

Nr 1(46) 2012

ISSN 1429-2939

BEZPIECZNY BANK

BFG

BANKOWY FUNDUSZ GWARANCYJNY

Nr 1(46) 2012

**BEZPIECZNY
BANK**

BFG

BANKOWY FUNDUSZ GWARANCYJNY

BEZPIECZNY BANK jest czasopismem wydawanym przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny od 1997 roku, poświęconym zagadnieniom stabilności systemu finansowego, ze szczególnym uwzględnieniem systemu bankowego.

KOMITET REDAKCYJNY:

Jan Szambelańczyk – redaktor naczelny
Małgorzata Iwanicz-Drozdowska
Ryszard Kokoszczyński
Bogusław Pietrzak
Jan K. Solarz
Romuald Szymczak – sekretarz redakcji
Ewa Teleżyńska – sekretarz redakcji

RADA PROGRAMOWO-NAUKOWA:

Dariusz Daniluk – Przewodniczący
Dariusz Filar
Bogusław Grabowski
Andrzej Gospodarowicz
Jerzy Nowakowski
Leszek Pawłowicz
Krzysztof Pietraszkiewicz
Jerzy Pruski

Artykuły publikowane w **BEZPIECZNYM BANKU** są recenzowane.

Za publikację naukową w **BEZPIECZNYM BANKU** Minister Nauki i Szkolnictwa Wyższego przyznał sześć punktów.

REDAKCJA:

Krystyna Kawerska

WYDAWCA:

Bankowy Fundusz Gwarancyjny
ul. Ks. Ignacego Jana Skorupki 4
00-546 Warszawa

SEKRETARIAT REDAKCJI:

Ewa Teleżyńska
Telefon: 22 583 08 78
e-mail: ewa.telezynska@bfg.pl

Informacje dotyczące wymogów formalnych i edytorskich dla autorów publikacji znajdują się na stronie: www.bfg.pl/wymagania-dla-autorow

www.bfg.pl



Opracowanie komputerowe, druk i oprawa:
Dom Wydawniczy ELIPSA
ul. Inflancka 15/198, 00-189 Warszawa
tel./fax 22 635 03 01, 22 635 17 85
e-mail: elipsa@elipsa.pl, www.elipsa.pl

W numerze

Małgorzata Iwanicz-Drozdowska – *Od Redakcji* 5

Problemy i poglądy

Monika Marcinkowska – *Porównawcza analiza finansowa banków* 7

Marta Kawecka – *Ocena standingu instytucji finansowej na podstawie jej sprawozdań finansowych* 35

Agnieszka K. Nowak, Anna Matuszyk – *Wykorzystanie metody DEA do oceny efektywności banków komercyjnych* 57

Dorota Skąła – *Uwarunkowania i znaczenie procesów zarządzania dochodami w bankach* 81

Piotr Łasak – *Nowe regulacje dla shadow banking* 104

Miscellanea

Romuald Szymczak – *Informacja na temat zasad gwarantowania depozytów w systemie tureckim* 137

Recenzje

Jolanta Szołno-Koguc – *Marcin Wiśniewski, Ocena zdolności kredytowej gminy, Wyd. Difin, Warszawa 2011* 145

Stanisław Ryszard Domański – *Paul H. Dembiński, Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa 2011* 149

OD REDAKCJI

Bank, który można uznać za bezpieczny, charakteryzuje m.in. dobra – bądź bardzo dobra – kondycja finansowa. Ocena tej kondycji jest ważna z perspektywy zadań, jakie stoją przed instytucjami sieci bezpieczeństwa finansowego. Wczesne rozpoznanie problemów bądź niekorzystnych tendencji, powinno umożliwić szybką reakcję i wskazanie niezbędnych działań zaradczych. Od wielu lat podejmowane są próby stworzenia systemów analitycznych, które ułatwiłyby to zadanie. Problemem w zbudowaniu takiego systemu nie jest brak narzędzi, lecz dynamicznie zmieniające się otoczenie działalności bankowej. Jak pokazują doświadczenia, kreatywność i innowacyjność (nie zawsze odpowiednio przejrzysta) w dziedzinie finansów utrudniają stworzenie narzędzia analitycznego o wysokiej skuteczności, chyba że sektor bankowy trzyma się z daleka od mało przejrzystych innowacji.

Ze względu na wagę tego problemu, 4 artykuły w bieżącym numerze „Bezpiecznego Banku” zostały poświęcone wybranym zagadnieniom oceny kondycji banków. Zaprezentowano w nich nie tylko różnorodne narzędzia wykorzystywane do oceny, ale także praktyczne problemy, które utrudniają jej przeprowadzenie z zastosowaniem standardowych narzędzi.

Autorzy skoncentrowali swoją uwagę na:

- ❖ analizie porównawczej banków, która odgrywa kluczową rolę dla właściwej interpretacji i tym samym dla prawidłowego wnioskowania;
- ❖ problemach z wykorzystaniem sprawozdań finansowych jako podstawowego źródła danych i informacji do oceny działalności banku – dzięki analizie różnic pomiędzy amerykańskimi standardami rachunkowości (US GAAP) a standardami międzynarodowymi (MSR/MSSF) można wykazać, w jaki sposób Lehman Brothers ukrywał swoją rzeczywistą ekspozycję na ryzyko; jest to interesujący przykład, z którego płynie nauka nie tylko dla analityków rynkowych, ale także dla instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego;
- ❖ zastosowaniu metody DEA (*data envelopment analysis*) do oceny efektywności banków – jest to jedna z technik (odmienna od typowych wskaźników finansowych) pozwalająca ocenić efektywność działania względem *benchmarku*; w artykule zaprezentowano wyniki badań dla 12 wybranych banków komercyjnych działających w Polsce;

- ❖ znaczeniu zarządzania dochodami (*earnings management*) dla rzetelności prowadzonych analiz finansowych; jednym z elementów jest wygładzanie dochodów (*income smoothing*) dzięki tworzeniu/rozwiązywaniu odpisów na portfel kredytowy; ocena jakości portfela kredytowego oraz poziomu tworzonych rezerw/odpisów jest jednym z kluczowych elementów w ocenie kondycji banków.

Ze względu na trwający globalny kryzys finansowy i wiele zmian, jakie ze sobą niesie, zaprezentowano także *shadow banking* i nowe regulacje tej sfery działalności finansowej w USA. *Shadow banking* uważa się za jedno ze źródeł kryzysu.

Tradycyjnie swoje miejsce w „Bezpiecznym Banku” znajdują analizy zagranicznych systemów gwarantowania depozytów. Tym razem dokonano prezentacji rozwiązań tureckich.

W końcowej części numeru Czytelnicy odnajdą recenzje dwóch książek. Pierwsza z nich dotyczy oceny zdolności kredytowej gminy i mieści się w kręgu zagadnień związanych z zarządzaniem ryzykiem w bankowości. Druga zaś nawiązuje do trwającego kryzysu finansowego. Nie koncentruje się ona jednak na toksycznych instrumentach finansowych czy niewłaściwej polityce kredytowej, lecz na kwestiach fundamentalnych relacji pomiędzy światem finansów a gospodarką. Wymowny jest tytuł tej publikacji *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*. Lektura skłania do refleksji nad rolą finansów w gospodarce. Bardzo dobrze ujmuje to tytuł oryginału: *Finance servante ou finance trompeuse (finanse służebne czy finanse oszukańcze)?*

Z życzeniami miłej lektury!

Małgorzata Iwanicz-Drozdowska

Problemy i poglądy

*Monika Marcinkowska**

PORÓWNAWCZA ANALIZA FINANSOWA BANKÓW

WSTĘP

Analiza finansowa banków (jak i innych podmiotów) służy sformułowaniu oceny na temat kondycji finansowej tego podmiotu lub wybranego obszaru jego działalności. Aby możliwe było wydanie osądu wartościującego, konieczne jest uprzednie ustalenie: celu oceny, podmiotu, przedmiotu i zakresu oceny, kryteriów oceny, podstawy odniesienia oceny¹. Celem niniejszego opracowania jest wskazanie zasad dokonywania analizy porównawczej, czyli adekwatnego doboru podstawy odniesienia oceny wskaźników finansowych² i interpretacji wyników. Przedstawione są zasady dokonywania analiz porównawczych, z uwzględnieniem kwestii metodycznych, często pomijanych w publikacjach z zakresu analizy finansowej.

* Doktor hab. Monika Marcinkowska, prof. nadzw. Uniwersytetu Łódzkiego, jest kierownikiem Zakładu Finansów i Rachunkowości Banków.

¹ M. Marcinkowska, *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2007, s. 240.

² Pominięto tu prezentację samych wskaźników stosowanych w analizie finansowej banków; ich definicje i zasady kalkulacji przedstawiają m.in. prace: M. Marcinkowska, *Ocena działalności...*, *op. cit.*; A. Kopiński, *Analiza finansowa banku*, PWE, Warszawa 2008; M. Iwanicz-Drozdowska, *Metody oceny działalności banku*, Poltext, Warszawa 1999; D.R. Fraser, L.M. Fraser, *Ocena działalności banku komercyjnego. Analiza finansowa*, Związek Banków Polskich, Warszawa 1996. Ogólne zasady analizy finansowej przedstawia np. D. Wędzki w pracy *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*. Tom 2. *Wskaźniki finansowe*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2009.

1. KIERUNKI PORÓWNAŃ

Analiza finansowa wskazuje określone zależności między różnymi wielkościami finansowymi, pozwala na dokonanie oceny wybranych obszarów działalności przedsiębiorstwa. Należy jednak zauważyć, że wiele publikacji pomija istotny – o ile nie kluczowy – etap analizy finansowej: dokonanie porównań obliczonych wielkości z wybranym poziomem odniesienia. Analiza wskaźnikowa (zarówno wstępna, jak i rozszerzona) wymaga bowiem – oprócz określenia zjawisk poddanych ocenie, wyboru kryteriów oceny i doboru adekwatnych narzędzi analitycznych, a także przeprowadzenia zasadniczego badania (obliczenia wskaźników), wymaga ich zrelatywizowania. Dla właściwej oceny i interpretacji obliczonych wielkości konieczne jest przeprowadzenie porównań z wybranym poziomem odniesienia. W praktyce gospodarczej stosuje się porównania³:

- ❖ strukturalne (składników z ich sumami),
- ❖ wewnętrzne (czasowe),
- ❖ zewnętrzne (przestrzenne, geograficzne),
- ❖ ze wzorcami (wielkościami postulowanymi/pożądanymi, benchmarkami) lub planami.

2. ANALIZY STRUKTURALNE

Analizy strukturalne (zwane też porównaniami bilansowymi) służą określeniu wartości różnych składników tworzących pewną całość. Dokonywane są na podstawie obliczenia udziału poszczególnych elementów w określonej wielkości i wyrażone w procentach lub w ułamkach. Najczęściej podstawą odniesienia jest suma konkretnych pozycji (np. suma bilansowa – w analizie struktury aktywów i pasywów, suma przychodów, bądź suma kosztów w analizie odpowiednio dodatnich, bądź negatywnych składników rachunku zysków i strat).

W przypadku, gdy analizie poddane są dane niesumujące się, należy wybrać jedną pozycję, której przypisuje się wartość 100%. Wybór tej pozycji powinien być podyktowany względami merytorycznymi tak, by wyniki miały sens ekonomiczny i związane były z celem analizy. Nie jest uzasadnione przyjmowanie jako podstawy odniesienia pozycji, która może przyjmować wartości ujemne (jak to bywa np. w przypadku wyniku netto), ma niewielkie znaczenie (np. pozostałe przychody operacyjne) lub też trudno wskazać logiczne merytoryczne powiązanie między analizowanymi wielkościami (np. odnosząc wielkość odpisów na rezerwy celowe do wyniku z tytułu prowizji).

³ Por.: S. Stachak, *Wstęp do metodologii nauk ekonomicznych*, Książka i Wiedza, Warszawa 1997, s. 203. Autor nazywa te porównania odpowiednio: bilansowymi, pionowymi, poziomymi i z wzorcami.

Przykładowo, w analizie struktury rachunku zysków i strat banku jako podstawę odniesienia przyjmuje się najczęściej wartość wyniku z działalności bankowej⁴ (jako podstawowego poziomu tworzenia wyniku banku). Zwykle przyjmuje on wartość dodatnią, jest znaczącą kwotą i łatwo wskazuje się związek merytoryczny z analizowanymi wielkościami (tj. wskazuje się, w jakim stopniu jest tworzony przez poszczególne pozycje, np. wynik z tytułu odsetek, oraz w jakiej części jest przeznaczony/rozdysponowany na inne, np. koszty działalności bankowej).

W analizie finansowej analiza struktury zwykle zwana jest analizą pionową, z racji pionowego zestawienia analizowanych danych.

Wyniki analiz strukturalnych mogą być – a nawet powinny – poddane dalszym porównaniom, tj.:

- ❖ w przestrzeni – np., czy udział należności w sumie bilansowej badanego banku w porównaniu z konkurentami jest większy, mniejszy, taki sam?
- ❖ w czasie – np., czy udział należności w sumie bilansowej badanego banku jest większy, mniejszy, taki sam, jak w okresie poprzednim?
- ❖ ze wzorcami – np., czy udział należności w sumie bilansowej badanego banku jest większy, mniejszy, taki sam, jak planowany/postulowany?

3. PORÓWNANIE W CZASIE

3.1. Zasady porównań czasowych

Porównania wewnętrzne (czasowe) dotyczą tych samych elementów występujących w jednostce w różnych okresach. Umożliwiają one śledzenie zmian i tendencji w kształtowaniu się określonych wielkości w czasie. Porównania w czasie pozwalają na ocenę dynamiki zjawisk, ocenę rozmiarów i tempa zmian tych zjawisk w badanym okresie, w relacji do poprzednich okresów.

Ocena kierunku i tempa zmian zależy przede wszystkim od tego, jakiego typu zmienne są poddane analizie; w przypadku wskaźników finansowych, pozytywnie oceniany jest wzrost stymulant i spadek destymulant, negatywnie: wzrost destymulant i spadek stymulant; w przypadku wskaźników będących nominantami ocena dynamiki zależna jest od bazowego poziomu analizowanych wielkości (pozytywne jest zbliżanie się do wielkości określanej jako pożądana). Nie jest wszakże możliwe dokonanie jednoznacznej oceny, czy zmiany te mają charakter pozytywny, czy są typowe w danych warunkach – wymaga to przeprowadzenia dalszych porównań – z wzorcami lub wielkościami planowanymi; niekiedy ocena warunkowana jest także porównaniami strukturalnymi. Dokonując porównań w czasie, niezbędne

⁴ Wykazywanego w sprawozdaniu przygotowanym według PSR, bądź też oszacowanego samodzielnie, o ile bank stosuje MSR/MSSF.

jest zatem przyjrzenie się współzależności różnych wskaźników, a także innym charakterystykom analizowanego banku.

Przykładowo, wzrost wartości udzielonych przez bank kredytów generalnie jest postrzegany pozytywnie, jednakże nadmierny wzrost (tj. wzrost, którego tempo przekracza pewną wielkość wzorcową – np. 30% rocznie – lub nie jest dostosowany do uwarunkowań makroekonomicznych i wewnętrznych banku) może stanowić zagrożenie dla stabilności banku, zatem zostanie oceniony negatywnie. Ponadto, odmiennie oceniane będzie tempo przyrostu akcji kredytowej w przypadku banku nowo powstałego, a inaczej – banku, który prowadzi ustabilizowaną działalność.

W analizie finansowej analiza zmian w czasie zwana jest niekiedy analizą poziomą (horyzontalną), z racji poziomego porównywania analizowanych danych (wierszy poszczególnych kolumn zawierających dane dla kolejnych okresów).

Analiza czasowa polega na porównaniu wielkości poszczególnych pozycji sprawozdania finansowego w kolejnych badanych okresach. Pozwala to na ocenę dotychczasowych zmian pozycji sprawozdawczych oraz umożliwia wskazanie tendencji i wyznaczenie trendów, mogących np. służyć prognozowaniu kształtowania się analizowanych pozycji w przyszłości.

Zmiany w czasie można wyrazić jako⁵:

- ❖ zmianę bezwzględną,
- ❖ tempo zmian,
- ❖ wskaźnik zmian.

W interpretacji zmian należy odróżnić ocenę tego, które pozycje najbardziej wzrosły (które kwoty zmian były najwyższe), od tego, które pozycje zmieniły się w najwyższym stopniu (których tempo zmian było największe).

Analiza *zmian absolutnych* (bezwzględnych) polega na prezentacji kwot, o jakie zmieniły się dane wielkości. Na tej podstawie określa się kwotę wzrostu lub spadku wartości pozycji w analizowanych okresach:

$$\text{zmiana bezwzględna} = \text{wartość pozycji w badanym okresie} - \text{wartość pozycji w okresie bazowym}$$

np.

- a) jeśli w roku n suma aktywów wyniosła 120 zł, a w roku $n-1$ wynosiła ona 100 zł, wówczas zmiana absolutna wynosi: $120 - 100 = 20$ zł; powiemy zatem, że suma aktywów wzrosła o 20 zł,
- b) jeśli w roku n suma aktywów wyniosła 80 zł, a w roku $n-1$ wynosiła ona 100 zł, wówczas zmiana absolutna wynosi: $80 - 100 = -20$ zł; powiemy zatem, że suma aktywów zmalała o 20 zł.

⁵ M. Marcinkowska, *Ocena działalności...*, op. cit., s. 256–260.

Tempo zmian (zmiana względna) określane jest jako stosunek zmiany absolutnej do poziomu bazowego (wielkości uznanej za podstawę odniesienia) i informuje o ile procent zwiększyła się lub zmniejszyła wartość badanej pozycji w analizowanych okresach (czyli, jakie było tempo zmian w tych okresach):

$$\text{tempo zmian} = \frac{\text{zmiana bezwzględna}}{\text{wartość pozycji w okresie poprzednim (bazowym)}} \times 100\%$$

np.

a) zmiana bezwzględna w naszym przykładzie wyniosła +20, zatem zmianę względną obliczymy jako: $(20/100) \times 100\% = 20\%$, czyli suma aktywów wzrosła o 20% w stosunku do poprzedniego roku, lub roczne tempo zmiany sumy aktywów wyniosło 20%;

b) przy zmianie bezwzględnej o (-20), zmiana względna wynosi: $[(-20)/100] \times 100\% = -20\%$, czyli suma aktywów zmalała o 20% w stosunku do poprzedniego roku, lub roczne tempo zmiany sumy aktywów wyniosło (-20%).

Wskaźnik zmian (dynamika) jest to relacja poziomu pozycji w danym okresie do jej poziomu w okresie bazowym (np. poprzednim), czyli przyjmuje się, że wartość danej pozycji w poprzednim okresie stanowi 100%:

$$\text{wskaźnik zmian} = \frac{\text{wartość pozycji w badanym okresie}}{\text{wartość pozycji w okresie poprzednim (bazowym)}}$$

Wskaźnik ten można również wyrazić w procentach:

$$\text{wskaźnik zmian} = \frac{\text{wartość pozycji w badanym okresie}}{\text{wartość pozycji w okresie poprzednim (bazowym)}} \times 100\%$$

np.

a) suma aktywów w roku bieżącym stanowi 1,2 (lub 120%) kwoty z roku poprzedniego,

b) suma aktywów w roku bieżącym stanowi 0,8 (lub 80%) kwoty z roku poprzedniego.

Jeżeli wskaźnik dynamiki jest:

- ❖ wyższy od 100% (1,0), oznacza to, że badana wielkość z okresu na okres rośnie,
- ❖ równy 100% (1,0), oznacza to, że badana wielkość nie zmienia się,
- ❖ mniejszy od 100% (1,0), oznacza to, że badana wielkość maleje.

Nie ma konieczności obliczania zarówno wskaźnika tempa zmian, jak i wskaźnika zmian, ponieważ łatwo określić poziom jednego z nich, gdy został określony drugi: dodajemy zmianę względną do 100%, np. a) $100\% + 20\% = 120\% = 1,2$; b) $100\% + (-20\%) = 80\% = 0,8$. Jednoczesne stosowanie obydwu wskaźników jest

zbędne, nie daje bowiem żadnych dodatkowych korzyści. Pamiętać jedynie należy o odpowiednim opisie (interpretacji) obliczonych wskaźników. Powiemy np., że należności wzrosły w ciągu roku o 20% (lub wzrosły w tempie 20% rocznie), bądź też, że należności w roku n stanowią 120% (lub 1,2) wartości na koniec poprzedniego roku.

W przypadku, gdy dysponuje się danymi za kilka kolejnych okresów sprawozdawczych, za podstawę odniesienia (wielkości bazowe) można wybrać:

- ❖ zawsze poprzedni okres – budowane są wówczas tzw. wskaźniki łańcuchowe,
- ❖ zawsze jeden z badanych okresów (np. najstarszy) – tworzy się więc tzw. wskaźniki jednopodstawowe.

W praktyce warto policzyć wskaźniki łańcuchowe (zmiany z okresu na okres) i uzupełnić je wskaźnikami jednopodstawowymi – będziemy wówczas dysponować informacjami o tym, jak zmieniły się dane pozycje w ciągu całego okresu objętego badaniem (np. łącznie w ciągu okresu pięcioletniego), a także szczegółowymi informacjami o zmianach, jakie zachodziły w poszczególnych okresach (czyli z roku na rok).

Istnieje kilka przypadków, gdy nie należy liczyć wskaźników dynamiki. Przede wszystkim ma to miejsce w przypadku ograniczeń matematycznych: gdy w okresie bazowym (stanowiącym podstawę odniesienia) dana wielkość osiągała wartość zerową – musielibyśmy bowiem próbować dzielić przez zero. Kolejnym przypadkiem jest sytuacja, gdy w roku bazowym dana pozycja osiąga wielkość ujemną – tu problemy rodzi interpretacja wyników, konieczne jest bowiem przyjęcie kwoty ujemnej jako 100% i wyrażanie zmian wartości jako odsetek kwoty ujemnej. W przypadku, gdy we wszystkich badanych okresach dana pozycja przyjmuje wartość ujemną, można przyjąć do obliczeń jej wartości bezwzględne, w interpretacji wskazując, że wartości zmian odnoszą się do straty (a nie wyniku), np.: strata zmniejszyła się o połowę, strata dwukrotnie wzrosła. Można jednak wybrać konsekwentne nieobliczanie wskaźników dynamiki również w tych przypadkach (por. tabela 1).

Tabela 1. Przykłady obliczania zmian kwotowych i procentowych

Rok n	Rok $n-1$	Zmiana kwotowa $n - (n-1)$	Zmiana procentowa $n - (n-1)$ $(n-1)$
110	100	+10	+10
200	100	+100	+100
0	100	-100	-100
-100	100	-200	-200
100	100	0	0
100	0	+100	-
0	-100	+100	-
-200	-100	-100	-(ew. -100)
-50	-100	+50	-(ew. +50)

Źródło: M. Marcinkowska, *Ocena działalności...*, op. cit., s. 259.

R. Pałczyńska-Gościński sugeruje, aby w przypadku, gdy w okresie bazowym występuje wielkość ujemna, tempo zmian liczyć jako relację zmiany absolutnej do wartości bezwzględnej wielkości odniesienia (gdy nie jest ona zerem)⁶:

$$\text{tempo zmian} = \frac{\text{zmiana bezwzględna}}{\text{wartość pozycji w okresie poprzednim (bazowym)}} \times 100\%$$

Przedstawione w poprzednim przykładzie zmiany kwotowe i procentowe pokazuje tabela 2.

Tabela 2. Zmiany kwotowe i procentowe

Rok <i>n</i>	Rok <i>n-1</i>	Zmiana kwotowa <i>n - (n-1)</i>	Zmiana procentowa <i>n - (n-1)</i> <i>(n-1)</i>
110	100	+10	+10
200	100	+100	+100
0	100	-100	-100
-100	100	-200	-200
100	100	0	0
100	0	+100	-
0	-100	+100	+100
-200	-100	-100	-100
-50	-100	+50	+50

Źródło: M. Marcinkowska, *Ocena działalności...*, op. cit., s. 259.

Gdy podmiot działa w gospodarce inflacyjnej, informacje o dynamice są obciążone skutkiem zmian cen. Nawet jeśli inflacja ma relatywnie niski poziom, w przypadku analiz dotyczących dłuższych okresów jej łączny wpływ może być znaczący. Należy zatem dokonać korekty wskaźników dynamiki o poziom ogólnego tempa wzrostu cen. Dokonujemy tego, wyrażając wartości z roku bazowego (np. z poprzedniego roku) w cenach wybranego okresu (np. bieżącego). Uzyskamy wówczas tzw. wskaźniki zmian realnych, w odróżnieniu od obliczonych wcześniej wskaźników zmian nominalnych:

$$\text{wskaźnik zmian realnych} = \frac{\text{wartość pozycji w badanym okresie}}{\text{wartość pozycji w okresie bazowym} \times (1 + \text{wskaźnik inflacji})} \times 100\%$$

lub

$$\text{wskaźnik zmian realnych} = \frac{\text{wskaźnik zmian nominalnych}}{(1 + \text{wskaźnik inflacji})} \times 100\%$$

⁶ R. Pałczyńska-Gościński, *Dylematy analizy finansowej w ocenie zasadności kontynuacji działalności przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, Nr 3 (59), SKWP, Warszawa 2001.

Jeśli zatem w badanym okresie zanotowano inflację na poziomie 15%, wskaźniki zmian realnych wyniosą:

- a) suma aktywów realnie stanowi $\frac{120}{100 \times 1,15} = \frac{120}{115} = 1,043$ kwoty z poprzedniego roku,
- b) suma aktywów realnie stanowi $\frac{80}{100 \times 1,15} = \frac{80}{115} = 0,695$ kwoty z poprzedniego roku.

Wskaźniki tempa zmian natomiast wynoszą:

- a) suma aktywów realnie wzrosła o
- $$\frac{120 - (100 \times 1,15)}{100 \times 1,15} \times 100\% = \frac{80 - 115}{115} \times 100\% = 4,3\%$$
- b) suma aktywów realnie zmniejszyła się o
- $$\frac{80 - (100 \times 1,15)}{100 \times 1,15} \times 100\% = \frac{80 - 115}{115} \times 100\% = -30,4\%$$

Również w tym przypadku możliwe jest policzenie wskaźników jednopodstawowych; należy wówczas zastosować wskaźnik łącznej inflacji w całym badanym okresie (będący iloczynem wskaźników inflacji w poszczególnych podokresach).

Należy się teraz zastanowić, jakie wskaźniki inflacji powinny być użyte do obliczeń dynamiki realnej. W przypadku większości analiz finansowych (w szczególności dotyczących instytucji finansowych) na ogół jest stosowany wskaźnik zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI), choć w niektórych przypadkach może się okazać, że inny wskaźnik będzie właściwszy.

Przy sprawozdaniach zawierających dane o kształtowaniu się jakichś pozycji w okresie (czyli strumienie – np. rachunek zysków i strat za dany rok) poprawne metodologicznie jest stosowanie wskaźnika inflacji średniorocznej. Gdy analizie poddane są stany jakichś pozycji na dany moment (np. bilans na koniec roku), należy przyjąć do obliczeń wskaźnik rok do roku (lub innych momentów – odpowiednio do dat, na które sporządzone są sprawozdania poddane analizie).

Gdy istnieje możliwość i chęć przeanalizowania większej liczby okresów, możliwe jest zbadanie serii czasowych, które dostarczają cennych informacji umożliwiających szerszą ocenę, a także prognozowanie przyszłych wyników przedsiębiorstwa. W analizie serii czasowych można wyróżnić następujące typy zmian⁷:

- ❖ powtarzający się trend – odzwierciedla wpływ czynników powodujących stopniowy wzrost lub spadek w długim okresie;
- ❖ wahania sezonowe – pojawiające się regularnie w określonych porach roku;
- ❖ fluktuacje cykliczne – powtarzające się zmiany nie występujące w stałych okresach;

⁷ Ch.J. Woelfel, *Rachunkowość banku. Jak zrozumieć i stosować standardy i regulacje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 288.

- ❖ przypadkowe lub nieprzewidywalne zmiany – liczne drobne zmiany, z natury przypadkowe, będące skutkiem wielu czynników, w większości relatywnie nieistotnych.

3.2. Porównania w czasie – porównywalność wskaźników śródrocznych

W przypadku porównań w czasie występują sytuacje, gdy analiza sporządzana jest za okresy krótsze niż rok. Wyniki takich analiz porównywane są z wynikami osiągniętymi w analogicznych okresach poprzednich lat. W niektórych przypadkach konieczne lub uzasadnione jest jednak porównanie wskaźników dotyczących okresów śródrocznych (miesiące, kwartałów, półroczy) z wielkościami dla okresów rocznych⁸.

Z najprostszą sytuacją mamy do czynienia w przypadku wskaźników, w których formuła wyrażona jest liczbą dni – tak będzie na przykład w przypadku wskaźników rotacji (w dniach). Ich konstrukcja umożliwia liczenie i porównywanie wskaźników za okresy o różnej długości. Załóżmy, że średni stan aktywów na początek i koniec poprzedniego roku wynosi 150 tys. zł, na koniec pierwszego kwartału nie uległ on zmianie. Przychody ze sprzedaży w ubiegłym roku wyniosły 400 tys. zł, a w pierwszym kwartale bieżącego roku 100 tys. zł. Wskaźniki rotacji majątku w dniach wynoszą więc odpowiednio:

$$\text{dla ubiegłego roku: } WRM = \frac{150}{400} \times 360 = 135 \text{ dni};$$

$$\text{dla pierwszego kwartału bieżącego roku: } WRM = \frac{150}{100} \times 90 = 135 \text{ dni}.$$

Porównania wskaźników z danymi za dowolne okresy jest możliwe dzięki uwzględnieniu w formule liczby dni w okresie.

