorzystują wpływy z tytułu transakcji handlowych do spłaty kredytu, eliminując tym samym ekspozycję na ryzyko. Również Elliott, Huffman, Makan (2003), Kedia, Mozumdar (2003), a także Bartram, Brown, Fehle (2004). twierdzą, że zaciągane przez firmy kredyty walutowe są przede wszystkim wykorzystywane jako instrument ograniczania ryzyka walutowego wynikającego z dokonywanych walutowych transakcji handlowych.

Ponad 30% firm w obu klasach wielkości dostrzega korzyści wynikające z niższego oprocentowania kredytów walutowych. Można oczekiwać, że jest to ta część przedsiębiorstw dla której ryzyko walutowe wynikające z zaciągniętych kredytów walutowych jest mniej ważne niż koszt odsetkowy finansowania działalności (koncentrują uwagę na minimalizowaniu kosztu kapitału w momencie uruchamiania kredytu). Około 11% wszystkich przedsiębiorstw zaciągając kredyty walutowe kieruje się preferencjami firmy matki. Dla tych przedsiębiorstw zarządzanie ryzykiem walutowym na poziomie przedsiębiorstwa może być mniej istotne. Tu, ważniejsza wydaje się być globalna pozycja całej grupy kapitałowej (lub zarządczej) niż pojedynczej spółki.

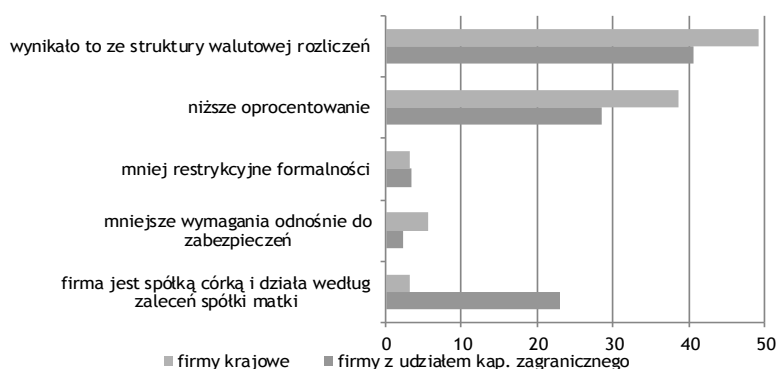
Firmy z udziałem kapitału zagranicznego, znacznie częściej niż firmy z kapitałem krajowym (około 90% badanych firm zagranicznych) zaciągają kredyty walutowe co przede wszystkim wiąże się z ich strukturą obrotów (40%), niższym oprocentowaniem takich kredytów (ten atut wymieniło niemal 30%) lub realizacją globalnej strategii określanej przez spółkę matkę (niemal 25% firm).

Według Caballero i Krishnamurthy (2000) duże przedsiębiorstwa, częściej niż małe (doświadczające trudności ze zdobyciem kapitału), powinny mieć większy udział zadłużenia walutowego – częściej powinna zatem być widoczna ich skłonność do zaciągania kredytów walutowych. Allayannis, Ofek (2001), Elliott, Huffman, Makan (2003) jak również Allayannis Brown, Klapper (2003) twierdzą, że

przedsiębiorstwa charakteryzujące się większym udziałem długu w strukturze pasywów są bardziej skłonne do wykorzystywania kredytów walutowych, niż firmy o niewielkiej skłonności do stosowania dźwigni finansowej. Również przedsiębiorstwa o wyższym udziale przychodów z tytułu eksportu powinny mieć większy dostęp do długu nominowanego w walutach obcych.

Nieprzeanalizowaną, jak do tej pory, kwestią pozostaje sprawa ubiegania się przedsiębiorstw o kredyty na zagranicznych rynkach w celu uzyskania wiarygodnej oceny zdolności kredytowej. Przedsiębiorstwa zamierzające wejść na nowy rynek, bez historii i wiarygodności płatniczej na tym rynku, mogą chcieć „nabyć” taką wiarygodność poprzez poddanie się surowej ocenie bankowej. Na ile motyw ten jest obecny w procesie decyzyjnym polskich przedsiębiorstw trudno powiedzieć. Z pewnością będzie to przedmiotem kolejnych analiz.¹¹

Rys. 19 Czynniki zachęcające do zaciągania kredytów walutowych przez przedsiębiorstwa



Źródło: Ankieta NBP

Według badania EBC przeprowadzonego w kilkunastu krajach europejskich, w latach 90. XX wieku dynamiczny wzrost zainteresowania zaciąganiem kredytów walutowych wynikał przede wszystkim z korzyści jakie niosła różnica wysokości stóp procentowych. W Polsce i na Węgrzech skłonność do zaciągania zobowiązań kredytowych często wiązano z brakiem pełnej świadomości o istniejącym ryzyku walutowym. W Polsce aprecjacja złotego, zwiększała nieuzasadnioną pewność podmiotów, co do dalszego umacniania krajowej waluty. Na Węgrzech natomiast

¹¹ Według danych zawartych w ostatnim raporcie NBP o stanie koniunktury pt. „Informacja o stanie kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kwartale 2013 r. oraz prognozy koniunktury na III kwartał 2013 r.” około 5% badanych przedsiębiorstw, które obawiają się odrzucenia wniosku kredytowego i z tego powodu nie ubiegają się o kredyt, ponad 70% z nich twierdzi, że boi się negatywnej oceny zdolności kredytowej. Poddając się ocenie według procedur bankowych firma pozyskuje obiektywną informację o swoim standingu finansowym. Wydaje się zatem, że ocena bankowa sytuacji finansowej przedsiębiorstwa jest ważnym nośnikiem informacji o firmie. Uzyskując zatem dostęp do finansowania bankowego dysponuje rzetelną informacją o swojej zdolności i może jej to posłużyć jako element zwiększający jej wiarygodność w kontaktach handlowych, również z zagranicą.

niska dostępność finansowania bankowego była istotnym czynnikiem napędzającym rosnące zadłużenie walutowe przedsiębiorstw.

Tab. 3 Główne powody popularności kredytów walutowych w wybranych krajach europejskich wg. opinii władz w analizowanych gospodarkach

	Bułgaria	Litwa	Łotwa	Estonia	Węgry	Słowacja	Słowenia	Polska
różnice stóp procentowych	X	X		X	X		X	X
sztynny kurs walutowy	X	X	X	X				
perspektywa wejścia do strefy euro		X	X	X			X	
brak świadomości ryzyka					X			X
trend aprecjacyjny krajowej waluty								X
orientacja na eksport		X	X			X		
ograniczony dostęp do finansowania krajowego			X		X			

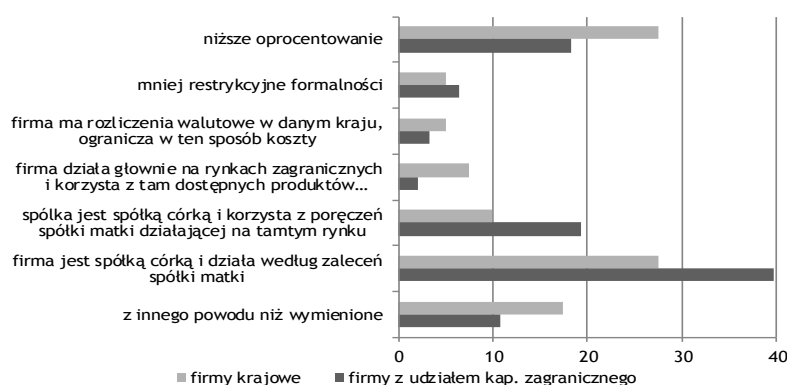
Źródło: EBC, EU Banking Sector Stability

Z punktu widzenia analizy dolaryzacji zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw przeanalizowano również motywy zaciągania kredytów na rynkach zagranicznych. Jednym z celów było uzyskanie informacji jak bardzo polityka globalna firmy decyduje o lokalizacji zadłużenia, oraz porównanie na ile czynnik restrykcyjności warunków kredytowania na rynku polskim względem rynków zagranicznych, wpływa na decyzje o zadłużeniu walutowym. Pytając przedsiębiorstwa o motywy zaciągania kredytów za granicą (dalej zagranicznych) większość kredytobiorców powiedziała, że zasadniczym powodem są znacznie łagodniejsze formalności jakie trzeba spełnić ubiegając się o kredyt. Dopiero na drugim miejscu wymieniane było niższe oprocentowanie. Wśród przedsiębiorstw sektora MSP duże znaczenie miała możliwość korzystania z poręczenia spółki matki (na taki motyw wskazało 17% małych i średnich kredytobiorców). Wśród dużych firm ok. 20% poinformowało, że kredyty zagraniczne zaciągają z inicjatywy spółki matki.

Dla korzystania z kredytów zagranicznych istotną rolę odgrywa forma własności przedsiębiorstwa. Firmy z udziałem kapitału zagranicznego w około 40% sięgają po finansowanie za granicami kraju bo takie są zalecenia firm matek. Kolejne, niemal 20% firm sięga po kredyty za granicą bo ma możliwość wykorzystania poręczenia spółki matki działającej na tymże rynku. Motyw niższego oprocentowania kredytów zagranicznych wymieniło ok 18% firm z kapitałem zagranicznym.

Udało się zauważyć, że istnieje różnica w istotności restrykcji warunków kredytowych między kredytami walutowymi udzielanymi w kraju a warunkami uzyskiwanymi za granicą. Nieco ponad 6% firm stwierdziło, że mniej restrykcyjne formalności (niż na rynku krajowym) były czynnikiem zachęcającym do zaciągnięcia kredytu zagranicznego. Zdecydowanie mniej przedsiębiorstw twierdziło, że przy zaciąganiu kredytu walutowego na rynku krajowym spotkały się z bardziej liberalnymi formalnościami, niż gdyby ubiegały się o kredyt złotowy.

Rys. 20 Czynniki zachęcające do zaciągnięcia kredytów zagranicznych przez przedsiębiorstwa



Źródło: Ankieta NBP

2.4. Modelowe wyjaśnienie skłonności przedsiębiorstw do dolaryzowania zadłużenia kredytowego

W literaturze zjawisko dolaryzowania zadłużenia kredytowego najczęściej jest analizowane w ujęciu czasowym. W zależności od badacza i dostępności danych zbiór zmiennych jaki wyjaśnia dolaryzację długu przez przedsiębiorstwa różni się. Poniżej zaprezentowano zbiór zmiennych objaśniających zjawisko skłonności do dolaryzowania zadłużenia kredytowego przez polskie przedsiębiorstwa. Prezentowane wyniki oparto na badaniu przeprowadzonym jednorazowo, stąd analiza może być jedynie przekrojowa. W miarę możliwości włączono również te zmienne, które analizowano w przypadku innych badań. Pierwszą konstatacją płynącą z przeprowadzonej analizy jest to, że pewne intuicyjne, wydawałoby się, zmienne okazały się nie istotne. Można sądzić, że jest to wynikiem po pierwsze, braku możliwości rozpoznania problemu w czasie, a nie faktyczna nieistotność tychże zmiennych. Po drugie, może to być wynikiem nieco inaczej zdefiniowanego problemu badawczego. Różnica prezentowanego badania względem badań

zagranicznych polega na tym, że w opracowaniu próbujemy wyjaśnić skłonność przedsiębiorstw do dolaryzowania zadłużenia kredytowego, a nie udział zadłużenia walutowego w całkowitym zadłużeniu kredytowym przedsiębiorstw.

Opis modelu

2

Dane zastosowane w badaniu przekrojowym to indywidualne dane przedsiębiorstw z ankiety rocznej NBP przeprowadzonej w 2012 r. i dotyczące działalności przedsiębiorstwa w roku poprzednim. Do badania zostały włączone tylko te firmy, które były kredytobiorcami (kredytu krótko- lub długoterminowego). Takich przedsiębiorstw było 385. Pytanie o wykorzystywanie kredytów walutowych lub zagranicznych pozwoliło skonstruować zmienną zerojedynkową „*zadłużenie walutowe (wal)*”, która spełniałaby wymagania przekrojowego modelu logitowego. W oszacowanym modelu zmienną objaśnianą jest zmienna binarna (*wal*) określająca posiadanie przez przedsiębiorstwo zadłużenia kredytowego nominowanego w walucie innej niż złoty lub brak takiego zadłużenia. Oszacowania przeprowadzono w dwóch grupach przedsiębiorstw, gdzie zmienną klasyfikującą był udział kapitału zagranicznego w finansowaniu przedsiębiorstwa. Przyjęcie takiej zmiennej klasyfikującej było podyktowane uzyskanymi wcześniej informacjami ankietowymi. Wydawało się, że skoro znaczna część przedsiębiorstw stwierdziła, że decyzje odnośnie do waluty kredytu nie zawsze są jej autonomicznymi decyzjami, to zdecydowano się zbadać problem wśród przedsiębiorstw krajowych i zagranicznych oddzielnie.

