

PODATEK ZA EMISJĘ RYZYKA JAKO MECHANIZM STABILIZACJI SYSTEMU FINANSOWEGO

WSTĘP

Dyskusja nad tzw. podatkiem od banków rozgorzała po pojawieniu się problemów związanych z tzw. bankrutstwem niektórych państw w UE, powiązanych bezpośrednio z wysokim poziomem długu budżetowego w stosunku do PKB. W tym kontekście rodziły się nieprzemysłane propozycje opodatkowania banków, które opierały się tylko na jednym założeniu, tzn. konieczności zasilenia budżetu państwa, a nie stworzenia rozwiązań systemowych w zakresie długoterminowej stabilności sektora finansowego. Takie działanie może wyrastać na koncepcji TBTF, tzn. za duży, aby upaść (ang. *Too Big To Fail* – TBTF), która jest bardzo krytykowana¹ ze względu na:

- ❖ tendencje do eliminowania motywów do racjonalnego zarządzania ryzykiem wraz z przenoszeniem w dużym stopniu na państwo zobowiązań za straty z tytułu realizacji ryzyka,
- ❖ wspieranie mechanizmów hazardu moralnego, co można zobrazować tak, że korzystając z pomocy państwa 50 największych banków w USA w 2009 r. poprawiło sobie istotnie rating, zaś banki z aktywami powyżej \$100 bilionów mogły finansować się taniej o 70 punktów bazowych w stosunku do mniejszych banków,

* Dr Zbigniew Krysiak jest adiunktem w Katedrze Analizy Działalności Przedsiębiorstwa, KNoP, SGH.

¹ N. Veron, M. Goldstein, *To Big to Fail: The Transatlantic Debate*, Peterson Institute for International Economics, 2011.

- ❖ traktowanie instytucji finansowych z perspektywy TBTF wyraźnie obniża zaufanie publiczne do rozwiązań gospodarki kapitalistycznej, rozmywając odpowiedzialność i dopuszczając do prywatyzacji zysków i nacjonalizacji strat.

Sheila Bair, przewodnicząca federalnej instytucji gwarantowania depozytów (ang. *Federal Deposit Insurance Corporation* – FDIC) w USA, oceniła, że problem TBTF jest kluczowy w doprowadzeniu do kryzysu i wymaga pilnego rozwiązania. W powyższym kontekście autor uważa, że problem tzw. opodatkowania banków powinien być pozycjonowany w szerszej perspektywie oraz w odniesieniu do wszystkich instytucji finansowych i grup przedsiębiorstw o strategicznym znaczeniu dla ryzyka systemowego w gospodarce.

1. POJEMNOŚĆ SYSTEMOWA RYZYKA GRANIĄ STABILNOŚCI GOSPODARKI

W ostatnich dekadach, a w szczególności w ostatnich latach, można było obserwować skutki „emisji” ryzyka do środowiska gospodarczego, którego koszty nie były ujęte w cenach transakcyjnych. Obecny kryzys finansowy uwidacznia, jak wielkie znaczenie ma problem emisji ryzyka przez podmioty gospodarcze, a głównie grupy podmiotów o strategicznym znaczeniu dla gospodarki, w utrzymywaniu stabilności systemów ekonomicznych poszczególnych krajów, a także stabilności globalnej. Po raz pierwszy w historii kapitalistycznej gospodarki wolnorynkowej pojawił się problem możliwości bankructwa danego kraju lub jego niewydolności ekonomicznej do tego stopnia, że interwencja innych państw staje się konieczna. Niewzruszoną do tej pory tezą było, że dane państwo nie może zbankrutować. W dużym stopniu mogło to wynikać z myślenia o nieskończonych możliwościach i atrybutach organizacji jaką jest państwo, które interweniując w niesprawne procesy ekonomiczne może zawsze skutecznie przywracać stabilność.

Liberalne poglądy wczesnego kapitalizmu mocno krytykowały funkcję interwencjonistyczną państwa, po czym w toku rozwoju kapitalizmu funkcja ta, wbrew oczekiwaniom, szybko się rozwijała, stając się silnym czynnikiem ekspansji globalnej, co widać na przykładzie USA. Okazuje się, że w sytuacji przekroczenia pewnego poziomu ryzyka skumulowanego w danej gospodarce nawet interwencja państwa jest mało skuteczna i trzeba sięgać po pomoc zewnętrzną, co obserwujemy w kilku krajach w Europie, które stoją na skraju bankructwa. Należy sądzić, że problem ten jest w etapie początkowym i można oczekiwać jego eskalacji z silnym natężeniem w skali globalnej. Wydaje się, że właśnie dynamiczna migracja kapitału, która w samej rzeczy nie jest zła, leży u podstaw rozważanego problemu, gdyż wraz z transferami kapitałowymi dochodzi do transferu ryzyka, jako efektu pochodnego, którego skutki nie były wcześniej antycypowane i doceniane, zaś skumulowane koszty tych skutków, jakie obecnie trzeba było ponieść, są równe kosztom nieuwzględnianym wcześniej w kosztach transakcyjnych.

Kryzys udowodnił, że możliwości interwencjonizmu państwa w przywracanie stabilności ekonomicznej danego kraju są nadal najbardziej efektywną i praktyczną opcją, chociaż bardzo ograniczoną. Pojawiły się także teorie bazujące na przykładach empirycznych o zawodności rynku, w których atrybuty władzy państwa pozwalają wpływać na przywracanie sprawności mechanizmów rynkowych. Jednak, jak się okazuje, na przykładzie takich krajów jak Islandia, Grecja, Portugalia, Irlandia, Hiszpania czy nawet Włochy, możliwości władz państwowych i mechanizmy, którymi dysponuje państwo do przywracania optymalnej stabilności, są bardzo ograniczone, i w sytuacji przekroczenia pewnego poziomu ryzyka tworzonego przez strategiczne podmioty w gospodarce dochodzi do takiego poziomu strat, których nawet państwo może nie udźwignąć. Sytuacja taka pojawia się w momencie silnej globalizacji procesów gospodarczych, oraz intensywnej migracji kapitału w skali globalnej, prowadząc do zasadniczej zmiany struktury właścicielskiej oraz obszarów i mechanizmów wpływów za pomocą kapitału nie tylko na funkcjonowanie poszczególnych przedsiębiorstw, ale także na funkcjonowanie struktur i mechanizmów autonomii gospodarki, a także samego państwa. Prowadzi to do zbyt niebezpiecznego poziomu koncentracji kapitału i podziału wypracowanego zysku, zagrażając nie tylko stabilności poszczególnych podmiotów gospodarczych, ale także stabilności systemów finansowych i, w konsekwencji, stabilności gospodarczej poszczególnych krajów.