Można również porównywać takie wskaźniki, które uwzględniają w swej formule tylko dane bilansowe (np. wskaźniki struktury bilansu, wskaźniki płynności czy wskaźniki zadłużenia) lub wyłącznie dane z rachunku zysków i strat (np. marżę zysku bądź poziom kosztów). Upływ czasu nie będzie miał na nie wpływu – jest taki sam w odniesieniu do porównywanych wielkości. Ograniczeniem pełnej porównywalności takich wskaźników może być ewentualna sezonowość, która powoduje, że poszczególne okresy śródroczne charakteryzują się różnym kształtowaniem danych finansowych (np. przychodów, kosztów, zobowiązań, gotówki itd.).

W przypadku wskaźników dynamiki oraz tych wskaźników, które wiążą dane bilansowe (stan na moment) z danymi strumieniowymi (stan w danym okresie), a nie uwzględniają długości okresu (np. wskaźniki rentowności), analiza jest utrudniona. Mogą one oczywiście być liczone, ale porównywane jedynie ze wskaźnikami

⁸ M. Marcinkowska, *Ocena działalności...*, op. cit., s. 299–302.

dotyczącymi okresów tej samej długości, np. poprzedniego miesiąca/kwartału, bądź tego samego miesiąca/kwartału poprzedniego roku.

Przykładowo, średni stan aktywów na początek i koniec poprzedniego roku wynosi 150 tys. zł, na koniec pierwszego kwartału nie uległ on zmianie. Zysk netto w ubiegłym roku wyniósł 80 tys. zł, a w pierwszym kwartale bieżącego roku: 20 tys. zł. Wskaźniki rentowności majątku wynoszą więc odpowiednio:

$$\text{dla poprzedniego roku: } \frac{80}{150} \times 100\% = 53,5\%,$$

$$\text{dla pierwszego kwartału: } \frac{20}{150} \times 100\% = 13,3\%.$$

Wskaźniki zostały policzone prawidłowo, jednak nie mogą one być porównane. Rentowność majątku nie spadła – w pierwszym przypadku uwzględniono zysk za cały rok, podczas gdy w drugim – tylko za jeden kwartał. Porównanie może być dokonane wyłącznie dla okresów o analogicznej długości. Jeśli zatem w pierwszym kwartale poprzedniego roku wypracowano zysk netto w wysokości 19 tys. zł (załóżmy średni stan majątku bez zmian), to rentowność majątku w pierwszym kwartale poprzedniego roku wynosiła 12,7% (19/150). Zatem rentowność majątku w pierwszym kwartale bieżącego roku (13,3%) jest wyższa niż w roku poprzednim.

Powyższe odnosi się także do wskaźników dynamiki: można je porównywać tylko z okresami o analogicznej długości. Przykładowo, jeśli zobowiązania przyrosły w ubiegłym roku o 20% (z poziomu 75 tys. zł na początek roku, do poziomu 90 tys. zł na koniec roku), a w pierwszym kwartale bieżącego roku wskaźnik przyrostu wyniósł 11,1% (przyrost z poziomu 90 tys. zł do 100 tys. zł), to nie można bezpośrednio porównać tych kwot – należy odnieść się do pierwszego kwartału poprzedniego roku (chyba, że celem analizy jest wskazanie, że wzrosło tempo przyrostu określonych wielkości, np. przyrost należności w pierwszym półroczu wyniósł tyle, ile w całym poprzednim roku).

Porównanie wyników analiz za okresy śródroczne z danymi rocznymi lub innymi danymi śródrocznymi (np. kwartalnych z rocznymi) jest możliwe dzięki tzw. urocznieniu (annualizacji) wskaźników. Urocznienie wskaźników może być dokonane poprzez:

- 1) uwzględnienie w obliczeniach wartości pełnego roku, utworzonego przez przesunięcie początku roku obrotowego lub
- 2) podzielenie wskaźnika przez ułamek określający upływ czasu.

W pierwszym podejściu, dla danych bilansowych za początek roku przyjmuje się koniec analogicznego okresu poprzedniego roku (np. jeśli analiza dotyczy drugiego kwartału, to za początek roku przyjmuje się koniec drugiego kwartału poprzedniego roku), a w przypadku danych strumieniowych od danych dotyczących poprzedniego roku odejmuje się wartości dotyczące analogicznego okresu poprzedniego roku (bądź sumuje dane dotyczące wszystkich następujących okresów) (zob. schemat 1).

Schemat 1. Zasada urocznienia wskaźników poprzez przesunięcie początku roku obrotowego

I kwartał 20×1 r.	II kwartał 20×1 r.	III kwartał 20×1 r.	IV kwartał 20×1 r.	I kwartał 20×2 r.	II kwartał 20×2 r.	III kwartał 20×2 r.	IV kwartał 20×2 r.	I kwartał 20×3 r.	II kwartał 20×3 r.
pełny rok dla analiz na koniec I kwartału 20×2 r.				pełny rok dla analiz na koniec II kwartału 20×3 r.					

Takie podejście jest również przydatne do przygotowywania porównywalności danych dla tych podmiotów, w których rok obrotowy kończy się w różnych momentach.

Drugie podejście polega na podzieleniu obliczonego wskaźnika przez ułamek określający wpływ czasu:

$$w_{\text{uroczn.}} = w : \frac{n}{12} = w \times \frac{12}{n},$$

gdzie: n oznacza liczbę miesięcy, jaka minęła od początku roku obrotowego.

Przykładowo, wskaźnik upływu czasu wynosi 1/12 dla pierwszego miesiąca, 2/12 (czyli 1/6) dla drugiego miesiąca, 3/12 (czyli 1/4) dla pierwszego kwartału itd.

Jest to zatem dodanie do wielkości strumieniowych takich samych kwot dotyczących kolejnych okresów roku. Rozwiązanie to obarczone jest przyjętym założeniem, że analizowane wielkości będą się zmieniały w kolejnych okresach roku w taki sam sposób jak dotychczas. Może być zatem stosowane wyłącznie ze wskazaniem tego założenia (zob. schemat 2).

Schemat 2. Zasada urocznienia wskaźników poprzez przesunięcie początku roku obrotowego

I kwartał 20×2 r.	II kwartał 20×2 r.	III kwartał 20×2 r.	IV kwartał 20×2 r.
pełny rok dla analiz na koniec I kwartału 20×2 r.			

Stosowanie tej metody ilustrują przykłady:

- ❖ Rentowność majątku w pierwszym kwartale wyniosła 13,3%, co po urocznieniu (czyli przemnożeniu przez 4) daje wartość $13,3 \times 4 = 53,2\%$. Porównując ten wynik z danymi za poprzedni rok, stwierdzamy, że poziom rentowności nie uległ zmianie. Jeśli po trzecim kwartale zysk wyniesie np. 70 tys. zł, wówczas wskaźnik rentowności majątku za trzy kwartały wyniesie 46,7% (70/150), co po urocznieniu daje $46,7\% \times 4/3 = 62\%$, zatem możemy powiedzieć, że w stosunku rocznym rentowność majątku wzrosła;
- ❖ Wskaźnik przyrostu zobowiązań w pierwszym kwartale roku wyniósł 11,1%, co po urocznieniu daje 44,4% ($11,1 \times 4$), zatem przyrost jest znacznie szybszy niż w całym roku (20%).

Poprzez zabieg urocznienia wskaźników obliczonych dla okresów krótszych niż rok, można je porównywać z danymi rocznymi. Istnieje jednak ważny warunek, który musi być spełniony: brak sezonowości. W przypadku, gdy przychody i/lub koszty (a zatem i wynik) oraz zmiany określonych pozycji bilansowych nie kształtują się równomiernie w ciągu roku i mówimy o zjawisku sezonowości, nie należy dokonywać urocznienia wskaźników i porównywania ich z danymi rocznymi.

4. PORÓWNANIE W PRZESTRZENI

4.1. Zasady porównań w przestrzeni

W analizie finansowej konieczne jest dokonanie porównań szerszych niżli ograniczonych do danych wewnętrznych – wymagane są badania przestrzenne, zwane też poziomymi lub geograficznymi. Dotyczą one tych samych elementów występujących w różnych jednostkach w tym samym czasie, w tych samych warunkach rynkowych⁹.

Dopiero porównanie wyników osiągniętych przez bank z efektami działań innych podmiotów pozwala na wydanie odpowiedniego osądu wartościującego. Przykładowo, jeżeli bank osiąga rentowność kapitałów własnych na poziomie 15%, to można to uznać za wynik satysfakcjonujący. Jeżeli wszakże konkurenci w tym samym okresie odnotowali ten wskaźnik na poziomie np. 20%, to ocena banku zmienia się. Dodać tu jednak należy, że analiza przestrzenna winna być uzupełniana analizą czasową. Ocena banku zmieni się bowiem w zależności od obserwowanych trendów. Jeśli w poprzednim okresie bank charakteryzował omawiany wskaźnik na poziomie 5%, a konkurenci: 30%, to ocena – jakkolwiek wciąż nie jest w pełni pozytywna, to jednak jest lepsza: bank odnotował bowiem trzykrotną poprawę wskaźnika, podczas gdy konkurenci – jego spadek o 1/3. Raz jeszcze należy zatem podkreślić, że analiza finansowa nie może być zawężana do prostej oceny pojedynczych wskaźników. Konieczne jest ich wieloaspektowe relatywizowanie.

Porównania zewnętrzne – w zależności od celów analizy – mogą być dokonywane z¹⁰:

- ❖ wielkościami średnimi dla sektora bankowego (lub odpowiedniego podsektora) – wielkościami dotyczącymi wszystkich banków operujących w danym sektorze; w porównaniach takimi wiąże się pewne ograniczenie metodologiczne: dane sektorowe uwzględniają dane analizowanego podmiotu, zatem osiągane wyniki wpływają na średnie branżowe – w przypadku gdy podmiot ma znaczący udział

⁹ Chyba, że celem analizy jest np. określenie wpływu odmiennych warunków na wyniki przedsiębiorstw.

¹⁰ M. Marcinkowska, *Ocena działalności...*, op. cit., s. 296–297.

w sektorze, należałoby z danych dla całego sektora usunąć dane analizowanego przedsiębiorstwa (tym samym analizy odnoszone będą do wszystkich pozostałych podmiotów z sektora); najczęściej jednak w praktyce pomija się tę kwestię;

- ❖ średnimi danymi dotyczącymi kilku podmiotów z tego samego sektora – porównania mogą odnosić się np. do grupy lub poszczególnych bezpośrednich konkurentów, do grupy wybranej pod względem jakiejś cechy (np. podmiotów giełdowych, podmiotów o określonym profilu lub obszarze działania itp.), do najlepszych podmiotów¹¹ itp.; jeżeli celem analizy jest ocena wyników podmiotu na tle podobnych (porównywalnych) banków, konieczne jest wprzód ustalanie kryteriów porównywalności; niekiedy porównaniom poddana jest nie wartość średnia, lecz średnia ważona (np. sumą bilansową lub inną kategorią istotnie różnicującą podmioty w grupie porównawczej);
- ❖ wielkościami średnimi dla innych sektorów – jest to uzasadnione w przypadku, gdy celem badania jest porównanie określonych aspektów działalności przedsiębiorstw różnych branż (np. ocena rentowności osiągananej przez podmioty z różnych sektorów) lub ocena wyników różnych podmiotów funkcjonujących na tym samym rynku geograficznym.

W przypadku większości analiz największą wartość merytoryczną mają porównania z konkurentami. Kluczową kwestią metodologiczną stanowi tu odpowiedni dobór podmiotów, z którymi porównywany jest analizowany bank. Podmioty porównywalne (podobne) powinny prowadzić działalność w tym samym obszarze merytorycznym (sektorze i ewentualnie podsektorze gospodarki), mieć zbliżoną ofertę oraz krąg jej odbiorców, wielkość (np. mierzoną sumą bilansową, kapitałami, wielkością przychodów, zatrudnienia itd.) i ewentualnie także podobny model biznesowy. Takie porównania umożliwiają ocenę tego, jakie wyniki są osiągane przez poszczególne podmioty w analogicznych warunkach – czyli, jak dobrze wykorzystują one szanse i unikają zagrożeń wynikających z otoczenia. Grupa podmiotów przyjętych do porównań nazywana jest czasem grupą rówieśniczą lub grupą banków równorzędnych (*peer group*).

Warto tu wskazać, że jednym z narzędzi analitycznych nadzoru bankowego jest Raport Wskaźników Ekonomiczno-Finansowych Banku na tle Grupy Rówieśniczej¹². W Raporcie, oprócz informacji dotyczących pojedynczego banku, znajdują

¹¹ Niekiedy stosowane są też porównania do podmiotu najlepszego pod względem jakiejś cechy – takie porównania mogą jednak prowadzić do utworzenia „idealnego wzorca”, którego istnienie w praktyce jest niemożliwe, z powodu ograniczeń wynikających z zależności między różnymi wielkościami finansowymi (wymuszałyby bowiem pogodzenie niekiedy sprzecznych lub trudnych do pogodzenia stanów, np. jednoczesnego osiągnięcia bardzo wysokiej rentowności i utrzymania wysokiej płynności); takie porównania muszą zatem dotyczyć tylko wybranych analiz odcinkowych.

¹² NBP, GINB, *Instrukcja do Raportu Wskaźników Ekonomiczno-Finansowych Banku na tle Grupy Rówieśniczej*, sierpień 2005 r., http://www.knf.gov.pl/dla_rynku/Informacje_dla_podmio-

się także średnie dla grupy rówieśniczej danego banku oraz ranking w centylach dla poszczególnych wskaźników banku na tle grupy. Banki są przypisane do grup rówieśniczych, aby umożliwić wyliczenie średnich wskaźników dla banków¹³, o wspólnych cechach i podobnym profilu działania. Banki spółdzielcze przyporządkowywane są do grup rówieśniczych na podstawie wielkości aktywów (wyodrębniono 9 grup). Banki komercyjne podzielone są na grupy zgodnie z profilem działalności (grupa może składać się minimum z sześciu banków)¹⁴.

Oczywiście analitycy mogą tworzyć dla własnych celów grupy rówieśnicze składające się z dowolnie dobranych podmiotów, kierując się własnymi kryteriami odpowiadającymi celom przeprowadzanych badań¹⁵.

4.2. Wielowymiarowa analiza porównawcza – wskaźnik syntetyczny

Pojedyncze mierniki nie określają odpowiednio sytuacji finansowej banku, zatem na podstawie porównań poszczególnych wskaźników charakteryzujących bank z odnośnymi wskaźnikami charakteryzującymi sektor, bądź wybraną grupę banków, z uwzględnieniem tendencji ich zmian w czasie, nie jest możliwe dokonanie całościowej oceny kondycji finansowej banku. Z uwagi na współzależności zachodzące między wskaźnikami, obraną strategią finansową banku i konkretne

tow_nadzorowanych/Sektor_bankowy_info_dla_podmiotow/instrukcja_do_reef.html. Raport na bazie informacji przekazywanych przez banki do NBP na podstawie Uchwały Zarządu NBP w sprawie trybu i szczegółowych zasad przekazywania przez banki do Narodowego Banku Polskiego danych niezbędnych do ustalania polityki pieniężnej i okresowych ocen sytuacji pieniężnej państwa oraz oceny sytuacji finansowej banków i ryzyka sektora bankowego.

¹³ Średnie grupy rówieśniczej wyliczane są poprzez dzielenie sum liczników danego wskaźnika przez sumę jego mianowników.

¹⁴ Banki spółdzielcze przyporządkowywane są do grup rówieśniczych na podstawie wielkości aktywów (wyodrębniono 9 grup: od 63 do 79). Banki komercyjne podzielone są na grupy zgodnie z profilem działalności (grupa może składać się minimum z sześciu banków):

19 – Banki regionalne i zrzeszające,

20 – System banków komercyjnych,

21 – Banki hipoteczne,

22 – Banki obsługujące rynek motoryzacyjny,

23 – Banki detaliczne – obsługujące osoby fizyczne,

24 – Banki korporacyjne – obsługujące klientów instytucjonalnych,

25 – Banki uniwersalne – obsługujące klientów instytucjonalnych i detalicznych,

26 – Oddziały instytucji kredytowych.

Banki, których ze względu na specyfikę nie można przyporządkować do żadnej z grup rówieśniczych, porównywane są do średnich wskaźników całego systemu banków komercyjnych, stanowiącego grupę 20. Składy grup rówieśniczych nie są podawane bankom do wiadomości.

¹⁵ Przykładowo, Bank PKO BP S.A. w sprawozdaniu z działalności publikuje kluczowe wielkości finansowe w porównaniu do grupy rówieśniczej, w skład której wchodzi: Pekao S.A., BRE Bank S.A., ING Bank Śląski S.A., BZ WBK S.A.; dane ważone są sumą bilansową (dane do analizy porównawczej pochodzą z raportów rocznych wymienionych banków).

uwarunkowania działalności, ocena poszczególnych wskaźników może być zróżnicowana (przykładowo, bank osiągający bardzo dobre wskaźniki rentowności może charakteryzować się gorszą płynnością i wypłacalnością). Całościowa ocena musi więc uwzględniać wszystkie aspekty działalności banku.

Przeprowadzenie takiej oceny jest ułatwione poprzez skonstruowanie miar agregatowych, które mogą być wykorzystane do syntetycznego opisu stanu zjawisk i procesów finansowych banku¹⁶.

Zaletą takiego miernika jest możliwość syntetycznego ujęcia oceny finansowej banku, podsumowującego analizę kilku obszarów, przeprowadzoną na podstawie wybranych wskaźników cząstkowych. Budowa miernika agregującego najistotniejsze wskaźniki cząstkowe z różnych obszarów analizy finansowej ułatwia taką ocenę. Dużą zaletą takiego podejścia jest możliwość bezpośredniego porównania sytuacji finansowej podmiotu z jego konkurentami, bądź też poszczególnych jednostek wewnętrznych instytucji – w przypadku gdy analiza przeprowadzana jest w odniesieniu do nich. Możliwe jest zatem stworzenie rankingu podmiotów danego rodzaju (banków lub ich jednostek wewnętrznych – np. oddziałów), umożliwiającego ich uporządkowaną prezentację, w zależności od postrzeganej ogólnej oceny. Ranking jest cennym źródłem informacji o relatywnej ocenie instytucji finansowej (jednostki wewnętrznej), uwzględniającym pozycję na tle podmiotów porównywalnych¹⁷.

O istotności rankingu i jego przydatności decydują dwa podstawowe elementy¹⁸:

- ❖ dobór wskaźników cząstkowych – cech, poddawanych ocenie: powinny być tu uwzględnione obszary o najistotniejszym znaczeniu dla kreowania wyników i wartości banku, jego obecnej i przyszłej pozycji rynkowej;
- ❖ sposób konstrukcji wskaźnika zagregowanego: należy opracować metodę łączenia wskaźników cząstkowych w ogólnym mierniku; metoda ta powinna uwzględniać postrzeganą istotność poszczególnych cech, akcentując jej poziomy pożądaną przez oceniającego.

Wskaźnik agregatowy jest miernikiem syntetycznym, tworzonym w celu przeprowadzenia oceny porównawczej kilku jednostek, może także być zastosowany do oceny danej jednostki z perspektywy czasu lub w odniesieniu do ustanowionego wzorca. Posługiwanie się wskaźnikiem syntetycznym ma tę zaletę, że sprowadza analizę wielowymiarową (analizę wielu zmiennych) do badania tylko jednej zmiennej, będącej agregatem mierników cząstkowych.

Tworzenie modelu analizy wskaźnika syntetycznego przebiega zasadniczo w trzech etapach (w obrębie których stosowane są różnorodne podejścia i metodologie):

¹⁶ A. Kopiński, *Analiza finansowa...*, *op. cit.*, s. 59.

¹⁷ M. Marcinkowska, *Ocena działalności...*, *op. cit.*, s. 585–595.

¹⁸ M. Marcinkowska, *Wartość banku. Kreowanie wartości i pomiar wyników działalności banku*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2003, s. 354.

- 1) Wybór kryteriów oceny i szczegółowych mierników;
- 2) Doprowadzenie mierników do wielkości porównywalnych;
- 3) Konstrukcja miernika zagregowanego.

Wybór wskaźników cząstkowych uzależniony jest przede wszystkim od rodzaju ocenianych podmiotów oraz celu przeprowadzania oceny. Odmienny zestaw miar będzie bowiem możliwy do zastosowania wobec instytucji finansowych, a inny – względem np. ich oddziałów. W odniesieniu do jednostek wewnętrznych nie ma możliwości lub nie jest uzasadnione obliczanie wielu miar (np.: współczynnika wypłacalności, wskaźników płynności, wskaźników giełdowych, struktury finansowania, wskaźnika rentowności aktywów lub kapitałów własnych – chyba że kapitał alokowano na jednostki wewnętrzne według akceptowalnych zasad itp.).

Cel i zakres analizy determinują dobór wskaźników, jakie uznano za możliwe i zasadne do obliczenia. Mierniki oceniające dokonania przedsiębiorstwa lub ośrodka odpowiedzialności winny¹⁹:

- ❖ być adekwatne – dobrze opisywać zdarzenia i procesy,
- ❖ pozwalać oceniać istotne aspekty zjawiska i analizować kooperację funkcji i jednostek organizacyjnych,
- ❖ być użyteczne – przydatne w ocenie ośrodka i podejmowania decyzji,
- ❖ pozwalać na przeprowadzenie porównań dokonań w czasie,
- ❖ mieć jasną konstrukcję,
- ❖ zapewniać bodźce do realizacji zdefiniowanych celów,
- ❖ mieć odpowiednią efektywność, rozumianą jako relację między efektami stosowania miernika a kosztami jego uzyskania,
- ❖ być zgodne i spójne z innymi informacjami o podmiocie,
- ❖ zapewniać odpowiedni poziom agregacji – rozpatrywany w stosunku do potrzeb związanych ze stosowanymi metodami analitycznymi i sposobem podejmowania decyzji,
- ❖ być nieskorelowane (lub słabo skorelowane) ze sobą (aby nie powielać tych samych informacji), a silnie skorelowane ze zmiennymi nie znajdującymi się w modelu,
- ❖ mieć wysoką zmienność wśród wszystkich badanych jednostek.

Najistotniejszą przesłanką jest dobór wskaźników istotnych z punktu widzenia oceny jakiejś cechy. Wskaźniki można uznać za istotne, jeśli adekwatnie odzwierciedlają stan jakiejś cechy, a ich wartość jest zróżnicowana między kolejno ocenianymi jednostkami (jeśli ocena ma być dokonywana cyklicznie, należy wziąć pod uwagę zróżnicowanie wartości w czasie; może się bowiem zdarzyć przypa-

¹⁹ Szerzej: E. Nowak (red.), *Controlling w przedsiębiorstwie. Koncepcje i instrumenty*, ODDK, Gdańsk 2003, s. 180; M. Sierpińska, B. Niedbała, *Controlling operacyjny w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 115–116; W. Pluta, *Wielowymiarowa analiza porównawcza w badaniach ekonomicznych*, PWE, Warszawa 1997, s. 45.

dek, gdy jednostki porównywane w jednym okresie będą miały zbliżoną wartość jakiegoś wskaźnika, co nie przesądza o jego nieistotności). Należy także dążyć do równomiernej reprezentacji wskaźników służących ocenie poszczególnych obszarów oraz nie powielania informacji już dostarczonych przez wybrane miary. Mimo że zadaniem wskaźnika agregatowego jest dokonanie syntezy oceny na podstawie wielu mierników, nie zwalnia to z wymogu ograniczenia ilości wskaźników cząstkowych. Choć syntetyczna analiza wielowymiarowa daje znacznie większe możliwości uwzględnienia wskaźników cząstkowych, to nie należy nadmiernie rozbudowywać zakresu mierników, ale raczej dążyć do zachowania przejrzystości i czytelności modelu. Gdy ocena wymaga zastosowania dużej liczby wskaźników, warto pogrupować je w jednorodne obszary (np. bezpieczeństwo, rentowność, efektywność, jakość, rozwój itp.), w ramach których będzie przeprowadzana szczegółowa analiza (jest to tzw. metoda hierarchicznej analizy problemu).

Po wyborze wskaźników należy dokonać ich klasyfikacji, uwzględniając przy tym ewentualne wymagane progi lub zalecane przedziały wartości (będzie to niezbędne przy ocenie tych wskaźników). Wyróżnia się trzy rodzaje wskaźników:

- 1) stymulanty – im wyższa wartość wskaźnika, tym lepsza ocena jednostki,
- 2) destymulanty – im niższa wartość wskaźnika, tym lepsza ocena,
- 3) nominanty – wskaźniki, w przypadku których nie należy dążyć do ich minimalizacji ani maksymalizacji, lecz wskazane jest osiągnięcie określonej wartości (lub wartości mieszczącej się w danym przedziale).

W przypadku każdej klasy wskaźników możliwe jest określenie wymaganego progu lub przedziału granicznego. Mogą one wynikać z wytycznych prawnych (w przypadku norm ostrożnościowych, np.: normy płynności, współczynnik wypłacalności), wielkości przyjętych w planie finansowym (np. minimalna wymagana stopa zwrotu, maksymalny dopuszczalny udział kredytów zagrożonych, minimalny i maksymalny dopuszczalny rozwój akcji depozytowej i kredytowej, minimalny lub maksymalny udział poszczególnych rodzajów lokat w portfelu inwestycyjnym itp.) lub innych poziomów postulowanych (np. przez rynek).

Kolejnym krokiem w budowie modelu oceny syntetycznej jest zamiana wartości poszczególnych mierników na liczby porównywalne. Wymaga to pozbawienia mierników ich mian i doprowadzenia do jednakowego rzędu wielkości. W praktyce spotykane są następujące metody porządkowania obiektów wielocechowych:

- ❖ metoda rangowania,
- ❖ metody wzorcowe (wzorca rozwoju),
- ❖ metody bezwzorcowe (odnoszą się do wielkości zmiennej syntetycznej).

Metoda rangowania jest najprostsza. Polega ona na zastąpieniu wartości wskaźnika jego rangą (czyli miejscem w rankingu jednostek pod kątem tej cechy); im niższa wartość rang, tym wyższa ocena jednostki²⁰. Stymulanty szeregowane są

²⁰ Por.: M. Capiga, R. Kurzak, *Miary syntetyczne w ocenie banków*, „Miesięcznik Bank”, Nr 10/1998.

od najwyższych do najniższych wartości, destymulanty – odwrotnie, problem nastrożają nominanty – możliwe jest tu zastosowanie rozwiązania polegającego na przypisaniu pierwszej pozycji wszystkim jednostkom, dla których wartość wskaźnika spełnia nominalny wymóg, i ostatniej – pozostałym, lub: przypisaniu pierwszej pozycji wszystkim jednostkom, dla których wartość wskaźnika spełnia nominalny wymóg, a pozostałym – kolejno według odległości od poziomu/przedziału wymaganego. Choć niewątpliwą zaletą metody jest jej prosty i nieskomplikowany charakter, to jednak olbrzymią wadą jest brak dokonania oceny wartości wskaźników, a jedynie ograniczenie się do oceny relatywnej wartości – w odniesieniu do innych jednostek (może to zatem prowadzić do sytuacji, w której oczywiście niezadowolający poziom jakiejś cechy zyska dobrą ocenę wyłącznie dlatego, że inne jednostki odnotowały jeszcze gorsze wyniki), a także brak zróżnicowania oceny ze względu na różnice między poziomami wskaźników różnych jednostek (zarówno minimalne, jak i bardzo duże różnice między kolejnymi jednostkami dają takie samo miejsce w rankingu).

Metoda wzorca rozwoju niweluje niektóre wady metody rangowania. W podejściu tym wyznaczany jest tzw. wzorzec rozwoju, czyli macierz składająca się z najlepszych wartości dla poszczególnych zmiennych. Następnie dla każdej jednostki obliczana jest odległość od tak określonego wzorca: dla każdej obserwacji wyznaczana jest miara rozwoju (przyjmująca wartości z przedziału $<0,1>$); im bliższa jest wartość danego wskaźnika wartości wzorcowej, tym bliższa jest miara rozwoju dla tej jednostki. W praktyce najczęściej stosuje się odległość Euklidesa. Zmienna taka nie jest unormowana, co może utrudniać porównania (można jednak dokonać jej unormowania). Zaletą tego podejścia jest uwzględnienie konieczności zróżnicowania oceny, w zależności nie tylko od miejsca w rankingu, ale i stopnia zróżnicowania wartości wskaźników. Pewnym ograniczeniem jest abstrahowanie od występowania współzależności wskaźników: wzorzec tworzą najlepsze wyniki osiągnięte przez poszczególne jednostki, a zatem może wystąpić sytuacja, w której nie jest ani teoretycznie, ani praktycznie możliwe osiągnięcie najlepszej wartości miary syntetycznej, ze względu na fakt, że częstokroć wybitne wartości jednych wskaźników uniemożliwiają osiągnięcie bardzo dobrego poziomu innych wskaźników (typowym przykładem konfliktu cech jest najczęściej rentowność i ryzyko: na ogół nie jest możliwe maksymalizowanie rentowności przy jednoczesnym minimalizowaniu poziomu ryzyka). Rozwiązaniem może tu być opracowanie teoretycznego wzorca, który uwzględniałby współzależności między wskaźnikami, jednak wówczas pojawia się ryzyko nieuwzględnienia konkretnych warunków i okoliczności, w jakich funkcjonowały oceniane jednostki.

Metody bezwzorcowe wykorzystują metodę sum standaryzowanych wartości.