Pierwotny zamysł, aby zaprezentować oddzielnie analizę skłonności sektora MSP i dużych przedsiębiorstw do finansowania działalności za pomocą kredytów walutowych w ostateczności został odrzucony. Po pierwsze, zapotrzebowanie na kredyty walutowe (i zagraniczne) sektora dużych przedsiębiorstw różni się zasadniczo od zapotrzebowania na takie finansowanie w sektorze MSP. Im mniejsze przedsiębiorstwo w sektorze MSP tym rzadziej sięga po kredyt bankowy, a zwłaszcza kredyt walutowy. Małe i średnie przedsiębiorstwa, które decydują się na zaciąganie zadłużenia walutowego uzależniają to w głównej mierze od posiadania kontaktów handlowych z zagranicą. W grupie przedsiębiorstw dużych skłonność podmiotów do zaciągania zadłużenia walutowego jest dużo wyższa i uzależniona od większej ilości czynników. Prezentowanie zatem modelowego ujęcia popytu przedsiębiorstw na kredyty walutowe w tych dwóch grupach wydaje

się nieść niewielką informację. Popyt na kredyt walutowy analizowano biorąc pod uwagę jeszcze inne zmienne grupujące. Zastanawiano się nad wykorzystaniem i zaprezentowaniem wyników dla klas, gdzie zmienna informująca o stosowaniu przez przedsiębiorstwo Międzynarodowych Standardów Rachunkowości byłaby tą zmienną grupującą. Wydawało się, że zmienna ta mogłaby posłużyć jako przybliżenie innowacyjności finansowej przedsiębiorstw. Ostatecznie koncepcja nie została zrealizowana z uwagi na silnie nierównomierną liczebność klas. Uzasadnioną zmienną różnicującą jest informacja o udziale kapitału zagranicznego w całkowitym kapitale przedsiębiorstwa, i taka zmienna klasyfikująca została zastosowana.

W modelu wykorzystano poniżej zaprezentowane zmienne:

- *EKSPORT* – udział przychodów z eksportu w przychodach ogółem ($t-1$),
- *IMPORT* – relacja kosztów z tytułu importu do przychodów ogółem ($t-1$),
- *FORMA* - zmienna przyjmuje wartość 1, jeśli firma jest podmiotem sektora publicznego i 0 jeśli jest podmiotem sektora prywatnego,
- *ZAPOTRZEBOWANIE NA KAPITAŁ* – jeśli przedsiębiorstwo korzysta jedynie z kredytów krótkoterminowych, to zmienna przyjmuje wartość 1, jeśli korzysta z kredytów krótko- i długoterminowych lub tylko długoterminowych to zmienna przyjmuje wartość 0,
- *WIEK* - zmienna przyjmuje wartość 1, jeśli wiek firmy jest dłuższy niż 10 lat i 0 jeśli firma jest młoda, obecna na rynku do 10 lat,
- *WIEK (1)* - zmienna określająca wiek firmy, skonstruowana jako logarytm wieku przedsiębiorstwa (ilości lat obecności firmy na rynku),
- *WIELKOŚĆ* – wielkość firmy, logarytm naturalny z aktywów trwałych ($t-1$),
- *WIELKOŚĆ (1)* – wielkość firmy wyrażona jako logarytm naturalny wyniku na działalności operacyjnej ($t-1$),
- *SIZE* – wielkość firmy w rozumieniu do którego sektora jest zakwalifikowana, jeśli do sektora MSP to zmienna przyjmuje wartość 0, jeśli do sektora dużych firm, to zmienna przyjmuje wartość 1,
- *ZADŁUŻENIE KREDYTOWE* – wskaźnik wykorzystania zadłużenia kredytowego do wygenerowania przychodów ogółem ($t-1$),
- *INWESTOR* – zmienna przyjmuje wartość 1, jeśli firma jest inwestorem to i 0 jeśli nie jest inwestorem,

- *RELACJE Z BANKIEM ZAGR.* – zmienna przyjmuje wartość 1, jeśli przedsiębiorstwo korzysta z usług bankowych na rynkach zagranicznych i 0 jeśli nie korzysta z takich usług,
- *DŁUGOŚĆ RELACJI Z BANKIEM NA RYNKU KRAJOWYM* – logarytm naturalny długości współpracy przedsiębiorstwa z bankiem,
- *DŁUGOŚĆ RELACJI Z BANKIEM NA RYNKU ZAGRANICZNYM* - logarytm naturalny długości współpracy przedsiębiorstwa z bankiem zagranicznym,

Wyniki analizy

Prezentowane wyniki oszacowań dla sektora polskich przedsiębiorstw niefinansowych dostarczają kilku wniosków. Przede wszystkim nieistotny dla prawdopodobieństwa korzystania z kredytów walutowych okazał się wiek przedsiębiorstwa. Nieistotny okazał się wiek zarówno wyznaczony jako logarytm ilości lat obecności na rynku, jak i poprzez zmienną binarną wieku przedsiębiorstwa – gdzie firmy były oznaczone albo jako młode albo jako dojrzałe (cezurą był 10-letni okres obecności na rynku). W warunkach polskich wydaje się, że jest to wynik nie budzących większego zdziwienia. Zarówno młode przedsiębiorstwa, jak i te o ugruntowanej pozycji decydują się na zaciąganie kredytów walutowych, szczególnie w sytuacji, gdy widzą w tym dla siebie szansę szybszego rozwoju, obniżania kosztów działalności, podnoszenia bezpieczeństwa finansowego (jeśli jest to waluta w której dokonują gros operacji handlowych). Ponadto polska waluta jest walutą wiarygodną, co nie powoduje zwykłej chęci ucieczki od dokonywania w niej rozliczeń handlowych.

Pojawiające się w literaturze przekonanie, że bardziej zadłużone przedsiębiorstwa chętniej sięgają po kredyty walutowe nie znalazło w pełni potwierdzenia w naszym badaniu. Wielkość zadłużenia przedsiębiorstw okazała się statystycznie nieistotna dla wyjaśnienia prawdopodobieństwa korzystania z kredytów walutowych w obu analizowanych grupach. Jednocześnie eliminacja tej zmiennej z modeli wyraźnie zmniejszyła jakość dopasowania modelu do danych. Duży ubytek istotności modelu po usunięciu zmiennej może zatem sugerować, że dopiero analiza panelowa pozwoliłaby dowieść pozytywnego wpływu zadłużenia przedsiębiorstwa na skłonność do zaciągania kredytów walutowych.

W obu klasach przedsiębiorstw, zarówno wśród tych z udziałem kapitału zagranicznego, jak i w pełni z polskim kapitałem udział eksportu okazał się zmienną

istotną. Wynik sugeruje, że im większe przychody ze sprzedaży na eksport tym łatwiej zarządzać otwartą pozycją wynikającą z zaciągniętego zadłużenia kredytowego. W grupie przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego zmienna ta okazała się mieć najwyższą siłę wpływu na prawdopodobieństwo, że przedsiębiorstwo będzie korzystać z kredytów walutowych.

W grupie firm z kapitałem zagranicznym prawdopodobieństwo korzystania z kredytów walutowych jest również pozytywnie związane z korzystaniem z usług bankowych w bankach zagranicznych oraz długością współpracy z bankami krajowymi. Prawdopodobieństwo korzystania z kredytów walutowych wzrasta jeśli przedsiębiorstwo zgłasza zapotrzebowanie jedynie na finansowanie długoterminowe. Byłoby to zgodne z prezentowanym w literaturze poglądem, że zainteresowanie przedsiębiorstw kredytami walutowymi (w tym walutowymi pozyskiwanymi bezpośrednio w bankach za granicą) rośnie wraz z wydłużaniem się okresu kredytowania na jaki przedsiębiorstwo zgłasza zapotrzebowanie.

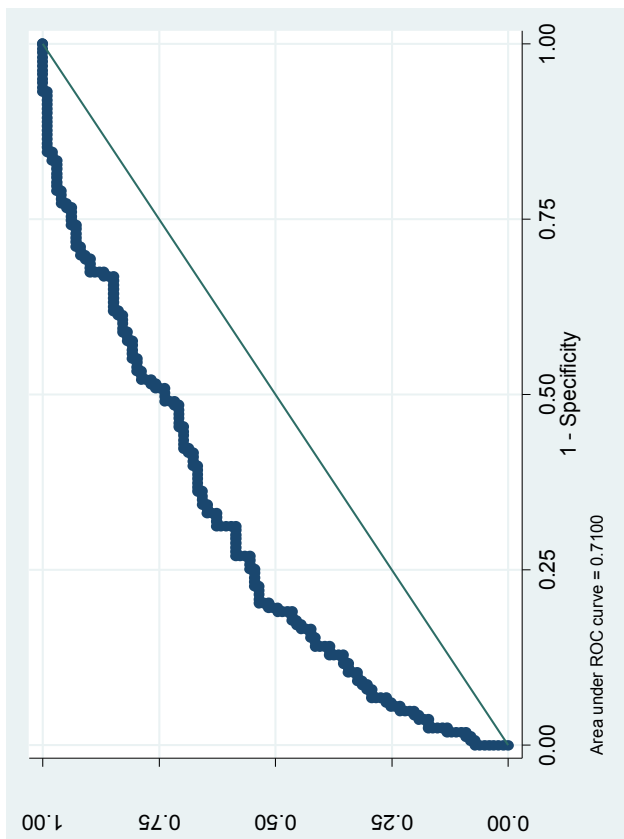
Z kolei w grupie przedsiębiorstw z całkowicie polskim kapitałem analiza wykazała, że prawdopodobieństwo korzystania z kredytów walutowych jest pozytywnie związane z wielkością przychodów eksportowych, wielkością przedsiębiorstwa oraz aktywnością inwestycyjną. Im przedsiębiorstwo ma dłuższe relacje z bankiem zagranicznym tym prawdopodobieństwo korzystania z kredytów walutowych niższe, co można by tłumaczyć tylko tym, że długość współpracy zwiększa wiarygodność firmy i ułatwia jej pozyskanie finansowania w krajowej walucie na bardzo dobrych warunkach. Oznaczałoby to, że wraz ze wzrostem długości współpracy przedsiębiorstwa z bankami przewaga korzyści z niższych kosztów odsetkowych z tytułu zaciągnięcia kredytów walutowych maleje i rośnie korzyść z niskich pozaodsetkowych kosztów kredytów złotych. Odnośnie do kosztów odsetkowych sytuacja może nie być jednoznaczna z uwagi na różnice w warunkach kredytowania sektora dużych przedsiębiorstw i sektora MSP. Wcześniejsze badania pokazują, że o ile wydłużanie się współpracy relacyjnej banku z przedsiębiorstwem (w zakresie kredytowania krótkoterminowego) pozytywnie wpływa na spadek marży na kredytach, to w zakresie współpracy transakcyjnej taki wniosek nie jest uprawniony (Tymoczko 2012). Największą siłę wpływu na prawdopodobieństwo korzystania z kredytu walutowego w grupie przedsiębiorstw z całkowicie polskim kapitałem okazała się mieć wielkość przedsiębiorstwa.