Nicolas Veron z Instytutu Petersona oraz Instytutu Bruegela w opracowaniu ze stycznia 2011 r., pt. *Europe Needs Consistency in Welcoming Foreign Investors*, przedstawia kierunki prac w Unii Europejskiej oraz w USA w odniesieniu do problemu transferu ryzyka w procesie migracji kapitału. Globalizacja powoduje, że udział tzw. trudno identyfikowalnego pochodzenia kapitału oraz jego celów może prowadzić do wzrostu skali ryzyka, na którego zabezpieczenie nikt nie zgromadził odpowiednich funduszy. W opracowaniu tym prezentowane jest także stanowisko komisarza UE ds. gospodarki Antonio Tajani, który wskazuje na coraz większą siłę kapitału z Chin i krajów arabskich, czego przykładem jest przejęcie przez firmę Lenovo oddziału IBM w 2005 r., lub przejęcie przez Geely firmy Volvo w 2010 r. UE powinna zachować elastyczność w przyciąganiu kapitału, ale jednocześnie powinna dystansować się od krótkowzrocznej polityki rozwoju sektora finansowego i gospodarki. Pojawia się więc potrzeba kontroli ryzyka systemowego, będącego wskaźnikiem stabilności gospodarki, którego źródłem jest nie tylko sektor finansowy, ale także inne sektory strategiczne dla gospodarki. Na tym tle obserwowane są skutki ostatniego kryzysu, których przyczyny nie zostały chyba jeszcze do końca poznane, gdyż tzw. gaszenie pożaru o niespodziewanej skali, poprzez mobilizowanie kapitału przez rządy poszczególnych krajów na pokrycie jego skutków, nie pozwoliło na alokowanie odpowiednich zasobów intelektualnych i materialnych na dogłębne poznanie i zdiagnozowanie przyczyn, a także na zaproponowanie odpowiednich systemowych i długoterminowych działań.

Ostatni kryzys, który spowodował wielkie straty i upadłości wielu przedsiębiorstw z sektora finansowego i niefinansowego, był efektem realizacji skumulowanego ryzyka nie mającego pokrycia w kosztach transakcyjnych wytwarzanych usług przez instytucje finansowe. Zajmowanie się tym zagadnieniem nie tylko pod kątem sektora bankowego, ale z perspektywy wszystkich sektorów w gospodarce, a nawet wszystkich podmiotów, ma kluczowe znaczenia dla stabilności gospodarczej i zrównoważonego rozwoju. Ryzyko nie uwzględnione w cenach transakcyjnych, a także w kapitale przedsiębiorstwa, może prowadzić poprzez jego transfer do upadłości podmiotu, który je emituje, jak też podmiotu, który je przejmuje. Interwencja rządów w poszczególnych krajach podczas ostatniego kryzysu zapobiegła „katastrofie” gospodarczej. Ratowanie banków, a także innych strategicznych holdingów, było dokonane na koszt podatników. Wiele znanych przykładów z ostatnich doświadczeń kryzysowych potwierdza, że mechanizm rynkowy zawodzi, co prowadzi do potrzeby udziału państwa jako regulatora poprzez nałożenie odpowiednich „podatków”², aby zmusić strony transakcji do właściwego ustalania poziomu kosztów transakcji. Rozważany problem sprowadza się do zagadnienia, jak sterować i regulować oraz jakie mechanizmy wprowadzać, aby instytucja finansowa, podejmując ryzyko, posiadała odpowiedni kapitał na pokrycie strat w momencie realizacji ryzyka. Innymi słowy, jak postępować, aby każdy podmiot ponosił odpowiedzialność za koszty emitowanego przez siebie ryzyka do otoczenia.

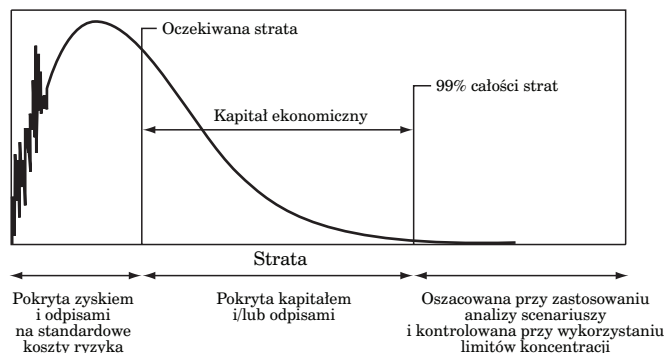
2. ALOKACJA KAPITAŁU NA EMISJĘ RYZYKA

Podejmowanie ryzyka wiąże się z potencjalnymi stratami, które powstają w momencie realizacji ryzyka. W związku z tym należy wyznaczyć koszt takiego ryzyka, który składa się z dwóch elementów. Pierwszy to tzw. oczekiwany koszt, drugi to tzw. nieoczekiwany, ale kwantyfikowalny koszt ryzyka. Na koszty oczekiwanego ryzyka powinno się tworzyć rezerwy jako źródło finansowania strat, które się zrealizują w przyszłości. Z doświadczenia wynika, że rzeczywiste straty, jakie pojawiają się każdego roku, mogą się znaleźć na niższym lub wyższym poziomie niż straty oczekiwane. Zjawisko to zależy od koniunktury gospodarczej, stóp procentowych etc. W związku z tym bardziej dokładnym przybliżeniem całkowitych strat portfela jest rozkład całkowitych strat (straty oczekiwane i nieoczekiwane).

² Podejście autora do poruszanego w pracy problemu wskazuje na nieadekwatność zastosowania podatków jako formy rozwiązania problemu z perspektywy gospodarki. Podatki mają charakter powszechny i nie są ekwiwalentem kosztów ponoszonych przez społeczeństwo na rzecz danego podatnika. W rozważanym problemie chodzi o to, aby dany podmiot płacił za koszt wytwarzania ryzyka i nie przerzucał go na innych. W związku z tym cena jaką płaci nabywca usługi zawiera taki koszt, co oznacza, że istnieje odpowiedni fundusz na pokrycie strat podczas realizacji ryzyka.

Na wykresie 1 zaprezentowano funkcję rozkładu strat oraz źródła ich pokrycia, czyli sposób finansowania strat z tytułu realizacji ryzyka. Umiejętność pomiaru ryzyka umożliwiła stworzenie odpowiednich rezerw kapitałowych na pokrycie strat.

Wykres 1. Rozkład strat z tytułu ryzyka – mechanizm finansowania



Źródło: opracowanie własne.