Normalizacja pozwala na najlepsze przygotowanie wskaźników do wyliczenia miernika zagregowanego. Polega ona na przekształceniu wartości bezwzględnych różnoimiennych cech w relatywne, porównywalne. Celem normowania jest na ogół

wprowadzenie addytywności w zbiorach wartości cech o różnych mianach oraz określenie na zbiorze wartości cech funkcji preferencyjnej przez wprowadzenie elementu wartościowania stanów cechy²¹.

Stosowanych jest wiele sposobów normalizacji, na ogół przyjmuje się przedział $<0,1>$ lub $<-1,1>$. Jedną z możliwości jest zastąpienie wartości wskaźnika ilorazem jego odległości od wartości maksymalnej – w przypadku stymulant lub minimalnej – w przypadku destymulant i obszaru zmienności wskaźnika (różnicy między wartością maksymalną i minimalną). Ogólna formuła normalizacji cech polega na odniesieniu wartości poszczególnych zmiennych opisujących obiekty do podstawy normalizacji²².

Jedną z metod normalizacji jest standaryzacja. Polega ona na zamianie wartości wskaźników zmiennymi, które mają rozkład normalny o wartości oczekiwanej 0 i odchyleniu standardowym 1. Zmienna zestandaryzowana jest ilorazem różnicy między wartością wskaźnika dla danej jednostki i wartością średnią wskaźnika dla wszystkich jednostek – w przypadku stymulant (w przypadku destymulant: różnicy między wartością średnią wskaźnika i wartością dla danej jednostki) oraz odchylenia standardowego wskaźnika dla wszystkich jednostek. H. Strahl zaproponowała zasady normalizacji, które umożliwiają uwzględnienie w modelu wszystkich typów zmiennych (w tym nominant, sprawiających na ogół najwięcej problemów), a przy tym zastosowanie ewentualnych wartości progowych lub przedziałów granicznych²³.

Miernik zagregowany dla poszczególnych jednostek obliczany jest jako suma znormalizowanych wartości wskaźników charakteryzujących je. W przypadku, gdy pożądane jest zróżnicowanie znaczenia poszczególnych wskaźników w ogólnej ocenie, miernik zagregowany jest wskaźnikiem średnioważonym, czyli sumą iloczynów znormalizowanych wskaźników cząstkowych i wag przypisanych danej cesze. Wagi odzwierciedlają relatywne znaczenie danego wskaźnika w relacji do pozostałych miar.

Jeden z najprostszych sposobów wyznaczenia wag polega na porównywaniu wszystkich wskaźników parami i wskazywaniu tych, które (w danej parze) postrzegane są jako bardziej znaczące w ogólnej ocenie (wskaźnik uznany za ważniejszy ma przypisywaną wartość 1, drugi – wartość 0); wagi powstają poprzez zsumowanie punktów zebranych przez danych wskaźnik i odniesienie tej wartości do łącznej wartości przyznanych punktów. Przy tym podejściu trudno jest czasem dokonać wyboru między wskaźnikami, nie jest także możliwe zaakcentowanie istotnej róż-

²¹ E. Nowak, *Syntetyczna ocena kondycji finansowej przedsiębiorstw*, Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej SKwP Nr 36, Warszawa 1996.

²² Przykłady metod normalizacji zawierają np. prace: E. Nowak, *Metody taksonomiczne w klasyfikacji obiektów społeczno-gospodarczych*, PWE, Warszawa 1990, s. 89; M. Łuniewska, W. Tarczyński, *Metody wielowymiarowej analizy porównawczej na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 13.

²³ D. Strahl, *Modele zarządzania bankiem (model Triada)*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 1996.

nicy między znaczeniem cech. Rozwiązaniem jest tu rozszerzenie zakresu wartości punktów, które określają względne znaczenie wskaźników.

Ostateczny miernik zagregowany (wskaźnik syntetyczny) ma postać:

$$\text{wskaźnik syntetyczny} = \sum_{i=1}^n w_i \times m_i,$$

gdzie:

m_i – miernik (wskaźnik) cząstkowy,

w_i – waga przypisana miernikowi i .

Wskaźnik w tej postaci może być podstawą porównawczej oceny podmiotów oraz ich jednostek wewnętrznych. Podobnie jak w przypadku wskaźników finansowych, ocena ta może być przeprowadzona: w relacji do innych podmiotów, planu finansowego, wyznaczonego wzorca (optimum), a także poprzez porównania w czasie (pod warunkiem zachowania niezmienionej metodologii).

5. PORÓWNANIA Z WIELKOŚCIAMI WZORCOWYMI

5.1. Porównania z wielkościami postulowanymi

Kolejnym wymiarem porównań są odniesienia do wielkości postulowanych lub uznanych za wzorcowe (*benchmark* – wzorzec). *Benchmarking* polega na dokonywaniu porównań wyników analiz z cechami postulowanymi, modelami, normami itp. Pożądana wartość różnych wskaźników, optymalna z punktu widzenia jakiejś cechy (np. ogólnej kondycji finansowej podmiotu), ustalana jest arbitralnie, na podstawie badań empirycznych lub teoretycznych.

Wielkościami tymi mogą być dane zawarte w planach, budżetach lub prognozach, bądź przyjęte wewnętrznie normy czy limity. W przypadku norm ostrożnościowych limity określone są w regulacjach nadzorczych (dotyczy to np. współczynnika wypłacalności, norm płynności, limitów koncentracji zaangażowań itd.). Ponadto w przypadku niektórych wskaźników mogą być określone wielkości postulowane, uznane przez rynek za optymalne. Ma to miejsce w przypadku niektórych wskaźników rentowności (np. minimalna pożądana wartość stopy zwrotu z kapitału własnego wynosi 15%) lub wskaźników kosztowych (np. relacja C/I, czyli kosztów działalności do wyniku działalności bankowej nie powinna przekraczać 50% lub poziom kosztów działania i amortyzacji w relacji do średniego stanu aktywów nie powinien być wyższy niż 3,5%).

Wzorce mogą określać nie tylko wartości poszczególnych cech, ale także pożądane relacje między różnymi cechami (np. wskaźnikami dynamiki niektórych wielkości ekonomicznych, rotacji niektórych pozycji majątku i kapitałów itd.).

Wyznaczenie optymalnej wielkości wskaźnika nie jest jednoznaczne, wiąże się z celami i opiniami badacza i może różnić się w zależności od zapatrywań osoby ustalającej ów wzorzec. Dodajmy, że ponieważ punkt widzenia nadzorców rynkowych często nie pokrywa się z punktem widzenia niektórych innych interesariuszy przedsiębiorstw (np. właścicieli), wielkości wzorcowe wskaźników będących normami ostrożnościowymi mogą stanowić swoisty kompromis oczekiwań tych grup, czyli być wypadkową wyznaczającą optimum wielokryterialne. Tym samym ze stymulant z określoną wartością progową (pożądana wartość jest wyższa, nie niższa niż x), stają się one nominantami z określonym przedziałem wartości. Przykładowo, minimalna wartość współczynnika wypłacalności określona w przepisach wynosi 8%²⁴, pożądana przez nadzorców wartość to minimum 10%, zaś z punktu widzenia właściciela wskaźnik ten nie powinien przekraczać np. 12% lub 15%. Dlatego wartość optymalna tego miernika zostanie ustalona w przedziale 10–12% lub 10–15%.

Wzorzec powinien być sformułowany z uwzględnieniem warunków funkcjonowania podmiotów oraz wyników typowych dla danego sektora. Ponadto, ponieważ różnym fazom cyklu życia przedsiębiorstwa odpowiadają odmienne charakterystyki, potrzeby kapitałowe i możliwości ich zaspokojenia oraz wyniki finansowe²⁵, odmienne wzorce winny być określone dla poszczególnych faz istnienia przedsiębiorstw.

5.2. Analiza odchyień

Jedną z wielkości będących podstawą do porównań osiągniętych wyników są wielkości planowane. Pogłębiona analiza przyczyn zmian może być dokonana z wykorzystaniem oceny odchyień, stosowanej w badaniu zmian wielkości danego zjawiska w odniesieniu do wielkości planowanych.

Wśród metod analizy odchyień znajdują się²⁶:

- ❖ metoda kolejnych podstawień,
- ❖ metoda reszty,
- ❖ metoda różnic cząstkowych,
- ❖ metoda podstawień krzyżowych,
- ❖ metoda funkcyjna,
- ❖ metoda logarytmowania.

Metody te pozwalają na ocenę wpływu poszczególnych czynników na ogólne odchylenie poziomu danego zjawiska. Zastosowanie każdej z nich prowadzi do uzyskania innych wyników rozłożenia ogólnego odchylenia na poszczególne czynniki.

²⁴ Dla banków działających dłużej niż 2 lata.

²⁵ Patrz A. Damodaran, *Corporate Finance. Theory and Practice*, Second ed., John Wiley & Sons 2001, s. 512, 562.

²⁶ L. Bednarski, T. Waśniewski, *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, t. I, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996, s. 142 i nast.

Omówimy tylko dwie z powyższych metod – najczęściej stosowane: kolejnych podstawień i podstawień krzyżowych²⁷.

Metoda kolejnych podstawień może być stosowana, gdy między zmiennymi istnieje związek wyrażony iloczynem, ilorazem lub sumą badanych czynników. Badanie przyczyn zmienności poziomu wskaźnika zaczyna się od ustalenia jego łącznej zmiany ($w_1 - w_0$), a następnie oblicza odchylenia cząstkowe poprzez dokonanie kolejnych podstawień w odniesieniu do poszczególnych czynników. Suma odchyień cząstkowych jest równa odchyleniu łącznemu.

Rozważmy przykład dekompozycji wskaźnika rentowności kapitałów własnych na iloczyn wskaźników rentowności majątku i mnożnika kapitałowego:

	n_0	n_1	Zmiana	
			$n_1 - n_0$	$(n_1 - n_0)/n_0$
ROA	20,0%	18,3%	-1,7 pkt. proc.	-8,3%
EM	1,67	1,50	-0,17	-10,0%
ROE	33,3%	27,5%	-5,83 pkt. proc.	-17,5%

W ciągu roku wskaźnik uległ obniżeniu o 5,83 pkt. proc. Obydwa czynniki (rentowność majątku i mnożnik kapitałowy) miały na tę zmianę ujemny wpływ (obydwa czynniki przyczyniły się do obniżenia rentowności kapitałów). Aby obliczyć wpływ każdego z czynników na zmianę łączną obliczamy:

iloczyn zmiany ROA i wskaźnika EM_0 : $(-1,7) \times 1,67 = -2,78$ pkt. proc.

iloczyn zmiany EM i wskaźnika ROA_1 : $(-0,17) \times 18,3 = -3,06$ pkt. proc.

Łączne odchylenie wynosi: $(-2,78) + (-3,06) = (-5,83)$ pkt. proc.

Zatem na obniżenie wskaźnika rentowności kapitałów silniejszy wpływ miało obniżenie mnożnika kapitałowego o 0,17 – spowodowało to obniżenie wskaźnika ROE o 3,06 pkt. proc. Obniżenie rentowności majątku o 1,7 pkt. proc. spowodowało zmniejszenie poziomu ROE o 2,78 pkt. proc.

Obliczenia powyższe wynikają z następujących zależności:

poziom wskaźnika w roku 1 wynosi $W_1 = g_1 \times p_1$,

poziom wskaźnika w roku 0 wynosi $W_0 = g_0 \times p_0$,

zatem zmiana poziomu wskaźnika to: $W_1 - W_0 = g_1 \times p_1 - g_0 \times p_0$.

²⁷ M. Marcinkowska, *Ocena działalności...*, op. cit., s. 303–307.

Wobec tego odchylenia cząstkowe wynoszą:

$$\text{odchylenie spowodowane zmianą czynnika } g: R_g = g_1 \times p_0 - g_0 \times p_0,$$

$$\text{odchylenie spowodowane zmianą czynnika } p: R_p = g_1 \times p_1 - g_1 \times p_0.$$

Czyli po uproszczeniu:

$$\text{odchylenie spowodowane zmianą czynnika } g: R_g = (g_1 - g_0) \times p_0,$$

$$\text{odchylenie spowodowane zmianą czynnika } p: R_p = g_1(p_1 - p_0).$$

W naszym przykładzie zastosowaliśmy:

$$\text{odchylenie spowodowane zmianą ROA: } R_{ROA} = (ROA_1 - ROA_0) \times EM_0,$$

$$\text{odchylenie spowodowane zmianą EM: } R_p = ROA_1(EM_1 - EM_0).$$

Wzory te możemy oczywiście zastosować również do wskaźników obliczanych jako iloraz. Pamiętając o tym, że iloraz jest odwrotnością iloczynu, zatem czynnik p będzie oznaczał $1/q$.

Rozpatrzmy przykład obliczenia rentowności majątku:

	n_0	n_1	Zmiana	
			$n_1 - n_0$	$(n_1 - n_0)/n_0$
Zysk	100	110	10	10%
Średnie aktywa	500	600	100	20%
ROA	20,0%	18,3%	-1,67 pkt.proc.	-8%

Rentowność aktywów spadła o 1,67 pkt. proc., a na tę zmianę wpłynął przyrost zysku i przyrost aktywów. Wpływ tych zmian obliczymy stosując wyprowadzone wyżej wzory, w których czynnikiem g jest zysk, a czynnikiem q średni stan aktywów (czyli $p = \text{odwrotność aktywów}$):

$$\text{odchylenie spowodowane zmianą zysku: } R_z = (Z_1 - Z_0) \times 1/A_0,$$

$$\text{odchylenie spowodowane zmianą średniego stanu aktywów: } R_A = Z_1(1/A_1 - 1/A_0).$$

Zatem na obniżenie wskaźnika rentowności aktywów miał wpływ:

wzrost średniego stanu aktywów spowodował obniżenie wskaźnika ROA

$$\text{o } 3,67 \text{ pkt. proc. } (= 110 \times (1/600 - 1/500)),$$

spadek ROA został osłabiony dzięki wzrostowi zysku netto; zmiana ta spowodowała zwiększenie wskaźnika ROA o 2 pkt. proc. $(= (110 - 100) \times 1/500)$.

Łączne odchylenie wynosi zatem: $(-3,67) + 2 = (-1,67)$ pkt. proc.

Metodę tę można stosować dla dowolnej liczby czynników.

Metoda podstawień krzyżowych zakłada równy podział odchylenia ogólnego (łącznego) na poszczególne czynniki. Metodę tę najlepiej wyprowadzić za pomocą następującej siatki (jest to przykład dotyczący zmienności ROE):

			EM	
			n_0	n_1
			1,67	1,50
ROA	n_0	0,20		
	n_1	0,18		

Pola wypełnia się iloczynami wskaźników ROA i EM, czyli wskaźnikami ROE z podstawianymi krzyżowo czynnikami cząstkowymi:

			EM	
			n_0	n_1
			1,67	1,50
ROA	n_0	0,20	33,3%	30,0%
	n_1	0,18	30,6%	27,5%

Następnie oblicza się odchylenia wskaźników ROE: różnice drugiego i pierwszego wiersza oraz drugiej i pierwszej kolumny, a następnie obliczamy ich wartości średnie:

			EM			
			n_0	n_1		
			1,67	1,50		
ROA	n_0	0,20	33,3%	30,0%	-3,3 pkt.proc.	-3,19 pkt. proc.
	n_1	0,18	30,6%	27,5%	-3,1 pkt.proc.	
			-2,8 pkt. proc.	-2,5 pkt. proc.		
			-2,64 pkt. proc.			

Owe średnie są właśnie odchyleniami cząstkowymi, czyli określają wpływ zmiany danego czynnika na zmianę poziomu wskaźnika:

- ❖ odchylenie spowodowane zmianą ROA: o - 2,64 pkt. proc.,
- ❖ odchylenie spowodowane zmianą EM: o - 3,19 pkt. proc.

Uogólniając, wartość wpływu danego czynnika na zmianę poziomu wskaźnika jest iloczynem wartości zmiany tego czynnika oraz średnią wielkością drugiego czynnika:

$$\text{odchylenie spowodowane zmianą czynnika } g: R_g = (g_1 - g_0) \times \frac{p_0 + p_1}{2},$$

$$\text{odchylenie spowodowane zmianą czynnika } p: R_p = (p_1 - p_0) \times \frac{g_0 + g_1}{2}.$$

W przypadku, gdy wskaźnik jest budowany jako iloraz, podstawiamy $p=1/q$:

$$\text{odchylenie spowodowane zmianą czynnika } g: R_g = (g_1 - g_0) \times \frac{\frac{1}{q_0} + \frac{1}{q_1}}{2},$$

$$\text{odchylenie spowodowane zmianą czynnika } p \text{ (1/q): } R_q = \left(\frac{1}{q_1} - \frac{1}{q_2} \right) \times \frac{g_0 + g_1}{2}.$$

Według tej metody zmiana rentowności majątku o (-1,67) pkt. proc. była spowodowana:

wzrostem zysku – zmiana ta spowodowałaby wzrost ROA o 1,83 pkt. proc.

$$(R_g = (110 - 100) \times \frac{1/500 + 1/600}{2}),$$

wzrostem średnich aktywów – zmiana ta spowodowałaby spadek ROA o 3,5 pkt. proc.

$$(R_q = (1/600 - 1/500) \times \frac{100 + 110}{2}).$$

Taki sam wynik można otrzymać wypełniając pola:

		Średnie aktywa				
		n_0	n_1			
		500,00	600,00			
Zysk	n_0	100,00	20,0%	16,7%	-3,3 pkt. proc.	-3,50 pkt. proc.
	n_1	110,00	22,0%	18,3%	-3,7 pkt. proc.	
		2,0 pkt. proc.	1,7 pkt. proc.			
		1,83 pkt. proc.				-1,67 pkt. proc.

W przypadku metody podstawień krzyżowych możliwe jest oczywiście jej zastosowanie również przy większej liczbie czynników wskaźnika niż 2, jednak wymaga to znacznie bardziej rozwiniętych wzorów.

Każda z metod jest uproszczeniem rzeczywistości i daje niedokładne wyniki, o czym należy pamiętać interpretując wyniki analiz.

6. PORÓWNIANIA – UWAGI METODYCZNE

W analizach porównawczych niezbędne jest zapewnienie porównywalności danych. Pierwszą kwestią jest dobór danych stanowiących takie same mierniki (wielkości absolutne lub relacje), wyrażonych w tych samych jednostkach (np. tysiącach zł, procentach, zł na osobę itd.). W porównaniach zewnętrznych niezbędne jest oczywiście, by dane dotyczyły tego samego okresu.

Kolejną kwestią w analizie porównawczej jest usunięcie wpływu ewentualnych zniekształceń. Mogą to być różnice²⁸:

- ❖ metodyczne – wiążą się z różnym sposobem przygotowania danych; aby móc je wyeliminować należy dysponować odpowiednio szczegółowymi danymi (w niektórych przypadkach analiz zewnętrznych może być to niemożliwe); różnice metodologiczne mogą wynikać:
 - ze stosowania różnych standardów rachunkowości finansowej lub zasad i metod rachunkowości zarządczej (konsekwencją jest nieporównywalność poszczególnych wielkości finansowych zawartych w sprawozdaniach finansowych sporządzanych według odmiennych zasad),
 - z odmiennego grupowania wielkości finansowych (np. stosowania innych kryteriów grupowania operacji lub agregacji przy sporządzaniu sprawozdań finansowych lub innych kryteriów sporządzania sprawozdań analitycznych),
 - z innego sposobu obliczania wskaźników (w przypadku niektórych wskaźników stosowane są różne ich warianty);
- ❖ finansowe (cenowe) – wiążą się one ze zmiennością w czasie cen sprzedaży lub zakupu, stawek podatkowych, taryf i opłat, stawek amortyzacyjnych; wyeliminowanie tych różnic wymaga przeliczenia danych z okresów poprzednich na warunki cenowe analizowanego okresu; w przypadku zmian ogólnych cen stosowane jest uproszczenie w postaci przeliczenia danych finansowych na ceny roku bazowego, tj. przemnożenia ich lub podzielenia (w zależności od tego, który okres jest uznany za bazowy) przez wskaźnik inflacji;
- ❖ organizacyjne – wiążą się ze zmianami organizacyjnymi wewnątrz przedsiębiorstwa (np. tworzeniem nowych lub likwidowaniem oddziałów, działów itd.) lub w sektorze (np. tworzeniem lub likwidacją przedsiębiorstw, łączeniem lub dzieleniem podmiotów; eliminacja tego rodzaju różnic jest trudna, z uwagi na potencjalny wpływ synergii i działania innych czynników powodujących, że całość jest nieporównywalna z sumą części;

²⁸ Porównaj także: W. Breincken, *Analiza działalności gospodarczej. Zagadnienia ogólne*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 1988, s. 23 [za:] W. Gabrusewicz, *Podstawy analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2002, s. 42 i L. Bednarski, T. Waśniewski, *Analiza finansowa...*, *op. cit.*, s. 131.

- ❖ przedmiotowe (rzeczowe) – wiążą się ze zmianą zakresu działalności przedsiębiorstw (np. wchodzeniem na nowe rynki geograficzne lub branżowe, wprowadzaniem nowych lub eliminacją dotychczasowych produktów lub technologii); tego rodzaju różnic nie można wyeliminować.

PODSUMOWANIE

Dobrze przeprowadzona analiza finansowa pozwala na wydanie opinii wartościującej na temat badanych zjawisk (w szczególności kondycji finansowej banku). Jednym z etapów dokonywania tej analizy jest porównanie obliczonych wskaźników z wybranymi miarami odniesienia. W artykule niniejszym wskazano znaczenie porównań strukturalnych, czasowych, przestrzennych oraz ze wzorcami. Bez dokonania relatywizacji oceny nie jest możliwe przeprowadzenie pełnej analizy, a co za tym idzie, wydana ocena może być mylna. Ponadto zaakcentowano, że niezbędne jest dokonanie wielowymiarowej analizy współzależności między porównywanymi wskaźnikami.

Abstract

The article is devoted to the narrow issue of the financial analysis of banks: a comparative study. An adequate selection of reference for the evaluation and comparison of the calculated indices determines the possibility of making a proper assessment on the financial condition of a bank or a selected aspect of its performance. The paper presents the principles of comparative analysis in four dimensions: structure analysis, comparisons across time (dynamics) and space (other banks), and references to the benchmarks. In discussing the internal analysis (changes in time) one of the specific issues of concern is presented: the comparability of interim indicators (requiring to annualize the rated measures). The guidelines for external comparisons (with other entities) are recommended and the principles of construction of the synthetic measure (allowing for a multi-criteria comparative analysis) are presented. The article concludes with a list of methodological notes associated with carrying out comparative analyses.

Bibliografia

- Bednarski L., Waśniewski T., *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, t. I, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996.
- Capiga M., Kurzak R., *Miary syntetyczne w ocenie banków*, „Miesięcznik Bank”, Nr 10/1998.

- Damodaran A., *Corporate Finance. Theory and Practice*, Second ed., John Wiley & Sons 2001.
- Fraser D.R., Fraser L.M., *Ocena działalności banku komercyjnego. Analiza finansowa*, Związek Banków Polskich, Warszawa 1996.
- Gabrusewicz W., *Podstawy analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2002.
- Iwanicz-Drozdowska M., *Metody oceny działalności banku*, Poltext, Warszawa 1999.
- Kopiński A., *Analiza finansowa banku*, PWE, Warszawa 2008.
- Łuniewska M., Tarczyński W., *Metody wielowymiarowej analizy porównawczej na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- Marcinkowska M., *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2007.
- Marcinkowska M., *Wartość banku. Kreowanie wartości i pomiar wyników działalności banku*, Wyd. UŁ, Łódź 2003.
- NBP, GINB, *Instrukcja do Raportu Wskaźników Ekonomiczno-Finansowych Banku na tle Grupy Rówieśniczej*, sierpień 2005 r., http://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Informacje_dla_podmiotow_nadzorowanych/Sektor_bankowy_info_dla_podmiotow/instrukcja_do_reef.html
- Nowak E., *Metody taksonomiczne w klasyfikacji obiektów społeczno-gospodarczych*, PWE, Warszawa 1990.
- Nowak E., *Syntetyczna ocena kondycji finansowej przedsiębiorstw*, Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej SKwP Nr 36, Warszawa 1996.
- Nowak E. (red.), *Controlling w przedsiębiorstwie. Koncepcje i instrumenty*, ODDK, Gdańsk 2003.
- Pałczyńska-Gościniak R., *Dylematy analizy finansowej w ocenie zasadności kontynuacji działalności przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, Nr 3 (59), SKwP, Warszawa 2001.
- Pluta W., *Wielowymiarowa analiza porównawcza w badaniach ekonomicznych*, PWE, Warszawa 1997.
- Sierpińska M., Niedbała B., *Controlling operacyjny w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
- Stachak S., *Wstęp do metodologii nauk ekonomicznych*, Książka i Wiedza, Warszawa 1997.
- Strahl D., *Modele zarządzania bankiem (model Triada)*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 1996.
- Wędzki D., *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego. Tom 2. Wskaźniki finansowe*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2009.
- Woelfel Ch. J., *Rachunkowość banku. Jak zrozumieć i stosować standardy i regulacje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.

*Marta Kawecka**

OCENA STANDINGU INSTYTUCJI FINANSOWEJ NA PODSTAWIE JEJ SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH

WSTĘP

Kontrahenci instytucji finansowych, w celu ustalenia ceny produktu czy wymaganego poziomu zabezpieczenia, muszą oceniać ich standing. Trwający globalny kryzys finansowy ukazał wiele problemów rynku finansowego, w tym niewłaściwą ocenę ryzyka instytucji finansowych. Może to być efektem wielu czynników – zastosowania niewłaściwych modeli pomiaru, zbytniego przywiązania w swojej ocenie do zewnętrznych ratingów i zaufania do agencji ratingowych, czy założenia, że dana instytucja jest *zbyt duża, by upaść*. Podstawą każdej oceny instytucji są jej dane finansowe.

Celem niniejszego artykułu jest wskazanie, że ocena dokonana na podstawie publikowanych przez instytucję finansową danych może nie dostarczyć wiarygodnych wyników. Dzieje się tak z kilku powodów, które można podzielić na te wynikające z zasad rachunkowości, jak i te leżące po stronie podmiotu sporządzającego raporty finansowe. Artykuł pokazuje różnice pomiędzy zestawami standardów sprawozdawczości w kluczowych dla instytucji finansowych obszarach. Omawia także mechanizm stosowany przez Lehman Brothers do osiągnięcia korzystnej dla niego

* Marta Kawecka jest absolwentką Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, dyrektorem jednostki zajmującej się polityką rachunkowości banku gieldowego.

prezentacji zawieranych transakcji oraz modyfikacje samych transakcji, wymagane do osiągnięcia tego celu w świetle stosowanych przez bank zasad sporządzania sprawozdań finansowych. Przedstawiono tu również skalę zjawiska i problemy z jego zdiagnozowaniem przed upadłością banku oraz mechanizmy minimalizacji ryzyka wystąpienia takich sytuacji.

1. STANDARDY SPORZĄDZANIA SPRAWOZDAŃ I ICH WPŁYW NA INSTYTUCJE FINANSOWE

Sprawozdania finansowe podmiotów gospodarczych sporządzane są zazwyczaj według jednego z dwóch zestawów standardów – Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (MSR/MSSF, ang. *International Financial Reporting Standards* – IFRS) lub standardów amerykańskich US GAAP. W poszczególnych krajach obowiązują również lokalne standardy sprawozdawczości finansowej, ale można przyjąć, że podmioty obecne na międzynarodowych rynkach finansowych stosują jeden z dwóch wymienionych zestawów. Zatem ich kontrahenci, deponenci, inwestorzy i analitycy oceniają standing na podstawie dostępnych sprawozdań finansowych przygotowanych zgodnie z tymi zasadami. Należy dodać, że agencje ratingowe i nadzór, które także korzystają ze sprawozdań finansowych, na własne życzenie mogą mieć głębszy wgląd w dane finansowe niepublikowane i niedostępne wszystkim odbiorcom.

Standardy europejskie i amerykańskie nie są zbieżne w istotnych kwestiach dotyczących sprawozdawczości instytucji finansowych. Rada Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (IASB – *International Accounting Standards Board*) i Rada Standardów Rachunkowości Finansowej (FASB – *Financial Accounting Standards Board*), zachęcane przez użytkowników sprawozdań finansowych, podejmują działania mające doprowadzić do ujednoczenia standardów, m.in. w celu zapewnienia porównywalności sprawozdań finansowych. Niestety, konwergencja nie została dotąd osiągnięta. Obserwując ostatnie prace nad zmianami standardów, których jednym z celów jest zapewnienie spójności, należy mieć nadzieję, że ujednoczenie podejścia w istotnych kwestiach jednak nastąpi, choć nie wcześniej niż za kilka lat.

W celu zilustrowania, jak istotny może być wpływ zastosowania różnych standardów na obraz standingu kształtujący się na bazie dostępnych sprawozdań, można posłużyć się następującym przykładem. Deutsche Bank prezentuje swoje dane finansowe zarówno zgodnie z US GAAP, jak i IFRS. Występuje tu więc sytuacja rzadko spotykana w praktyce – kiedy istnieje możliwość porównania danych z tego samego podmiotu, za ten sam okres, w świetle różnych koncepcji rachunkowych. Z reguły odbiorcy sprawozdań muszą się zmagać z porównaniem danych różnych podmiotów gospodarczych, sporządzonych dodatkowo według różnych standardów.

Wracając do przykładu Deutsche Banku – według danych na koniec 2008 r. łączne aktywa banku wyniosły 2 202 mld EUR według IFRS, zaś 1 030 mld EUR według US GAAP¹. I mimo że różnice pomiędzy danymi przygotowanymi według IFRS i US GAAP są przez bank wymienione, to dwa razy wyższa suma bilansowa pokazuje skalę wpływu różnych standardów.