Tab. 4 Determinanty posiadana zadłużenia walutowego

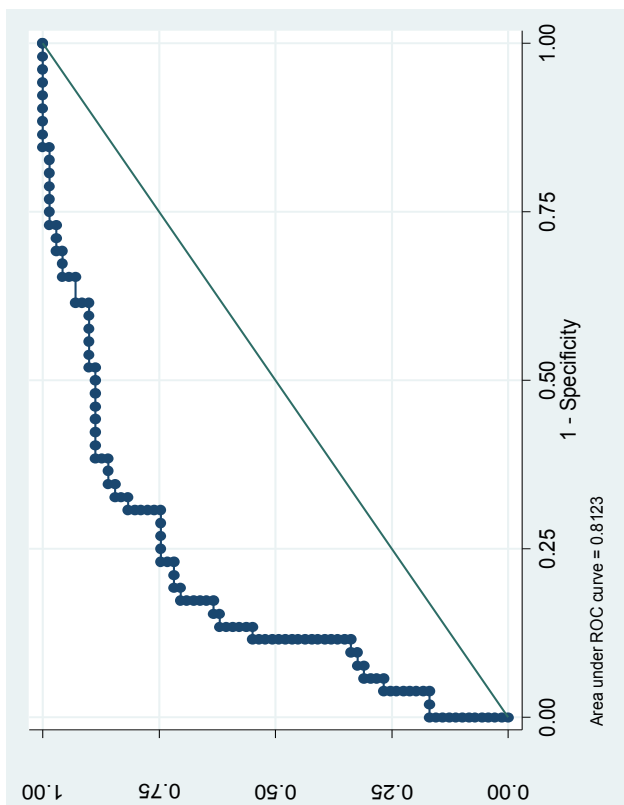
zmienna objaśniana:	bez udziału kapitału zagranicznego				z udziałem kapitału zagranicznego			
	współczynnik	błąd std. (robust)	efekt krańcowy (dy/dx)	zadłużenie walutowe	współczynnik	błąd std. (robust)	efekt krańcowy (dy/dx)	zadłużenie walutowe
<i>zmiennie objaśniające:</i>								
eksport	1,5861	0,5378	0,3643		2,9186	0,7302	0,6894	
forma	-2,0255	0,5868	-0,3237 ^a		-	-	-	
wielkość	0,2003	0,0736	0,0460		-	-	-	
inwestor	0,6460	0,2858	0,1495 ^a		-	-	-	
zadłużenie	0,9243**	0,4575	0,2123		0,3279**	0,5623	0,0775	
relacje z bankiem zagr.	-0,3340	0,4217	-0,0734 ^a		1,6235	0,5634	0,3333 ^a	
zapotrzebowanie na kapitał	-	-	-		-0,6723*	0,4350	-0,1578 ^a	
długość relacji z bankiem na rynku krajowym	-	-	-		0,6453	0,2992	0,1524	
_cons	-3,0778	0,7226			-2,2401	0,8560		
liczba obserwacji	262				123			
<i>diagnoza modelu</i>								
test globalnej istotności modelu								
Chi ²			35,89				25,43	
test Hosmer'a-Lemeshow'a								
Chi ²			3,24				6,89	
Prob>Chi ²			0,9186				0,5486	
test błędów specyfikacji modelu								
hat			0,000				0,000	
hatsq			0,777				0,428	
moc diagnostyczna testu								
krzywa ROC			0,71				0,8123	

Gdzie: dy/dx^a- dla zmiennych binarnych, wszystkie zmienne istotne na poziomie 5% za wyjątkiem: * - zm. istotna na poziomie 10%, ** - zm. istotna

Tab. 5 Krzywe ROC dla modelu wyjaśniającego skłonność przedsiębiorstw do zaciągania kredytów walutowych



Wykres 1 Krzywa ROC dla przedsiębiorstw bez udziału kapitału zagranicznego w całkowitym kapitale



Wykres 2 Krzywa ROC dla przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego w całkowitym kapitale

3. Zarządzanie ryzykiem walutowym wśród polskich przedsiębiorstw niefinansowych (Izabela D. Tymoczko)

Zabezpieczanie ekspozycji walutowych przedsiębiorstw przykuwa uwagę badaczy na całym świecie. Zarządzanie ryzykiem walutowym jest elementem zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie i w zależności od skali ekspozycji będzie stanowiło źródło przychodów lub kosztów. Najczęściej analizie poddaje się skłonność, ale również metody zarządzania otwartymi pozycjami walutowymi. Ważnym elementem analizy zarządzania ryzykiem walutowym pozostaje badanie wykorzystywania przez przedsiębiorstwa niefinansowe instrumentów pochodnych do redukcji ryzyka.

3.1. Rozliczenia handlowe jako źródło ekspozycji walutowej i metoda naturalnego ograniczania ryzyka walutowego

Zasadniczym źródłem ekspozycji przedsiębiorstw na ryzyko walutowe jest ich aktywność handlowa w obrocie międzynarodowym. Ustalenie wielkości i regularności występowania otwartych pozycji walutowych w przedsiębiorstwie determinuje skalę i metody zarządzania ryzykiem.

W badanej populacji przedsiębiorstw około 57% jest importerami, a 54,7% eksporterami. Firmy posiadające zarówno wydatki importowe, jak i wpływy z tytułu eksportu stanowiły 49% próby (te przedsiębiorstwa mogłyby wykorzystywać swoje rozliczenia handlowe do naturalnego ograniczania ryzyka walutowego).

Poniżej przedstawiono analizę otwartości ekspozycji walutowej przedsiębiorstw biorąc pod uwagę wielkość transakcji (jako procentową wartość transakcji obciążonych ryzykiem w sumie obrotów przedsiębiorstwa) bez uwzględnienia terminów dokonywania płatności. Najpierw przeanalizowano przepływy stricte walutowe, w dalszej kolejności przepływy w złotych, ale indeksowane do zmian kursu walut, w końcu, stworzono całkowity obraz ekspozycji walutowej. Ocena nie jest wolna od uproszczeń. Po pierwsze nie uwzględniono dopasowania terminów płatności. Ponadto wolumen płatności ujęto w cztery przedziały:

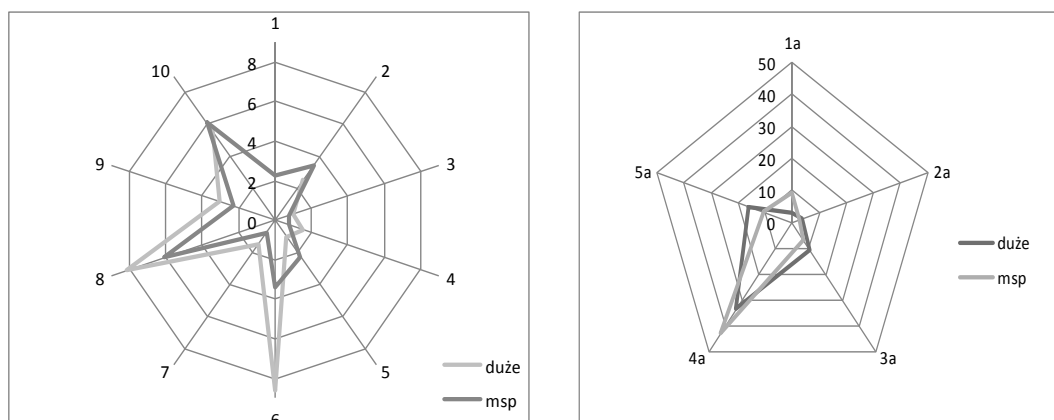
- transakcje obciążone ryzykiem stanowiące powyżej 50% obrotów,
- transakcje obciążone ryzykiem nie przekraczające 50% obrotów,
- transakcje sporadyczne,

– brak transakcji walutowych.

Wśród dużych przedsiębiorstw najczęściej obserwuje się realizowanie niewielkich wartościowo transakcji zakupu i sprzedaży walutowej. Natomiast wśród analizowanych niedopasowanych wartościowo transakcji handlowych z zagranicą najczęściej obserwowanym scenariuszem jest posiadanie wydatków importowych przekraczających wpływy z eksportu (scenariusz 6 i 8). Z kolei wśród firm sektora MSP, udział obrotów obciążonych ryzykiem walutowym w całkowitych obrotach był niższy niż wśród dużych przedsiębiorstw. W przypadku 6% firm wartość importu przekraczała wartość eksportu (scenariusz 8), tyle samo przedsiębiorstw poinformowało, że posiadało wpływy eksportowe stanowiące nie więcej niż 50% całkowitych obrotów i niewielki udział wydatków importowych. Niemal 45% małych i średnich przedsiębiorstw zadeklarowało, że posiadało zbliżone wielkością sporadyczne wydatki i wpływy walutowe.

Rys. 21 Odsetki przedsiębiorstw o określonej ekspozycji walutowej wynikającej z dokonywania transakcji handlowych w walutach obcych

(panel lewy przedstawia odsetki przedsiębiorstw o otwartych pozycjach walutowych, panel prawy przedstawia odsetki przedsiębiorstw o relatywnie zamkniętych pozycjach walutowych)



Źródło: Ankieta NBP

Gdzie na rysunku po lewej zaprezentowano scenariusze otwartych pozycji walutowych:

- 1 - brak zobowiązań, sprzedaż walutowa przekracza 50% wszystkich transakcji
- 2 - brak zobowiązań, sprzedaż walutowa do 50% wszystkich transakcji
- 3 - zakupy walutowe przekraczają 50% wszystkich transakcji, brak sprzedaży walutowej
- 4 - zakupy walutowe przekraczają 50% wszystkich transakcji, sprzedaż walutowa do 50% wszystkich transakcji
- 5 - zakupy walutowe przekraczają 50% wszystkich transakcji, sprzedaż walutowa do 50% wszystkich transakcji
- 6 - zakupy walutowe przekraczają 50% wszystkich transakcji, sprzedaż walutowa do 50% wszystkich transakcji
- 7 - zakupy walutowe do 50% wszystkich transakcji, sprzedaż walutowa przekracza 50% wszystkich transakcji
- 8 - zakupy walutowe do 50% wszystkich transakcji, sprzedaż walutowa stanowi niewielką część wszystkich transakcji

- 9 - zakupy walutowe stanowią niewielką część wszystkich transakcji, sprzedaż walutowa przekracza 50% wszystkich transakcji
 10 - zakupy walutowe stanowią niewielką część wszystkich transakcji, sprzedaż walutowa do 50% wszystkich transakcji

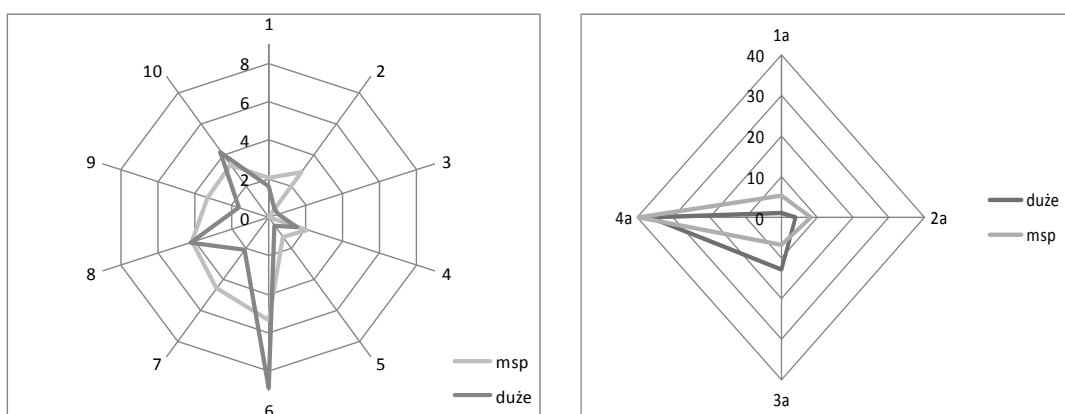
Gdzie na rysunku po prawej zaprezentowano relatywnie zamknięte pozycje walutowe:

- 1a - brak zakupów, niewielki udział sprzedaży walutowej
 2a - zakupy i sprzedaż walutowa stanowią ponad 50% wartości transakcji
 3a - zakupy i sprzedaż walutowa stanowią do 50% wartości transakcji
 4a - niewielkie zakupy walutowe, niewielki udział sprzedaży walutowej
 5a - niewielkie zakupy walutowe, brak sprzedaży walutowej

Drugim rodzajem rozliczeń handlowych wystawiających przedsiębiorstwa na ryzyko walutowe są transakcje dokonywane w złotych, ale indeksowane względem waluty obcej. W obu klasach wielkości przedsiębiorstw około 40% firm charakteryzuje niewielki udział sprzedaży i zakupów obciążonych takim ryzykiem (oba rodzaje transakcji są niewielkie wartościowo). Wśród dużych firm, charakteryzujących się dysproporcją między wartościami importu i eksportu, najczęściej zaobserwowano płatności importowe stanowiące ponad 50% obrotów i jednocześnie sprzedaż eksportową o wartości nieprzekraczającej 50% wszystkich transakcji sprzedażowych. Z kolei w sektorze MSP widać większe dysproporcje. Dominują scenariusze w którym obserwuje się przewagę wydatków indeksowanych zmianami kursu walutowego nad osiąganymi wpływami (scenariusz 6,8).