Każdy wzrost ryzyka może być pokrywany odpowiednim wzrostem funduszu („kosztu”) alokowanego do ryzyka. Takie rozwiązanie oznacza ponoszenie kosztów „ekologicznych” związanych z „zanieczyszczeniem” środowiska gospodarczego emitowanym ryzykiem. W tym kontekście powstaje potrzeba określenia globalnej pojemności ryzyka w gospodarce po to, aby można było tworzyć limity dla emisji ryzyka, gdyż przekroczenie pewnego poziomu w skali globalnej powoduje skutki ekstremalne, których nie udźwignie dostępny kapitał, nawet będący w dyspozycji rządu. Podczas ostatniego kryzysu rządy poszczególnych krajów z trudem uporały się z bieżącymi skutkami, jednak nie wiadomo jeszcze, jakie będą tego konsekwencje w długim okresie. Obserwowane problemy takich krajów jak Islandia, Grecja, Irlandia, Hiszpania czy Portugalia, świadczą prawdopodobnie o istotnym przekroczeniu globalnego ryzyka.

Na obecnym etapie rządy rozpoczęły proces wprowadzenia mechanizmów odzyskania od sektora finansowego wydanych kwot ze środków podatków, co zwiększyło istotnie całkowite ryzyko gospodarcze³. Takie wyższe ryzyko istniało i wcześniej, ale dopiero fakt jego realizacji uświadomił jego obecność. Wnioskiem na tym etapie może być teza, że sektor finansowy nie posiadał odpowiednich rezerw ani

³ Regulacje NUK II oraz odpowiednie regulacje dla sektora ubezpieczeniowego nakazują stosowanie alokacji kapitału na ryzyko, lecz proces wdrażania tych wymagań nie zakończył się w momencie pojawienia się kryzysu. Niewłaściwe było i jest pomijanie przez regulatora innych instytucji, jak fundusze hedgingowe czy SPV, w alokowaniu kapitału na ryzyko, co zachowywałoby symetrię wobec np. banków, prowadząc także do eliminowania hazardu moralnego.

kapitałów adekwatnych do skali podejmowanego ryzyka. Sektor finansowy jest tutaj dobrym przykładem obrazującym problem pomijania ryzyka w cenach transakcyjnych, którego skumulowana wartość, przekraczając pewien poziom, będzie prowadzić do ryzyka systemowego i kryzysu, niezależnie od sektora będącego jego przyczyną. Sektory strategiczne w gospodarce, jak sektor bankowy czy szerzej finansowy lub np. sektor energetyczny, mogą mieć kluczowy wpływ na wywoływanie kryzysów, dlatego mimo że w ogólności problem nieopłaconego ryzyka w cenach transakcyjnych dotyczy wszystkich podmiotów w gospodarce, to rozważania tego typu należy ograniczyć do sektorów strategicznych dla gospodarki. W związku z tym występuje potrzeba definiowania, szacowania i monitorowania ryzyka systemowego lub globalnego w obszarze danej gospodarki, unii gospodarczych i całego globu.

Koncepcja alokowania kapitału do poziomu ryzyka powinna być stosowana w odniesieniu do wszystkich przedsiębiorstw. Potwierdzeniem takiego kierunku działań w praktyce jest szybki rozwój koncepcji zintegrowanego zarządzania ryzykiem (ZZR)⁴, w której mechanizm uwzględniania ryzyka w kosztach transakcyjnych jest podstawowym zagadnieniem. Zintegrowane zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie może być definiowane jako wszechstronny i spójny system zarządzania ryzykiem kredytowym, ryzykiem rynkowym, ryzykiem operacyjnym, kapitałem ekonomicznym i transferem ryzyka w celu maksymalizacji wartości firmy⁵.

Istotnym elementem ERM (Enterprise Risk Management)⁶ jest poziom kapitału ekonomicznego, jaki powinna posiadać dana firma, aby zabezpieczyć się przed niewypłacalnością. Kapitał ekonomiczny to fundusz kapitałowy, dysponowany przez firmę, którego wartość jest zdolna do pokrycia strat z tytułu realizacji ryzyka, co pozwala na zachowanie wypłacalności i ciągłości działania. Wielkość kapitału ekonomicznego jest więc parametrem wyznaczającym poziom całkowitego ryzyka firmy. Właściwe wyznaczenie i alokowanie (dysponowanie) kapitału ekonomicznego adekwatnego do podejmowanego ryzyka zapewnia przetrwanie firmy.

W sytuacji braku rezerw w postaci kapitału ekonomicznego musi dojść do pokrywania strat z aktywów i zasobów operacyjnych firmy, co prowadzi do utraty zdolności do kontynuacji działania. Stosowanie ERM jest warunkiem koniecznym do profilaktyki przed upadkiem firmy, zaś kapitał ekonomiczny wyznaczony na podstawie wyliczeń opartych na ERM oraz alokowany do dyspozycji firmy staje się warunkiem wystarczającym dla przeżycia przedsiębiorstwa. ERM można potraktować jako koncepcję przetrwania przez zintegrowane zarządzanie ryzykiem (Survival Enterprise Risk Management – SERM), ale w istocie koncepcja ta po-

⁴ ERM (Enterprise Risk Management).

⁵ J. Lam, *Enterprise risk management*, John Wiley&Sons, New Jersey 2003, s. 45.

⁶ ERM można stosować zamiennie z ZZR. Pierwsze wywodzi się z terminologii angielskiej, a drugie z polskiej.

lega na przetrwaniu przez zintegrowane zarządzanie ryzykiem opartym na kapitale ekonomicznym (Survival Enterprise Risk Management by Economic Capital – SERMEC)⁷.

3. MECHANIZMY TRANSMISJI RYZYKA NA PRZYKŁADZIE KRYZYSU W USA

Ostatni kryzys globalny został wywołany w USA przez sektor finansowy. Gospodarka realna była wówczas w dobrej kondycji i przed pojawieniem się kryzysu nie było oznak recesji. Inne wcześniej występujące kryzysy miały podłoże w sferze gospodarki realnej, co zwykle było związane z pogorszeniem się koniunktury, prowadząc do recesji lub depresji. Instytucje finansowe, jako kluczowe czynniki w „krwiobiegu” pieniądza, w tych sytuacjach nie podlegały silnym „wstrząsom”, co umożliwiało zachowanie ich stosunkowo dobrej kondycji, zapewniając krążenie pieniądza w gospodarce tak, że nie prowadziło to do systemowej niewydolności. W obecnym kryzysie to właśnie ten mechanizm obiegu pieniądza zawiódł, co manifestowało się tym, że jego poszczególne elementy upadały i przestawały funkcjonować, w konsekwencji prowadząc też do silnej niesprawności i upadku przedsiębiorstw w sferze gospodarki realnej.