Różnice w danych instytucji finansowych przygotowanych według IFRS i US GAAP wynikały, lub wciąż wynikają, głównie z odmiennych zasad dotyczących:

- ❖ usuwania aktywów z bilansu (ang. *derecognition*), które zostanie przedstawione w dalszej części na przykładzie ujęcia transakcji repo,
- ❖ netowania aktywów i pasywów.

IAS 32 określa, że składnik aktywów finansowych i zobowiązanie finansowe kompensuje się i wykazuje w bilansie w kwocie netto wtedy, i tylko wtedy, gdy jednostka²:

- ❖ posiada ważny tytuł prawny do dokonania kompensaty ujętych kwot oraz
- ❖ zamierza rozliczyć się w kwocie netto albo jednocześnie zrealizować składnik aktywów i wykonać zobowiązanie.

Warunki wskazane w US GAAP są podobne w zakresie istnienia prawa potrącenia (choć skutecznego w przypadku upadłości podmiotu) i intencji rozliczenia netto. Jednak US GAAP zawiera wyjątek, którego nie ma w standardach międzynarodowych. Wyjątek ten dotyczy transakcji pochodnych zawieranych w ramach tzw. *master netting agreement*³. Dla nich można kompensować wycenę w wartości godziwej oraz wartość zabezpieczenia kontraktów przy spełnieniu mniej restrykcyjnych warunków.

W przytoczonym przykładzie Deutsche Banku wpływ na sumę bilansową odmiennego podejścia do netowania aktywów i pasywów wynosi 1 097 mld EUR. IASB i FASB stwierdziły, że różne zasady netowania aktywów i pasywów w bilansie stanowią jednostkowo największą, w ujęciu ilościowym, różnicę pomiędzy standardami⁴. W związku z tym osiągnięcie konwergencji w tej kwestii jest szczególnie istotne. Rady podjęły starania w celu ujednoczenia podejścia, publikując w styczniu 2011 r. wspólną propozycję zasad netowania aktywów i pasywów, która była bliższa warunkom IAS 32, a więc bardziej restrykcyjna niż dotychczasowe zasady amerykańskie. Niestety, w toku dalszych prac IASB i FASB zdecydowały się pozostać przy modelach zbliżonych do obecnych i pójść innymi ścieżkami, tj. IASB zezwalać na netowanie, kiedy prawo potrącenia jest bezwarunkowe, to znaczy skuteczne, zarówno w normalnych warunkach, jak i w przypadku upadłości, zaś FASB prefe-

¹ Dr. Josef Ackermann, *Roadshow Montreal/Toronto*, 19 February 2009. Prezentacja dostępna na stronie internetowej www.db.com

² IAS 32 „Financial Instruments: Presentation”, par 42.

³ ASC 815-10-45.

⁴ *IASB and FASB propose to align balance sheet netting requirements*. 28 January 2011. Dokument dostępny na stronie internetowej: www.ifrs.org

ruje warunkowe prawo potrącenia, skuteczne w przypadku upadłości oraz pozostawienie specjalnych zasad dla derywatów objętych *master netting agreement*. Rady ustaliły, że będą pracować nad ustaleniem wymaganych ujawnień, które pozwolą użytkownikom sprawozdań finansowych zidentyfikować różnice w tym zakresie.

Przykładem pokazującym skalę netowanych kwot jest choćby sprawozdanie Goldman Sachs z 31 marca 2011 r. Według US GAAP bank zaraportował w bilansie ekspozycję netto z tytułu instrumentów pochodnych w kwocie 69 mld dolarów, zaś w notach objaśniających do sprawozdania finansowego wykazał, że ekspozycja brutto (przed netowaniem) wynosi 734 mld dolarów⁵. Nie ma wątpliwości, że przy tym samym poziomie kapitałów różniłyby się istotnie np. wskaźnik dźwigni wyliczony na bazie obu sprawozdań. Niestety, banki stosujące IFRS nie wskazują, ile aktywów i pasywów mogłyby wynetować, gdyby stosowały US GAAP, a ujawnienia poziomu ekspozycji brutto, jakie zaprezentował Goldman Sachs, należą do nielicznych wśród banków raportujących według US GAAP.

W celu oszacowania wpływu tego typu różnic na ocenę standingu kontrahenta, wymagana jest fachowa wiedza z zakresu zasad rachunkowości. I tu pojawia się kolejny problem w ocenie standingu instytucji finansowej na podstawie jej sprawozdań, a mianowicie stopnia skomplikowania standardów raportowania, zarówno IFRS, jak i US GAAP. Ich nadrzędnym celem jest dostarczanie użytkownikom rzetelnych informacji na temat sytuacji finansowej podmiotu. Niestety, stopień ich skomplikowania sprawia, że w praktyce tylko wybrani użytkownicy, dysponujący odpowiednią wiedzą lub zasobami pozwalającymi właściwie interpretować zawarte w sprawozdaniach informacje, mogą z nich faktycznie skorzystać. Można bowiem przyjąć, że niewielu użytkowników sprawozdań finansowych jest w stanie przeanalizować i zrozumieć niuanse np. analizy usunięcia aktywów z bilansu według koncepcji amerykańskiej i europejskiej. A ta analiza ma z kolei wpływ na ujęcie sprzedaży aktywów finansowych, w tym należności sekurytyzowanych, a więc transakcji istotnych dla uzyskania obrazu instytucji finansowych.

Nawet gdyby uznać, że wpływ wymienionych wcześniej przyczyn można uwzględnić w ocenie standingu, wciąż pozostają działania po stronie ocenianej instytucji, które mogą wpływać na nierzetelne wyniki analizy. Istnieje ryzyko, że podmiot sporządzający zechce przedstawić dane finansowe w sposób zapewniający osiągnięcie konkretnego celu. Może strukturyzować transakcje gospodarcze w sposób zapewniający ich określoną prezentację, zgodną z zasadami rachunkowości, ale zapewniającą przedstawienie swojej sytuacji finansowej, wskaźników itp. zgodnie ze strategią firmy. Przykładem może być bank inwestycyjny Lehman Brothers, który, koncentrując się na wskaźniku dźwigni finansowej, istotnym dla jego kontrahentów i agencji ratingowych, zawierał transakcje na warunkach odbiegających

⁵ *The Goldman Sachs Group, Inc. Form 10-Q for the quarterly period ended March 31, 2011.*
Dokument dostępny na stronie: www.goldmansachs.com

od standardowych lub wręcz na warunkach niekorzystnych finansowo, ale warunki te pozwalały mu, zgodnie z przyjętymi zasadami rachunkowości, ujmować transakcje w sposób wpływający pozytywnie na poziom dźwigni, choć niezgodnie z ich ekonomicznym sensem⁶.

2. WSKAŹNIK DŹWIGNI FINANSOWEJ I RATING

Dźwignia – definiowana jako relacja aktywów do kapitałów własnych – pozwala instytucjom finansowym generować zyski z inwestycji, które to inwestycje przewyższają kapitały własne, a więc bez użycia dźwigni nie byłyby dostępne. W praktyce niemal każda instytucja finansowa wykorzystuje w swojej działalności efekt dźwigni.

W Stanach Zjednoczonych istnieją normy ograniczające jej wielkość. A mimo to nadmierna dźwignia jest wymieniana jako jedna z przyczyn trwającego kryzysu finansowego. Wskaźnik dźwigni zawarty jest w wymogach dla banków nadzorowanych przez *Federal Deposit Insurance Corporation*⁷. Wskaźnik ten, zdefiniowany jako kapitał Tier 1 do wielkości aktywów (bez wartości niematerialnych), musi być co najmniej równy 5% (czyli aktywa nie mogą przewyższać 20-krotności kapitału) dla banków „dobrze dokapitalizowanych”, a 4% dla „odpowiednio dokapitalizowanych”.

Z racji tego, że banki inwestycyjne nie podlegały nadzorowi FDIC, to historycznie ten limit ich nie dotyczył, a to właśnie banki inwestycyjne generowały największą dźwignię, nawet na poziomie 30 lub 40-krotności aktywów. Instytucja z dźwignią na poziomie 30:1 jest narażona na „utrąte” kapitału przy spadku wartości jej aktywów o 3,3%. Przy niestabilnej sytuacji na rynku taki spadek wartości może się zdarzyć nawet w przypadku aktywów w postaci obligacji skarbowych, albo gdy wartość jednej trzeciej aktywów spadnie o 10%.

Banki inwestycyjne zobowiązane były natomiast do przestrzegania tzw. zasady kapitału netto (ang. *net capital rule*), ustalonej przez amerykańską Komisję Papierów i Giełd (SEC – *Securities and Exchange Commission*) w 1975 r. i zmodyfikowanej w 2004 r. Zmiana z 28 kwietnia 2004 r. pozwoliła największym firmom (z kapitałem netto powyżej 5 mld dolarów) stosować wyjątek od ogólnych zasad. Zdaniem wielu komentatorów, ta decyzja SEC była jedną z przyczyn gwałtownie rosnącego wykorzystania dźwigni i późniejszego kryzysu⁸.

⁶ *Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner's Report*, s. 732 i kolejne. Raport dostępny na stronie internetowej www.lehmanreport.jenner.com

⁷ *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991*. Dokument dostępny na stronie internetowej: www.fdic.gov

⁸ S. Balaton, *Agency's '04 Rule Let Banks Pile Up New Debt*, „The New York Times”, 2 October 2008. Artykuł dostępny na stronie internetowej www.nytimes.com/2008/10/03/business/03sec.html

Wspomniane wykorzystanie dźwigni finansowej na dużą skalę przez banki inwestycyjne wywołało komentarze ze strony agencji ratingowych i analityków, którzy porównywali wielkość dźwigni w tzw. grupie porównawczej (ang. *peer group*). W latach 2007 i 2008 zarówno Lehman, jak i inne podmioty dążyły do redukcji poziomu dźwigni w celu „ochrony” posiadanego ratingu. Rating ten służył bowiem kontrahentom tych banków do ustalenia akceptowanych dla siebie partnerów transakcji, cen i poziomu zabezpieczenia oczekiwanego od nich w zależności od wielkości ekspozycji⁹.

Czym jest rating? Teoria ekonomii mówi, że rynek jest efektywny, jeśli jego uczestnicy m.in. mają równy dostęp do informacji. W praktyce, uwzględnwszy stopień skomplikowania rynku i ilości informacji, niemożliwa jest samodzielna, pełna ocena różnych inwestycji. W zakresie „bezpieczeństwa” inwestycji pomagają w tym agencje ratingowe – firmy, które profesjonalnie zajmują się nadawaniem ocen wiarygodności kredytowej (ratingów) poszczególnym inwestycjom i emitentom. Wielu inwestorów, np. towarzystwa emerytalne w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej, opierały się i opierają na ratingach, podejmując decyzje inwestycyjne, ponieważ nie mają ani dostępu do tych samych danych (m.in. pod względem szczególności), ani zasobów, ani tym bardziej szczegółowej wiedzy potrzebnej do oceny ryzyka inwestycji.

Ratingi nadawane przez największe agencje (Fitch, Moody's, Standard & Poor's) stały się, z punktu widzenia inwestorów, podstawowym i niekwestionowanym wskaźnikiem bezpieczeństwa inwestycji. W związku z tym podmiotom poszukującym źródeł finansowania, w tym bankom inwestycyjnym, zależało na uzyskaniu wysokich ocen.

Działalność agencji ratingowych długo nie była regulowana, choć efekty ich pracy były od dawna szeroko wykorzystywane¹⁰:

- ❖ już w 1931 r. OCC (*Office of the Comptroller of the Currency*) zezwolił bankom na wykazywanie obligacji w publicznym obrocie z ratingiem BBB lub lepszym po wartości księgowej (bez wyceny do rynku);
- ❖ w 1975 r. SEC zmodyfikował minimalny wymóg kapitałowy dla dealerów i brokerów, opierając go na ratingach „uznanych agencji” (ang. *nationally recognized statistical rating organization*). Na podobne podejście zezwala bankom Bazylea II;
- ❖ agencje ratingowe mają wpływ również na rodzaj papierów, jakie mogą nabywać niektórzy inwestorzy. SEC zabrania np. funduszom rynku pieniężnego inwestowania w papiery o konkretnym, niskim ratingu.

⁹ A.N.R. Sy, *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, „IMF Working Paper” WP/09/129. Dokument dostępny na stronie internetowej www.imf.org

¹⁰ *Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, January 2011, s. 119.

Począwszy od 1975 r. SEC zatwierdzał status danej agencji jako „uznanej”, ale po jego uzyskaniu nie podlegała ona żadnym innym regulacjom. Od 2007 r. SEC ma ograniczone uprawnienia do „nadzoru” (*oversight*) „uznanych” agencji opierających się na „*Credit Rating Agency Reform Act*”. Prawo to wymaga ujawnienia metodyki stosowanej przez agencje, ale nie pozwala SEC regulować procedur ani metodyki nadawania ratingu.

W pierwszej dekadzie XXI w. rola agencji ratingowych na rynku ogromnie wzrosła. Jednocześnie zmieniła się relacja między agencjami i ich klientami. Na rynkach finansowych pojawiła się ogromna liczba instrumentów finansowych wyemitowanych przez ograniczoną liczbę graczy – głównie banki inwestycyjne. W próbie 1 280 hipotecznych transakcji sekurytyzacyjnych analizowanej przez T.D. Nadauld i S.M. Sherlund¹¹ sam Lehman Brothers dokonał 130 transakcji. W przeszłości pojedynczy emitent dokonujący kilku transakcji podlegających ocenie ratingowej nie miał wpływu na agencję nadającą rating. W dobie emisji papierów zabezpieczonych hipotekami główne banki inwestycyjne nabywały usługi agencji setki razy w roku. Przychody Moody’s z transakcji strukturyzowanych wzrosły ze 100 mln dolarów w 1998 r. do 800 mln dolarów w 2006 r. i stanowiły ponad 80% łącznych przychodów firmy¹².

Jak już wspomniano, obniżenie poziomu dźwigni finansowej stało się w latach 2007–2008 jednym z priorytetów Lehman Brothers. Niezdolność do obniżenia dźwigni mogła prowadzić do obniżenia ratingu, a to z kolei do podwyższenia kosztu lub w ogóle niemożności pozyskania finansowania na rynku¹³.

W celu obniżenia dźwigni można obniżyć aktywa netto. Strategia banku przed 2007 r. skupiała się na rynku nieruchomości, w efekcie czego poziom aktywów opartych na ryzyku tego rynku znacząco wzrósł, a od 2007 r. bank zaczął mieć problem ze sprzedażem tzw. *sticky assets*. Lehman oszacował, że gdyby był zmuszony do ich zbycia, straciłby ok. 750 mld dolarów¹⁴, a dodatkowo poddałby w wątpliwość wyceny pozostałych aktywów, które miał w swoim bilansie. W związku z tym, obok sprzedaży aktywów, na które bank znalazł rynek, w celu obniżenia poziomu dźwigni wykazywanego w kwartalnych raportach finansowych, Lehman Brothers wykorzystywał m.in. transakcje repo.

Transakcja repo to umowa, w ramach której jedna ze stron (sprzedający) zobowiązuje się wobec drugiej strony (kupującego) do przeniesienia, w dniu nabycia,

¹¹ T.D. Nadauld, S.M. Sherlund, *The Role of the Securitization Process in the Expansion of Subprime Credit*, Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington, D.C. 2009, s. 43.

¹² Testimony of Luigi Zingales on „*Causes and Effects of the Lehman Brothers Bankruptcy*” before the Committee on Oversight and Government Reform, United States House of Representatives, October 6, 2008, s. 18.

¹³ *Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11...*, *op. cit.*, s. 735.

¹⁴ *Ibidem*, s. 827.

własności zbywanych papierów wartościowych w zamian za zapłatę przez kupującego kwoty nabycia, a kupujący zobowiązuje się wobec sprzedającego, w zamian za zapłatę kwoty odkupu, do przeniesienia, w dniu odkupu, własności takich samych papierów wartościowych¹⁵. Patrząc z ekonomicznego punktu widzenia, celem transakcji repo jest pozyskanie przez podmiot sprzedający finansowania, które zabezpieczone jest papierami wartościowymi. A jeśli tak, to domniemanym sposobem ujęcia w sprawozdaniu finansowym pozyskiwanego przez jednostkę finansowania jest zwiększenie jego zobowiązań, a więc i dźwigni.

3. UJĘCIE TRANSAKCJI REPO – SKUTKI DLA WSKAŹNIKÓW FINANSOWYCH SŁUŻĄCYCH DO OCENY STANDINGU

Kwestia ujęcia transakcji repo w sprawozdaniu finansowym nie jest prosta. Możliwe są dwa podejścia:

- 1) ujęcie jako finansowanie (tzn. jako depozyt/zobowiązanie),
- 2) ujęcie jako sprzedaż papierów wartościowych i zobowiązanie terminowe (poza-bilansowe) do ich odkupienia w przyszłości.

Zamieszczone poniżej rysunki prezentują, na przykładowym bilansie, wpływ transakcji repo na bilans i poziom dźwigni finansowej w zależności od sposobu jej ujęcia przez bank.

Rysunek 1. Bilans banku przed zawarciem transakcji repo

Gotówka 100	Depozyty 150
Lokaty 100	
Papiery wartościowe 100	Kredyty otrzymane 150
Kredyty udzielone 200	Kapitał 100
AKTYWA 500	PASYWA 500

Źródło: opracowanie własne.

¹⁵ Definicja z Regulaminu prowadzenia przez Narodowy Bank Polski rachunków i kont depozytowych papierów wartościowych oraz obsługi operacji na papierach wartościowych i ich rejestracji na rachunkach i kontach depozytowych tych papierów.

W Polsce wyróżniamy również transakcję buy/sell back, czyli transakcję, na którą składają się dwie niezależne umowy: sprzedaży oraz kupna bonów – po cenie ustalonej z góry.

Przed zawarciem transakcji repo dźwignia wynosi 5.

Bank zawiera transakcje repo, w której sprzedaje posiadane przez siebie papiery wartościowe o wartości 100 po cenie 100 i jednocześnie zobowiązuje się do ich odkupienia po 105 w określonym z góry terminie w przyszłości.

Przy ujęciu transakcji repo, jako zobowiązanie w bilansie banku (rysunek 2), poziom dźwigni finansowej rośnie do 6. Dzieje się tak dlatego, że papiery wartościowe pozostają w bilansie banku, a transakcja repo powoduje wzrost aktywów (gotówki). Różnica pomiędzy ceną sprzedaży a ceną odkupu papierów wartościowych (tu: 5) jest ujmowana w rachunku zysków i strat banku jako koszt finansowania (koszt odsetkowy) proporcjonalnie do upływu czasu trwania transakcji.

Rysunek 2. Bilans banku po zawarciu transakcji repo ujmowanej jako finansowanie

Gotówka 200	Depozyty 150
Lokaty 100	Transakcje repo 100
Papiery wartościowe 100	Kredyty otrzymane 150
Kredyty udzielone 200	Kapitał 100
AKTYWA 600	PASYWA 600

Źródło: opracowanie własne.

Przy ujęciu transakcji repo jako sprzedaży papierów wartościowych (rysunek 3) poziom dźwigni utrzymuje się na poziomie sprzed transakcji, mimo że bank uzyskał finansowanie.

W związku z dążeniem Lehman Brothers do redukcji poziomu dźwigni, bank był zainteresowany prezentacją transakcji w sposób przedstawiony na rysunku 3. Dodatkowo, po zawarciu tych transakcji, bank wykorzystywał środki pieniężne otrzymane od kontrahenta do spłaty pozostałych zaciągniętych zobowiązań, nadal obniżając wskaźniki zadłużenia¹⁶. W przypadku przedstawionym na rysunku 3 skutkowało to obniżeniem dźwigni do poziomu 4.

W celu uzyskania oczekiwanego ujęcia w sprawozdaniu finansowym, Lehman Brothers część swoich transakcji repo strukturyzował w określony sposób (zob. dalej).

¹⁶ *Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11...*, op. cit., s. 733.

Rysunek 3. Bilans banku po zawarciu transakcji repo, ujmowanej jako sprzedaż papierów wartościowych

Gotówka 200	Depozyty 150
Lokaty 100	Kredyty otrzymane 150
Kredyty udzielone 200	Kapitał 100
AKTYWA 500	PASYWA 500
Zobowiązania pozabilansowe 100*	

* Dodatnia wycena kontraktu forward (5) byłaby dodatkowo ujmowana jako aktywo w bilansie. Tu pominięto ten element dla bardziej przejrzystej prezentacji.

Źródło: opracowanie własne.

Lehman Brothers stosował amerykańskie standardy rachunkowości (US GAAP). Gdyby stosował standardy międzynarodowe (IFRS), różne ujęcie w zależności od pewnych specyficznych cech transakcji nie byłoby możliwe, ponieważ IAS 39 *Financial Instruments: Recognition and Measurement* wskazuje, że wszystkie transakcje, gdzie następuje sprzedaż papierów wartościowych wraz ze zobowiązaniem do odkupu, i gdzie cena odkupu jest z góry ustalona, bez względu na formę i cechy prawne, ujmowane są jako transakcje o charakterze finansowania¹⁷.

W standardach amerykańskich sposób ujęcia transakcji repo zależy m.in. od następujących warunków¹⁸:

- 1) wyizolowanie sprzedawanych aktywów z majątku (i ewentualnej masy upadłości) sprzedającego,
- 2) możliwość zastawu lub wymiany nabytych przez kupującego aktywów,
- 3) neutrzymywanie przez sprzedającego efektywnej kontroli nad papierami.

Jeśli wszystkie wymienione warunki są spełnione, transakcja ujmowana jest jako zbycie aktywów, czyli zgodnie z rysunkiem 3.

W praktyce warunek (1) i (3) stanowiły problem w drodze do osiągnięcia założonej przez bank prezentacji. Ponieważ Lehman Brothers nie był w stanie znaleźć w Stanach Zjednoczonych kancelarii prawnej, która potwierdziłaby spełnienie wa-

¹⁷ IAS 39 Financial Instruments: Recognition and Measurement, AG40.

¹⁸ Accounting Standards Codification 860-10-40.

runku o wyizolowaniu aktywów, bank uzyskał taką opinię pod prawem angielskim i w związku z tym zawierał transakcje poprzez swoją londyńską spółkę Lehman Brothers International (Europe) – LBIE¹⁹.

Warunek nieutrzymywania efektywnej kontroli wymagał zmiany struktury „typowych” transakcji repo. W tym celu Lehman stworzył rodzaj transakcji zwany Repo 105 dla papierów dłużnych (później również 108 dla papierów udziałowych), który, choć zawierany był z użyciem tych samych rodzajów papierów wartościowych i według tej samej dokumentacji co standardowe repo²⁰, różnił się poziomem zabezpieczenia – za każde pożyczone 100 gotówki, Lehman przekazywał papiery o wartości co najmniej 105.

Dlaczego akurat poziomem zabezpieczenia? Otóż, co prawda umowa repo jest wymieniona według US GAAP jako jeden z przykładów zachowania efektywnej kontroli, co wskazywałoby na konieczność ujęcia transakcji jako finansowania, ale przykład ten zawiera pewne warunki. Sprzedający utrzymuje w przypadku transakcji typu repo efektywną kontrolę, jeśli może odkupić aktywa na ustalonych warunkach, nawet w przypadku upadłości kupującego²¹. By warunek ten był spełniony, amerykańskie standardy rachunkowości wymagają, żeby sprzedający przez cały okres trwania kontraktu posiadał gotówkę lub inny rodzaj zabezpieczenia wystarczający, aby w razie konieczności sfinansować zasadniczo cały koszt zakupu takich aktywów finansowych na rynku. Nie jest zdefiniowane, co oznacza „zasadniczo cały”, natomiast jest wskazane, że umowa zbycia i odkupu płynnych papierów z zabezpieczeniem na poziomie 98% wycenianym dziennie i uzupełnianym przy wahaniami ceny papierów na rynku spełnia ten warunek, czyli powinna być ujmowana jako finansowanie.

Dodatkowo standardy amerykańskie nie przewidują odmiennych wymogów w zakresie utrzymywania zabezpieczenia dla rynków poza Stanami Zjednoczonymi, choć wskazują, że na niektórych rynkach utrzymywanie depozytów zabezpieczających (tzw. *margining*) nie jest standardem. Nie zmienia to jednak zasad ujęcia takich transakcji według US GAAP²². W związku z tym transakcje repo 105 różniły się od standardowych repo właśnie poziomem utrzymywanego zabezpieczenia. To pozwalało bankowi, w świetle amerykańskich zasad rachunkowości, stwierdzić, że nie ma wystarczającego poziomu zabezpieczenia, przez co utracił kontrolę nad aktywami i może ujmować te transakcje jako sprzedaż papierów wartościowych i osiągnąć zamierzony efekt obniżenia poziomu prezentowanej dzwigni finansowej.

¹⁹ *Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11...*, op. cit., s. 740.

²⁰ *Ibidem*, s. 770.

²¹ Inne warunki nie są istotne dla analizy sytuacji Lehman Brothers, a są to m.in. stała cena oraz warunek, że odkupowane aktywa są takie same lub zasadniczo takie same jak te zbywane.

²² Accounting Standards Codification 860-10-55.

4. PRZYKŁAD LEHMAN BROTHERS

Model biznesowy Lehman Brothers nie różnił się od innych banków inwestycyjnych. Opierał się na wysokim lewarowaniu, wysokoryzykownych długoterminowych aktywach finansowanych krótkoterminowymi pasywami, głównie na rynku repo. W takim modelu zaufanie kontrahentów, pożyczających bankowi pieniądze, jest kluczowe do sprawnego funkcjonowania biznesu. W momencie utraty zaufania kontrahentów i niemożności rolowania krótkoterminowego (nawet overnightowego) finansowania, Lehman Brothers nie mógłby kontynuować bieżącej działalności.

W 2006 r. Lehman przyjął strategię agresywnego wzrostu biznesu, w tym poprzez zaangażowanie na rynku nieruchomości, oczekując wyższych zwrotów z inwestycji, ale i podnosząc poziom dźwigni. Realizując tę strategię, wielokrotnie przekroczył wewnętrzne limity apetytu na ryzyko. W obliczu kryzysu *subprime* w 2007 r. bank nie podjął radykalnych kroków, licząc na odwrócenie trendu, więc kiedy w marcu 2008 r. Bear Stearns był bliski upadku, rynek oczekiwał, że Lehman będzie kolejny²³. A ponieważ, jak wspomniano, dla kontynuowania działalności zaufanie rynku było kluczowe, bank był zdeterminowany je utrzymać, przedstawiając nie do końca prawdziwy obraz swojej sytuacji finansowej. Wiedząc, że kontrahenci oceniają ryzyko podmiotu patrząc na jego rating, a z kolei agencje nadając rating kierują się m.in. poziomem dźwigni i wskaźnikami płynności²⁴, bank zdawał sobie sprawę, jak ogromne znaczenie ma wykazanie w sprawozdaniach finansowych odpowiednich liczb. I robił wszystko, by liczby te były zgodne z oczekiwaniami. Bank ustalał wewnętrzne limity co do poziomu dźwigni oczekiwanego na koniec kwartałów. W przypadku, gdy nie udało się uzyskać założonego poziomu poprzez sprzedaż aktywów, bank zawierał transakcje repo 105²⁵. Bank zawarł transakcje repo 105 na ok. 38,6 mld dolarów w IV kwartale 2007 r., 49,1 mld w I kwartale 2008 r. i 50,4 mld dolarów w II kwartale 2008 r., obniżając w ten sposób poziom dźwigni finansowej²⁶. Tabela 1 prezentuje poziom dźwigni, jaką zaraportował bank po zastosowaniu repo 105/108 i poziom, jaki zaraportowałby, gdyby tych transakcji nie zawarł.

²³ *Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11...*, op. cit., s. 4.

²⁴ Raport na temat przyczyn upadłości Lehman Brothers poddaje w wątpliwość również wykazywane przez bank środki płynne (tzw. *liquidity pool*).

Środki płynne prezentowane w ujawnieniach regulacyjnych i rynkowych to takie, które mogą być zbyt w krótkim terminie, i w każdych warunkach rynkowych. Lehman zaliczał do nich depozyty złożone u kontrahentów, które co prawda były strukturyzowane prawnie w taki sposób, że bank mógł je wycofać, ale stanowiły zabezpieczenie wymagane przez kontrahentów i bez nich kontrahenci przestaliby świadczyć bankowi usługi rozliczeniowe, ewentualnie wymagałoby płacenia za nie z góry, więc *de facto* były kluczowe dla kontynuowania bieżącej działalności. *Ibidem*, s. 1082.

²⁵ *Ibidem*, s. 859.

²⁶ *Ibidem*, s. 739.

Tabela 1. Poziom dźwigni Lehman Brothers

Okres	Dźwignia zaraportowana	Dźwignia bez repo	Różnica
IV kwartał 2007	16,1	17,8	1,7
I kwartał 2008	15,4	17,3	1,9
II kwartał 2008	12,1	13,9	1,8

Źródło: *Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner's Report*, s. 748.

Teoretycznie bank zawierał te transakcje całkowicie „legalnie”. Wykazywał je w księgach zgodnie z zasadami US GAAP i posiadaną opinią prawną. Pytanie tylko, jakim celom biznesowym służyły te transakcje. Mogłoby to być pozyskanie finansowania, jak w przypadku „zwykłych” repo, i faktycznie częściowo było. Ale była to transakcja znacznie droższa. Jaki ekonomiczny sens miało więc ponoszenie wyższych kosztów repo 105, zamiast niższych kosztów „zwykłego” repo, zaspokajającego ten sam cel. Kontrahenci transakcji repo 105/108 albo pytali bank, dlaczego chce się angażować w repo na niestandardowych warunkach²⁷, albo zdawali sobie sprawę, że ze względu na te niestandardowe warunki Lehman traktuje te transakcje jako instrumenty pozabilansowe i im trudniejsza była sytuacja banku, tym ustalali wyższe ceny²⁸. To, że repo 105/108 nie służyło celom biznesowym, a jedynie poprawie wskaźników finansowych, potwierdzili pracownicy banku²⁹.