Rys. 22 Odsetki przedsiębiorstw o określonej ekspozycji walutowej jako transakcje w złotych ale powiązane ze zmianami kursu walutowego

(panel lewy przedstawia odsetki przedsiębiorstw z otwartą pozycją walutową, panel prawy przedstawia odsetki przedsiębiorstw z relatywnie zabezpieczonymi pozycjami walutowymi)



Źródło: Ankieta NBP

Gdzie na rysunku po lewej zaprezentowano scenariusze otwartych pozycji walutowych:

- 1 - brak zobowiązań, sprzedaż indeksowana przekracza 50% wszystkich transakcji
- 2 - brak zobowiązań, sprzedaż indeksowana do 50% wszystkich transakcji
- 3 - zakupy indeksowane przekraczają 50% wszystkich transakcji, brak sprzedaży indeksowanej
- 4 - zakupy indeksowane przekraczają 50% wszystkich transakcji, sprzedaż indeksowana do 50% wszystkich transakcji
- 5 - zakupy indeksowane przekraczają 50% wszystkich transakcji, sprzedaż indeksowana do 50% wszystkich transakcji
- 6 - zakupy indeksowane przekraczają 50% wszystkich transakcji, sprzedaż indeksowana do 50% wszystkich transakcji
- 7 - zakupy indeksowane do 50% wszystkich transakcji, sprzedaż indeksowana przekracza 50% wszystkich transakcji
- 8 - zakupy indeksowane do 50% wszystkich transakcji, sprzedaż indeksowana stanowi niewielką część wszystkich transakcji
- 9 - zakupy indeksowane stanowią niewielką część wszystkich transakcji, sprzedaż indeksowana przekracza 50% wszystkich transakcji
- 10 - zakupy indeksowane stanowią niewielką część wszystkich transakcji, sprzedaż indeksowana do 50% wszystkich transakcji

Gdzie na rysunku po prawej zaprezentowano relatywnie zamknięte pozycje walutowe:

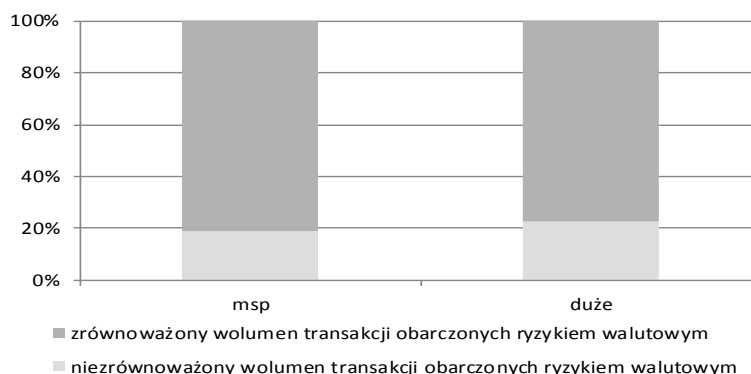
- 1a - brak zakupów, niewielki udział sprzedaży indeksowanej
- 2a - zakupy i sprzedaż indeksowana stanowią ponad 50% wartości transakcji
- 3a - zakupy i sprzedaż indeksowana stanowią do 50% wartości transakcji
- 4a - niewielkie zakupy indeksowane, niewielki udział sprzedaży indeksowanej
- 5a - niewielkie zakupy indeksowane, brak sprzedaży indeksowanej

W kolejnym etapie określono globalną pozycję walutową przedsiębiorstw. W obu klasach oszacowano odsetki przedsiębiorstw których płatności z tytułu importu i eksportu (zarówno walutowe, jak i indeksowane są sobie równe). Okazało się, że w sektorze MSP ponad 81% firm zawiera oba typy transakcji, a ich wartość ma zbliżone wielkości. W sektorze dużych przedsiębiorstw było to nieco mniej bo 79% populacji. Zarówno wśród transakcji walutowych, jak i transakcji indeksowanych do zmian kursu walutowego obserwuje się większy udział wydatków importowych niż wpływów z tytułu eksportu. Porównując płatności poprzez samą wielkość transakcji handlowych można odnieść wrażenie, że możliwość zarządzania ryzykiem walutowym poprzez naturalną eliminację ryzyka jest większa niż ta deklarowana. Oznaczałoby to, że faktyczne monitorowanie ryzyka jest wyższe niż wynikałoby to z oficjalnych deklaracji przedsiębiorstw. Z racji przyjęcia relatywnie szerokich przedziałów udziału transakcji w sumie obrotów oraz braku uwzględnienia dopasowania z uwagi na terminy i rodzaj waluty wynik jest jedynie pewnym przybliżeniem.

Według Rossi (2009) w Brazylii zainteresowanie firm domykaniem pozycji walutowych poprzez zawieranie jednocześnie transakcji pasywnych i aktywnych zwiększyło się po przyjęciu płynnego systemu kursu walutowego. W Polsce z uwagi

na brak danych o strukturze walutowej zawieranych transakcji handlowych przed 2000 r. trudno jest udowodnić wzrost dopasowania walutowego transakcji handlowych po wprowadzeniu systemu kursu płynnego. Z całą pewnością można jednak stwierdzić, że wraz z rozwojem ekonomicznym kraju rośnie odsetek przedsiębiorstw prowadzących działalność zarówno eksportową, jak i importową i zwiększa się wolumen dokonywanych transakcji.¹²

Rys. 23 Całkowita ekspozycja na ryzyko walutowe wynikająca z zawieranych transakcji handlowych (transakcje walutowe i transakcje w złotych ale powiązane o kursy walut obcych)



Źródło: Ankieta NBP

Czynnikami skłaniającym do dodatkowego ograniczania ryzyka walutowego wynikającego z transakcji handlowych może być pojawienie się lub relatywnie wysoki udział należności i zobowiązań przeterminowanych. Jeśli przedsiębiorstwo doświadcza opóźnień w spływie należności walutowych względem dokonywanych przez siebie płatności, wówczas każda z płatności powinna być oddzielnie zabezpieczona (przepływy przestają być względem siebie zabezpieczeniem). Polskie przedsiębiorstwa posiadające rozliczenia handlowe z zagranicą są zdecydowanie bardziej wrażliwe na posiadanie opóźnionych należności walutowych niż zobowiązań wobec zagranicy. W klasie firm które mają opóźnione należności zdecydowana większość zabezpieczała się przed ryzykiem.¹³ Natomiast przedsiębiorstwa posiadające przeterminowane zobowiązania wobec zagranicy z tytułu importu w niewielkiej części ograniczały ryzyko wpływu na wyniki przedsiębiorstwa przyszłej zmiany kursu. Wpisuje się to w panujące oczekiwanie

¹² Szerzej na ten temat w rozdziale pierwszym opracowania.

¹³ Porównano wyniki ankiety rocznej w obszarze dotyczącym zarządzania ryzykiem walutowym z wynikami monitoringu kwartalnego w którym pytamy o udział należności i zobowiązań przeterminowanych w sumie należności i zobowiązań z tytułu dostaw i usług.

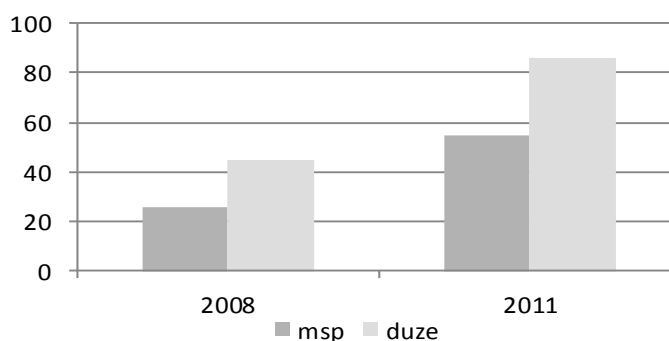
przedsiębiorstw o nieuchronnym, dalszym umacnianiu złotego niż jego osłabianiu względem innych walut.

3.2. Motywy zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym

Sposobów na zabezpieczanie się przed ryzykiem walutowym jest wiele. Oferowane przez instytucje finansowe instrumenty zabezpieczające odpowiadają na coraz większą liczbę potrzeb. Przedsiębiorstwa mają zatem możliwość wykorzystania prostych metod hedgingu naturalnego lub nabycia stosownego zabezpieczenia w postaci tzw. złożonych instrumentów zabezpieczających.

Przeprowadzone badania wskazują, że w Polsce zwiększa się odsetek przedsiębiorstw deklarujących aktywne zarządzanie ryzykiem walutowym. O ile w 2007 r. około 50% firm twierdziło, że aktywnie zarządza ryzykiem (Tymoczko 2009), to obecne odsetek ten wzrósł do 70,2%. W sektorze MSP firm zarządzających ryzykiem wciąż jest znacznie mniej niż w sektorze firm dużych, ale i tu zauważa się wzrost ich odsetka. Należy sądzić, że jest to wynikiem nie tylko większej skali ekspozycji walutowych, ale również większej dostępności i niższych kosztów zarządzania w przypadku dokonywania dużych, regularnych transakcji z wykorzystaniem walut obcych. W sektorze MSP odsetek przedsiębiorstw dokonujących nieregularnie i na niskie kwoty transakcji handlowych w oparciu o rozliczenia w walutach obcych jest większy niż w sektorze dużych firm, stąd więcej przedsiębiorstw decyduje się na ponoszenie ryzyka.

Według różnych autorów, w zależności od kraju, w Europie przed ryzykiem walutowym zabezpiecza się od 40 do 60% przedsiębiorstw narażonych na ryzyko. Najczęściej jednak poprzez zabezpieczanie się przed ryzykiem walutowym rozumie się stosowanie instrumentów pochodnych i temu zagadnieniu poświęcanym jest najwięcej prac badawczych. Takie ujęcie zagadnienia zarządzania ryzykiem sprawia, że trudno jest powiedzieć, jak prezentuje się polski sektor niefinansowy pod względem zarządzania ryzykiem na tle innych krajów. Wydaje się jednak, że rosnący odsetek przedsiębiorstw ograniczających ryzyko działalności, zarówno poprzez wykorzystywanie derywatów, jak i stosowania naturalnych sposobów ograniczania wpływu wahań kursu, wpisuje się w ogólnoswiatowy trend.

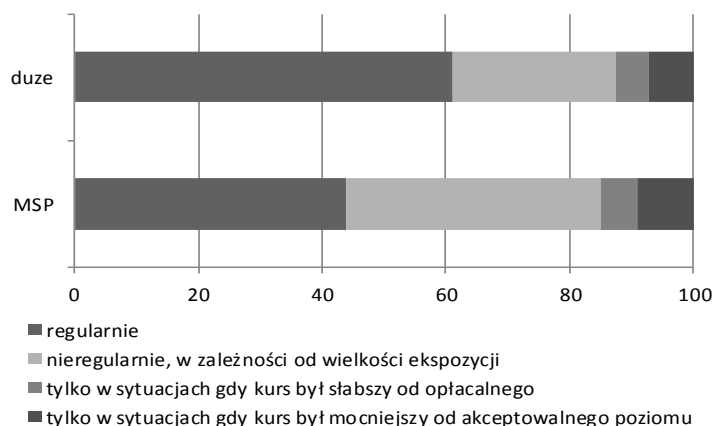
Rys. 24 Odsetki przedsiębiorstw aktywnie zarządzających ryzykiem walutowym

Źródło: Ankieta NBP

Wielkość i częstotliwość dokonywania rozliczeń walutowych w rozliczeniach handlowych przekłada się na sposób zarządzania ryzykiem walutowym. Duże przedsiębiorstwa w 60% przypadków dokonują operacji zabezpieczających w sposób regularny. W sektorze MSP regularnie chroni swoje przychody zaledwie 42% przedsiębiorstw. Firmy z sektora MSP częściej niż duże podmioty uzależniają stosowanie zabezpieczeń przed ryzykiem walutowym od wielkości ekspozycji. Obroty poniżej pewnej określonej wielkości nie są objęte ochroną przed zmianą kursu. Do takich wniosków doszli Muller, Verschoor (2008). po przeanalizowaniu niemal 500 europejskich firm niefinansowych. Autorzy ci, stwierdzili także, że wśród przebadanych firm dominowała strategia zabezpieczania tylko części ekspozycji.

Niewielki odsetek polskich przedsiębiorstw uzależnia stosowanie instrumentów ograniczających ryzyko walutowe od poziomu kursu walutowego uznawanego przez przedsiębiorstwo za akceptowalny. Niecałe 18% sektora MSP i 15% sektora dużych przedsiębiorstw analizuje poziom opłacalności kursu walutowego i od tego uzależnia, czy będzie aktywnie zarządzać ryzykiem walutowym.

Według Cadek, Rottova, Saxa (2010) około 60% czeskich przedsiębiorstw aktywnie zarządza ryzykiem walutowym. Wykorzystuje w tym celu wszelkie dostępne techniki do gwarantowania sobie najbardziej opłacalnego kursu zarówno kiedy obserwowano zmiany aprecjacyjne, jak i deprecjacyjne czeskiej korony. Nieco ponad połowa z nich zabezpiecza swoje przepływy walutowe w sposób stały, wykorzystując do tego zarówno hedging naturalny, jak i złożone instrumenty zabezpieczające.