Rozwój kryzysu miał związek z finansowymi kosztami transakcyjnymi, które, nie uwzględniając w całości ponoszonego ryzyka, przewyższały stworzone na ten cel rezerwy kapitałowe. Instytucje finansowe sprzedawały swoje usługi po cenach „zaniżonych”, które nie uwzględniały całkowitego ryzyka związanego z daną transakcją. Wiele instytucji finansowych, jak banki czy ubezpieczyciele, mają obowiązek wyznaczania kapitału ekonomicznego adekwatnego do poziomu ryzyka. Rosnący poziom kapitału przy danej wartości zysku netto powoduje zmniejszanie się stopy zwrotu na kapitale (ROE). Wobec wysokiej presji na podwyższanie wyników, zarządy spółek sektora finansowego, chcąc wykazać się jak najwyższym ROE, skłaniały się do alokowania jak najniższego kapitału, celem prezentowania maksymalnej wartości tego wskaźnika.

Inne instytucje, jak SPV, zajmujące się sekurytyzacją kredytów hipotecznych banków, nie były zobligowane przez regulatora do utrzymywania kapitału na określonym poziomie w stosunku do portfela sekurytyzowanych kredytów. Brak takich regulacji spowodował, że ten sam portfel o danym ryzyku, zabezpieczany w banku kapitałem na poziomie 8% w SPV, był dziesięciokrotnie lub stukrotnie niższy. Sytuacja ta prowokowała do uprawiania hazardu moralnego przez zarządy takich

⁷ Z. Krysiak, *Jakość zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwach działających w Polsce*, [w:] *Zarządzanie zintegrowanym ryzykiem przedsiębiorstwa w Polsce*, red. S. Kasiewicz, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.

spółek, tym bardziej, że były one wynagradzane w zależności od wysokości stopy zwrotu z kapitału. Spółki SPV były często podmiotami należącymi do grupy danego banku, którego kredyty były sekurytyzowane.

Niedoszacowane ryzyko przekładało się na korzyści dla klientów w postaci niższych cen, a także korzyści dla akcjonariuszy w postaci wyższych stóp zwrotu. Niedoszacowane ryzyko powodowało więc jego transfer do otoczenia jako „zanieczyszczenia”, za które nikt nie ponosił wcześniej kosztów. Kumulacja ryzyka („zanieczyszczenia”) w środowisku gospodarczym doprowadziła, po przekroczeniu progu krytycznego, do jego realizacji. Jednym z pierwszych objawów realizacji takiego ryzyka w USA była rosnąca liczba niespłacalnych kredytów hipotecznych. Niedobór wpływów z zaciągniętych kredytów spowodował brak środków do obsługi obligacji hipotecznych typu MBS. Inwestorzy w MBS mieli zakontraktowane z SPV kwoty płatności w określonych terminach. Kwoty zakontraktowanych płatności nie były pokrywane przez sumę środków pochodzących od kredytobiorców i kapitał SPV. Sytuacja taka nie miałaby miejsca, gdyby kapitały SPV były na poziomie podobnym do banku, a także, gdyby banki doszacowały ryzyko klientów.

Utrzymywana asymetria regulacyjna pomiędzy wymaganiami kapitałowymi dla banku oraz brakiem takich wymagań wobec SPV jest dobrym przykładem określającym nową koncepcję regulacyjną w sektorze finansowym, która powinna polegać na symetrycznym obciążaniu wymaganiami kapitałowymi wszystkich instytucji proporcjonalnie do poziomu podejmowanego i transferowanego ryzyka. Końcowym efektem asymetrii regulacyjnej była systemowa realizacja ryzyka, którego koszty musiały pokrywać rządy poszczególnych krajów z pieniędzy podatników. W dyskusjach dotyczących przyczyn kryzysu niesłusznie eksponujemy winę nadzorców, gdy tymczasem należy sądzić, że to właśnie asymetria regulacyjna była głównym źródłem do tworzenia „kombinatorских” instytucji oraz instrumentów, które powstawały w myśl zasady – „co nie jest prawem zabronione to jest dozwolone”. W takiej sytuacji trudno sobie wyobrazić, jak nadzorca mógłby jako egzekutor, a nie ustawodawca prawa, wpływać na tworzenie kryzysu. Kryzys azjatycki w 1997 r. miał podłoże, w którym to fundusze hedgingowe nie posiadały kapitału adekwatnego do poziomu ryzyka dla zabezpieczanych portfeli bankowych kredytów hipotecznych⁸. Problem ten był bardzo podobny do sytuacji podczas kryzysu w 2007 r., a więc asymetria regulacyjna stała się kolejny raz przyczyną kryzysu. Można przypuszczać, że tym razem nie trzeba będzie czekać kolejnych dziesięciu lat, aby przejść podobne doświadczenia, gdyż brak podjęcia odpowiednich i zintegrowanych w skali globalnej działań ustawodawczych, doprowadzi do kryzysu dużo wcześniej, i to na dużo większą skalę.

Opodatkowanie tylko banków byłoby nieskutecznym i nieuzasadnionym rozwiązaniem, a pomijanie asymetrycznej koncepcji opodatkowania wszystkich instytucji

⁸ Z. Krysiak, *Ryzyko kredytowe a wartość firmy*, Oficyna Ekonomiczna Wolters Kluwer, Kraków 2006.

w sektorze finansowym byłoby wręcz działaniem na szkodę gospodarki. Kwestia opodatkowania instytucji finansowych jest zapewne kluczowa dla gospodarki ze względu na skalę aktywów jakimi zarządza sektor finansowy, jednak problem jest znacznie szerszy w związku z powiązaniem tego zagadnienia z kosztami i cenami transakcyjnymi usług i produktów finansowych dla innych podmiotów poza sektorem finansowym. Brak odpowiednich regulacji dotyczących tzw. podatku Pigou powoduje zaniżenie kosztów transakcyjnych, co prowadzi najpierw do ustalenia się popytu na wyższym poziomie niż wynosiłby popyt potencjalny przy pełnych kosztach⁹. Podwyższony popyt na kredyty hipoteczne wiązał się z udzielaniem kredytów dla osób, których nie było na to w rzeczywistości stać, co w końcowym efekcie wiązało się z niewypłacalnością kredytobiorców.