SEC, czyli podmiot nadzorujący bank, stwierdził, że zniechęca emitentów do zawierania strukturyzowanych transakcji podyktowanych względami rachunkowymi³⁰ z uwagi na fakt, że generuje to ryzyko prezentowania niedokładnego obrazu faktycznej sytuacji finansowej. Transakcje takie, zdaniem SEC, są kreowane dla osiągnięcia efektów sprawozdawczych, które nie są spójne z sensem ekonomicznym transakcji i w związku z tym nie są one w interesie inwestorów i mogą stanowić naruszenie prawa.

Teoretycznie, użytkownik mający odpowiednią wiedzę z zakresu zasad rachunkowości, powinien być w stanie zidentyfikować taką sytuację, ale tylko, jeśli instytucja zapewni w sprawozdaniach finansowych odpowiednie ujawnienia.

Transakcje repo zawierane były na papierach płynnych, bo tylko takie kontrahenci chcieli zaakceptować jako zabezpieczenie. Wolumen transakcji rósł na kilka

²⁷ Np. Reserve Bank of Australia, *ibidem*, s. 859.

²⁸ Np. Mizuho, *ibidem*, s. 881.

²⁹ *Ibidem*, s. 867 i kolejne.

³⁰ Office of the Chief Accountant, United States Securities and Exchange Commission: *Report and Recommendations pursuant to section 401 (C) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 on Arrangements with Off-Balance Sheet Implications, Special Purpose Entities and Transparency of Filings by Issuers*, s. 100. Dokument dostępny na stronie internetowej www.sec.gov

dni przed końcem kwartału, w związku z czym w danych finansowych na dzień sporządzenia kwartalnego sprawozdania finansowego płynne papiery wartościowe, stanowiące zabezpieczenie transakcji repo, były usuwane z bilansu i wracały do niego kilka dni po zakończeniu kwartału. Czyli, biorąc pod uwagę, że użytkownik otrzymuje dane finansowe podmiotu według stanu na określony dzień, i co kwartał na ten właśnie dzień aktywa były z bilansu usuwane w celu przedstawienia rynkowi oczekiwanego spadku dźwigni, nie byłby w stanie, porównując kwortalne dane, bez odpowiednich ujawnień zauważyć wykorzystania zmodyfikowanych transakcji repo. Lehman Brothers w swoich sprawozdaniach nie zapewnił informacji na temat repo 105 i sposobu ich ujęcia przez bank³¹. Nie wiedział o nich również FED, SEC oraz agencje ratingowe³².

Lehman nie upadł z powodu używania transakcji repo 105. Bezpośrednią przyczyną jego wniosku o upadłość był utrata zaufania pożyczkodawców i, w efekcie, utrata płynności. Nie można jednak nie zauważyć roli tych transakcji w zaciemnianiu faktycznego obrazu sytuacji finansowej banku od 2007 r.

Czy, gdyby bank nie stosował repo 105 lub gdyby ujawnił informacje na temat tych transakcji w swoich sprawozdaniach finansowych, jego rating zostałby obniżony? Na to pytanie nie ma jednoznacznej odpowiedzi. Nie potrafiły jej udzielić same agencje ratingowe. Fitch i Standard & Poor's potwierdziły, że informacja ta mogłaby być istotna dla ich oceny standingu Lehman Brothers. Nie były jednak w stanie jednoznacznie stwierdzić, że miałyby wpływ na całkowity rating banku, który jest wynikiem analizy wielu aspektów i zależności między nimi. Moody's stwierdził natomiast, że w swojej metodycie kładzie nacisk na wiele czynników i sam poziom dźwigni finansowej nie jest dla niego aż tak istotny³³. Każda z agencji stwierdziła jednak, że usunięcie ok. 50 mld dolarów z bilansu banku na kilka dni przed końcem kwartału, kiedy to bank prezentuje swoje wyniki, tylko po to, aby poprawić wskaźniki, podczas gdy te 50 mld dolarów powiększa aktywa kilka dni po zakończeniu kwartału, może mieć wpływ na ocenę sytuacji podmiotu.

Tabela 2 prezentuje podstawowe wartości bilansowe i wskaźniki Lehman Brothers na koniec kolejnych kwartałów sprawozdawczych.

Zmodyfikowana dźwignia oznacza poziom dźwigni, jaki zaraportowałyby spółka, gdyby zamiast repo 105/108 zastosowała tradycyjne repo, ujmowane jako finansowanie.

Na przykładzie tych danych widzimy, jak poziom wykorzystania repo 105 rośnie wraz ze wzrostem sumy bilansowej, przy czym wzrost ten jest szybszy niż wzrost aktywów, od 5% na koniec listopada 2006 r. do 8% sumy aktywów na koniec maja 2008 r. Jak wynika z danych zawartych w tabeli 2, gdyby zamiast repo 105 ujmo-

³¹ *Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11...*, op. cit., s. 854.

³² *Ibidem*, s. 912.

³³ *Ibidem*, s. 906.

wanych pozabilansowo, zastosować tradycyjne repo, dźwignia netto przekazywana przez bank do publicznej wiadomości byłaby aż do 15% wyższa od wyliczonej z wykorzystaniem transakcji repo 105. Trudno uznać taki wpływ na wskaźniki za nieistotny.

Tabela 2. Wskaźniki Lehman Brothers (w mln USD)

Wyszczególnienie	30.11. 2006	28.02. 2007	31.05. 2007	31.08. 2007	30.11. 2007	29.02. 2008	31.05. 2008
Aktywa łącznie	503 545	562 283	605 861	659 216	691 063	786 035	639 432
Kapitał	19 191	20 005	21 129	21 733	22 490	24 832	26 276
Dźwignia	26,2	28,1	28,7	30,3	30,7	31,7	24,3
Dźwignia netto*	14,5	15,4	15,4	16,1	16,1	15,4	12,1
Repo 105/108	24 519	27 284	31 943	36 407	38 634	49 102	50 383
Zmodyfikowana dźwignia	27,5	29,5	30,2	32,0	32,4	33,6	26,3
Zmodyfikowana dźwignia netto	15,8	16,8	16,9	17,8	17,8	17,3	13,9
Zmiana dźwigni netto	9%	9%	10%	11%	11%	12%	15%

* Dźwignia netto oznacza iloraz sumy aktywów pomniejszonych o gotówkę i papiery wydzielone dla celów regulacyjnych i innych, umowy finansowania zabezpieczone aktywami, aktywa niematerialne i goodwill i kapitału wraz z długiem podporządkowanym pomniejszonego o aktywa niematerialne i goodwill.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner's Report*, s. 889.

Jak już wspomniano, mechanizm zastosowany przez Lehman Brothers do obniżenia poziomu dźwigni przy użyciu transakcji repo 105/108 nie był znany ani agencjom ratingowym, ani regulatorom, czyli podmiotom, które z założenia mają szerszy wgląd w dane finansowe banku niż kontrahenci. A jeśli nie był znany im, to nie był również znany stronom transakcji zawieranych przez Lehman Brothers. Co prawda niektórzy kontrahenci transakcji repo 105, jak Mizuho, zdawali sobie sprawę z celu, w jakim Lehman zawierał niestandardowe transakcje repo. Ale nawet mając świadomość pozabilansowego ujęcia tych transakcji, nie mogli oszacować wielkości zjawiska bez dostępu do pełnych danych. Zatem pożyczkodawcy Lehman Brothers, opierając się w swojej ocenie standingu banku na dostępnych sprawozdaniach finansowych i ratingach, nie mieli możliwości uzyskania informacji o zani-

żonym poziomie dźwigni. Być może, gdyby mieli informacje o wykorzystaniu repo 105 i jego wpływie na wskaźniki, inaczej by ocenili sytuację banku lub wcześniej zauważyli symptomy problemów z płynnością.

5. PO UPADKU LEHMAN BROTHERS

Trzy tygodnie po ukazaniu się raportu na temat przyczyn upadłości Lehman Brothers, kiedy szczegóły transakcji repo 105/108 zostały ujawnione, SEC wystosował szczegółowe zapytanie do ponad 20 największych instytucji bankowych i ubezpieczeniowych, dotyczące sposobu ujmowania transakcji sprzedaży papierów wartościowych z jednoczesnym zobowiązaniem do ich odkupu. Jeśli instytucja posiadała transakcje ujmowane jako sprzedaż, SEC prosił o dodatkowe informacje, takie jak:

- ❖ kwota transakcji ujętych jako sprzedaż na koniec każdego kwartału w ciągu ostatnich 3 lat oraz kwartalne średnie. Jeśli stany różnią się istotnie, należało wyjaśnić różnice;
- ❖ szczegółowa analiza skutkująca ujęciem tych transakcji jako sprzedaż, a nie finansowanie;
- ❖ przesłanki biznesowe powodujące strukturyzowanie transakcji w sposób pozwalający na ich ujęcie jako sprzedaż;
- ❖ wskazanie, jak ujęcie tych transakcji jako sprzedaż wpływa na wskaźniki danej instytucji, które podawane są do publicznej wiadomości, dostarczane analitykom, nadzorcom lub agencjom ratingowym;
- ❖ czy transakcje takie skoncentrowane są na jednym lub kilku kontrahentach, a jeśli tak, to jaki jest powód takiej koncentracji;
- ❖ czy instytucja dokonała zmian w zakresie zasad ujęcia tych transakcji w sprawozdaniach finansowych w ciągu ostatnich 3 lat, jeśli tak, to dlaczego, oraz jak to wpłynęło na sprawozdania finansowej instytucji;
- ❖ dlaczego jednostka uznała, że ujawnienia na ten temat nie są wymagane w sprawozdaniu finansowym.

Miesiąc po ukazaniu się raportu FASB poinformował, że rozważy zmianę zasad ujęcia transakcji repo po tym, jak znane będą wyniki analizy informacji wymaganych przez SEC³⁴. Standardy amerykańskie, które w przypadku ujęcia transakcji sprzedaży i odkupu papierów wartościowych nie uwzględniały specyfiki rynków lokalnych w kwestii utrzymywania zabezpieczenia, powodowały, że zawierając transakcje repo na tych rynkach i stosując amerykańskie zasady rachunkowości (ze względu np. na posiadanie amerykańskiego podmiotu dominującego i wymo-

³⁴ *FASB may look at repo accounting after SEC review*, 20 April 2010, Reuters. Dokument dostępny na stronie internetowej: <http://www.reuters.com/article/2010/04/21/lehman-fasb-idUSN2011230120100421> (dostęp: 5.12.2011 r.).

gi konsolidacyjne), podmioty ujmowały „zwykle” transakcje repo w taki sposób, w jaki Lehman Brothers ujmował repo 105, czyli *de facto* niezgodnie z ich sensem ekonomicznym.

FASB ostatecznie rozpoczął projekt zmiany zasad ujęcia transakcji repo, tłumacząc to odpowiedzią na globalny kryzys i kwestionowaniem przez uczestników rynku, czy wymóg utrzymywania zabezpieczenia jest istotny dla oceny kontroli nad przenoszonym aktywem w transakcjach repo. FASB zdecydował się wprowadzić zmiany i usunąć warunek utrzymywania odpowiedniego poziomu zabezpieczenia przez cały okres trwania transakcji. Zmiany weszły w życie w grudniu 2011 r. i stanowią istotny krok na drodze do ujednoczenia zasad ujęcia aktywów finansowych według IFRS i US GAAP, i zapewnienia porównywalności sprawozdań finansowych.

Obie rady tworzące standardy sprawozdawczości finansowej zapewniły, że rozumieją potrzebę wspólnych działań i znaczenie dla rynku finansowego przejrzystych, integralnych standardów wysokiej jakości, czego dowodem jest powołanie na ich wniosek *Financial Crisis Advisory Group*. Zadaniem grupy jest identyfikacja wymaganych zmian w zakresie sprawozdawczości finansowej, które pomogą wzmocnić zaufania inwestorów oraz konkretnych obszarów sprawozdawczych, w których kryzys uwidocznił niedoskonałości.

Jakie są wobec tego narzędzia minimalizujące ryzyko przedstawienia nieprawidłowych lub nierzetelnych danych? Użytkownicy sprawozdań finansowych oczekują, że taki właśnie jest, a przynajmniej być powinien, cel przeprowadzania obowiązkowych audytów sprawozdań przed ich publikacją przez uprawnione podmioty. A w przypadku podmiotów objętych nadzorem finansowym istnieje domniemanie, że regulator zapewni wyższy poziom bezpieczeństwa inwestycji oraz rzetelności informacji niż w przypadku emitentów nienadzorowanych.

Ernst&Young, audytor Lehman Brothers, został pozwany w grudniu 2010 r. przez prokuratora generalnego stanu Nowy Jork za pomoc w ukrywaniu przed inwestorami prawdziwego obrazu sytuacji finansowej banku³⁵.

Jeśli chodzi o weryfikację przez nadzór, to największe banki inwestycyjne, tj. Bear Stearns, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch oraz Lehman Brothers, podlegały nadzorowi amerykańskiej Komisji ds. Papierów Wartościowych i Giełd oraz nadzorowi stanowemu stanu Nowy Jork. SEC przyznał, że nadzór nad Lehman Brothers mógł być niewystarczający, zwłaszcza w kluczowym okresie po problemach Bear Stearns³⁶. SEC nie miał bowiem wystarczających uprawnień

³⁵ K. Freifeld and L. Sandler, *Cuomo Sues Ernst & Young for Assisting Lehman Brothers in 'Repo 105' Fraud*, 22 December 2010, Bloomberg. Dokument dostępny na stronie internetowej www.bloomberg.com/news/2010-12-21/new-york-s-cuomo-said-to-plan-fraud-suit-against-lehman-s-accounting-firm.html (dostęp: 10.11.2011 r.).

³⁶ Testimony Concerning the Lehman Brothers Examiner's Report by Chairman Mary L. Schapiro *U.S. Securities and Exchange Commission* Before the House Financial Services Committee April 20, 2010. Dokument dostępny na stronie internetowej www.sec.gov

z jednej strony, oraz zasobów z drugiej, żeby zapewnić odpowiednią kontrolę banku. Zgodnie z oświadczeniem szefa SEC, SEC nie był nadzorcą 193 z 200 znaczących spółek Lehman Brothers Holding Inc., wśród nich były spółki z najbardziej ryzykownych obszarów, takich jak derywaty czy biznes hipoteczny³⁷. Prawo amerykańskie nie przewidywało bowiem, kto sprawuje nadzór skonsolidowany, czyli nadzór nad holdingiem jako całością, a nie jednostkowo, nad poszczególnymi jego podmiotami. W 2004 r. SEC wprowadził co prawda dobrowolny program nadzoru skonsolidowanego dla banków inwestycyjnych pod nazwą *Consolidated Supervised Entity Program* (CSE), ale program ten okazał się nieskuteczny i został zakończony we wrześniu 2008 r.

Od marca 2008 r. Lehman dostarczał informacje finansowe także do FEDu³⁸ w efekcie uruchomienia przez FED specjalnej linii płynnościowej dla banków inwestycyjnych. FED umieścił również inspektorów w siedzibie Lehman Brothers, żeby na bieżąco monitorowali sytuację płynnościową i ogólną sytuację finansową banku. Zarówno SEC jak i FED nie mieli informacji o stosowaniu przez bank transakcji repo 105 w celu poprawy obrazu swojej sytuacji finansowej.

Przykład Lehman Brothers wpłynął jednak na wzrost świadomości i ostrożności instytucji nadzorczych. Dowodzą tego ostatnie wydarzenia związane z wnioskiem o upadłość MF Global w październiku 2011 r. MF Global zawierał tzw. transakcje *repo to maturity* i traktował je jako sprzedaż papierów wartościowych zgodnie z US GAAP, podobnie jak Lehman Brothers³⁹. W marcu 2011 r. SEC zwrócił się do firmy z zapytaniem o ujęcie tego typu transakcji, a w czerwcu *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA) nakazała firmie podnieść kapitał, żeby pokrywał ryzyko także takich transakcji, bez względu na ich rachunkowe ujęcie, oraz nakazała ujawnić informację o 6,3 mld dolarów zaangażowania, jakie firma posiadała w papiery wartościowe Belgii, Włoch, Hiszpanii, Portugalii i Irlandii finansowanego transakcjami *repo to maturity*. Nadzorców MF Global zaniepokoiło wysokie prawdopodobieństwo utraty płynności przez spółkę w przypadku, gdyby wierzyciele nagle zażądali podniesienia depozytów zabezpieczających transakcje repo na skutek pogorszenia się jakości (spadku ceny) instrumentów stanowiących zabezpieczenie transakcji repo, albo na skutek spadku zaufania rynku do MF Global. Spółka ujawniła te informacje 25 października 2011 r. W połączeniu z oczeki-

³⁷ Statement of Christopher Cox Former Chairman, U.S. Securities and Exchange Commission before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives, April 20, 2010. Dokument dostępny na stronie internetowej www.sec.gov

³⁸ Chairman Ben S. Bernanke, *Lessons from the failure of Lehman Brothers*, Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington D.C., April 20, 2010. Dokument dostępny na stronie internetowej www.federalreserve.gov

³⁹ J. Hamilton and M.J. Moore, *MF Global's Repo Transactions Drew Scrutiny by U.S. Regulators in March, 4 November 2011*, Bloomberg. Artykuł dostępny na stronie www.bloomberg.com (dostęp: 16.11.2011 r.).

waniami złych wyników finansowych spowodowało to obniżenie ratingu MF Global przez agencje ratingowe do poziomu śmieciowego, a 31 października firma zgłosiła wniosek o upadłość.

PODSUMOWANIE

Celem niniejszego artykułu jest wskazanie możliwych powodów błędnej oceny sytuacji instytucji finansowej na podstawie publikowanych przez nią danych. Powody te wynikają ze stosowania różnych standardów sporządzania sprawozdań finansowych (IFRS, US GAAP lub inne), które nie są spójne w obszarach mających istotny wpływ na obraz standingu instytucji finansowej. Aby ocenić wpływ tego typu różnic, wymagana jest fachowa wiedza z zakresu zasad rachunkowości. IASB i FASB podjęły prace mające uprościć te zasady. Niestety, wstępne efekty ich prac tylko w części realizują ten cel.

Dodatkowo mogą wystąpić działania po stronie ocenianej instytucji, które wpłyną na nierzetelne wyniki analizy. Jak pokazano na przykładzie Lehman Brothers, podmiot może ujmować transakcje technicznie zgodnie z przyjętymi zasadami rachunkowości, ale niezgodnie z ich sensem ekonomicznym. Idąc dalej – może zawierać transakcje pozbawione ekonomicznego sensu tylko ze względu na ich korzystne ujęcie rachunkowe. Korzystne oczywiście z punktu widzenia celu, jaki instytucja chce osiągnąć. W przypadku Lehman Brothers było to obniżenie poziomu dźwigni finansowej w danych kwartalnych raportów giełdowych. Ponadto może nie zapewniać odpowiednich ujawnień, bez których użytkownik sprawozdania, nawet mający specjalistyczną wiedzę merytoryczną i uważnie śledzący trend obniżania się dźwigni i porównujący dane z kwartału na kwartał, nie byłby w stanie zidentyfikować stosowanego przez bank mechanizmu.

Omówione przyczyny pokazują, dlaczego ujawniane dane finansowe mogą nie być wystarczające do oceny sytuacji finansowej. Jednak kontrahenci takiego podmiotu rzadko mogą dysponować danymi innymi niż te publicznie dostępne. Niezbędne są zatem mechanizmy minimalizowania przedstawionych zjawisk.

Po pierwsze jest to badanie sprawozdań finansowych przez niezależny podmiot do tego uprawniony. W przypadku podmiotów finansowych będą to zazwyczaj firmy tzw. wielkiej czwórki, czyli Ernst&Young, Deloitte, PricewaterhouseCoopers i KPMG, z uwagi na reputację i wiarę rynku w ich profesjonalne kwalifikacje, istotne zwłaszcza w kontekście skomplikowania produktów finansowych.

Po drugie, dla podmiotów regulowanych – organ nadzoru. Teoretycznie więc transakcje zawierane z podmiotem objętym nadzorem finansowym są bezpieczniejsze z uwagi na dodatkowy mechanizm minimalizujący ryzyko błędnej oceny standingu, a mianowicie na podporządkowanie podmiotu normom nadzorczym, inspekcje etc. Zarówno audytor jak i nadzorca mają dostęp do pełnych danych do-

tyczących podmiotu, a nie tylko do danych publikowanych. W przypadku Lehman Brothers mechanizmy te nie zadziałały efektywnie. Jednak poprawnie działający audyt i nadzór minimalizują ryzyko przedstawiania niejasnych lub nierzetelnych danych i w efekcie – ich wpływ na ocenę standingu przez kontrahentów.

Abstract

Counterparties of financial institutions, in order to calculate the price of the product or the required level of collateral, need to assess their standing. The purpose of this article is to present possible causes of incorrect assessment of the financial institution's standing based on the data publicly disclosed by the institution.

Such causes may result from adopted financial reporting standards (IFRS, US GAAP or other), which differ in matters that are crucial for reporting of the financial institution's position such as offsetting financial assets and financial liabilities (otherwise known as netting) or derecognition of financial assets, which determines the accounting for repo transactions. This lack of convergence reduces the comparability of financial statements and requires thorough accounting knowledge to understand and eliminate the impact of these differences on the assessment of the financial standing.

The financial institution may also take deliberate actions to present its financial results in a particular way. Transactions may be designed and structured in order to ensure the expected presentation in the financial statements, positive impact on the financial ratios etc., in line with the financial reporting standards, but against the economic substance of a transaction.

Such mechanism has been implemented by Lehman Brothers, who focused on reducing their publicly disclosed leverage ratios. Lehman Brothers employed transactions called "Repo 105" and "Repo 108", and accounted for these transactions as "sales" under US GAAP, as opposed to financing transactions, based upon the overcollateralization or higher than normal haircut. By recharacterizing the transaction as "sales," Lehman temporarily removed securities from its balance sheet, to improve their leverage ratio and created a misleading picture of the firm's financial conditions. Moreover Lehman Brothers did not publicly disclose its use of Repo 105/108 transactions, its accounting treatment for them, volumes and their impact on the firm's ratios. SEC, FED and rating agencies were also unaware of Lehman's Repo 105/108 transactions, while by applying them, Lehman temporarily reduced its net balance sheet at quarter-end by approximately \$38.6 billion in the fourth quarter of 2007, \$49.1 billion in the first quarter of 2008, and \$50.38 billion in the second quarter of 2008.

After "Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner Report" had been released in March 2010, SEC made inquiries of about two dozen

financial firms to determine whether their repo activities over the past few years had been similar to those of Lehman. Moreover the Financial Accounting Standards Board, which sets U.S. accounting rules, decided to change repo accounting under US GAAP effective from 15 December 2011, making a significant step in the IFRS and US GAAP convergence project and improving the comparability of financial statements.

Bibliografia

- Ackermann J., *Roadshow Montreal/Toronto*, 19 February 2009 (document dostępny na stronie internetowej: www.db.com).
- A.N.R. Sy, *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, „IMF Working Paper” WP/09/129 (dokument dostępny na stronie internetowej: www.imf.org).
- Balaton S., *Agency’s ’04 Rule Let Banks Pile Up New Debt*, “The New York Times”, 2 October 2008 (dokument dostępny na stronie internetowej: <http://www.nytimes.com/2008/10/03/business/03sec.html>).
- Chairman Ben S. Bernanke, *Lessons from the failure of Lehman Brothers*, Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington D.C., April 20, 2010 (dokument dostępny na stronie internetowej: www.federalreserve.gov).
- FASB may look at repo accounting after SEC review*, 20 April 2010, Reuters (dokument dostępny na stronie internetowej: <http://www.reuters.com/article/2010/04/21/lehman-fasb-idUSN2011230120100421> (dostęp: 5.12.2011 r.)).
- Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, January 2011.
- Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991* (dokument dostępny na stronie internetowej: www.fdic.gov).
- Freifeld K. and Sandler L., *Cuomo Sues Ernst & Young for Assisting Lehman Brothers in ‘Repo 105’ Fraud*, 22 December 2010, Bloomberg (dokument dostępny na stronie internetowej: www.bloomberg.com/news/2010-12-21/new-york-s-cuomo-said-to-plan-fraud-suit-against-lehman-s-accounting-firm.html (dostęp: 10.11.2011 r.)).
- Hamilton J. and Moore M.J., *MF Global’s Repo Transactions Drew Scrutiny by U.S. Regulators in March*, 4 November 2011, Bloomberg. (dokument dostępny na stronie internetowej: www.bloomberg.com (dostęp: 16.11.2011 r.)).
- IAS 39 *Financial Instruments: Recognition and Measurement*.
- Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner’s Report* (dokument dostępny na stronie internetowej: www.lehmanreport.jenner.com).

Nadauld T.D., Sherlund S.M., *The Role of the Securitization Process in the Expansion of Subprime Credit*, Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington D.C., 2009.

Office of the Chief Accountant, United States Securities and Exchange Commission: *Report and Recommendations pursuant to section 401 (C) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 on Arrangements with Off-Balance Sheet Implications, Special Purpose Entities and Transparency of Filings by Issuers* (dokument dostępny na stronie internetowej: www.sec.gov).

Regulamin prowadzenia przez Narodowy Bank Polski rachunków i kont depozytowych papierów wartościowych oraz obsługi operacji na papierach wartościowych i ich rejestracji na rachunkach i kontaktach depozytowych tych papierów.

Statement of Christopher Cox Former Chairman, U.S. Securities and Exchange Commission before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives, April 20, 2010 (dokument dostępny na stronie internetowej: www.sec.gov).

Testimony Concerning the Lehman Brothers Examiner's Report by Chairman Mary L. Schapiro *U.S. Securities and Exchange Commission* Before the House Financial Services Committee April 20, 2010 (dokument dostępny na stronie internetowej: www.sec.gov).

Testimony of Luigi Zingales on *Causes and Effects of the Lehman Brothers Bankruptcy* before the Committee on Oversight and Government Reform, United States House of Representatives, October 6, 2008.

*Agnieszka K. Nowak**
*Anna Matuszyk***

WYKORZYSTANIE METODY DEA DO OCENY EFEKTYWNOŚCI BANKÓW KOMERCYJNYCH

WSTĘP¹

DEA (ang. *Data Envelopment Analysis*)² jest jedną z metod stosowanych do oceny efektywności³ przedsiębiorstw. DEA to metoda benchmarkingowa, ponieważ pozwala na porównanie efektywności badanego podmiotu do efektywności wzor-

* Agnieszka K. Nowak – doktor nauk ekonomicznych, pracownik naukowy, autorka publikacji (z zakresu controllingu bankowego, ryzyka bankowego, zarządzania bankiem oraz edukacji finansowej), a także bankowiec-praktyk. Obecnie przygotowuje rozprawę habilitacyjną na temat oceny efektywności i ryzyka instytucji finansowych.

** Anna Matuszyk – doktor nauk ekonomicznych, pracownik naukowy. Zajmuje się metodami oceny ryzyka kredytowego, w szczególności metodą scoringową, prowadzi badania naukowe, sensu stricto, związane z tą metodą. W trakcie przygotowywania rozprawy habilitacyjnej. Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Zarządzania i Finansów.

¹ Autorki badania dziękują Prof. M. Iwanicz-Drozdowskiej za merytoryczne uwagi do niniejszego tekstu oraz Mgr R. Kitali za przygotowanie bazy danych, na podstawie których mogły przeprowadzić badanie.

² Inne spotykane nazwy metody DEA to: analiza obwiedni danych czy analiza brzegowa.

³ Efektywność, w kontekście optymalizacji, może być rozumiana jako relacja pomiędzy nakładem zasobów a wynikiem, tzn. ilością produktów, które udało się wytworzyć przy użyciu tych nakładów. Efektywność ekonomiczna mierzona jest poprzez analizę kosztów. Kryterium efektywności służy do oceny tego, jak dobrze rynek alokuje zasoby. Alokacja ta jest tym lepsza, im koszty (nakłady) produkcji są mniejsze.

cowej⁴. Wzorcowe efektywności pozwalają na skonstruowanie krzywej efektywności (tzw. obwiedni danych, obrazującej efektywność graniczną)⁵ i zbadanie, które podmioty krzywej tej nie osiągają (czyli są nieefektywne i w jakim stopniu)⁶. Nieefektywność techniczna zwiększa się proporcjonalnie do odległości od wyznaczonej krzywej. Miary efektywności technicznej w DEA przyjmują wartości z przedziału [0, 1], co oznacza, że podmioty efektywne osiągają wartość 1, natomiast wszystkie podmioty, dla których uzyskany wynik jest mniejszy od 1, uznawane są za nieefektywne.

Efektywność względna każdego przedsiębiorstwa jest mierzona wobec innych przedsiębiorstw z badanej próby⁷. Za miarę efektywności względnej (oznaczanej symbolem ET lub θ) przyjmuje się relację opracowaną przez Farrell'a⁸:

$$ET_p = \theta = \frac{\sum u_j Y_j}{\sum v_i X_i} \quad (1)$$

gdzie:

p – numer badanego podmiotu, gdzie $p=1 \dots n$,

Y – efekty,

X – nakłady,

u – waga dla j -tego efektu Y , o wartości większej od 1,

v – waga dla i -tego nakładu X , o wartości większej od 1.