Rys. 25 Regularność stosowania metod zarządzania ryzykiem wśród przedsiębiorstw

Źródło: Ankieta NBP

W Polsce, firmy o zróżnicowanej strukturze walutowej wpływów eksportowych w około 40% przypadków deklarują stosowanie zabezpieczeń chroniących przed ryzykiem wahań kursu. Tam gdzie eksport jest rozliczany głównie w jednej walucie, ale innej niż euro, odsetek przedsiębiorstw zabezpieczających się przed ryzykiem walutowym sięga 38%.

Z kolei przedsiębiorstwa o zróżnicowanych walutowo płatnościach importowych w 32% ograniczają ryzyko walutowe, a te których główną walutą rozliczeń wydatków importowych jest waluta inna niż euro w niemal 45% zarządzają ryzykiem walutowym.

Firmy rozliczające swoje wpływy lub płatności w kilku walutach deklarując brak zarządzania ryzykiem de facto ograniczają je w sposób przypadkowy. Wykorzystują fakt, że prawdopodobieństwo iż wszystkie waluty stosowane do rozliczeń umocnią się lub osłabią w tym samym czasie (i w tym samym stopniu) jest bardzo niewielkie.¹⁴ W przypadku walut mniej stabilnych (innych niż dolar, euro, frank szwajcarski, funt brytyjski) instrumenty pochodne są droższe, co wynika z niższej płynności rynków tych walut oraz większej zmienności ich kursów. Dlatego przedsiębiorstwa dokonujące operacji (tylko eksportu lub tylko importu) w innych walutach mogą deklarować brak zabezpieczania ryzyka walutowego, co będzie często oznaczało nie korzystanie z instrumentów pochodnych (właśnie z uwagi na ich koszt), a nie brak zarządzania ryzykiem w ogóle.

¹⁴ Oczywiście można założyć, że przedsiębiorstwo stosuje kilka walut i wszystkie są walutami *emerging markets*, których wahania są ze sobą silnie skorelowane. Wśród polskich przedsiębiorstw koszyk walut jakimi rozliczane są transakcje jest zróżnicowany.

3.2.1. Metody zabezpieczania ryzyka walutowego

Wśród 530 badanych przedsiębiorstw wystawionych na ryzyko walutowe 50,6% eksporterów oraz podobny odsetek importerów twierdziło, że akceptuje ryzyko i nie stosuje żadnych instrumentów, aby je ograniczyć. Wśród firm, które zarówno eksportują, jak i importują poziom akceptacji dla ryzyka był również relatywnie wysoki. Taki brak zarządzania ryzykiem walutowym zadeklarowało 43,4% firm. To może oznaczać, że równoważenie wpływów wydatkami jest metodą unikania ryzyka, a nie instrumentem do zarządzania ryzykiem.

Istotą hedgingu naturalnego jest zamknięcie otwartej pozycji walutowej poprzez zawarcie przeciwstawnej transakcji pod względem waluty, terminu i wartości. Jego główną zaletą jest minimalizowanie kosztów wynikających z zakupu wszelkich instrumentów. Wadą tej metody jest konieczność ciągłego dostosowywania przepływów przedsiębiorstwa.

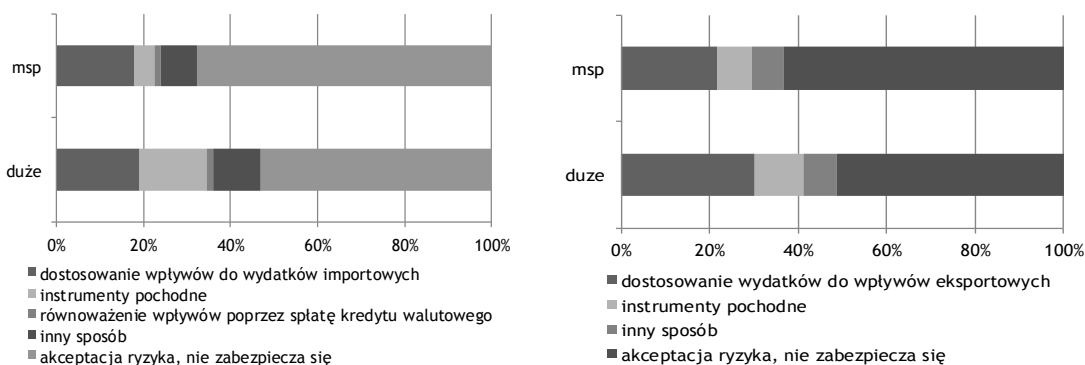
Zamknięcie otwartej pozycji walutowej wynikającej z posiadania wpływów z eksportu następuje poprzez zawarcie transakcji odwrotnej w postaci dokonywania płatności z tytułu importu. Wówczas, przedsiębiorstwo pozyskując niezbędne dobra, zaopatrując się w towary i surowce, jednocześnie eliminuje ryzyko walutowe wynikające z transakcji, w które się zaangażowało. Podmiot gospodarczy posiadający duże, stałe jednostronne wpływy z eksportu, zaciągając kredyt w tej samej walucie eliminuje niekorzystne wahania kursu walutowego. Jeśli zasadniczą część przychodów jest nominowana w walucie innej niż złoty to dla eksportera bezpieczniejsze jest zaciągnięcie kredytu właśnie w tej walucie.

W sektorze MSP 17,8% wpływów eksportowych wykorzystywana jest do regulowania zobowiązań importowych, wśród dużych przedsiębiorstw dostosowanie przepływów handlowych sięga 19%. W obu klasach około 2% wpływów eksportowych służy spłacie kredytów walutowych, a około 15% (w przypadku dużych firm) i około 5% (w sektorze MSP) wpływów z tytułu eksportu jest zabezpieczana instrumentami pochodnymi.

Z kolei wydatki importowe w ponad 21% w sektorze MSP i 30% w sektorze dużych firm są realizowane z wpływów osiągniętych z racji realizowanego eksportu. Różnice zabezpieczeniu importu i eksportu poprzez wykorzystanie wpływów/wydatków z tytułu handlu zagranicznego mogą wynikać z różnic w regularności dokonywanych płatności (terminy transakcji nie pokrywają się). To

powoduje, że częściej można wykorzystać przychody z eksportu dla zabezpieczenia wydatków importowych niż odwrotnie. Wartość wydatków importowych zabezpieczonych za pomocą instrumentów pochodnych sięga około 4% w sektorze MSP i 7% w sektorze dużych firm.

Rys. 26 Stopień zabezpieczenia ryzyka walutowego pochodzącego z eksportu (lewy panel) i z importu (prawy panel) alternatywnymi narzędziami wśród podmiotów sektora MSP i dużych przedsiębiorstw



Źródło: Ankieta NBP

Wciąż relatywnie rzadko polskie przedsiębiorstwa korzystają z instrumentów pochodnych. Aby przedsiębiorstwo sięgnęło po tę formę ograniczania ryzyka musi zająć wiele czynników jednocześnie. Podstawowym warunkiem jest posiadanie płatności z tytułu dostaw i usług i brak możliwości zawarcia transakcji przeciwstawnej (ewentualnie przerwania ryzyka walutowego na odbiorcę). Według zgromadzonych danych około 22% przedsiębiorstw wyeksponowanych na ryzyko walutowe z tytułu dokonywania transakcji handlowych sięga po derywaty. W sektorze MSP około 15% firm wykorzystuje instrumenty pochodne, a wśród dużych przedsiębiorstw niemal 33%.

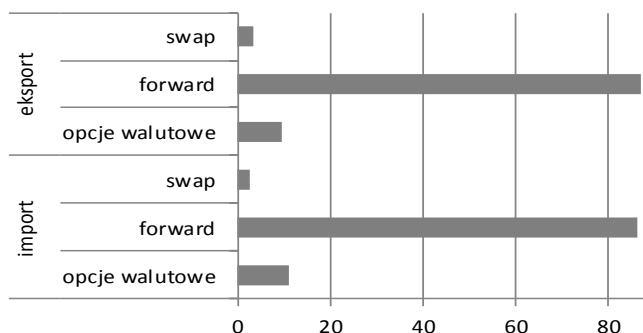
De Ceuster, Laveren, Lodewyckx (2000) zauważył, że niefinansowe przedsiębiorstwa belgijskie największą wagę przykładają do redukcji zmienności przychodów niż przepływów, dlatego firmy posiadające obroty nominowane w walutach obcych wykorzystują techniki ograniczania ryzyka walutowego. Natomiast firmy brytyjskie jako zasadniczy powód ograniczania ryzyka walutowego poprzez stosowanie instrumentów zabezpieczających podawały potrzebę przewidywania przychodów, co generowało silną potrzebę tych firm do zarządzania ryzykiem w ogóle (Mallin, Ow-Yong, Reynolds 2001).

Z kolei Aabo, Høg, Kuhn (2009) analizując zachowania firm duńskich zauważyli, że skłonność przedsiębiorstw do stosowania instrumentów pochodnych jest

pozytywnie skorelowana z udziałem eksportu w przychodach oraz wielkością obrotów w walutach o płynnym kursie walutowym (podlegającym wahaniom pod wpływem sił rynkowych). Zauważyli przy tym silną, ujemną zależność między ponoszeniem kosztów z tytułu importu a stosowaniem instrumentów pochodnych do zabezpieczania ryzyka walutowego. W Polsce nieco ponad 24% importerów i 25% eksporterów deklaruje, że zabezpiecza się przed ryzykiem walutowym wykorzystując zaawansowane metody zarządzania ryzykiem.

Najpopularniejszym złożonym instrumentem wykorzystywanym przez polskie, niefinansowe przedsiębiorstwa pozostaje forward i opcje walutowe. Selvi, Turel (2010) badając skłonność przedsiębiorstw tureckich do stosowania derywatów zauważyli, że tam, najczęściej wykorzystywanymi instrumentami pochodnymi stosowanymi do redukcji ryzyka walutowego jest transakcja forward (ponad 60% wszystkich transakcji zabezpieczających) oraz swapy walutowe (ok 18% wszystkich transakcji zabezpieczających).

Rys. 27 Wykorzystanie instrumentów pochodnych w klasach przedsiębiorstw, które zadeklarowały zarządzania ryzykiem walutowym



Źródło: Ankieta NBP

Cowan, Herrera, Hansen (2005) analizując sposoby zarządzania ryzykiem przez chilijskie firmy niefinansowe opisali podejście do zarządzania ryzykiem walutowym bliskie modelowi polskiemu. Firmy najpierw wykorzystują naturalne metody ograniczania ryzyka walutowego poprzez dopasowanie wpływów i wydatków (wraz z wykorzystaniem kredytów walutowych), a dopiero później sięgają po zaawansowane instrumenty zarządzania ryzykiem kursowym.

3.3. Motywy braku zarządzania ryzykiem walutowym

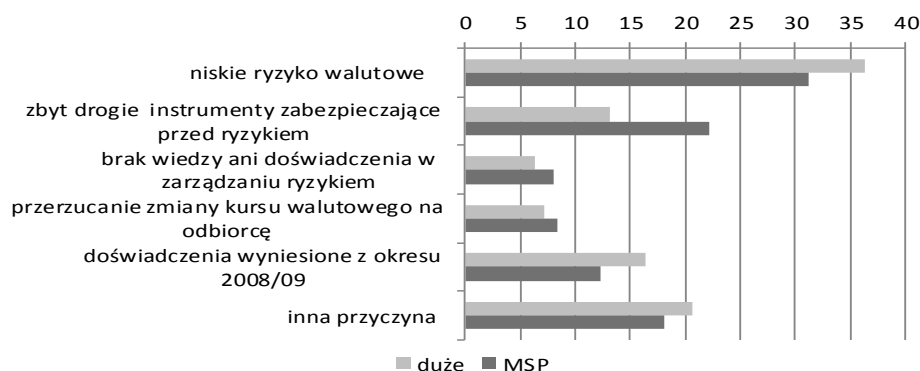
Zdaniem Borsum'a i Ødegaard'a (2005) tylko przedsiębiorstwa o określonej wielkości są w stanie nauczyć się aktywnie zarządzać ryzykiem walutowym poprzez wykorzystanie instrumentów złożonych. Jeśli zatem przedsiębiorstwo nie wykorzystuje naturalnych metod redukcji ryzyka walutowego, jest bardzo prawdopodobne, że będzie ponosiło koszty niekorzystnego kształtowania się kursu walutowego. Inną kwestią jest udział kosztów zarządzania ryzykiem w kosztach ogółem. W przypadku dużych przedsiębiorstw ten udział jest mniejszy. Dlatego duże firmy częściej decydują się na zarządzania ryzykiem walutowym (w tym stosowanie instrumentów pochodnych) niż firmy małe i średnie (Alkebäck, Hagelin, Pramborg 2006).