4. RYZYKO SYSTEMOWE KUMULACJĄ RYZYKA Z SEKTORÓW STRATEGICZNYCH

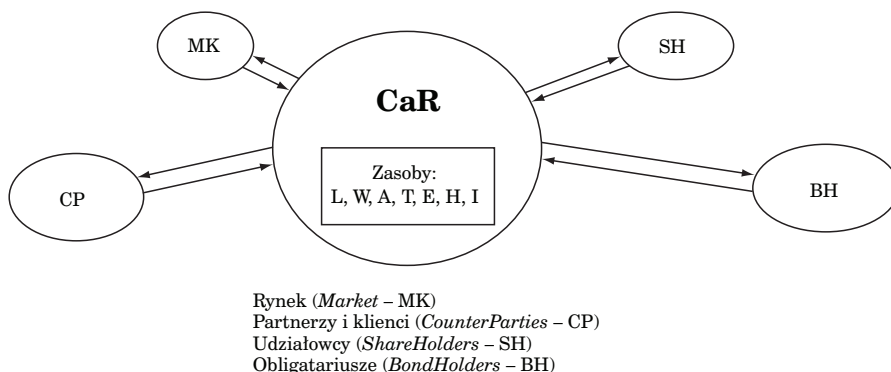
Pomiędzy funkcjonującym przedsiębiorstwem z jego partnerami handlowymi, klientami, udziałowcami, obligatariuszami a gospodarką dochodzi do transferu ryzyka, co zobrazowano na wykresie 2. Przedsiębiorstwo przejmuje z jednej strony na siebie ryzyko, a z drugiej strony je emituje. Skumulowana wartość ryzyka w danym przedsiębiorstwie, mierzona poziomem strat w momencie realizacji ryzyka, powinna być odzwierciedlona przez poziom alokowanego kapitału adekwatnie do poziomu ryzyka (*Capital at Risk* – CaR), który chroni zasoby przedsiębiorstwa przed degradacją ich wartości, zapewniając przeżycie w momencie realizacji ryzyka.

Podejmowanie i emisja ryzyka powinny mieć odbicie w kosztach transakcyjnych i być pokryte przez kapitał jednej bądź drugiej strony transakcji transferu ryzyka. Brak odzwierciedlenia takiego ryzyka w kapitale jednej ze stron powoduje, że w momencie realizacji ryzyka podmiot, który takiego pokrycia nie ma, ponosi skutki i może nie przetrwać. Z tej perspektywy ryzyko i jego wycena staje się kluczowym przedmiotem transakcji pomiędzy stronami. Przedmiotem transakcji jest nie tylko instrument bazowy, czyli usługa lub produkt, ale także instrument pochodny, czyli koszt ryzyka¹⁰. Każda transakcja będzie wpływała na poziom skumulowanego ryzyka, a zatem na poziom kapitału alokowanego do ryzyka.

⁹ Williamson za stworzenie współczesnej teorii kosztów transakcyjnych otrzymał w 2009 r. nagrodę Nobla.

¹⁰ Kompozycja instrumentu bazowego i instrumentu pochodnego tworzy portfel, który jest wolny od ryzyka. W tym wypadku poniesienie kosztu ryzyka, a *de facto* nabycie instrumentu pochodnego poprzez alokowanie odpowiedniego kapitału na takie ryzyko, prowadzi w skrócie do stworzenia portfela odpornego na ryzyko.

Wykres 2. Schemat transferu ryzyka między podmiotami

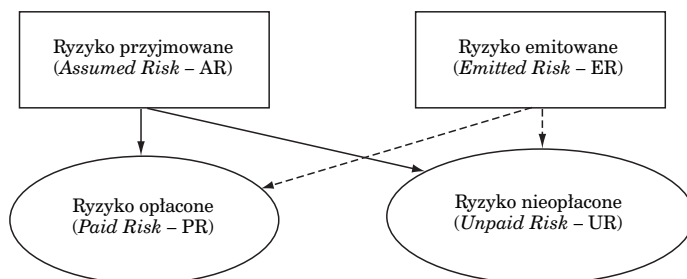


Zasoby: ziemia (L), praca (W), aktywa (A), technologia (T), talent przedsiębiorczości (E), niematerialne i intelektualne (H), informacja (I)

Źródło: opracowanie własne.

Dla zbilansowania ryzyka z potrzebnym kapitałem w obrębie danego zbioru firm należy dokonać oceny ilościowej i jakościowej ryzyka w podziale na podejmowane i emitowane ryzyko, a także analizy opłaconych (zabezpieczonych) i nieopłaconych (niezabezpieczonych) kosztów ryzyka, co schematycznie przedstawiono na wykresie 3.

Wykres 3. Emisja i kumulacja a ponoszenie kosztów ryzyka



Źródło: opracowanie własne.

Otwartość gospodarki, swoboda przepływu kapitału oraz globalizacja dynamicznie zmieniających się procesów gospodarczych prowadzą do szybkiego przyrostu niekontrolowanego ryzyka w pojedynczych przedsiębiorstwach, co poprzez kumulację w czasie i sumowanie się ryzyka całej grupy podmiotów tworzy niebezpieczne dla gospodarki ryzyko systemowe. Ryzyko takie może być tworzone w różnych

sektorach przez duże podmioty i grupy kapitałowe o strategicznym znaczeniu dla gospodarki. Realizacja takiego ryzyka prowadzi do negatywnych efektów w postaci bankructw innych podmiotów współpracujących z takimi grupami¹¹. Ryzyko systemowe wpływa także na podmioty gospodarcze nie współpracujące bezpośrednio z grupami o ryzyku systemowym¹². Bankructwo każdego podmiotu gospodarczego jest dokuczliwe nie tylko dla samego bankruta, ale dla wszystkich partnerów, między innymi dla pracowników, klientów, dostawców usług, w tym dostawców źródeł finansowania. Bankructwo lub poważne trudności jednego przedsiębiorstwa w procesie domina prowadzi do upadku lub silnych zawirowań innych podmiotów gospodarczych. Proces domina i jego skala jest tym silniejsza, im więcej przedsiębiorstw o jednakowym profilu działalności popada jednocześnie w trudności.

Przenoszenie się skutków utraty płynności finansowej lub bankructwa obserwowano podczas ostatniego kryzysu. Wówczas to można było zauważyć proces upadku wśród podmiotów będących odbiorcami usług bankowych, ubezpieczeniowych i innych z sektora finansowego. Instytucje finansowe są pośrednikami na rynku usług finansowych, a ich każdorazowe trudności będą silnie przekładały się na „dostawców” źródeł finansowania, np. depozytariuszy, jak i odbiorców źródeł finansowania, np. kredytobiorców. Zarówno depozytariusze, jak i kredytobiorcy są klientami banku, a często także kredytobiorcami.