Za pomocą wybranego modelu DEA, w którym zmiennymi decyzyjnymi są wagi (określane jako mnożniki, ang. *multipliers*), wykorzystując programowanie liniowe, dla badanego przedsiębiorstwa wyznacza się tzw. **wskaźnik efektywności** (określany w terminologii metody DEA jako jednostka decyzyjna, ang. *Decision-Making Unit*, DMU)⁹. Model pozwala również określić zbiór najbardziej efektywnych

⁴ J. Andruszkiewicz, K. Hajdrowski, *Benchmarking*, Energetyka Poznańska SA, źródło: www.ptpiree.com.pl/html/k_s_dys/bench.html (dostęp: 8.02.2012 r.).

⁵ R. Rogowski, *Analiza i ocena działalności banków z wykorzystaniem metody DEA*, „Bank i Kredyt”, Nr 9/1996.

⁶ S. Heffernan, *Nowoczesna bankowość*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 594.

⁷ M. Kisielewska, *Ocena efektywności banków i ich oddziałów metodą Data Envelopment Analysis*. Wybrane zagadnienia metodologiczne, [w:] D. Zarzecki, *Zarządzanie Finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, Warszawa 2006, s. 513–526.

⁸ J. Baran, M. Pietrzak, *Analiza efektywności wybranych branż polskiego agrobiznesu bazująca na metodzie DEA*, SGGW w Warszawie, źródło: http://www.seria.home.pl/2007_zeszyt3/3_baran.pdf (dostęp: 8.02.2012).

⁹ DMU może przyjmować wartości z zakresu pomiędzy 0 oraz 1 i dostarcza informacji o stopniu nieefektywności podmiotu. Im DMU jest bliższe 1, tym wyższa jest efektywność względna. Dlatego podmioty, w przypadku których DMU jest niższa od 1, w porównaniu do najefektywniejszych przedsiębiorstw z badanej grupy, są nieefektywne, [za:] S. Heffernan, *Nowoczesna bankowość...*, op. cit., s. 595.

podmiotów (określanych jako benchmark), z przypisanymi do nich optymalnymi wielkościami wag. Wagi informują, jak podmioty nieefektywne winny zwiększyć efekty, bądź zredukować nakłady¹⁰, aby poprawić swoją efektywność¹¹.

Wagi u_j i v_i to zmienne decyzyjne, związane odpowiednio z i -tym nakładem i j -tym efektem. Optymalne wartości tych wag informują o tym, jak silny wpływ na poziom wskaźnika efektywności DEA analizowanego przedsiębiorstwa ma nakład lub efekt. Pokazują, zatem, „istotność” poszczególnych nakładów i efektów, co w praktyce jest ważną informacją dla analityka¹².

W zależności od wyboru orientacji budowanego modelu, tzn. czy badana efektywność ma być nakierowana na nakłady czy też na efekty, miarę ET można przekształcić do postaci liniowej za pomocą dwóch podstawowych modeli¹³, zgodnie z metodami zaproponowanymi przez¹⁴:

- ❖ Charnesa, Coopera i Rhodesa (tzw. model CCR¹⁵) – model jest zorientowany na nakłady, czyli ma na celu minimalizację nakładów, przy zachowaniu stałego poziomu efektów¹⁶. W modelu tym oceniany podmiot jest efektywny wówczas, gdy jego miara efektywności wynosi 1 (czyli nie można już bardziej zredukować nakładów, aby osiągnąć ten sam poziom efektów), a nieefektywny – gdy jest ona mniejsza od 1,
- ❖ Bankera, Charnesa i Coopera (tzw. model BCC¹⁷) – model ten jest zorientowany na wyniki, czyli na maksymalizację efektów, a podmiot efektywny to taki, który – przy stałym poziomie nakładów – osiąga największe efekty.

¹⁰ W zależności od przyjętej orientacji modelu, tzn. CCR czy BCC, o czym mowa w dalszej części.

¹¹ A. Domagała, *Metoda Data Envelopment Analysis jako narzędzie badania względnej efektywności technicznej*, Badania operacyjne i decyzje Nr 3–4/2007, Oficyna Wydawnicza Politechniki Wrocławskiej.

¹² *Ibidem*.

¹³ Modele CCR oraz BCC są najbardziej popularne. W literaturze są również znane mieszane podejścia (np. SBM, CEM, MM, SE-DEA, NR – DEA, CEP), które nie zakładają orientacji na nakłady czy wyniki [za:] A. Domagała, *Metoda Data Envelopment...*, op. cit.; B. Guzik, *Podstawowe możliwości analityczne modelu CCR-DEA*, Badania operacyjne i decyzje Nr 1/2009, Oficyna Wydawnicza Politechniki Wrocławskiej.

¹⁴ A. Kagan, *Rentowność kapitału własnego a efektywność techniczna oraz skala produkcji*, Stowarzyszenie Ekonomistów Rolnictwa i Agrobiznesu, Roczniki Naukowe, Tom X, Zeszyt 3.

¹⁵ Nazwa CCR – od pierwszych liter nazwisk twórców tego modelu.

¹⁶ Podstawową wadą tego modelu jest konieczność przyjęcia założenia o stałym wpływie skali produkcji na badaną efektywność. Por.: A. Zamojska-Adamczak, *Zastosowanie metody DEA w ocenie efektywności zarządzania portfelem funduszu*, źródło: www.usfiles.us.szc.pl/getfile.php?pid=316 (dostęp: 8.02.2012 r.).

¹⁷ Nazwa BCC – od pierwszych liter nazwisk twórców tego modelu.

Za pomocą modelu CCR miarę efektywności Farella można przekształcić do następującej postaci:

$$P(x, y) = \min\{x \Rightarrow X\lambda, y \Leftarrow Y\lambda, \lambda \Rightarrow 0\}, \quad (2)$$

gdzie:

P – miara efektywności,

x – wektor nakładów określonego przedsiębiorstwa,

X – macierz nakładów wszystkich badanych przedsiębiorstw,

y – wektor wyników określonego przedsiębiorstwa,

Y – macierz wyników wszystkich przedsiębiorstw,

λ – współczynnik kombinacji liniowej (pokazuje optymalną kombinację nakładów), zmienna decyzyjna.

Natomiast w przekształceniu za pomocą modelu BCC dodaje się dodatkowy warunek dla $e\lambda$ ¹⁸ i wówczas miara efektywności przyjmuje postać:

$$P(x, y) = \min\{x \Rightarrow X\lambda, y \Leftarrow Y\lambda, e\lambda = 1, \lambda \Rightarrow 0\}, \quad (3)$$

gdzie:

$e\lambda$ – miara efektywności, będąca sumą współczynników kombinacji liniowej.

Powstaje więc pytanie, który z modeli: CCR czy BCC, jest lepszy do dokonania oceny efektywności? Porównania i zestawienia badań przeprowadzonych zarówno w Polsce, jak i na świecie, pokazują, że w procesie modelowania DEA stosowano oba rodzaje modeli¹⁹. W przypadku, gdy wyniki uzyskane za pomocą obu modeli są jednakowe, oznacza to, że w badanej branży skala produkcji ma bezpośredni i wprost proporcjonalny wpływ na efektywność firm (tzn. n -krotne zwiększenie nakładów powoduje n -krotne zwiększenie wyników). Natomiast jeżeli wyniki są różne, to możliwe jest zbadanie wpływu skali produkcji na efektywność²⁰.

¹⁸ Dzięki dodaniu powyższego warunku, model ten abstrahuje od skali produkcji, [za:] A. Kagan, *Rentowność kapitału...*, op. cit.

¹⁹ Badania za pomocą modelu CCR prowadzili m.in. T. Kopczewski i M. Pawłowska, za pomocą modelu BCC: M. Gospodarowicz i G. Rogowski. Por.: M. Pawłowska, *Konkurencja i efektywność na polskim rynku bankowym na tle zmian strukturalnych i technologicznych*, Materiały i Studia, Zeszyt 192, NBP, Warszawa, czerwiec 2005 r.

²⁰ Można więc porównać wyniki uzyskane za pomocą obu modeli, aby sprawdzić, czy i w jaki sposób zmiana wielkości produkcji wpływa na efektywność przedsiębiorstw. Por.: T. Kopczewski, *Badanie efektywności technologicznej i kosztowej w sektorze bankowym*, źródło: www.kopczewscy.edu.pl (dostęp: 8.02.2012 r.).

W niniejszym artykule został zastosowany model CCR, zorientowany na minimalizację nakładów, przy założeniach²¹:

$$\begin{aligned} \sum_j \lambda_j x_{ij} + s_i^+ &= \phi x_{ijn} \quad \forall i \\ \sum_i \lambda_i y_{ij} - s_r^- &= y_{ijn} \quad \forall r \\ s_i^+, s_r^- &\geq 0 \quad \forall i, \forall r \\ \lambda_j &\geq 0 \quad \forall j \end{aligned} \quad (4)$$

gdzie:

- x_{ij} – wartość i -tej danej wejściowej (nakładu) dla j -tego DMU,
- y_{ij} – wartość i -tej danej wyjściowej (efektu) dla j -tego DMU,
- j_Q – DMU podlegające ocenie, gdzie: $j = 1, \dots, n$,
- λ_j – współczynnik kombinacji liniowej (pokazuje optymalną kombinację nakładów).

Formuła ta umożliwia wyznaczenie optymalnego poziomu wskaźnika efektywności względnej (θ) oraz współczynników λ_j . Należy zwrócić szczególną uwagę na wartości współczynników λ_j . Jeżeli są one różne od zera, to podmioty z nimi związane są wzorcami dla badanego przedsiębiorstwa. Współczynniki (λ_j) dla wzorcowych podmiotów informują, w jakich proporcjach winno się „przyjąć” ich nakłady, aby przedsiębiorstwo uzyskało efektywność równą 100% (czyli zgodnie z modelem CCR – przy niższych nakładach)²².

W celu sprawdzenia czy nastąpiła poprawa efektywności w czasie, stosowany jest tzw. indeks produktywności Malmquista. Jego konstrukcja opiera się na porównaniu relacji nakładów z wynikami w różnych momentach czasowych. Jest to iloraz produktywności przedsiębiorstwa w kolejnych okresach i wyraża się wzorem²³:

$$M_i^{t+1}(x^t, y^t, x^{t+1}, y^{t+1}) = \left[\frac{D_i^t(x^{t+1}, y^{t+1})}{D_i^t(x^t, y^t)} \times \frac{D_i^{t+1}(x^{t+1}, y^{t+1})}{D_i^{t+1}(x^t, y^t)} \right]^{1/2} \quad (5)$$

gdzie: D_i jest funkcją odległości danej wejściowej, $M_i^{t+1}(x^t, y^t, x^{t+1}, y^{t+1})$, która jest wydajnością kolejnej jednostki produkcji (DMU), czyli $A(t+1)$, przy zastosowaniu kolejnego analizowanego okresu ($t+1$) w stosunku do DMU z okresu t , czyli $A(t)$, w odniesieniu do t technologii. Jeżeli wartość jest większa od jedności, to można

²¹ A. Emrouznejad, *A SAS® Application for Measuring Efficiency and Productivity of Decision Making Units*, SUGI 27, Statistics and Data Analysis, Paper 259-27, www.deazone.com/cgi-bin/papers/SAS_MALM.pdf (dostęp: 8.02.2012 r.).

²² Spośród zmiennych decyzyjnych wersji zlinearyzowanej istotną rolę odgrywają tzw. luzy poszczególnych warunków ograniczających. Wątek ten nie będzie tutaj dalej rozwijany. Por.: A. Domagała, *Metoda Data Envelopment...*, op. cit.

²³ J. Patla, *Rozwój systemów bankowości elektronicznej oraz ich wpływ na wyniki banku*, Kraków 2006, źródło: www.han.ae.karakow.pl/doktoraty/1200001043b.pdf (dostęp: 8.02.2012 r.).

stwierdzić, że w przedsiębiorstwie, w badanym okresie (tzn. między okresem t oraz okresem $t+1$) nastąpił wzrost ogólnej wydajności produkcyjnej. Zgodnie z podejściem prezentowanym przez Färe'a²⁴ wskaźnik ten można zapisać następująco:

$$M = \Delta TECH \times \Delta EFF, \quad (6)$$

gdzie:

$$\Delta EFF = \frac{D_i^{t+1}(x^{t+1}, y^{t+1})}{D_i(x^t, y^t)},$$
$$\Delta TECH = \left[\frac{D_i(x^{t+1}, y^{t+1})}{D_i^{t+1}(x^{t+1}, y^{t+1})} \times \frac{D_i(x^t, y^t)}{D_i^{t+1}(x^t, y^t)} \right]^{1/2}. \quad (7)$$

W tym podejściu indeks Malmquista (M) jest miarą postępu technicznego, $\Delta TECH$ mierzy zmiany w jednostce czasu pomiędzy okresem $t+1$ i okresem t (za pomocą średniej geometrycznej), natomiast ΔEFF – zmiany w efektywności w tym samym okresie.

Interpretacja wielkości indeksu jest następująca: gdy jego wartość jest większa od 1, to uznaje się, że w badanym okresie ($t+1$), w porównaniu z okresem poprzednim (t), nastąpił wzrost produktywności, natomiast gdy wartość indeksu jest mniejsza od 1, to produktywność spadła. Wartość równa 1 świadczy o utrzymywaniu się produktywności na tym samym poziomie. Wzrost wartości indeksu jest możliwy, nawet jeżeli jeden z nakładów czy wyników wykazuje spadek. Dlatego indeks Malmquista bardzo często jest uznawany za miarę wpływu zmian technologii na efektywność w przyszłym okresie.

Indeks Malmquista pozwala na zbadanie zmian w poziomie efektywności w dłuższym horyzoncie czasowym, wymaga więc tutaj również wyjaśnienia wybór bazy odniesienia. Przyjęto, że tak jak w przypadku oceny kondycji finansowej za pomocą analizy dynamiki (analizy poziomej), można dokonywać pomiarów dla dwóch baz odniesienia, tj. stałej lub ruchomej. W niniejszym opracowaniu przedstawiono wyniki tylko dla ruchomej bazy odniesienia²⁵.

²⁴ R. Färe, Sh. Grosskopf and P. Roos, *Productivity and quality changes in Swedish pharmacies*, „International Journal of Production Economics”, 1995, 39(1,2), s. 137–147.

²⁵ Dokonano również obliczeń dla stałej bazy odniesienia. Analiza poziomu indeksu produktywności Malmquista przy zastosowaniu stałej bazy odniesienia pokazuje mniejsze jego zróżnicowanie niż przy ruchomej bazie odniesienia. Ze względu na ograniczoną objętość opracowania wyniki nie zostały tu zaprezentowane.

1. ZAŁOŻENIA ZBUDOWANEGO MODELU DEA I WYZNACZONEGO INDEKSU PRODUKTYWNOŚCI MALMQUISTA

Celem przeprowadzonego badania będzie sprawdzenie efektywności grupy wybranych 12 banków komercyjnych działających w Polsce w okresie 2004–2009²⁶, w szczególności zaś zbadanie, czy fala kryzysu finansowego z lat 2007–2008 istotnie wpłynęła na ich efektywność. Celowo wybrano i dokonano oceny efektywności podmiotów z sektora bankowego, gdyż to one najbardziej ucierpiały podczas tego kryzysu. Do przeprowadzenia badania została wykorzystana metoda DEA, w której zastosowano model CCR oraz wyznaczono indeks produktywności Malmquista (również wyznaczony według założeń modelu CCR). Dodatkowo uzyskane za pomocą DEA wyniki zestawiono z wynikami oceny efektywności, przeprowadzonymi za pomocą klasycznych metod analizy ekonomiczno-finansowej (tj. za pomocą wskaźników badających rentowność i efektywność)²⁷. Takie porównanie jest o tyle istotne, że metoda DEA, szeroko opisana w literaturze, jest rzadko w Polsce stosowana w praktyce, w przeciwieństwie do krajów Ameryki Północnej czy Europy Zachodniej. Celem tego porównania było także sprawdzenie, czy oddziaływanie czynników kryzysowych nie zniekształca wyników efektywności wyznaczonej za pomocą DEA²⁸.

W przeprowadzonym badaniu:

1. Doboru zmiennych (wyszczególnionych w tabeli 1) dokonano metodą ekspercką (tzn. zmienne te uznano za właściwe jako nakłady i wyniki dla banków komercyjnych)²⁹. Trafność dokonanego wyboru danych została potwierdzona

²⁶ Niniejszy artykuł jest kontynuacją badań prowadzonych w 2009 r.: *Analiza efektywności banków i zakładów ubezpieczeń działających w Polsce z zastosowaniem metody DEA* (M. Iwanicz-Drozdowska, A.K. Nowak, A. Matuszyk). W ramach kontynuowania badań, autorki: wydłużyły horyzont czasowy badania – dodanie danych z 2009 r. (okres badawczy obejmuje lata 2004–2009) oraz dokonały korekty przeprowadzonej oceny efektywności poprzez wyznaczenie indeksu produktywności Malmquista (dla dwóch baz odniesienia).

²⁷ Tego typu porównania były już w Polsce przeprowadzane, m.in. przez G. Rogowskiego (por.: G. Rogowski, *Analiza i ocena...*, op. cit., przy czym dla okresu, kiedy to nie notowano tak silnie oddziaływujących czynników kryzysu finansowego).

²⁸ Badania tu przeprowadzone przedmiotowo zbliżone są do badań dokonanych przez B. Guzika, zob.: *Podstawowe możliwości...*, op. cit., przy czym zostały rozszerzone w zakresie: liczby przebadanych banków komercyjnych (tj. 12 wobec 10 opisanych przez B. Guzika), okresu obejmującego badanie (tj. lata 2004–2009 wobec roku 1998), porównania wyników z wynikami oceny za pomocą klasycznych wskaźników efektywności i rentowności, a także dokonały wyliczeń indeksu Malmquista.

²⁹ Listę tę zbudowano na podstawie literatury przedmiotu, zob.: M. Iwanicz-Drozdowska, *Metody oceny działalności banku*, Poltext, Warszawa 1999; M. Iwanicz-Drozdowska, *Zarządzanie finansowe bankiem*, PWE, Warszawa 2010; M. Marcinkowska, *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2007.

opisanymi w literaturze przedmiotu przypadkami wykorzystania tej metody do oceny instytucji finansowych³⁰.

Tabela 1. Parametry zastosowane w zbudowanym metodą DEA modelu dla wybranej grupy banków komercyjnych

Nakłady	Wyniki
Aktywa ogółem (x_1)	Należności (netto) od sektora niefinansowego i sektora budżetowego (y_1)
Majątek trwały netto (x_2)	Zobowiązania od sektora niefinansowego i sektora budżetowego (y_2)
Koszty działania banku (x_3)	Wynik odsetkowy i prowizyjny (y_3)

Źródło: opracowanie własne.

- Metoda DEA jest wrażliwa na wybór zmiennych. Dodawanie większej liczby zmiennych jest ryzykowne, gdyż może spowodować, że nieefektywny podmiot zacznie dominować, a nawet okaże się efektywny³¹. Zatem, w celu zachowania dyskryminującej mocy DEA, liczba danych wejściowych i wyjściowych powinna być utrzymana na rozsądnym poziomie (tabela 1).
- Do wyznaczenia indeksu Malmquista wybrano model CCR, zastosowano wzór (5) i poziom indeksu wyznaczono przy zastosowaniu ruchomej bazy odniesienia. W tym podejściu indeks produktywności Malmquista (M) jest miarą postępu technicznego, $\Delta TECH$ – pokazuje (mierzy) zmiany w jednostce czasu pomiędzy okresem $t+1$ i okresem t (za pomocą średniej geometrycznej), natomiast ΔEFF – zmiany w efektywności – w tym samym okresie.
- Badaniu poddano grupę 12 banków komercyjnych. Dobór banków został dokonany metodą ekspercką, przy wykorzystaniu kilku jasno określonych kryteriów³². Relatywnie niewielka liczebność badanej grupy wynika z braku możliwości uzyskania odpowiednich danych³³, przy czym dobrano banki różniące się od siebie zarówno wielkością, jak również charakterem działalności, strukturą właścicielską, a także kondycją finansową.

³⁰ Opisy tego typu badań można znaleźć m.in. w: S. Heffernan, *Nowoczesna bankowość...*, op. cit., s. 594; T. Kopczeński, *Badanie efektywności...*, op. cit.

³¹ P. Smith, *Model misspecification in data envelopment analysis*, „Annals of Operations Research”, 73 (1997), s. 233–252.

³² Tzn.: w przypadku banków największą dostępnością danych cechowały się banki giełdowe, z grupy których wyeliminowano te, które nie były notowane na giełdzie przez cały analizowany okres, a także Bank Millennium S.A., ze względu na to, że nie uzyskano kompletu danych.

³³ Głównymi źródłami informacji były: Notoria, raporty roczne i strony internetowe banków oraz strona internetowa KNF.

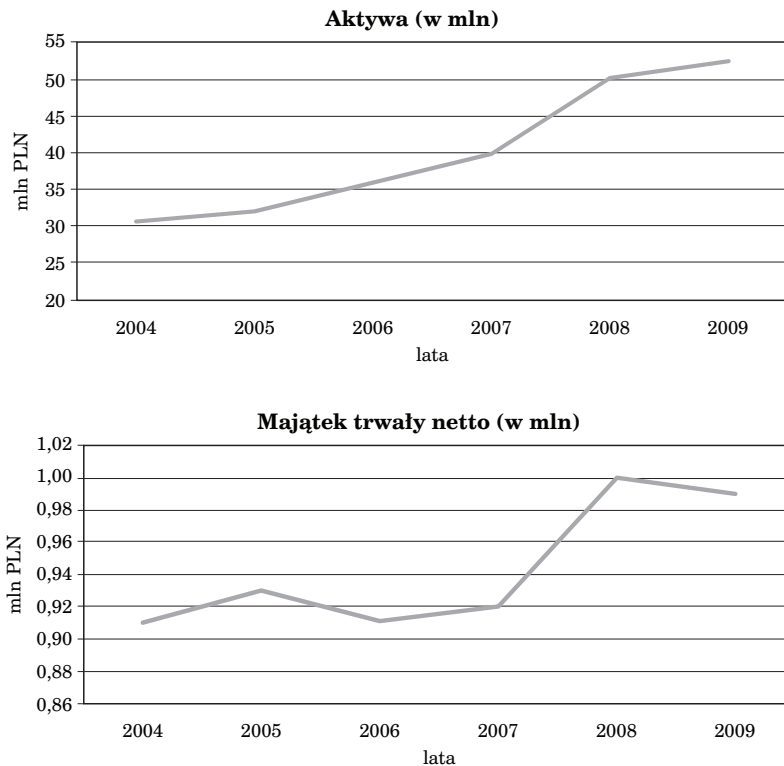
5. Zbudowany model DEA pozwolił na podzielenie, z punktu widzenia efektywności, badanych podmiotów na pięć grup. Otrzymane wyniki zostały porównane ze wskaźnikami rentowności (tj. ROE i ROA) oraz odniesione do PKB.

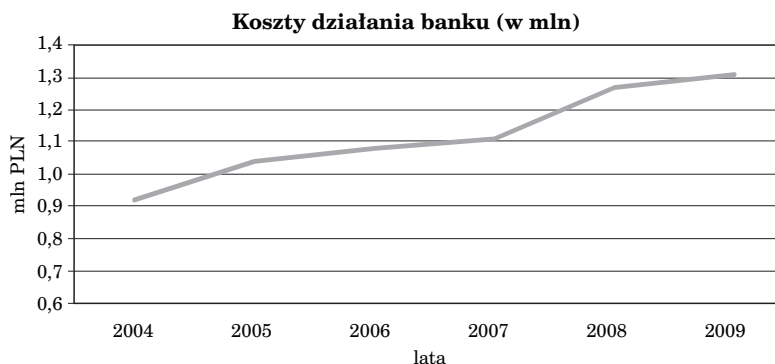
Opracowując zebrany materiał badawczy zastosowano program SAS i technikę programowania liniowego. Do prezentacji wyników zastosowano formę graficzną, zestawień tabelarycznych oraz opis przeprowadzonych badań.

2. MODEL DEA DLA WYBRANYCH BANKÓW KOMERCYJNYCH

Przed przystąpieniem do budowy modelu DEA dokonano wstępnej analizy wybranych danych wejściowych (nakładów) i wyjściowych (efektów) w analizowanych bankach komercyjnych w latach 2004–2009 (wykresy 1 i 2).

Wykres 1. Średni poziom danych wejściowych (tj. aktywa ogółem, majątek trwały netto oraz koszty działania banku) w modelu dla grupy 12 badanych banków w latach 2004–2009

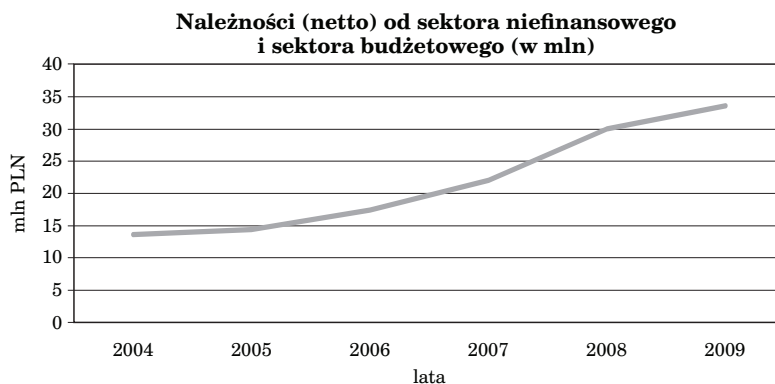


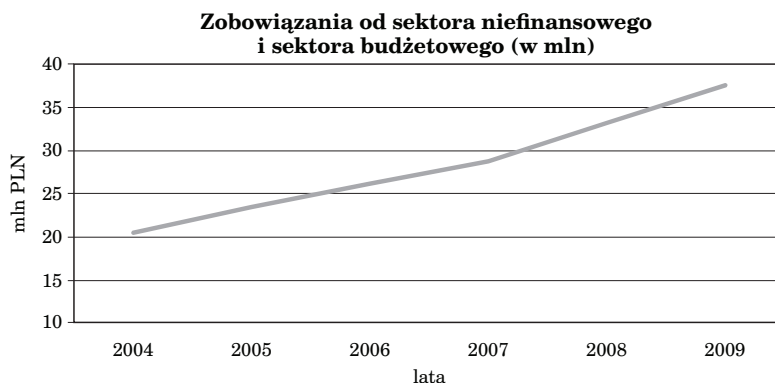


Źródło: opracowanie własne.

W analizowanym okresie poziomy zmiennych, przyjętych jako nakłady, rosły. W szczególności wzrósł poziom aktywów (o ponad 71%), co – przy prawie o połowę mniejszym wzroście kosztów działania banku (ok. 43%) – jest zjawiskiem pozytywnym. Natomiast poziom majątku trwałego również wzrósł, ale dynamika tego wzrostu była zdecydowanie niższa (tj. o 9%), zaś w 2006 r. w porównaniu do 2005 r. – nastąpił jednorazowy spadek jego poziomu.

Wykres 2. Średni poziom danych wyjściowych (tj. należności netto od sektora niefinansowego i budżetowego, zobowiązania od sektora niefinansowego i budżetowego oraz wynik odsetkowy i prowizyjny) w modelu dla grupy 12 badanych banków w latach 2004–2009





Źródło: opracowanie własne.

Dane na powyższych wykresach pokazują, że dwa pierwsze efekty zastosowane w modelu DEA (dane wyjściowe), mianowicie: należności od sektora niefinansowego i budżetowego (netto) oraz zobowiązania od sektora niefinansowego i sektora budżetowego, w badanym okresie, wyraźnie wykazują tendencję rosnącą w porównaniu do 2004 r. (odpowiednio o ok. 148% i o ok. 84%), co jest zjawiskiem korzystnym. Natomiast poziom trzeciej danej wyjściowej – wyniku odsetkowego i prowizyjnego – charakteryzował się lekką tendencją spadkową, co było zjawiskiem negatywnym.

Otrzymane wartości DEA dla każdego badanego banku w latach 2004–2009 przedstawia tabela 2.

Tabela 2. Model wartości DEA dla grupy badanych banków w latach 2004–2009

Banki	2004	2005	2006	2007	2008	2009
BOŚ S.A.	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000
BZ WBK S.A.	0,90381	0,95650	1,00000	0,94851	0,94945	1,00000
Bank BPH S.A.	0,92002	0,89299	0,87822	0,68257	0,90331	1,00000
BRE Bank S.A.	0,94671	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000
Bank Handlowy w Warszawie S.A.	0,64971	0,63555	0,66479	0,62305	0,58328	0,71596
DZ Bank S.A.	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000
Fortis Bank S.A.	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000	0,82925
ING Bank Śląski S.A.	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000	0,89722	1,00000
Kredyt Bank S.A.	0,83858	0,91284	0,92370	0,87544	0,87827	0,93232
Nordea Bank Polska S.A.	1,00000	0,96112	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000
PEKAO S.A.	0,90199	0,93764	0,96126	1,00000	0,85406	0,94907
PKO BP S.A.	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000

Źródło: opracowanie własne.