Zasadniczym powodem dla którego przedsiębiorstwa w Polsce nie zabezpieczają się przed ryzykiem walutowym, to zdaniem samych przedsiębiorstw, relatywnie niewielka ekspozycja na tego typu ryzyko. Około 36% dużych przedsiębiorstw i 32% firm sektora MSP twierdzi, że ich ekspozycja walutowa nie wymaga zabezpieczania. Małe i średnie przedsiębiorstwa w ponad 22% twierdziły, że cena instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem jest zbyt wysoka. Natomiast około 8% przedsiębiorstw stwierdziło, że ma niewystarczającą wiedzę, aby skutecznie zabezpieczać się przed ryzykiem walutowym. Brak wiedzy na temat możliwości stosowania instrumentów złożonych do zabezpieczania ryzyka walutowego był główną przyczyną nie wykorzystywania ich przez firmy szwedzkie (Alkebäck Hagelin, 1999).

Duże przedsiębiorstwa w niemal 16% twierdzą, że doświadczenia wyniesione z ostatniego kryzysu, z lat 2008/2009 skutecznie zniechęciły je do zarządzania ryzykiem walutowym. Wydaje się, że problemem w tamtym okresie było skoncentrowanie uwagi na ograniczaniu ryzyka nadmiernej aprecjacji kursu złotego i niedoszacowanie prawdopodobieństwa silnej deprecjacji kursu. Przed 2008 r. Polska rozwijała się w tempie ponad 4-5% PKB, od 2004 r. realny kurs walutowy nieprzerwanie aprecjonował, co wiązało się z realną konwergencją gospodarki polskiej z gospodarką strefy euro. Od połowy 2004 r., nominalny kurs złotego systematycznie umacniał się (w okresie od stycznia 2007 r do sierpnia 2008 r. kurs złotego umocnił się o ponad 15%). Najdotkliwiej silnego złotego eksporterzy odczuwali w drugiej połowie 2008 r. Wówczas odnotowano największy przyrost

wartości obrotów na rynkach instrumentów pochodnych, a w szczególności opcji walutowych (Raport NBP 2008). W samym okresie od września do grudnia 2008 r. kurs polskiej waluty względem euro osłabił się o niemal 20%. Z pewnością przedsiębiorstwa dokonujące dużych transakcji eksportowych nie liczyły się z tak silną zmianą kursu i wiele z nich poniosło straty. Firmy importujące z kolei oczekując dalszej aprecjacji kursu złotego mogły w okresie poprzedzającym odwrócenie trendu w ogóle lub w minimalnym stopniu korzystać z instrumentów ograniczających ryzyko spadku kursu złotego. W jakiejś części straty poniosły przedsiębiorstwa eksportujące zawierające transakcje typu forward. Znacznie gorzej doświadczoną grupą przedsiębiorstw były jednak te, które w 2008 zawierały transakcje w oferowanych przez banki tzw. strategiach opcyjnych. Ideą było wystawianie przez przedsiębiorstwa opcji na sprzedaż walut obcych. Firmy wystawiały opcję sprzedaży np. euro, obligując siebie do odstąpienia waluty po wcześniej zakontraktowanym kursie, banki natomiast kupowały prawo zakupu waluty. Dopóki złoty aprecjonował przedsiębiorstwa zarabiały na takich transakcjach. W efekcie odwrócenia trendu i silnej deprecjacji złotego przedsiębiorstwa będąc zobowiązane umową straciły, *ceteris paribus*, w zależności od różnicy między kursem zakontraktowanym w opcji, a kursem bieżącym, jak również wzrostem opłat z tytułu depozytów zabezpieczających. Wydaje się, że spora część tej grupy przedsiębiorstw jest dzisiaj bardziej skłonna do ponoszenia ryzyka w wyniku zmian kursu złotego niż do zakupu instrumentów, których konstrukcja nie jest dla nich do końca jasna.

Rys. 28 Przyczyny braku zarządzania ryzykiem walutowym



Źródło: Ankieta NBP

3.4. Modelowe wyjaśnienie skłonności przedsiębiorstw do zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym

Ostatnim z etapów analizy była próba ekonometrycznego ustalenia istotnych zmiennych wyjaśniających skłonność polskich przedsiębiorstw niefinansowych do zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym. Podjęto również próbę oszacowania czynników decydujących o wykorzystaniu instrumentów pochodnych do zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym. Podobnie jak w rozdziale drugim dane zastosowane w badaniu przekrojowym to indywidualne dane przedsiębiorstw z ankiety rocznej NBP przeprowadzonej w 2011 r. i dotyczące działalności przedsiębiorstwa w roku poprzednim ($t-1$). Wykorzystano zmienne jakościowe i ilościowe, ale dotyczące tylko sektora przedsiębiorstw. Abstrahuje się tu od czynników rynkowych.

Opis modelu

Do badania zostały włączone tylko te firmy, które były wyeksponowane na ryzyko walutowe. Takich przedsiębiorstw było 662, natomiast przedsiębiorstw, które były wyeksponowane na ryzyko walutowe i udzieliły istotnej odpowiedzi na pytanie o korzystanie z instrumentów pochodnych było 635.

Pytanie o zabezpieczanie się przed ryzykiem walutowym posłużyło do skonstruowania pierwszej ze zmiennych wyjaśnianych tj. „*zabezpieczanie się przed ryzykiem walutowym (ZAB)*”. Z kolei pytanie o wykorzystywanie instrumentów pochodnych do zabezpieczania ryzyka walutowego pochodzącego z transakcji handlowych pozwoliło skonstruować zmienną zerojedynekową „*wykorzystywanie instrumentów pochodnych do zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym (INS)*”. Obie zmienne spełniają wymagania przekrojowego modelu logitowego.

W modelach dokonano szeregu szacunków. Przede wszystkim starano się zastosować takie ekonomicznie uzasadnione zmienne objaśniające, aby możliwie najlepiej dobrać wartości teoretyczne do empirycznych. Część zmiennych okazała niewiele wносить do modeli. Niektóre zmienne należało usunąć, albowiem obniżały jakość modeli.

W pierwszym kroku oszacowano modele, który wyjaśniałby skłonność do zarządzania ryzykiem i wykorzystywania w tym celu instrumentów pochodnych w

próbie przedsiębiorstw. W drugim kroku dokonano oszacowań w sektorze MSP i sektorze dużych przedsiębiorstw.

Wybór zmiennych wyjaśniających częściowo podyktowany był wynikami innych badań światowych, a częściowo chęcią porównania stanu dzisiejszego, z tym który zaobserwowano i przeanalizowano w 2007 r. W badaniu wykorzystano, poniżej zaprezentowane zmienne:

- *WIELKOŚĆ* – wielkość firmy, logarytm naturalny z aktywów przedsiębiorstwa ($t-1$),
- *HEDGING* – stosowanie hedgingu naturalnego,
- *DŁUGOŚĆ WSPÓŁPRACY Z BANKAMI* – logarytm naturalny długości współpracy przedsiębiorstwa z bankami,
- *EKSPORT NETTO* – przychody z eksportu pomniejszone o koszty z tytułu wydatków importowych odniesione do przychodów ogółem ($t-1$),
- *EKSPORT* - przychody z eksportu odniesione do przychodów ogółem ($t-1$),
- *IMPORT* - koszty z tytułu wydatków importowych odniesione do przychodów ogółem ($t-1$),
- *FORMA* - zmienna przyjmuje wartość 1, jeśli firma jest podmiotem sektora publicznego i 0 jeśli jest podmiotem sektora prywatnego,
- *WIEK* - zmienna przyjmuje wartość 1, jeśli wiek firma jest na rynku dłużej niż 10 lat i 0 jeśli firma jest młoda, obecna na rynku do 10 lat,
- *WYNIK NA DZIAŁ. OPERACYJNEJ* – zyskowność firmy wyrażona jako logarytm naturalny wyniku na działalności operacyjnej ($t-1$),
- *ZADŁUŻENIE KREDYTOWE* – relacja zadłużenia kredytowego do sumy aktywów, oraz *ZADŁUŻENIE KREDYTOWE (1)* jako wskaźnik wykorzystania zadłużenia kredytowego do wygenerowania przychodów ogółem ($t-1$),
- *DYSPERSJA* - zmienna przyjmuje wartość 1 jeśli przedsiębiorstwo wykorzystuje do rozliczeń handlowych wiele walut i 0 jeśli stosuje jedną walutę,
- *RENTOWNOŚĆ* – rentowność przedsiębiorstwa wyrażona jako relacja zysku netto do przychodów ($t-1$),
- *KREDYTY WALUTOWE* - zmienna przyjmuje wartość 1 jeśli przedsiębiorstwo korzysta z kredytów walutowych lub kredytów zaciągniętych zagranicą i 0 jeśli nie wykorzystuje kredytów walutowych lub zagranicznych,
- *KAPITAŁ ZAGR.* – udział kapitału zagranicznego w sumie kapitałów.

Wyniki analizy

Zarządzanie ryzykiem walutowym

Przeprowadzone oszacowania pozwoliły sformułować następujące wnioski. Prawdopodobieństwo aktywnego zarządzania ryzykiem walutowym rośnie wraz ze wzrostem wielkości przedsiębiorstwa oraz wielkością eksportu i importu. Pozytywny wpływ został również dowiedziony w relacji do dyspersji walutowej oraz wyniku na działalności operacyjnej. Wyniki te sugerują, że im większe przedsiębiorstwo i bardziej zaangażowane w handel międzynarodowy, tym bardziej jest świadome z zagrożeń jakie niesie ze sobą zmienność kursu złotego. Prawdopodobieństwo zarządzania ryzykiem walutowym okazało się nie zależeć od korzystania z kredytów walutowych. Postawiona przez Clark'a i Judge'a (2008) teza głosi, że przedsiębiorstwa wykorzystują kredyty walutowe jako instrumenty służące ograniczeniu ryzyka związanego z osiąganiem wpływów w obcej walucie. Osiągnięty wynik może zatem sugerować, że do udowodnienia istotności wpływu korzystania z kredytów walutowych w zarządzaniu ryzykiem należałoby przeprowadzić analizę panelową, a nie tylko analizę jednookresową. Z kolei z analizy elastyczności wynika, że największe prawdopodobieństwo przyjęcia przez zmienną objaśnianą wartości 1 wiąże się ze wzrostem ekspozycji walutowej wynikającej z działalności eksportowej oraz z przynależności firmy do sektora prywatnego. Każdy jednoprocenowy wzrost ekspozycji walutowej przedsiębiorstwa z tytułu osiąganych przychodów eksportowych przyczyni się do 14% wzrostu prawdopodobieństwa zarządzania ryzykiem walutowym. Natomiast przynależność firmy do sektora publicznego zmniejsza prawdopodobieństwo zarządzania ryzykiem walutowym o 13%. Największy wpływ na prawdopodobieństwo zarządzania ryzykiem okazuje się mieć wielkość przedsiębiorstwa wyrażona poprzez wielkość majątku firmy.

Analiza prawdopodobieństwa zarządzania ryzykiem walutowym w grupie przedsiębiorstw dużych i sektorze MSP nie niesie dużych różnic. Widać, że w obu grupach istotna jest długość współpracy przedsiębiorstwa z bankiem. Im dłużej przedsiębiorstwa aktywnie współpracują z instytucjami finansowymi i korzystają z większej ilości produktów tym prawdopodobieństwo jest większe, że będą zarządzać ryzykiem (przy czym na tym etapie badania nie ma znaczenia, czy wykorzystują do tego instrumenty złożone, kredyt walutowy, czy dostosowania wydatków walutowych do wpływów walutowych). W przypadku przedsiębiorstw

MSP znaczenie ma jaki jest udział kapitału zagranicznego w całkowitym kapitale firmy i jaki jest wynik na działalności operacyjnej. Zależność w stosunku do obu zmiennych jest pozytywna. Dla przedsiębiorstw małych i średnich istotne jest również, w ilu walutach się rozliczają. Z analizy elastyczności wynika, że prawdopodobieństwo zarządzania ryzykiem wzrośnie, jeśli przedsiębiorstwo będzie się rozliczać w więcej niż jednej walucie obcej. Im więcej walut jest wykorzystywanych w obrotach z zagranicą, tym większe prawdopodobieństwo, że małe lub średnie przedsiębiorstwo będzie próbowało ograniczać ryzyko walutowe.