Sektor finansowy dysponuje kapitałami finansowymi całej gospodarki, dlatego jego zachowania i kondycja będą miały wpływ na całą gospodarkę. Podobnie jest w przypadku sektora energetycznego w zakresie bezpieczeństwa i stabilności energetycznej gospodarki. Problem ryzyka w kosztach transakcyjnych jest także ważny w takich sektorach jak telekomunikacja, transport powietrzny, przemysł paliwowy, w których realizacja ryzyka może prowadzić do paraliżu gospodarczego. Doświadczenia z początku 2010 r. dotyczące paraliżu w transporcie powietrznym z powodu wybuchu wulkanu na Islandii, są przykładem realizacji ryzyka systemowego, które wpłynęło nie tylko na gospodarkę jednego kraju, ale miało zasięg globalny. Trudno usprawiedliwiać to „siłą wyższą”, gdyż okazało się, że istniały inne alternatywy, które nie zostały przez sektor lotniczy przygotowane. Jeżeli koszty poważnych kryzysów w sektorze finansowym można szacować na poziomie 30–35% PKB, to oznacza, że warto wprowadzać różne formy podatku Pigou, aby mechanizm zawodności rynku mógł być korygowany przez działanie państwa jako regulatora mechanizmu rynkowego.

¹¹ Z. Krysiak, *Wpływ sektora bankowego na cykle upadłości przedsiębiorstw*, [w:] *Cykle życia i bankructwa przedsiębiorstw*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.

¹² *Ibidem*.

5. KONCEPCJE OPODATKOWANIA BANKÓW

Dla zobrazowania trudności i złożoności problemu tworzenia kapitału na zabezpieczanie ryzyka systemowego w gospodarce zostaną przedstawione tezy i propozycje rozwiązań zabezpieczania ryzyka pochodzącego z sektora finansowego. W trakcie kryzysu w latach 2008 i 2009 koszty ratowania banków zagrożonych bankrutem ponosiło państwo. Niemiecki rząd przeznaczył na poręczenia kredytowe i bezpośrednie wsparcie dla banków pół biliona euro. Niemiecki rząd przyjął projekt ustawy, która obciąży banki kosztami walki z kryzysem. Wprowadza ona podatek od banków, przeznaczony na fundusz ratunkowy dla sektora finansowego na wypadek kolejnych kryzysów. Wpływy z nowego podatku bankowego miałyby opiewać na około 1,3 mld euro rocznie. Utworzony z tych środków fundusz służyć ma wspieraniu instytucji finansowych zagrożonych upadłością. Istnieje w takim wypadku niebezpieczeństwo, że państwo będzie ingerowało w mechanizmy rynkowe w stopniu niszczącym zdrowe mechanizmy „samoobrony” instytucji finansowych przed upadkiem, a także wyzwoli na szeroką skalę uprawianie hazardu moralnego, nie dopuszczając do pozytywnych efektów upadku instytucji nieefektywnych. Przyjęty w Niemczech projekt ustawy daje również państwu nowe możliwości restrukturyzacji wielkich banków, które popadną w tarapaty finansowe. Koncepcja podatków tworzących fundusz państwowy do wykorzystania go w celu prowadzenia restrukturyzacji banków przypomina ustawę o restrukturyzacji przedsiębiorstw i banków z 1993 r. w Polsce, której celem był transfer podmiotów z gospodarki centralnie sterowanej do wolnorynkowej. Istnieje w tym wypadku wielka obawa, czy takie rozwiązanie może być efektywne i czy przypadkiem nie będzie kryzysogenne.

Stawiane są tezy, że sektor finansowy nie jest wystarczająco opodatkowany w UE i nie przyczynia się do wzrostu i rozwoju¹³. Twierdzi się również, że sektor finansowy był główną przyczyną kryzysu finansowego, który w dodatku otrzymał znaczną pomoc rządową¹⁴ i dlatego powinien pokryć koszt odbudowania europejskich gospodarek i naprawy finansów publicznych. Opodatkowanie banków w UE przyniosłoby 25 mld euro rocznie. Przedstawiane są koncepcje skierowania środków z podatków na inne cele niż regulowanie kosztów transakcyjnych o koszty ryzyka. Proponuje się, aby taki podatek mógł zasilić, jako „nowy własny dochód”, budżet UE po 2013 r.¹⁵ Prowadzone prace nad tym zagadnieniem nie zmiierają do rozwiązywania problemu z perspektywy koncepcji podatków Pigou, gdyż rządy krajów UE pilnie poszukują nowych źródeł dochodów budżetowych, gdyż po kryzysie borykają się z nadmiernymi deficytami i długami publicznymi.

¹³ Algirdas Szemeta Komisarz UE ds. podatków, interia.pl/pap

¹⁴ *Ibidem*.

¹⁵ Komisarz ds. budżetu Janusz Lewandowski, interia.pl/pap

Na szczeblu ogólnosiwiatowym Komisja Europejska poparła ideę podatku od transakcji finansowych, który mógłby pomóc w finansowaniu wielkich wyzwań, jak polityka rozwojowa czy walka ze zmianami klimatycznymi. Na szczeblu UE Komisja Europejska zaleciła podatek od działalności finansowej, obejmujący zyski i wynagrodzenia firm z sektora finansowego – czyli rozwiązanie, za jakim opowiedziały się już, na poziomie krajowym, Niemcy (gdzie wpływy zasilają antykryzysowy fundusz bankowy) i Francja (w celu zasilenia budżetu). W ten sposób opodatkowaniu podlegałyby przedsiębiorstwa, a nie wszystkie podmioty biorące udział w transakcjach finansowych (jak w przypadku podatku od transakcji). Komisja Europejska ma zamiar przekonywać do światowego podatku od transakcji, który – przy stawce 0,1% – mógłby zapewnić 60 mld euro rocznie, nie licząc opodatkowania derywatów. Podatek obejmowałby każdą transakcję według jej wartości transakcyjnej. Poważną barierą we właściwym rozwiązaniu problemu odpowiedniej alokacji kapitału na ryzyko w bankach jest skupianie się rządów na wykorzystaniu środków z takich podatków do rozwiązywania problemów, jak pomoc rozwojowa krajów trzecich i zmiana klimatu. Są to niewątpliwie ważne tematy, ale ich eksponowanie w tym miejscu stwarza duże ryzyko wprowadzenia nieekonomicznych mechanizmów przy próbie stabilizowania i kontroli ryzyka systemowego w sektorze finansowym, co może wywołać efekt odwrotny do założonego.