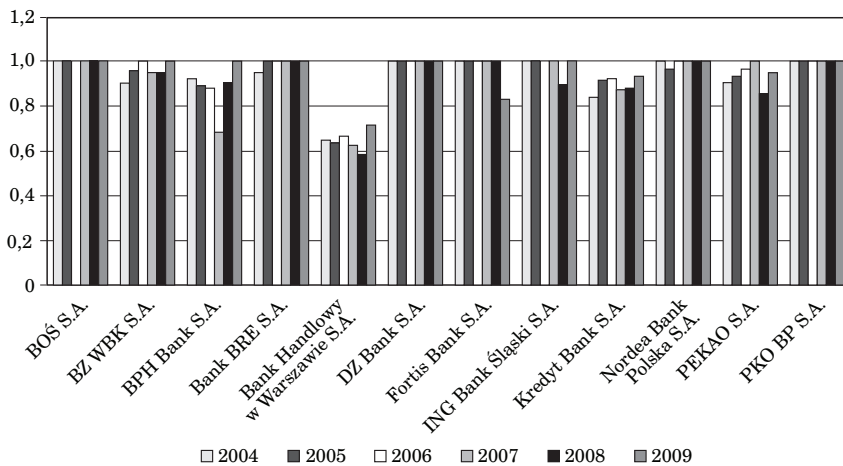
Zbudowany model pokazuje, że w latach 2004–2009 tylko trzy banki, spośród 12 badanych, były efektywne w całym analizowanym okresie (BOŚ S.A., DZ Bank S.A. i PKO BP S.A.). Cztery banki odnotowały jednorazowy spadek DEA (BRE Bank S.A. – w 2004 r., Nordea Bank Polska S.A. – w 2005 r., ING Bank Śląski S.A. – w 2008 r. i Fortis Bank S.A. – w 2009 r.). Natomiast pozostałe pięć banków było zdecydowanie mniej efektywnych; w szczególności dotyczyło to banków: BZ WBK S.A., który był efektywny tylko w dwóch latach (2006 r. i 2009 r.), Banku BPH S.A. i Banku Pekao S.A., które były efektywne tylko w jednym roku (odpowiednio w 2009 r. i 2007 r.), a Bank Handlowy w Warszawie S.A. oraz Kredyt Bank S.A. były nieefektywne w całym analizowanym okresie (wykres 3).

Najwięcej banków efektywnych było w latach: 2006, 2007 i w 2009 (8 banków), natomiast w pozostałych latach liczba ta była niższa (6 banków). Na wykresie 4 przedstawiono kształtowanie się poziomu średniej wartości DEA.

Analiza kształtowania się średniej wartości DEA pokazuje, że najwyższą efektywność banki osiągnęły w 2006 r. (czyli w okresie boomu gospodarczego, który w Polsce rozpoczął się w 2004 r., i który – bezpośrednio – przyczynił się do znacz-

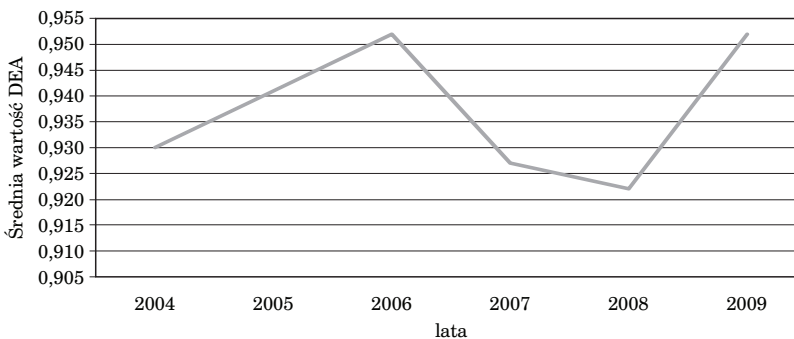
nego wzrostu skali działalności i wyników sektora bankowego, a pośrednio do wzrostu efektywności ich działania). Natomiast spadek wartości DEA w latach 2007 i 2008 wskazuje na wyhamowanie gospodarki polskiej, co było związane z kryzysem i miało przełożenie na spadek wyników w sektorze bankowym. Z kolei w 2009 r. efektywność ponownie wzrosła. Wyniki uzyskane dla banków za pomocą modelu DEA są więc w dużym stopniu zależne od kształtowania się sytuacji na rynku, co potwierdza użyteczność tej metody.

Wykres 3. Kształtowanie się wartości DEA dla grupy badanych banków w latach 2004–2009



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 4. Poziom średniej wartości DEA dla grupy badanych banków w latach 2004–2009



Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie uzyskanych wyników badania opracowano benchmarking analizowanych banków. Zostały one podzielone na 5 grup (tabela 3).

Tabela 3. Benchmarking na podstawie wskazań modelu dla grupy badanych banków w latach 2004–2009

Bank	Benchmarking na podstawie wyników metody DEA w latach 2004–2009
PKO BP S.A.	I
BOŚ S.A.	I
DZ Bank S.A.	I
BRE Bank S.A.	II
Fortis Bank S.A.	II
ING Bank Śląski S.A.	II
Nordea Bank Polska S.A.	II
BZ WBK S.A.	III
Bank Pekao S.A.	IV
Bank BPH S.A.	IV
Kredyt Bank S.A.	V
Bank Handlowy w Warszawie S.A.	V

Legenda:

I grupa – banki efektywne w całym analizowanym okresie (tj. w ciągu badanych 6 lat)

II grupa – banki efektywne w ciągu 5 lat

III grupa – banki efektywne przez 2 lata

IV grupa – banki efektywne w ciągu 1 roku

V grupa – banki nieefektywne w ciągu całego analizowanego okresu

Źródło: opracowanie własne.

Wyznaczony benchmarking można porównać ze średnimi wartościami klasycznych wskaźników rentowności i efektywności, takich jak: ROE czy ROA (tabela 4).

Analiza danych z tabeli 3 pokazuje, że najwyższy średni poziom wskaźników ROE i ROA wykazywały banki, które znalazły się w III grupie, a następnie – w IV i w V. Natomiast banki, które, zgodnie z metodą DEA, były najbardziej efektywne, wykazywały się niższymi poziomami ROE i ROA. Na podstawie zbudowanego rankingu można stwierdzić, że wskazania modelu DEA są odmienne od wskazań wskaźników ROE i ROA³⁴.

³⁴ Przy odpowiedniej interpretacji wyników DEA może stanowić uzupełnienie oceny za pomocą klasycznych wskaźników finansowych.

Tabela 4. Porównanie benchmarkingu DEA oraz średnich poziomów ROE i ROA dla grupy badanych banków w latach 2004–2009 (w %)

Bank	Benchmarking na podstawie wyników metody DEA	Średnia wartość ROE w latach 2004–2009	Średnia wartość ROE dla danej grupy	Średnia wartość ROA w latach 2004–2009	Średnia wartość ROA dla danej grupy
PKO BP S.A.	I	19,13	9,78	2,00	1,02
BOŚ S.A.	I	4,77		0,41	
DZ Bank S.A.	I	5,43		0,65	
BRE Bank S.A.	II	9,02	8,95	0,53	0,69
Fortis Bank S.A.	II	5,17		0,60	
ING Bank Śląski S.A.	II	13,57		1,04	
Nordea Bank Polska S.A.	II	8,02		0,60	
BZ WBK S.A.	III	17,07	17,07	1,79	1,79
Bank Pekao S.A.	IV	17,31	14,21	2,24	1,73
Bank BPH S.A.	IV	11,11		1,22	
Kredyt Bank S.A.	V	15,78	13,29	1,24	1,45
Bank Handlowy w Warszawie S.A.	V	10,80		1,65	

Źródło: opracowanie własne.

W badanym okresie można natomiast zauważyć zależność pomiędzy średnim poziomem DEA, średnim poziomem wskaźnika ROA i ROE dla badanych banków komercyjnych oraz poziomem PKB. Wynika z niej, że najwyższą rentowność/efektywność wykazują banki w tych latach, w których poziom PKB jest najwyższy, (tzn. w latach 2006 i 2007, z wyjątkiem poziomu ROA w 2005 r.) – tabela 5.

Wykorzystując wyniki modelu DEA, można określić strategię, wskazującą, jak dużo każdy bank powinien zredukować nakłady, w celu osiągnięcia optymalnej efektywności. Na podstawie otrzymanych wyników można określić także strategię zarządzania, dotyczącą zmiany wybranych danych wejściowych (nakładów) w celu osiągnięcia optymalnej efektywności. Aby to wyliczyć potrzebne są wartości parametru lambda, otrzymane przy budowie modelu.

Tabela 5. Porównanie średnich wartości DEA, średnich poziomów ROE i ROA dla badanych banków z poziomem PKB w latach 2004–2009

Rok	Średnia DEA	Średnia ROE dla badanej grupy banków (w %)	Średnia ROA dla badanej grupy banków (w %)	Poziom PKB
2004	0,930893	8,41	0,96	104,0
2005	0,963606	13,62	1,40	104,4
2006	0,966518	13,94	1,39	106,6
2007	0,968683	14,54	1,41	106,5
2008	0,947087	12,73	1,12	102,9
2009	0,952217	5,35	0,70	103,3

Źródło: opracowanie własne.

W zastosowanym tu modelu CCR korzystne byłoby zminimalizowanie przez, wyznaczone z modelu DEA, nieefektywne banki poziomów danych wejściowych (nakładów).

Poniżej zostały przedstawione wartości parametru lambda dla banków, które były nieefektywne w ostatnim roku analizy (tzn. w 2009 r. nieefektywne były: Bank Handlowy w Warszawie S.A., Kredyt Bank S.A., Bank Pekao S.A. oraz Fortis Bank S.A.)³⁵.

Wyznaczone wartości parametru lambda pokazują, o ile należy skorygować poziom nakładów (danych wejściowych) w bankach nieefektywnych, aby stały się efektywne. Przykładowo, dla Banku Handlowego w Warszawie S.A. w 2009 r. poziom jego nakładów powinien być równy sumie nakładów: (1) BOŚ S.A. przemnożonych przez 1,03548, (2) Banku BPH S.A. przemnożonych przez 0,38738 i (3) DZ Banku S.A. przemnożonych przez 0,20086. Analogiczna interpretacja dotyczy pozostałych nieefektywnych banków, tj. Fortis Banku S.A., Kredyt Banku S.A. i Banku Pekao S.A. Zgodnie z zastosowanym modelem CCR dokonana redukcja poziomu danych wejściowych nie zmniejsza poziomu danych wyjściowych (por. tabela 7).

³⁵ Dla porównania, w badaniach przeprowadzonych przez autorki w 2009 r., jako nieefektywne zostały wytypowane 4 banki, tj.: Bank Handlowy w Warszawie S.A., Bank Pekao S.A., ING Bank Śląski S.A. oraz DZ Bank S.A.

Tabela 6. Wartości parametru lambda dla grupy 4 nieefektywnych banków w 2009 r.

LA	Bank	Bank Handlowy w Warszawie S.A.	Fortis Bank S.A.	Kredyt Bank S.A.	PEKAO S.A.
LA 1	BOŚ S.A.	1,03548	0,21129	1,53022	0
LA 2	Bank BPH S.A.	0,38738	0,06248	0	0
LA 3	BRE Bank S.A.	0	0	0	0
LA 4	ING Bank Śląski S.A.	0	0	0	0,93592
LA 5	BZ WBK S.A.	0	0	0	0
LA 6	DZ Bank S.A.	0,20086	0,25646	2,81565	0
LA 7	Fortis Bank S.A.	0	0	0	0
LA 8	Bank Handlowy w Warszawie S.A.	0	0	0	0
LA 9	Kredyt Bank S.A.	0	0	0	0
LA 10	Nordea Bank Polska S.A.	0	0,56729	0,52190	0
LA 11	PEKAO S.A.	0	0	0	0
LA 12	PKO BP S.A.	0	0	0	0,41999

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 7. Poziom nakładów (skorygowanych za pomocą parametru lambda) i efektów przed i po zastosowaniu modelu DEA dla nieefektywnych banków w 2009 r.

Bank	Poziom nakładów i efektów bez korekty parametrem lambda					
Bank Handlowy w Warszawie S.A.	36 455 439	1 749 896	1 266 240	10 896 898	20 547 360	0,05443
Fortis Bank S.A.	20 311 849	230 253	448 298	13 811 556	9 244 085	0,02799
Kredyt Bank S.A.	38 912 543	413 791	859 961	27 312 467	22 521 686	0,02938
PEKAO S.A.	126 918 020	2 424 283	3 298 421	73 042 722	96 701 298	0,04293

Cd. tab. 7

Bank	Poziom nakładów (skorygowanych) i efektów z korektą parametru lambda					
Bank Handlowy w Warszawie S.A.	26 100 606	430 610	906 576	10 896 898	20 547 360	0,05443
Fortis Bank S.A.	16 843 592	184 384	371 751	13 811 556	9 244 085	0,02799
Kredyt Bank S.A.	35 473 902	385 787	801 761	27 312 467	22 521 686	0,02938
PKO BP S.A.	120 453 864	2 300 810	2 991 840	73 042 722	96 701 298	0,04293

Źródło: opracowanie własne.

W celu wzrostu efektywności cztery nieefektywne banki winny podejmować odpowiednie działania zarządcze, aby zredukować nakłady do poziomu wyznaczonego za pomocą parametru lambda.

3. INDEKS PRODUKTYWNOŚCI MALMQUISTA

W celu sprawdzenia, czy w badanym banku nastąpiła poprawa efektywności w czasie, został wyznaczony indeks produktywności Malmquista (por. tabela 8 i wykres 5).

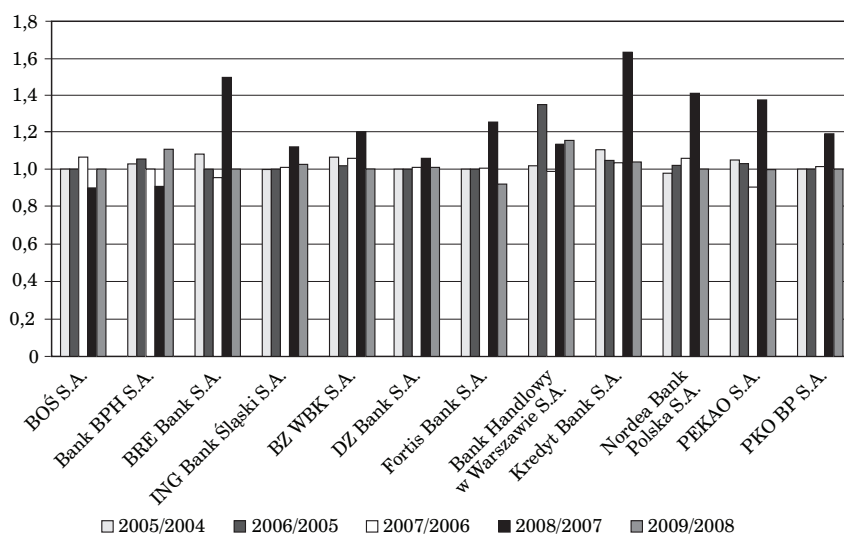
Tabela 8. Poziom indeksu Malmquista dla grupy badanych banków w latach 2004–2009 przy zastosowania ruchomej bazy odniesienia

Bank	2005/2004	2006/2005	2007/2006	2008/2007	2009/2008
BOŚ S.A.	1,00000	1,00000	1,06984	0,90240	1,00000
Bank BPH S.A.	1,03167	1,05822	1,00000	0,91197	1,10686
BRE Bank S.A.	1,08424	1,00000	0,95722	1,49317	1,00000
ING Bank Śląski S.A.	1,00493	0,99699	1,01073	1,12504	1,02788
BZ WBK S.A.	1,06682	1,02248	1,06303	1,20355	1,00000
DZ Bank S.A.	1,00000	1,00000	1,01160	1,05915	1,01256
Fortis Bank S.A.	1,00000	1,00000	1,00539	1,25401	0,92052
Bank Handlowy w Warszawie S.A.	1,02025	1,35103	0,99443	1,13944	1,15875
Kredyt Bank S.A.	1,11017	1,05267	1,03530	1,63145	1,04466

Bank	2005/2004	2006/2005	2007/2006	2008/2007	2009/2008
Nordea Bank Polska S.A.	0,97981	1,02003	1,06411	1,41012	1,00000
PEKAO S.A.	1,04997	1,03272	0,90647	1,37498	0,99817
PKO BP S.A.	1,00000	1,00000	1,01800	1,19366	1,00000

Źródło: opracowanie własne.

Wykres 5. Poziom indeksu produktywności Malmquista dla grupy badanych banków w latach 2004–2009 przy zastosowaniu ruchomej bazy odniesienia

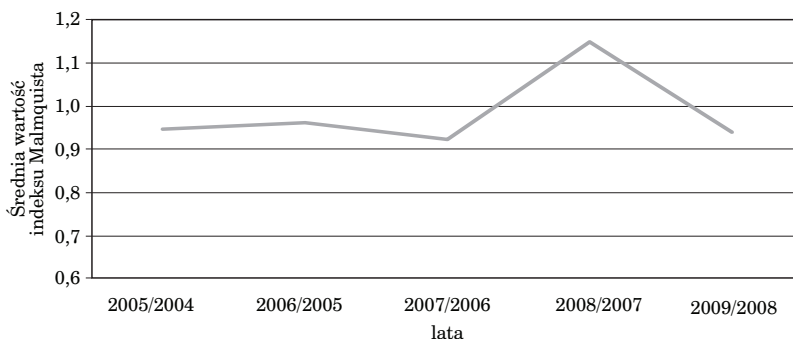


Źródło: opracowanie własne.

Analiza poziomu indeksu Malmquista przy zastosowaniu ruchomej bazy odniesienia pokazuje, że w latach 2004–2009 wyższą od jedności produktywność miały: 5 razy – Kredyt Bank S.A., 4 razy: ING Bank Śląski S.A., BZ WBK S.A., Bank Handlowy w Warszawie S.A., 3 razy: Bank BPH S.A., DZ Bank S.A., Nordea Bank Polska S.A. oraz PEKAO S.A., natomiast 2 razy: BRE Bank S.A., Fortis Bank S.A. i PKO BP S.A. i jeden raz – BOŚ S.A. Produktywność na poziomie stałym (tzn. wyznaczony poziom indeksu = 1) miało 8 banków: 3 razy: BOŚ S.A., PKO BP S.A., 2 razy: BRE Bank S.A., DZ Bank S.A. oraz Fortis Bank S.A. i 1 raz: Bank BPH S.A., BZ WBK S.A. i Noreea Bank Polska S.A., natomiast 4 banki ani razu nie miały produktywności na poziomie = 1 (Kredyt Bank S.A., ING Bank Śląski S.A., Bank Handlowy w Warszawie S.A. oraz Bank Pekao S.A.).

Obniżoną (czyli niższą od jedności) produktywność wykazało siedem banków: 2 razy – tylko Bank Pekao S.A., a 1 raz: BOŚ S.A., Bank BPH S.A., ING Bank Śląski S.A., Fortis Bank S.A., Bank Handlowy w Warszawie S.A. oraz Nordea Bank Polska S.A. i BRE Bank S.A. Natomiast nie miały obniżonej efektywności 4 banki: BZ WBK S.A., DZ BANK S.A., Kredyt Bank S.A. oraz PKO BP S.A.

Wykres 6. Średnia wartość indeksu produktywności Malmquista dla grupy badanych banków w latach 2004–2009 przy zastosowaniu ruchomej bazy odniesienia



Źródło: opracowanie własne.

Średnia wartość indeksu Malmquista w przypadku bazy ruchomej dla lat 2005–2007 oraz 2009, porównanych odpowiednio z rokiem wcześniejszym, kształtuje się poniżej jedności (czyli średnia produktywność jest z roku na rok niższa). Jedynie produktywność wyznaczona dla 2008 r., w porównaniu do 2007 r., jest wyższa od jedności. Można zatem wywnioskować, że banki, tuż przed kryzysem finansowym, wykazały się wyższą produktywnością.

PODSUMOWANIE

Na podstawie uzyskanych wyników oceniono, które z badanych banków były efektywne i jak ich efektywność kształtowała się w analizowanym okresie. Dla większości badanych podmiotów relatywna efektywność zmieniła się w czasie. Pięć z dwunastu badanych banków w całym analizowanym okresie nie zmieniło swojego statusu, tzn. jako podmiotu: efektywnego (3 banki) bądź nieefektywnego (2 banki). Pozostałe banki zmieniały poziom swojej efektywności. Uzyskane za pomocą metody DEA wyniki efektywności pozwoliły na opracowanie benchmarkingu badanych banków (zob. tabela 9).

Tabela 9. Benchmarking efektywności badanych banków w latach 2004–2009 na podstawie wskazań modelu zbudowanego za pomocą metody DEA

Liczba efektywności	Banki
6 razy	3
5 razy	4
4 razy	–
3 razy	–
2 razy	1
1 raz	2
0 razy	2

Źródło: opracowanie własne.

Jednocześnie w latach 2007 i 2008 widoczny jest spadek wartości DEA, czego przyczyną było pogorszenie się sytuacji finansowej w sektorze bankowym (a tym samym – efektywności), spowodowane wyhamowaniem gospodarki polskiej w wyniku kryzysu. W 2009 r. efektywność badanych banków ponownie wzrosła. Widzimy więc, że wyniki modelu DEA są wrażliwe na kształtowanie się sytuacji rynkowej, co potwierdza użyteczność tej metody do oceny kondycji banków komercyjnych w warunkach kryzysu.

Za pomocą parametru lambda, dla nieefektywnych w 2009 r. banków, obliczono optymalne wartości danych wejściowych³⁶. Oczywiście podane wartości należy „przetłumaczyć” na konkretne działania zarządcze, których rodzaj zależy od specyfiki banku.

Aby sprawdzić, czy w nieefektywnym banku nastąpiła poprawa efektywności w czasie, wyznaczono indeks produktywności Malmquista. Szczegółowa analiza produktywności (przy ruchomej bazie odniesienia) pokazuje, że efektywność banków, z okresu na okres, wykazuje zróżnicowane wyniki, ale każdy bank, chociaż w jednym roku objętym analizą, miał produktywność powyżej 1, natomiast w przypadku 4 banków przez cały analizowany okres ich efektywność była równa bądź wyższa od jedności.

Metoda DEA może być stosowana jako uzupełnienie klasycznych metod oceny efektywności instytucji finansowych, w tym banków komercyjnych³⁷. Należy

³⁶ Tzn. banki nieefektywne w 2009 r. powinny dążyć do osiągnięcia optymalnych wartości danych wejściowych (nakładów), w celu poprawienia swej efektywności.

³⁷ A. Zamojska-Adamczak, *Zastosowanie metody DEA w ocenie efektywności zarządzania portfelem funduszu* (Uniwersytet Gdański), źródło: www.usfiles.us.szc.pl/getfile.php?pid=316 (dostęp: 8.02.2012 r.).

jednak pamiętać, że przy budowie modelu ważny jest właściwy dobór nakładów/efektów oraz konsekwencja stosowania przyjętych założeń (np. stosowanie modelu CCR), a także świadomość, opisanych w literaturze, zarówno zalet (m.in. brak konieczności budowania funkcji produktywności), jak i ograniczeń (np. brak możliwości zastosowania dużej grupy danych wejściowych i wyjściowych).

Tabela 10. Porównanie poziomu produktywności (wyznaczonego za pomocą indeksu Malmquista) i częstotliwości jej występowania dla badanych banków w latach 2004–2009

Poziom produktywności	5 razy	4 razy	3 razy	2 razy	1 raz	0 razy
>1 (mniejszą od 1)	–	–	–	1	7	4
=1	–	–	2	3	3	4
<1 (większą od 1)	1	3	4	3	1	–

Źródło: opracowanie własne.

Abstract

Data Envelope Analysis (DEA) is one of the methods used to measure the effectiveness of entities. There are two possible options in building the DEA models: CCR model – input oriented and BCC – output oriented. Authors of the paper decided to use the former one which means that the chosen ratios (as inputs) will be minimised. The purpose of this research is to check the effectiveness of a few banks operating in Poland. The time range for this analysis was 2004–2009, so it covered the last financial crisis which had a visible influence on the banking sector. Banks were the entities that suffered a lot during the crisis. Results obtained from the DEA model were compared with the classical methods of the financial analysis (i.e. profitability and efficiency ratios). On the basis of the results it was possible to assess which from the chosen banks were effective and how the effectiveness changed in the analysed time range.

Bibliografia

- Andruszkiewicz J., Hajdrowski K., *Benchmarking*, Energetyka Poznańska SA, źródło: www.ptpiree.com.pl/html/k_s_dys/bench.html
- Baran J., Pietrzak M., *Analiza efektywności wybranych branż polskiego agrobiznesu bazująca na metodzie DEA*, SGGW w Warszawie, źródło: http://www.Seria.home.pl/2007_zeszyt3/3_baran.pdf (dostęp: 8.02.2012 r.).
- Domagała A., *Metoda Data Envelopment Analysis jako narzędzie badania względnej efektywności technicznej*, Badania operacyjne i decyzje Nr 3–4/2007, Oficyna Wydawnicza Politechniki Wrocławskiej.
- Emrouznejad A., *Measurement efficiency and productivity in SAS/OR*, „Computers and Operations Research”, Volume 32, Issue 7, July 2005.
- Emrouznejad A., *A SAS® Application for Measuring Efficiency and Productivity of Decision Making Units*, SUGI 27, Statistics and Data Analysis, Paper 259-27, www.deazone.com/cgi-bin/papers/SAS_MALM.pdf (dostęp: 8.02.2012 r.).
- Grigorian D.A., Manole V., *Determinants of Commercial Bank Performance In Transition: An Application of Data Envelopment Analysis*, IMF Working Paper, WP/02/146, 2002.
- Guzik B., *Podstawowe możliwości analityczne modelu CCR-DEA*, Badania operacyjne i decyzje Nr 1/2009, Oficyna Wydawnicza Politechniki Wrocławskiej.
- Heffernan S., *Nowoczesna bankowość*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Iwanicz-Drozdowska M., *Zarządzanie finansowe bankiem*, PWE, Warszawa 2010.
- Iwanicz-Drozdowska M., *Metody oceny działalności banku*, Poltext, Warszawa 1999.
- Kagan A., *Rentowność kapitału własnego a efektywność techniczna oraz skala produkcji*, Stowarzyszenie Ekonomistów Rolnictwa i Agrobiznesu, Roczniki Naukowe, Tom X, Zeszyt 3.
- Karbownik M., Kula G., *Efektywność sektora publicznego na poziomie samorządu lokalnego*, Materiały i Studia, Zeszyt 242, NBP, Warszawa 2009.
- Kisielewska M., *Ocena efektywności banków i ich oddziałów metodą Data Envelopment Analysis, wybrane zagadnienia metodologiczne*, [w:] D. Zarzecki, *Zarządzanie Finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, Warszawa 2006.
- Kopczewski T., *Badanie efektywności technologicznej i kosztowej w sektorze bankowym*, źródło: www.kopczewscy.edu.pl (dostęp: 8.02.2012 r.).
- Marcinkowska M., *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2007.
- Paradi J., *Bank Branch Human Resources Allocation Efficiency Using DEA – Validated Against Real Management*, referat z 24th European Conference on Operational Research, Konferencja w Lizbonie, Universidade de Lisboa, 11–14 lipca 2010 r.
- Patla J., *Rozwój systemów bankowości elektronicznej oraz ich wpływ na wyniki banku*, Kraków 2006, źródło: www.han.ae.karakow.pl/doktoraty/1200001043b.pdf (dostęp: 8.02.2012 r.).

- Patla J., *Efektywność i produktywność inwestycji informatycznych banków*, http://www.sceno.edu.pl/articles.php?cms_id=1717&cat=Ekonomia&page=1
- Pawłowska M., *Wpływ fuzji i przejęć na efektywność w sektorze banków komercyjnych w Polsce w latach 1997–2001*, „Bank i Kredyt” Nr 2/2003.
- Pawłowska M., *Efektywność, konkurencyjność i koncentracja na polskim rynku bankowym w latach 1997–2002 – związki między pojęciami*, „Bank i Kredyt” Nr 6/2004.
- Pawłowska M., *Konkurencja i efektywność na polskim rynku bankowym na tle zmian strukturalnych i technologicznych*, Materiały i Studia, Zeszyt 192, NBP, Warszawa, czerwiec 2005 r.
- Ragan N., Grabowski G., Aly H., Pasurka C., *The technical Efficiency of US Banks*, „Economic Letters” No. 28/1988.
- Rogowski R., *Analiza i ocena działalności banków z wykorzystaniem metody DEA*, „Bank i Kredyt” Nr 9/1996.
- Rogowski G., *Metody analizy i oceny działalności banku na potrzeby zarządzania strategicznego*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, Poznań 1998.
- Smith P., *Model misspecification in data envelopment analysis*, „Annals of Operations Research” 73 (1997).
- Szymańska E., *Zastosowania metody DEA do badania efektywności gospodarstw trzodowych*, „Journal of Agribusiness and Rural Development” 2(12) 2009, 249–255; http://www.jard.edu.pl/pub/29_2_2009.pdf
- Zamojska-Adamczak A., *Zastosowanie metody DEA w ocenie efektywności zarządzania portfelem funduszu*, Uniwersytet Gdański, źródło: źródło: www.usfiles.us.szc.pl/get-file.php?pid=316 (dostęp: 8.02.2012 r.).

UWARUNKOWANIA I ZNACZENIE PROCESÓW ZARZĄDZANIA DOCHODAMI W BANKACH

WSTĘP

Ocena dochodowości banków jest zagadnieniem szerokim i dogłębnie opisanym w literaturze przedmiotu. Poza aspektem badawczym ocena dochodowości odgrywa istotną rolę na rynku kapitałowym, gdzie poziom i fluktuacje zysków bezpośrednio oddziałują na wycenę rynkową instytucji finansowych. Miary dochodowości wykorzystywane są nie tylko do szacowania przyszłego poziomu zysków, ale stanowią podstawę innych wskaźników, takich jak miary ryzyka, opierające się na zmienności zwrotu na aktywach czy zwrotu na kapitale.