W przypadku dużych firm zbiór zmiennych jest nieco inny. Przede wszystkim tu silną, pozytywną zależność widać w odniesieniu do wielkości przedsiębiorstwa. Im większy podmiot z tym większym prawdopodobieństwem będzie zarządzał ryzykiem. Co ważne, musi to być podmiot sektora prywatnego, albowiem prawdopodobieństwo, że będzie zarządzać ryzykiem spada wraz przynależnością przedsiębiorstwa do sektora publicznego. Najelastyczniej przedsiębiorstwa zrewidują swoją politykę zarządzania ryzykiem walutowym wraz ze wzrostem ich ekspozycji wynikającej ze wzrostu przychodów z tytułu eksportu.

Zarządzanie ryzykiem walutowym poprzez wykorzystywanie instrumentów pochodnych

Przeprowadzona analiza pozwoliła na wyciągnięcie kilku ważnych wniosków. Przede wszystkim na poziomie całej próby potwierdzony został pozytywny wpływ wielkości przedsiębiorstwa na prawdopodobieństwo stosowania instrumentów pochodnych. Na wzrost prawdopodobieństwa stosowania instrumentów ma również wpływ wielkość ekspozycji netto i stosowanie hedgingu naturalnego. Mając świadomość, że możliwości dostosowania terminów i kwot przepływów (wpływów i wydatków) jest ograniczona – a zatem ograniczony jest również efekt naturalnej redukcji ryzyka – przedsiębiorstwo dodatkowo stosuje instrumenty pochodne i eliminuje część ryzyka. Skłonność przedsiębiorstw do stosowania instrumentów pochodnych rośnie wraz z wydłużaniem się okresu współpracy z bankami i korzystania z bardziej zaawansowanych produktów bankowych, zarówno depozytowych, kredytowych, jak i tych ułatwiających operacyjne prowadzenie biznesu. Analiza elastyczności wskazuje, że największy wzrost prawdopodobieństwa wykorzystywania instrumentów złożonych do zabezpieczania ryzyka walutowego wiąże się z wykorzystywaniem hedgingu naturalnego. Można oczekiwać, że im więcej wpływów eksportowych ma swoje

pokrycie w wydatkach importowych, tym większa jest świadomość przedsiębiorstwa i tym większa chęć całkowitego domknięcia pozycji walutowej. Z kolei drugą zmienną pod względem siły wpływu okazała się mieć przynależność do sektora. Prawdopodobieństwo wykorzystywania instrumentów pochodnych wzrasta, jeśli przedsiębiorstwo jest firmą prywatną.

Analizując wyniki odrębnych oszacowań w grupie przedsiębiorstw małych i średnich oraz dużych zwraca uwagę przede wszystkim to, że dużo więcej zmiennych wyjaśnia skłonności przedsiębiorstw z sektora MSP do wykorzystywania instrumentów pochodnych niż w sektorze dużych przedsiębiorstw.

W sektorze dużych przedsiębiorstw dopasowanie modelu do danych rzeczywistych jest relatywnie wysokie (krzywa ROC na poziomie 78%) przy zastosowaniu znacznie mniejszej ilości zmiennych. To co należy podkreślić, to fakt, że dodanie kolejnych zmiennych ponad te zastosowane nie zwiększa dopasowania modelu i jego jakości. Wśród dużych przedsiębiorstw zwiększa się prawdopodobieństwo stosowania instrumentów pochodnych wraz ze wzrostem wyniku operacyjnego i wiekiem, rośnie również jeśli przedsiębiorstwo korzysta z hedgingu naturalnego. W sektorze dużych przedsiębiorstw udział eksportu netto w sumie przychodów okazał się zmienną nieistotną dla wyjaśnienia zjawiska, co należy wiązać z faktem, że zasadnicza większość tych firm jest aktywna na rynkach zagranicznych. Skłonność tych przedsiębiorstw do korzystania z instrumentów pochodnych jest podobna niezależnie od wielkości eksportu netto.

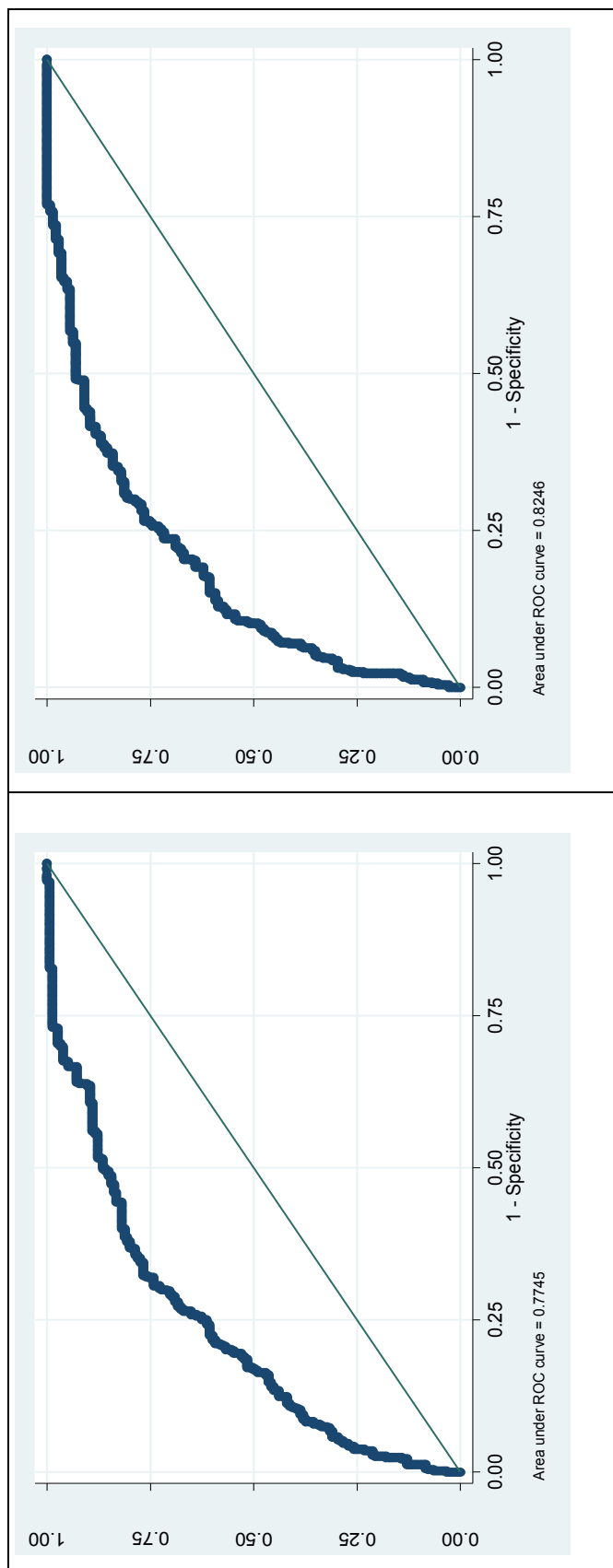
W sektorze MSP prawdopodobieństwo stosowania instrumentów rośnie wraz ze wzrostem wyniku na działalności operacyjnej, ekspozycji walutowej, jak również udziału kapitału zagranicznego w całkowitym kapitale przedsiębiorstwa. Wydaje się, że ta ostatnia zmienna świadczy o większym wpływie spółek matek na sposób zarządzania ryzykiem. Na wzrost prawdopodobieństwa wykorzystywania instrumentów pochodnych przez małe i średnie przedsiębiorstwa ma również wpływ rentowność i wykorzystywanie kredytów walutowych. Wraz ze spadkiem rentowności i brakiem kredytów walutowych szanse na stosowanie instrumentów są większe. Wynik sugeruje, że przedsiębiorstwa sektora MSP w większym stopniu wykorzystują kredyty walutowe do zarządzania ryzykiem niż duże przedsiębiorstwa.

Tab. 6 Determinanty zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym i korzystania z instrumentów pochodnych przez przedsiębiorstwa niefinansowe

zmienna objaśniana:	sektor przedsiębiorstw				sektor przedsiębiorstw				
	zabezpieczanie się przed ryzykiem walutowym				wykorzystywanie instrumentów pochodnych do zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym				
zmienna objaśniająca:	współczynnik	błąd std. (robust)	efekt krańcowy (dy/dx)	współczynnik	błąd std. (robust)	efekt krańcowy (dy/dx)	współczynnik	błąd std. (robust)	efekt krańcowy (dy/dx)
stosowanie hedgingu naturalnego	-	0,0939	0,0477	1,5106	0,2249	0,2299 ^a	0,2982	0,1032	0,0381
długość współpracy z bankami	0,3307	0,0453	0,0134	0,0611*	0,0417	0,0078	0,2504**	0,2564	0,0320
wydziałalność operacyjnej	-	-	-	0,6753	0,3784	0,0863	-	-	-
udział kapitału zagranicznego	-	-	-	-	-	-	-	-	-
udział eksportu netto	0,9886	0,3262	0,1425	-	-	-	-	-	-
eksport	0,5475	0,2764	0,0789	-	-	-	-	-	-
import	0,5194*	0,3242	0,0852	0,576*	0,3582	0,0858 ^a	-	-	-
dyspersja walutowa	-0,2843**	0,2073	-0,0413	-	-	-	-	-	-
kredyty walutowe	-1,3759	0,4761	-0,1327	-1,7937	0,5949	-0,1323 ^a	0,3614	0,0825	0,0462
forma własności	0,3091	0,0900	0,0446	-7,2829	0,8525	0,0462	635	0,8525	0,0462
wielkość	-6,2509	0,8599	0,0446	635	0,8525	0,0462	635	0,8525	0,0462
_cons	662	0,8599	0,0446	635	0,8525	0,0462	635	0,8525	0,0462
liczba obserwacji	662	0,8599	0,0446	635	0,8525	0,0462	635	0,8525	0,0462
<i>diagnoza modelu</i>									
test globalnej istotności modelu									
Chi ²			82,05						112,2
test Hosmer'a-Lemeshow'a									
Chi ²			13,16						8,03
Prob>Chi ²			0,1064						0,431
test błędów specyfikacji modelu									
hat			0,000						0,000
hatsq			0,622						0,207
moc diagnostyczna testu									
krzywa ROC			0,7745						0,8246

Gdzie: dy/dx^a - dla zmiennych binarnych, wszystkie zmienne istotne na poziomie 5% za wyjątkiem: * - zm. istotna na poziomie 10%, ** - zm. nieistotna

Tab. 7 Krzywe ROC dla modelu wyjaśniającego skłonność przedsiębiorstw do zarządzania ryzykiem walutowym (lewy wykres) i korzystania w tym celu z instrumentów pochodnych (prawy wykres)



Podsumowanie

Rozwijający się po upadku Lehman Brothers w 2008 r. kryzys finansowy odcisnął się na całej gospodarce światowej. Jednym z jego przejawów jest obserwowany w Polsce w ostatnich latach wzrost amplitudy wahań złotego względem euro i dolara.

Wahania kursu walutowego to jedna z poważniejszych bolączek eksporterów i importerów. Dane pokazały jednak, że nasilone w latach 2009-2010 rezygnacje z eksportu polskich przedsiębiorstw nie były związane ze zmianami kursu złotego. Nawet duże straty z tytułu ujemnych różnic kursowych nie przekładały się istotnie negatywnie na decyzje firm o kontynuacji sprzedaży eksportowej, podobnie jak duże zyski z tytułu dodatnich różnic były niewystarczające, żeby powstrzymać firmę przed wycofaniem się z rynku zagranicznego. Choć część różnic kursowych ma charakter różnic niezrealizowanych, co osłabia nieco siłę wnioskowania, to jednak wydaje się, że relatywnie wysoka opłacalność eksportu mogła stanowić na tyle silny bufor, że nawet przy zwiększonych wahaniami kursu firmy realizowały satysfakcjonujące zyski, co przy malejącej rentowności sprzedaży krajowej zachęcało je do utrzymania sprzedaży zagranicznej.