Przy wyborze form i sposobu zwiększania obciążeń (podatków) dla banków, przedstawia się takie, które akcentują potrzebę zwiększania kapitałów banków. Zagadnieniem innego podejścia do adekwatności kapitałowej zajęła się Bazylea III, jednak na tym etapie nie jest to rozwiązanie satysfakcjonujące. Zaznaczają się więc dwa nurty. Jednym jest działanie rządów poszukujących przychodów budżetowych, drugim – poszukiwanie rozwiązań regulacyjnych, które będą lepiej odzwierciedlały poziom kapitału, w zależności od podejmowanego ryzyka. Wydaje się, że żaden z nurtów nie adresuje problemu natychmiastowej dostępności kapitału w sytuacji potrzeby pokrywania strat z tytułu realizacji ryzyka. Obecna koncepcja kapitału ekonomicznego ma wadę, bo nawet przy założeniu, że nominalna wartość kapitału jest wystarczająca na pokrycie strat, to jest on po prostu niedostępny, ponieważ jest zamrożony w aktywach banku. Aktywa banku w sytuacji realizacji ryzyka i potrzeby pokrycia strat są bardzo trudne do upłynnienia i wymaga to często tak długiego czasu, że może być już za późno, aby w ten sposób zachować działalność banku. W takich sytuacjach szybsze jest pozyskanie dodatkowych środków od akcjonariuszy, jeśli oczywiście jest to możliwe. Kapitał ekonomiczny banku powinien mieć takie właściwości, aby w stosunku do realizowanych strat był natychmiast dostępny. Takie rozwiązanie oznaczałoby, że kapitał ekonomiczny powinien być zainwestowany w instrumenty bardzo płynne wolne od ryzyka.

6. REGULACYJNA FUNKCJA URUCHAMIANIA MECHANIZMÓW RYNKOWYCH

Wydaje się, że działania rządów różnych krajów na świecie udzielających pomocy finansowej bankom w czasie kryzysu, pojawiły się wówczas, gdy mechanizmy rynkowe zawiodły i nie mogły sobie z takim problemem poradzić. Zawodność mechanizmów rynkowych nie jest stanem nieodwracalnym. Nie należy jednak sądzić, że podejmowanie działań pomijających mechanizmy rynkowe zakończy się powodzeniem. W związku z tym rola rządów powinna się ograniczać do poprawy mechanizmów regulacyjnych, aby uruchomić niesprawne mechanizmy rynkowe. Wiele propozycji opodatkowania instytucji finansowych w Europie i świecie jest jedynie próbami zastępowania, a nie tworzenia mechanizmu rynkowego. Instrumenty regulacyjne powinny uruchamiać właściwy mechanizm rynkowy adekwatnego uwzględniania ryzyka w kosztach transakcyjnych, aby stworzyć swego rodzaju wzajemną kontrolę podmiotów transakcji w zakresie ponoszenia kosztów transferowanego ryzyka. Obecnie często krytykowane podejście do TBTF oraz w kwestii tzw. opodatkowania banków jest negatywnym przykładem rozwiązywania poruszanego problemu przez państwa UE, a podtrzymywanie takiej koncepcji, przeczącej zasadom gospodarki wolnorynkowej i gospodarki kapitalistycznej, może prowadzić do szybszego wystąpienia następnego kryzysu.

Dla wyjaśnienia sposobu podejścia do koncepcji regulowania ryzyka w kosztach transakcyjnych, zostanie zaprezentowany praktyczny przykład uruchamiania mechanizmów rynkowych przez ustawowe działania regulatora, optymalizujące ryzyko systemowe, według modelu regulowania poziomu zanieczyszczeń środowiska naturalnego w USA w sektorze energetycznym. Celem tego przykładu nie jest podawanie recepty na rozwiązania dla opodatkowania sektora finansowego od emisji ryzyka, ale pokazanie, że rola państwa powinna ograniczyć się do stworzeniu dobrego otoczenia regulacyjnego, a nie do zarządzania procesami upadłości instytucji finansowych, tak jak próbuje się to obecnie realizować w krajach UE.

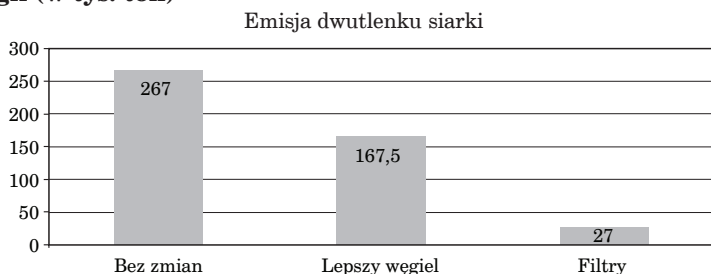
W 1990 r. wprowadzono w USA ustawę regulującą globalny poziom emitowanych zanieczyszczeń do otoczenia opartą na mechanizmach rynkowych co do metod emisji lub jej ograniczania, a także indywidualnego poziomu emisji¹⁶. W tym zakresie każda elektrownia ma swobodę postępowania i wyboru, kierując się jedynie optymalizacją rozwiązania z punktu widzenia uwarunkowań prowadzonego biznesu. W tym zakresie w stosunku do elektrowni wprowadzono w USA dwa limity dotyczące emisji dwutlenku siarki. Pierwszy dotyczy poziomu emisji globalnej dla całego rynku, czyli wszystkich elektrowni, drugi dla poszczególnych elektrowni. Limit pierwszy jest tzw. limitem twardym, którego poziomu w żaden sposób nie można przekroczyć, zaś drugi jest tzw. limitem miękkim, co oznacza, że to przedsię-

¹⁶ R. Shockley, *Real Options Valuation*, Thomson South-Western, USA 2007.

biorstwo decyduje o poziomie emisji, natomiast każdorazowo przekroczenie limitu miękkiego wiąże się z poniesieniem kosztu emisji poprzez zakup niewykorzystanego limitu od innej elektrowni.

Wprowadzone w USA regulacje w obszarze zanieczyszczania powietrza bezpośrednio oddziałują na funkcjonowanie przedsiębiorstw. Ich zaletą jest ograniczenie systemowego ryzyka, do pewnego poziomu wykorzystując mechanizmy rynkowe dotyczące rozłożenia (alokacji) zanieczyszczeń (ryzyka) w obszarze Stanów Zjednoczonych, jednocześnie minimalizując koszty takiej alokacji z uwzględnieniem wszelkich transferów zanieczyszczeń (ryzyka) w kosztach transakcyjnych. Ustalenie wymienionych dwóch limitów przez regulatora będzie wpływało na cenę transakcyjną jednostki ryzyka, ale nie będzie ostatecznie o tej cenie przesądzało. W takiej sytuacji jedne elektrownie będą wolały sprzedawać limity emisyjne, gdyż będą w stanie wprowadzić tańsze technologie ograniczające emisję, zaś dla innych będzie bardziej opłacalne płacenie za limity niż inwestowanie w ograniczanie emisji. W bilansie końcowym stopniowe zmniejszanie limitu globalnego i tak w długim okresie będzie wymuszało na wszystkich zmniejszanie emisji, jednak będzie się to dokonywało po najbardziej optymalnej ścieżce, ze względu na rozstrzyganie takich decyzji w oparciu o mechanizmy rynkowe wymuszające zachowanie określonej konkurencyjności, jak i efektywności z perspektywy maksymalizacji wartości firmy i maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy.