Przeprowadzone w 2011 r. badanie pozwoliło uaktualnić dotychczasową wiedzę na temat skali zarządzania ryzykiem walutowym przez polskie przedsiębiorstwa niefinansowe. Porównując dzisiejsze wyniki z badaniem z 2007 r. widać, że rośnie odsetek przedsiębiorstw decydujących się ograniczać swoją ekspozycję na ryzyko walutowe. Według dostępnych nam danych już około 70% przedsiębiorstw zabezpiecza swoje pozycje walutowe przed zmianą kursu waluty. Wśród przedsiębiorstw które aktywnie zarządzają ryzykiem preferowane jest wykorzystywanie hedgingu naturalnego, a w dalszej kolejności instrumentów pochodnych. Przedsiębiorstwa, dostosowując wpływy do wydatków walutowych, ograniczają wpływ zmian kursu walutowego na wyniki przedsiębiorstwa, ponosząc przy tym minimalne koszty. Instrumenty pochodne pozostają dodatkowym instrumentem ograniczania ryzyka. Szacuje się, że około 22% firm doświadczających ekspozycji na ryzyko sięga po derywaty. Mimo wzrostu wahań kursu złotego po 2008 r., firmy rzadziej stosują instrumenty pochodne, co można

wiązać ze stratami, jakie przedsiębiorstwa poniosły na transakcjach opcyjnych w okresie silnej deprecjacji złotego.

Prawdopodobieństwo aktywnego zarządzania ryzykiem walutowym rośnie wraz ze wzrostem wielkości przedsiębiorstwa oraz wielkością eksportu i importu. Im większe przedsiębiorstwo i bardziej zaangażowane w handel międzynarodowy tym bardziej jest świadome zagrożeń jakie niesie ze sobą zmienność kursu złotego i tego, że większe potencjalne koszty z tytułu różnic kursowych będą decydować o jego wyniku finansowym. Pozytywny wpływ na decyzje o zarządzaniu ryzykiem został również dowiedziony w relacji do wyniku na działalności operacyjnej. Z kolei prawdopodobieństwo stosowania instrumentów pochodnych w celu ograniczania wpływu wahań kursu złotego na wyniki finansowe przedsiębiorstwa jest pozytywnie związane z wielkością ekspozycji netto, możliwością dostosowywania wpływów do wydatków walutowych oraz wydłużaniem się współpracy przedsiębiorstwa z instytucjami bankowymi.

Zadłużenie kredytowe polskich przedsiębiorstw niefinansowych jest relatywnie niskie. Szacuje się, że wśród badanych kredytobiorców około 26% zaciąga również kredyty walutowe. Przedsiębiorstwa duże znacznie częściej sięgają po kredyty walutowe niż sektor MSP. Ale to te ostatnie wykorzystują kredyty walutowe, jako alternatywny instrument wobec derywatów, do zarządzania pozycją walutową. Firmy z udziałem kapitału zagranicznego, znacznie częściej niż firmy z kapitałem krajowym, zaciągają kredyty walutowe. W przypadku tych firm wiąże się to między innymi z realizacją globalnej strategii określanej przez spółkę matkę i możliwością skorzystania z jej wsparcia w procesie aplikowania o kredyt i poręczeń spłaty kredytu. Z kolei popularność kredytów walutowych wśród eksporterów, częściej niż wśród innych firm, wiąże się z możliwością korzystania z niżej oprocentowanego kapitału przy jednoczesnej eliminacji ekspozycji na ryzyko poprzez wykorzystanie wpływów eksportowych do jego spłaty.

Podsumowując, należy zauważyć, że mimo pojawiających się problemów, związanych głównie ze skutkami kryzysu finansowego, polskie przedsiębiorstwa nie wycofują się z rynku międzynarodowego. Mimo płynnego kursu walutowego i konieczności antycypowania wahań kursu złotego można odnieść wrażenie, że sektor przedsiębiorstw potrafi czerpać korzyści z handlu zagranicznego, zwłaszcza tam, gdzie aktywnie zarządza się ryzykiem walutowym.

Bibliografia

Aabo T., Hoeg E., Kuhn J., (2009), "Integrated Foreign Exchange Risk Management: The Role of Import in Medium-Sized, Manufacturing Firms", SSRN Working Paper

Alkebäck P., Hagelin N., (1999), "Derivatives Usage by Non-Financial Firms in Sweden with an International Comparison", *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol.10, Issue 2

Alkebäck P., Hagelin N., Pramborg B. (2006), "Derivative usage by non-financial firms in Sweden 1996 and 2003: what has changed?", *Managerial Finance* Vol. 32, No 2

Allayannis G. Ofek E., (2001) "Exchange-rate exposure, hedging and the use of foreign currency Derivatives", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 20

Allayannis G., Brown G. W. Klapper L., (2003), "Capital structure and financial risk: evidence from foreign debt use in East Asia", *Journal of Finance*, Vol. 58

Bancel F., Mittoo U., (2002), „The Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms”, SSRN Electronic Journal, Working Paper (University of Manitoba, ESCP-EAP)

Bartram, S. M., Brown, G. W. Fehle, F. R., (2004), "International evidence on financial derivatives use", Working Paper, University of Lancaster

Bartram, S., Brown G., Fhele F., (2004), "International Evidence on Financial Derivatives Usage" University of North Carolina at Chapel Hill, Kenan-Flagler Business School, www.public.kenan-flagler.unc.edu/faculty/browngr/irm

Beckmann E., Scheiber T., (2012) "Not So Trustworthy Anymore? The Euro as a Safe Haven Asset in Central, Eastern and Southeastern Europe", *Focus on European Economic Integration*, No 2/12

Bernard, Andrew B., Jensen J. Bradford (1995) "Exporters, Jobs, and Wages in U.S. Manufacturing: 1976-1987", *Brooking Papers on Economic Activity, Microeconomics*, Washington DC

Bernard, Andrew B., Jensen, J. Bradford (1997) " Exceptional Exporter Performance" Cause, Effect, or Both?", NBER Working Paper 6272

Bernard, Andrew B., Jensen, J. Bradford (1999) "Exporting and Productivity", SSRN

Bernard, Andrew B., Jensen, J. Bradford, (2004) "Why Some Firms Export", *The Review of Economics and Statistics*, 86-2

Bernard, Andrew B., Jensen, J. Bradford, Redding, Stephen J., Schott, Peter K. (2007) "Firms in International Trade", CES 07-14

Borsum Ø.G., Ødegaard B.A. (2005), "Currency hedging in Norwegian non-financial firms", *Economic Bulletin* Q3

- Brown M., Ongena S., Yesin P., (2009), "Foreign Currency Borrowing by Small Firms", Swiss National Bank Working Papers, No 2
- Brzoza – Brzezina M., Chmielewski T., Niedzwiedzińska J., (2010) „Substitution between domestic and foreign currency loans in Central Europe. Do central banks matter”, ECB WP Series No 1187
- Caballero, R.J., Krishnamurthy, A., (2000), "Dollarization of Liabilities: Underinsurance and Domestic Financial Underdevelopment" NBER, WP No 7792
- Cadek V., Rottova H., Saxa B., (2010) "Hedging Behaviour of Czech Exporting Firms", Czech National Bank Research Project No. A3\2010
- Clarka E. Judge A., (2008), "The Determinants of Foreign Currency Hedging: Does Foreign Currency Debt Induce a Bias?" European Financial Management, Vol. 14, No. 3
- Clerides, Sofronis, Lach Saul, Tybout, James (1996) "Is "Learning-By-Exporting" Important? Micro-Dynamic Evidence from Colombia, Mexico and Morocco", NBER Working Paper 5715
- Cowan K., (2006), "Firm level determinants of Dollar debt", Bank of Chile
- Cowan K., Hansen E., Herrera L.O., (2005), "Currency mismatches, Balance Sheet Effects and Hedging in Chilean Non-Financial Corporations", Central Bank of Chile, Working Papers No 346
- De Ceuster M.J.K., Laveren E., Lodewyckx J., (2000), "A Survey into the Use of Derivatives by Large Non-Financial Firms Operating in Belgium", European Financial Management, Vol.6 No.3
- Detragiache E., Tressel T., Gupta P., (2008), „Foreign Banks in Poor Countries: Theory and Evidence”, 7TH Jacques Polak Annual Research Conference, IMF Washington
- Dixit, Avinash, (1989) "Entry and Exit Decisions under Uncertainty", Journal of Political Economy, 97-3
- European Central Bank (2011), „Financial Stability Review”, Frankfurt June
- European Central Bank, (2006), "EU Banking Sector Stability", Frankfurt, October
- European Central Bank (2012), "The international role of the EURO" July
- Eichengreen B., Mussa M., Dell'Ariccia G., Detragiache E., Milesi-Ferretti G. M., Tweedie A., (1999), "Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues", IMF, Occasional Paper 172
- Elliott, W. B., Huffman, S. P. and Makan, S. D. (2003), "Foreign denominated debt and foreign currency derivatives: complements or substitutes in hedging foreign currency risk" Journal of Multinational Financial Management, Vol. 13
- Fryges, Helmut, Wagner, Joachim (2008) „Exports and Profitability: First Evidence for German Manufacturing Firms”, IZA, Discussion Paper No. 3798

- Galindo A., Panizza U., Schiantarelli F., (2003), "Debt Composition and Balance Sheet Effects of Currency Depreciation: Empirical Evidence", Inter-American Development Bank, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Research Department
- Galino A., Panizza U., Schantarelli F. (2003), "Debt Composition and Balance Sheet Effects of Currency Depreciation: Empirical Evidence", Inter-American Development Bank
- Gelos R. G., (2003), "Foreign currency debt in emerging markets: firm-level evidence from Mexico" *Economics Letters* Volume 78, Issue 3
- Graham J. R. and Harvey C., (2001), "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field", *Journal of Financial Economics*, Vol. 60
- Greenhill, B.D., Ward M., Sacks A. (2009) "A new visual method for evaluating the predictive power of binary models", APSA 2009 Toronto Meeting Paper
- Hagemeyer, J., Narodowy Bank Polski (2012) „Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w III kw. 2012 r.”, Ramka 1 Kompozycja próby a rentowność eksporterów, http://www.nbp.pl/publikacje/przedsiębiorstwa/raport_03_2012.pdf
- Kamil H., (2012) "How Do Exchange Rate Regimes Affect Firms' Incentives to Hedge Currency Risk? Micro Evidence for Latin America", IMF Washington Working Paper No 69
- Kedia, S., Mozumdar, A., (2003), "Foreign currency denominated debt: an empirical examination", *Journal of Business*, Vol. 76
- Keloharju, M. Niskanen, M., (2001) "Why do firms raise foreign currency denominated debt? Evidence from Finland", *European Financial Management*, Vol. 7
- Kneller, Richard, Pisu, Mauro (2007) "The Returns to Exporting: Evidence from UK Firms", Research Paper Series 2007/04
- Krugman, P. (1989), "Exchange Rate Instability", Cambridge, MA: MIT Press
- Luca A., Petrova I., (2008) "What drives credit dollarization in transition economies?", *Journal of Banking and Finance* No 32
- Mallin C., Ow-Yong K., Reynolds M., (2001), "Derivatives Usage in UK Non-Financial Listed Companies", *European Journal of Finance*, Vol. 7, Issue 1
- Martinez L. Werner A., (2002), "The exchange rate regime and the currency composition of corporate debt", *Journal of Development Economics* 69
- Muller A., Verschoor W., (2008) "The Impact of Corporate Derivative Usage on Foreign Exchange Risk Exposure", SSRN Working Paper Series, August
- Narodowy Bank Polski (2010) „Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw z uwzględnieniem stanu koniunktury w I kwartale 2010 r. oraz prognoz na II kwartał 2010 r.”, http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura/raport_2_kw_2010.pdf

Narodowy Bank Polski (2013) „Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw z uwzględnieniem stanu koniunktury w I kwartale 2013 r. oraz prognoz na II kwartał 2013 r.”, http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura/raport_2_kw_2013.pdf

Narodowy Bank Polski (2009), „Rozwój sytuacji finansowej w Polsce w 2008”, Warszawa

Ocampo J. A., Spiegel S., Stiglitz J.E. (2008), „Capital Market Liberalization and Development” Oxford University Press, New York

Patnaik I., Shah A., (2010) “Does the currency regime shape unhedged currency exposure?”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 29, Iss. 5

Rossi J. L., (2009), „Corporate Financial Policies and the Exchange Rate Regime: Evidence from Brazil”, *Emerging Markets Review*, No 10, Vol. 4

Selvi Y., Turel A. (2010), “Derivatives Usage in Risk Management By Turkish Non-Financial Firms and Banks: A Comparative Study”, Published in: *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica*, Vol. 2

Tymoczko I. (2009), „Sposoby zabezpieczania się polskich przedsiębiorstw niefinansowych przed ryzykiem kursowym”, *Bank i Kredyt* Vol. 40, Nr 3

Tymoczko I. (2012), „Charakter współpracy przedsiębiorstw z bankiem a warunki cenowe kredytu bankowego. Analiza ekonometryczna na podstawie modelu logitowego”, *Materiały i Studia NBP* Nr 268