Wykres 4. Wielkość rocznej emisji zanieczyszczeń w zależności od rodzaju technologii (w tys. ton)

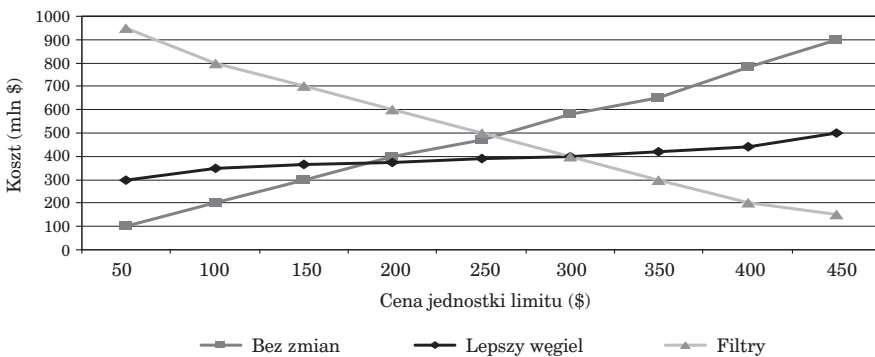


Źródło: opracowanie własne na podstawie: R. Shockley, *Real Options...*, op. cit.

Na wykresie 4 zaprezentowano przykładowe warianty rozwiązań technologicznych, które są uruchamiane w zależności od wyznaczonych limitów emisji zanieczyszczeń. Uruchamianie określonych technologii nie jest przymusowe, ale każde przedsiębiorstwo podejmuje decyzje na podstawie własnego rachunku efektywności, w którym jedynym ograniczeniem jest rynkowa cena zakupu limitu na emisję zanieczyszczeń. Omawiany przypadek regulacji został wdrażany w dwóch etapach. Pierwszy etap od 1995 r. do 1999 r., zaś drugi etap od 2000 r. Jedna elektrownia po-

siada w pierwszym etapie roczny limit emisji dwutlenku siarki równy 255 tys. ton, zaś w drugim etapie 122 tys. ton¹⁷. Globalny limit dla wszystkich elektrowni oraz sytuacja rynkowa będą kształtowały cenę transferu jednej tony dwutlenku siarki. Optymalizacja rozwiązania co do działań podejmowanych przez przedsiębiorstwo może się opierać na wariantach, których wybór będzie podyktowany rachunkiem opłacalności. Decyzje co do podejmowanych działań będą miały charakter opcyjny, to znaczy, że wybór każdego z wariantów będzie mógł być przesuwany w czasie, a jego realizacja będzie następować w momencie, gdy wartość opcji będzie najwyższa. Takie podejście powoduje maksymalizację wartości firmy wraz ze wzrostem wartości opcji.

Wykres 5. Poziom kosztów dostosowania do wymagań regulacyjnych



Źródło: opracowanie własne na podstawie: R. Shockley, *Real Options...*, op. cit.

Na wykresie 5 zaprezentowano koszty związane z dostosowaniem do regulacji z uwzględnieniem rachunku opłacalności dla różnych wariantów technologicznych z perspektywy długiego okresu – do 2018 r. Czynnikiem kluczowym, jak wynika z wykresu 5, jest rynkowa cena limitu emisji zanieczyszczeń. Wynika z tego, że bardzo kapitałochłonne technologie, jak instalacja filtrów, są najbardziej opłacalne jeśli bierze się pod uwagę zachowanie się rynkowych cen limitu na emisję gazu. Przykład tego rozwiązania regulacyjnego pokazuje, że ograniczanie i kontrola ryzyka systemowego z perspektywy *ex ante* jest możliwe i jest najbardziej efektywne wówczas, gdy zostaną uruchomione jednocześnie mechanizmy rynkowe.

¹⁷ R. Shockley, *Real Options...*, op. cit.

PODSUMOWANIE

Opodatkowanie banków jest zbyt wąską perspektywą w procesie rozwiązywania problemów związanych z przyczynami kryzysu oraz wdrażaniem rozwiązań do zwiększania stabilności systemu finansowego. Kluczowym zagadnieniem w profilaktyce antykryzysowej wydaje się asymetria regulacyjna w całym zbiorze instytucji finansowych oraz adekwatność kapitałowa w odniesieniu do kosztów transakcyjnych usług finansowych. Problem ryzyka w kosztach transakcyjnych okazuje się niezwykle ważny nie tylko z perspektywy stabilności systemu gospodarczego, ale przede wszystkim z perspektywy rozwoju instytucji finansowych i ich rynkowego działania. Koszty ryzyka determinują silnie nie tylko wartość, ciągłość działania, ale i konkurencyjność instytucji finansowych. Problemy dotyczące regulowania tego zagadnienia są wielkim wyzwaniem, i chyba są to kluczowe zagadnienia dla funkcjonowania i stabilności gospodarki oraz sektora finansowego. Problem ryzyka w kosztach transakcyjnych ma szansę poprawnie funkcjonować pod warunkiem, że rola regulatora ograniczy się tylko, i aż, do funkcji uruchamiania mechanizmów rynkowych. Wnioskiem z kryzysu, dyskusji i działań podejmowanych przez regulatorów po kryzysie, może być teza, że regulacje *ex ante* o charakterze długofalowym i strategicznym dla gospodarki z perspektywy ryzyka w kosztach transakcyjnych mogą stać się bardzo dobrym stimulatorem uruchamiania i przywracania mechanizmów rynkowych, redukując w ten sposób efekt niezawodności mechanizmu rynkowego do minimum.

Bibliografia

Krysiak Z., *Ryzyko kredytowe a wartość firmy*, Oficyna Ekonomiczna Wolters Kluwer, Kraków 2006.

Krysiak Z., *Wpływ sektora bankowego na cykle upadłości przedsiębiorstw*, [w:] *Cykle życia i bankructwa przedsiębiorstw*, red. E. Mączyńska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.

Krysiak Z., *Jakość zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwach działających w Polsce*, [w:] *Zarządzanie zintegrowanym ryzykiem przedsiębiorstwa w Polsce*, red. S. Kasiewicz, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.

Lam J., *Enterprise risk management*, John Wiley&Sons, New Jersey 2003.

Shockley R., *Real Options Valuation*, Thomson South-Western, USA 2007.

Veron N., Goldstein M., *To Big to Fail: The Transatlantic Debate*, Peterson Institute for International Economics, 2011.

Veron N., *Europe Needs Consistency in Welcoming Foreign Investors*, Bruegel Institute www.piie.com/realtime/, 2011.

Wybrane aspekty dodatkowego opodatkowania banków w kontekście debaty na forum Unii Europejskiej, strona internetowa NBP, 15 X 2010 r.