Gwałtowność i obszerność kryzysu finansowego z lat 2007–2009 wskazują, że wysokie zyski nie gwarantują długookresowej stabilności w sektorze bankowym. W ślad za wysoką dochodowością mogą pojawić się niespodziewane problemy wynikające z nadmiernego poziomu ryzyka, które nie jest odzwierciedlone w przeszacowanych wynikach finansowych. Uwzględniając powyższe elementy, na pierwszy plan wysuwa się pytanie, na ile precyzyjnie wyniki finansowe współczesnych instytucji finansowych oddają rzeczywisty poziom dochodu i ryzyka w bieżących okresach. Kwestia ta jest bezpośrednio związana z problemem zarządzania dochodami (*earnings management*), obecnym zarówno w instytucjach niefinansowych, jak i finansowych.

* Dorota Skala jest adiunktem w Katedrze Finansów Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego.

Do procesów zarządzania dochodami w bankach należy wygładzanie dochodów za pomocą rezerw, określane również mianem tworzenia rezerw antycyklicznych lub dynamicznego tworzenia rezerw (*dynamic provisioning*)¹. Kwestia ta jest bardzo szeroko dyskutowana na forum regulacyjnym i nadzorczym, ponieważ wiąże się bezpośrednio z wyznaczaniem nowych norm kapitałowych dla banków i ograniczaniem procykliczności istniejących regulacji². Negatywne skutki procykliczności dotychczasowych przepisów uwidoczniły się w kryzysie finansowym lat 2007–2009 i są przedmiotem szerokich badań i konsultacji przy reformach regulacji kapitałowych i norm rachunkowych³.

W poniższym artykule zawarto przegląd literatury z obszaru zarządzania dochodami w instytucjach finansowych, systematyzujący rozważania teoretyczne i wyniki badań empirycznych z ostatnich lat. Liczne dowody na występowanie zjawiska zarządzania dochodami w bankach, a w szczególności wygładzania dochodów za pomocą odpisów na rezerwy, wskazują, że analizy dochodowości abstrahujące od zarządzania dochodami mogą być obciążone poważnymi błędami. Ponadto, dochodowość banku w rozumieniu zysku netto może odzwierciedlać przeszacowany lub niedoszacowany poziom dochodów za bieżący okres, w zależności od momentu cyklu kredytowego i cyklu koniunkturalnego.

Z badań tu przedstawionych wynika, że zarządzanie dochodami w bankach nie jest tożsame z podobnymi procesami w instytucjach niefinansowych. W działalności instytucji finansowych wpisane są straty w portfelu kredytowym, a wygładzanie dochodów pozwala uwzględnić wartość oczekiwaną tych strat w bieżących wynikach finansowych i widziane z takiej perspektywy jest oceniane pozytywnie. Tego rodzaju perspektywa skłania regulatorów do rozważania wprowadzenia obowiązkowych narzędzi wygładzania dochodów dla banków w ramach nowej polityki makroostrożnościowej⁴. Zarządzanie dochodami motywowane osiągnięciem prywatnych korzyści przez menedżerów, takich jak wyższe premie czy osobista reputacja, rozpatrywane jest w literaturze jako kategoria ujemnie wpływająca na wartość banku i powinno być to uwzględnione w dyskusjach nad nowymi regulacjami.

¹ Por. np. E. Balla i A. McKenna, *Dynamic Provisioning: A Countercyclical Tool for Loan Loss Reserves*, „Economic Quarterly”, 2009, 95 (4), s. 383–418.

² J. Fillat i J. Montoriol-Garriga, *Addressing the pro-cyclicality of capital requirements with a dynamic loan loss provisions system*, Federal Reserve Bank of Boston, Quantitative Analysis Unit Working Paper, QAU 10-4, 2010.

³ J. Saurina, *Dynamic Provisioning – the Experience of Spain*, Crisis Response no. 7, World Bank, Public policy for the private sector, 2009.

⁴ Financial Stability Board, International Monetary Fund and Bank for International Settlements *Macroprudential Policy Tools and Frameworks*, Progress Report to G20, 2011 oraz Financial Stability Forum Report of the Financial Stability Forum on Addressing Pro-cyclicality in the Financial System, 2009.

1. ZARZĄDZANIE DOCHODAMI W INSTYTUCJACH NIEFINANSOWYCH I FINANSOWYCH – TŁO TEORETYCZNE

W literaturze fachowej można spotkać wiele definicji dochodowości, których treść znaczeniowa nie jest jednorodna. Dochodowość rozumiana jest tu jako zyskowość czy też rentowność instytucji finansowej, mająca odbicie w poziomie zysków. Rentowność można zdefiniować jako „zdolność do generowania zysków z posiadanych środków”⁵. Choć zestaw miar do oceny dochodowości jest szeroki, w literaturze empirycznej do najbardziej standardowych mierników dochodowości należą wskaźniki zwrotu na aktywach (ROA) i zwrotu na kapitale (ROE)⁶. Miarami uzupełniającymi mogą być wysokość marży odsetkowej czy wskaźniki kosztów do dochodów, jednak w większości prac występuje zysk netto.

Dochodowość banku nie jest równoznaczna z jego efektywnością, która może być rozumiana jako maksymalizacja zysku przy założonych nakładach, lub minimalizacja nakładów przy założonym poziomie zysków. Efektywność może dotyczyć zarówno banku jako instytucji, jak i pojedynczych transakcji lub grup transakcji przeprowadzanych w banku⁷. Efektywność instytucji finansowych badana jest za pomocą metod parametrycznych i nieparametrycznych (wśród których popularna jest metoda DEA), szeregujących instytucje na danym rynku w stosunku do instytucji najefektywniejszej. Szerokie studia efektywności można znaleźć w literaturze, jednak wykraczają one poza ramy niniejszego opracowania⁸.

Zarządzanie dochodowością (zwane również zarządzaniem wynikami) jest zjawiskiem szeroko opisanym w literaturze, zarówno tej dotyczącej instytucji finansowych, jak i niefinansowych⁹. W ujęciu ogólnym, zarządzanie dochodami sugeruje, że publikowane dochody podlegają wcześniejszej ingerencji zarządzających, a więc „nie odzwierciedlają w prawidłowy sposób dochodów ekonomicznych w każdym punkcie w czasie”¹⁰. W procesie zarządzania dochodami kluczową rolę odgrywa subiektywizm zarządzających, ponieważ przyjmuje się, że menedżerowie „wykorzystują swój osąd w raportowaniu finansowym (...) w celu wprowadzenia w błąd

⁵ B. Guzik, *Kanoniczne wskaźniki rentowności w wybranych bankach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Bank i Kredyt”, 2006.

⁶ Por. *Ibidem*, lub A. Micco, U. Panizza, M. Yanez, *Bank ownership and performance. Does politics matter?*, „Journal of Banking and Finance”, 2007, 31, s. 219–241.

⁷ Zróżnicowane metody służące do oceny efektywności transakcji zob.: M. Iwanicz-Drozdowska, *Zarządzanie finansowe bankiem*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010.

⁸ Wyczerpujący przegląd badań efektywności instytucji finansowych można znaleźć np. w: A.N. Berger, D.B. Humphrey, *Efficiency of financial institutions: International survey and directions for future research*, „European Journal of Operational Research”, 1997, 98, s. 175–212.

⁹ Patrz np. P. Healy, J. Wahlen, *A review of the earnings management literature and its implications for standard setting*, „Accounting Horizons”, 1999, 13, s. 365–383.

¹⁰ A.M. Goel, A.V. Thakor, *Why Do Firms Smooth Earnings?*, „Journal of Business”, 2003, 76 (1), s. 151–192.

niektórych akcjonariuszy co do rzeczywistych wyników ekonomicznych w przedsiębiorstwie, albo w celu wywierania wpływu na ustalenia umowne, zależne od publikowanych wyników finansowych”¹¹. Wygładzanie dochodów jest szczególną formą zarządzania dochodami, w której dochodzi do „międzyokresowego wygładzania publikowanych dochodów w stosunku do dochodów ekonomicznych: ma na celu zmniejszenie wahań dochodów w czasie”¹².

Zarządzanie dochodami w przedsiębiorstwach niefinansowych jest oceniane negatywnie, ponieważ zniekształca rzeczywiste wyniki ekonomiczne przedsiębiorstwa¹³. Proces ten polega na przeszacowywaniu dochodów w gorszych latach lub/oraz niedoszacowywaniu ich w czasie lepszej koniunktury, w celu stworzenia rezerw na poczet przyszłych okresów. Zarządzanie dochodami może poprawić postrzeganie przedsiębiorstwa przez rynek kapitałowy, wpływać na niższe koszty finansowania i szerszy dostęp do możliwości finansowania, oraz generować zmiany w ustaleniach umownych. Z drugiej strony, zarządzanie dochodami w instytucjach niefinansowych jest badane pod kątem teorii agencji, gdyż może być przeprowadzane przez menedżerów i akcjonariuszy większościowych, aby wprowadzić w błąd innych (mniejszościowych) akcjonariuszy¹⁴. Agenci (zarządzający i akcjonariusze większościowi) ingerują w poziomy dochodowości w celu maksymalizacji swoich prywatnych korzyści, począwszy od nadmiernej konsumpcji wewnętrznej i zbyt wysokich premii, a skończywszy na unikaniu kar za negatywne wyniki związane z przedsiębiorstwem. Odślonienie rzeczywistych wyników firmy mogłoby prowadzić do ukarania agentów, których prywatne korzyści uległyby znacznej redukcji.

W związku ze specyficznym charakterem działalności kredytowej prowadzonej przez instytucje finansowe, ocena zjawiska zarządzania dochodowością w bankach jest odmienna od jednoznacznie negatywnego spojrzenia na te praktyki w przedsiębiorstwach. Pomimo że motywacje leżące u podłoża takiej polityki w bankach mogą być podobne do bodźców kierujących zachowaniem menedżerów w przedsiębiorstwach niefinansowych, pojawiają się liczne dodatkowe kwestie usprawiedliwiające czy wręcz wspierające wprowadzenie zarządzania dochodami w bankach.

W literaturze przyjmuje się założenie, że zarządzanie dochodami w instytucjach finansowych przybiera formę wygładzania dochodów i występuje głównie przy wykorzystaniu odpisów na należności zagrożone¹⁵. Odpisy na należności zagrożone stanowią element rachunku wyników, który bezpośrednio wpływa na poziom re-

¹¹ P. Healy, J. Wahlen, *A review of the earnings...*, *op. cit.*, s. 6.

¹² A.M. Goel, A.V. Thakor, *Why Do Firms...*, *op. cit.*, s. 151.

¹³ C. Leuz, D. Nanda, P. Wysocki, *Earnings management and investor protection: an international comparison*, „Journal of Financial Economics”, 2003, 69, s. 505–527.

¹⁴ *Ibidem*.

¹⁵ Patrz m.in. M.B. Greenawalt, J.F. Sinkey, *Bank Loan Loss Provisions and the Income-Smoothing Hypothesis: An Empirical Analysis 1976–1984*, „Journal of Financial Services Research”, 1988, 1, s. 301–318 lub: A. Fonseca, F. Gonzalez, *Cross-country determinants of bank income*

zerw na należności zagrożone (po stronie aktywów)¹⁶ oraz poziom zysku netto (w rachunku wyników). W konsekwencji roczne obciążenia podatkowe są również zależne od poziomu odpisów. Równolegle odpisy na rezerwy w pośredni sposób kształtują wielkość kapitałów własnych banku, poprzez zmiany w poziomie zysków niepodzielonych, uzależnionych od wysokości zysku netto. Ponadto antycykliczne rezerwy, wykorzystywane na przykład w bankach hiszpańskich, bezpośrednio wpływają na wysokość kapitału Tier 2¹⁷. W związku z tym, zmiany w poziomie odpisów na rezerwy nie powinny być rozpatrywane jedynie z konwencjonalnej perspektywy wiodącego elementu w zarządzaniu ryzykiem kredytowym. Należy uwzględniać je przy procesach zarządzania dochodami, ale również zarządzania kapitałem i obciążeniami podatkowymi, jak i spełniania norm regulacyjnych dotyczących kapitału i praktyk rachunkowych. Pomimo istniejących regulacji ostrożnościowych, dotyczących wymaganych poziomów rezerw na należności zagrożone w bankach, wielu autorów podkreśla rolę mocy decyzyjnej zarządzających instytucjami finansowymi w określaniu poziomu odpisów na dany rok¹⁸. Badanie dochodowości banków w oderwaniu od analizy zmian w odpisach, będących funkcją subiektywizmu zarządzających, może być obarczone poważnymi błędami. Menedżerowie stają bowiem w obliczu bezpośrednich wyborów między poziomem odpisów a dochodowością czy wielkością kapitałów własnych.

Obszarem silnie związanym z badaniami dochodowości i zarządzaniem dochodami jest, wspomniane już, zarządzanie kapitałem. Z jednej strony rezerwy na należności zagrożone kształtowane przez odpisy mogą być wykorzystywane w celu minimalizacji strat banku w pojedynczych przypadkach niewypłacalnych kredyto-

smoothing by managing loan-loss provisions, „Journal of Banking and Finance”, 2008, 32, s. 217–228.

- ¹⁶ Należy podkreślić, że zarówno w literaturze, jak i raportach finansowych banków występuje niejednoznaczne nazewnictwo rezerw i odpisów. W tej pracy przyjęto, że: „odpisy na należności zagrożone” (*loan loss provisions*) to element rachunku wyników, wskazujący na różnicę między utworzonymi i rozwiązanyymi odpisami w danym okresie. Odpisy z danego okresu wliczają się następnie do pozycji „rezerwy na należności zagrożone” (*specific loan loss reserves*) w aktywach. Przyjęta w tym artykule nazwa „rezerwy na należności zagrożone” ma wiele równorzędnych określeń, w zależności od źródła: odpisy aktualizacyjne z tytułu utraty wartości, skumulowane odpisy aktualizacyjne, rezerwy celowe itp. Rezerwy te są elementem redukującym wielkość kredytów brutto w aktywach. Osobną kategorią są rezerwy na ogólne ryzyko bankowe (*general loan loss reserves*) po stronie pasywów, mogące stanowić część kapitału, w zależności od regulacji kapitałowych. Jednak rezerwy na ogólne ryzyko bankowe tworzone są zwykle jako odpis z zysku i nie stanowią kosztu uzyskania przychodu (ponownie w zależności od regulacji krajowych).
- ¹⁷ Księgowanie antycyklicznych rezerw banków hiszpańskich można przyrównać raczej do traktowania rezerw na ogólne ryzyko bankowe, niż rezerw na należności zagrożone (patrz przypis poprzedni).
- ¹⁸ Por. m.in. J.A. Bikker, P.A.J. Metzemaekers, *Bank provisioning behaviour and procyclicality*, „International Financial Markets, Institutions and Money”, 2005, 15, s. 141–157.

biorców. Z drugiej strony rezerwy stanowią również swoisty bufor bezpieczeństwa przeciwko fali problemów z obsługą zobowiązań, która zwykle pojawia się w czasie gospodarczej dekoniunktury. W takich okresach kapitały własne banku znajdują się pod presją i są wykorzystywane do pokrywania strat. W czasach recesji „jakość aktywów banku spada, co zwiększa ekspozycję na ryzyko, a co za tym idzie, rosną wymagania kapitałowe, dokładnie w momencie, w którym nowy kapitał staje się droższy, lub, dla słabszych instytucji, po prostu nieosiągalny”¹⁹. To może prowadzić do „zapaści kredytowej” (*credit crunch*), kiedy banki są zmuszone ograniczać akcję kredytową, jeśli mają spełniać wymagania kapitałowe²⁰. Zapaść kredytowa pogłębia negatywne konsekwencje recesji dla całej gospodarki i zawęża szanse na szybki powrót na ścieżkę wzrostu gospodarczego. Adekwatnie wysokie rezerwy kredytowe pozwalają na zmniejszenie presji, jaką banki odczuwają w stosunku do swoich kapitałów własnych w czasach kryzysu, i umożliwiają niezakłócone kontynuowanie akcji kredytowej²¹.

Istotnym aspektem w relacji między odpisami i rezerwami a kapitałem jest pokrycie rezerwami tej części kredytów, w których nie wystąpiła utrata wartości, ale jej pojawienie się jest oczekiwane przez zarządzających, na podstawie wewnętrznych modeli szacowania ryzyka. Większość autorów wskazuje, że rezerwy na należności kredytowe powinny pokrywać **wartość oczekiwaną** strat w portfelu kredytów, opierając się na danych historycznych dotyczących kredytów niespłacanych, modeli ryzyka kredytowego i szczegółowej analizie kredytowej bieżącego portfela. Kapitały własne banku winny służyć pokrywaniu jedynie nieoczekiwanych strat w portfelu kredytowym, stanowiąc bufor bezpieczeństwa w stosunku do nieprzewidywalnej części dystrybucji strat każdego banku²². Ponownie pojawia się tu jednak element subiektywizmu zarządzających, jako że zdefiniowanie części oczekiwanych i nieoczekiwanych strat w portfelu kredytowym nie jest procesem czysto statystycznym i w pewnej mierze zależy od uznaniowości menedżerów. W przypadku dużych i często negocjowanych kredytów uznaniowość jest wyższa i tworzenie rezerw przebiega na podstawie indywidualnych analiz, podczas gdy przy mniejszych i rzadziej negocjowanych kredytach (np. kredytach konsumpcyjnych) uznaniowość jest niewielka, a podstawą tworzenia rezerw są statystyczne modele wewnątrzbankowe²³.

Pomimo trudności w precyzyjnym uchwyceniu wysokości oczekiwanych strat w portfelach kredytowych, na forum regulacyjnym i akademickim trwa obecnie

¹⁹ *Ibidem*, s. 142.

²⁰ E. Balla i A. McKenna, *Dynamic...*, *op. cit.*

²¹ Patrz L. Laeven, G. Majnoni, *Loan loss provisioning and economic slowdowns: too much, too late?*, „Journal of Financial Intermediation”, 2003, 12(2), s. 178–197.

²² Por. D. Kim, A.M. Santomero, *Forecasting Required Loan Loss Reserves*, „Journal of Economics and Business”, 1993, 45, s. 315–329, czy L. Laeven, G. Majnoni, *Loan loss provisioning...*, *op. cit.*

²³ C-C. Liu, S. Ryan, *The Effect of Bank Loan Portfolio Composition on the Market Reaction to and Anticipation of Loan Loss Reserves*, „Journal of Accounting Research”, 1995, 33(1), s. 77–94.

dyskusja nad potrzebą uwzględnienia kategorii strat oczekiwanych (*expected losses*) w procesie tworzenia rezerw. Wcześniejsze podejście do strat, wynikające głównie z międzynarodowych przepisów rachunkowych (MSR 39), obejmowało jedynie kategorię strat poniesionych (*incurred losses*). Rada Stabilności Finansowej w swoim raporcie z 2009 r. poleciła wzięcie pod uwagę przez Radę Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (IASB) nowego podejścia do dokonywania odpisów przez banki, które uwzględni wartość godziwą portfela kredytowego, oczekiwane straty i antycykliczne tworzenie rezerw²⁴. Niezgodność opinii co do momentu tworzenia rezerw (dotycząca w tym wypadku regulatorów sektora bankowego i regulatorów z obszaru rachunkowości) pokrywa się z dyskusją przedstawioną poniżej.

Regulacje i normy w zakresie rachunkowości, zarówno na poziomie krajowym jak i międzynarodowym, odgrywają istotną rolę w procesach zarządzania dochodami. W literaturze pojawiają się prace, w których analizowany jest wpływ zmian standardów rachunkowości na zarządzanie dochodami. Udowodniono, że wpływ zmian na poszczególne banki może być różny, a banki angażujące się w zarządzanie dochodami we wcześniejszych okresach intensywniej wykorzystują zmiany w standardach rachunkowych do kształtowania bieżącego poziomu zysku netto²⁵.

W związku ze swoją pozycją w rachunku wyników, odpisy na rezerwy mają również wpływ na roczne obciążenia podatkowe w bankach. Jednakże istniejące badania empiryczne dowodzą, że odpisy nie są raczej wykorzystywane do celów zarządzania podatkami²⁶. Niemniej jednak w zależności od stopnia, w jakim odpisy na rezerwy ogólne i rezerwy na należności zagrożone można odliczać od podatków w ramach różnych systemów regulacyjnych, poziomy rezerw mogą się różnić²⁷.

Występowanie odpisów na rezerwy w licznych aspektach działalności banków i konieczność dokonywania wyborów pomiędzy odpisami a ryzykiem kredytowym, dochodowością i regulacyjnym poziomem kapitałów powodują, że ocena zarządzania dochodami w bankach jest bardziej złożona niż w przypadku przedsiębiorstw niefinansowych. Odpisy stanowią nieodzowną część składową bankowego procesu udzielania kredytów, co wyraził Paul Volcker w swojej słynnej opinii, że: „Jeśli (bank) nie posiada pewnego udziału złych kredytów, oznacza to, że nie istnieje w tym biznesie”. Pewne jest, że w każdym banku następują straty w portfelu kredytowym w przyszłości, podczas gdy przedsiębiorstwa nie mają podobnego mechanizmu generowania strat w swojej działalności. W związku z tym, zarządzanie dochodami w bankach nie musi wiązać się z chęcią ukrywania prawdziwych wyni-

²⁴ Financial Stability Forum *Report of the Financial...*, *op. cit.*

²⁵ A. Quagli, M. Ricciardi, *The IAS 39-October 2008 Amendment as another opportunity of earnings management: an analysis of the European banking industry*, Working Paper, 2010.

²⁶ Por. np. A. Beatty, S. Chamberlain, J. Magliolo, *Managing Financial Reports of Commercial Banks: The Influence of Taxes, Regulatory Capital, and Earnings*, „Journal of Accounting Research”, 1995, 33(2), s. 231–261.

²⁷ J.A. Bikker, P.A.J. Metzmakers, *Bank provisioning...*, *op. cit.*

ków ekonomicznych. Korzystanie z okresów wyższych dochodów w celu tworzenia bufora rezerw, który może być wykorzystany podczas recesji, określane jest mianem „oszczędzania na ciężkie czasy”, które jest oceniane pozytywnie.

2. WYGŁADZANIE DOCHODÓW W BANKACH A MOMENT TWORZENIA REZERW KREDYTOWYCH

Zjawisko wygładzania dochodów w bankach za pomocą odpisów na należności jest tu analizowane z dwóch punktów widzenia: momentu tworzenia odpisu oraz motywacji, która leży u podstaw tworzenia rezerwy. W pierwszym przypadku kwestią sporną jest, czy odpisy powinny wybiegać w przyszłość i odzwierciedlać oczekiwane straty (*expected losses*) w portfelu kredytowym, czy raczej odnosić się do bieżącej jakości aktywów i pokrywać jedynie straty poniesione (*incurred losses*), co sugerują przepisy rachunkowe. W drugim przypadku to motywacja dotycząca tworzenia odpisów tworzy punkt odniesienia dla pozytywnej lub negatywnej oceny wygładzania dochodów. Motywacja ostrożnościowa, wywodząca się z konserwatywnego zarządzania ryzykiem kredytowym i związana z czynnikami zwiększającymi wartość banku, nie zawiera negatywnych implikacji. W skład motywacji pozaostrożnościowej mogą wchodzić takie elementy jak prywatne korzyści zarządzających, impulsy płacowe lub bonusowe oraz nadmierna konsumpcja wewnętrzna. Jeśli te kwestie leżą u podstaw wygładzania dochodów w bankach, proces ten oceniany jest negatywnie i może ujemnie wpływać na wartość banku.

Dyskusja na temat wygładzania dochodów w kontekście optymalnego momentu tworzenia rezerw na należności zagrożone pozostaje nierozstrzygnięta. Z jednej perspektywy podkreśla się nieprawidłowości procesów zarządzania dochodami i konieczność dokonywania jedynie bieżących odpisów (z rachunkowego punktu widzenia), z wyłączeniem uznaniowości menedżerów. W tym przypadku istniejące rezerwy na należności zagrożone powinny pokrywać tylko te kredyty, które już nie są spłacane, albo ich niespłacalność jest oczywista. W konsekwencji, wszelkie zmiany w odpisach na należności odzwierciedlają jedynie bieżące wydarzenia kształtujące jakość portfela kredytowego, bez rezerw odkładanych na poczet przewidywalnych strat. Zwolennicy takiej polityki postulują, że dostarcza ona lepszej informacji co do wydarzeń w banku w kolejnych okresach. Podmioty zewnętrzne otrzymują obraz bieżącej sytuacji banku w każdym okresie i na tej podstawie formują oczekiwania dotyczące wydarzeń przyszłych okresów. Przy takim podejściu banki są skoncentrowane na problemach bieżących i nie uwzględniają przyszłych wydarzeń, nawet jeśli te wydarzenia są przewidywalne. W konsekwencji, banki charakteryzujące się agresywnym i szybkim przyrostem portfela kredytowego nie wykazują przewidywalnych strat w portfelu kredytowym w przyszłych okresach w swoich strumieniach bieżących dochodów, utrzymując niski poziom rezerw na na-

leżności zagrożone, do momentu, w którym kredyty przestaną być spłacane. Tego rodzaju zachowanie wpływa na wyższą fluktuację dochodów, z wysokimi dochodami w czasach boomu gospodarczego i *prosperity* danego banku, i bardziej dotkliwymi stratami w dolnej części cyklu, gdy presje ekonomiczne są wzmacniane przez wewnętrzne potrzeby banku w kontekście tworzenia dodatkowych rezerw. Wskazanie do tworzenia jedynie bieżących rezerw postuluje, aby widoczny był pełen rozmiar strat banku wynikających z kryzysu ekonomicznego.

Wielu autorów opowiada się jednak za polityką wygładzania publikowanych dochodów poprzez tworzenie rezerw uwzględniających potencjalne straty portfela kredytowego²⁸. Tego rodzaju perspektywa wskazuje, że rezerwy powinny pokrywać oczekiwane, ale jeszcze niezrealizowane, pogorszenie jakości portfela, które może być oszacowane na podstawie przeszłych doświadczeń i danych historycznych. W momencie, w którym oczekiwane straty są realizowane, nie wpływają one już znacząco na dochodowość, ponieważ odpowiednie odpisy zostały wcześniej poczynione. To podejście nazywane jest antycyklicznym (lub dynamicznym) tworzeniem rezerw i jest jednym z ważniejszych postulatów dyskutowanych w ramach reform międzynarodowych regulacji kapitałowych²⁹. Pogorszenie jakości aktywów ma miejsce zwykle w czasie kryzysów gospodarczych, w czasie których następuje spadek dochodów banków. Rezerwy utworzone wcześniej stanowią bufor dla poziomu dochodowości instytucji finansowych w takich czasach i pozwalają zmniejszyć presję na kapitały własne³⁰. W następstwie spadku poziomu rezerw wykorzystanych w czasie kryzysu, pojawia się potrzeba tworzenia nowych odpisów, równoległe do odbicia gospodarczego. Jest to szczególnie istotne przy założeniu, że największy przyrost portfeli jest w trakcie ożywienia gospodarczego, co wskazuje na prawdopodobieństwo wystąpienia strat na takich kredytach w przyszłości. W konsekwencji dochody ulegają wygładzaniu, jako że wysokie zyski w czasach boomu są pomniejszane poprzez intensywniejsze tworzenie rezerw na poczet przyszłych strat, a spadek dochodów w recesji łagodzony jest dzięki wcześniejszym rezerwom. Konieczność procesu wygładzania dochodów ukazywana jest empirycznie, poprzez szacowanie negatywnych konsekwencji zbyt późnego tworzenia rezerw dla dochodowości banków³¹.

Bank Hiszpanii wprowadził obowiązek antycyklicznego tworzenia rezerw (tzw. *rezerwy statystyczne*) w 2000 r., dokonując w 2004 r. pewnych reform w związku z wprowadzeniem Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finan-

²⁸ Por. L.D. Wall, T.W. Koch, *Bank Loan-Loss Accounting: A Review of Theoretical and Empirical Evidence*, Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, 2000 lub A. Fonseca, F. Gonzalez, *Cross-country...*, *op. cit.*

²⁹ Financial Stability Board..., *Macroprudential...*, *op. cit.*

³⁰ Patrz L. Laeven, G. Majnoni, *Loan loss provisioning...*, *op. cit.* oraz J.A. Bikker, P.A.J. Metzmakers, *Bank provisioning...*, *op. cit.*

³¹ L. Laeven, G. Majnoni, *Loan loss provisioning...*, *op. cit.*; E. Balla i A. McKenna, *Dynamic...*, *op. cit.*

sowej (MSSF). Implementacja rezerw antycyklicznych w wypadku banków hiszpańskich była szeroko dyskutowana i wciąż pojawiają się głosy, że polityka rezerw antycyklicznych nie jest w pełni zgodna z MSSF³². Jednakże wyjątkowa pozycja Banku Hiszpanii, który może ustalać przepisy rachunkowe dla poszczególnych banków, umożliwiła wprowadzenie rezerw antycyklicznych. Po kryzysie lat 2007–2009 system hiszpański uznawany jest za przykład dla innych rynków i szeroko dyskutowany na forum regulacyjnym i akademickim³³. Wykorzystując mechanizm hiszpańskich rezerw antycyklicznych, ukazano, że gdyby system ten zastosowano w bankach w Stanach Zjednoczonych przed kryzysem, to konieczność tworzenia dodatkowych rezerw w latach 2007–2009 byłaby znacznie zredukowana³⁴.

Wielu autorów uważa, że powodem zapaści kredytowej w czasach recesji nie jest brak adekwatnych rezerw, ale normy kapitałowe stosowane przez władze nadzorcze. Jeśli banki tworzą rezerwy jedynie na bieżące straty kredytowe, pogorszenie jakości portfela powodowane czynnikami zewnętrznymi skutkuje potrzebą znacznych dodatkowych rezerw i ogromną presją na poziom kapitałów własnych. Jeśli regulatorzy pozwoliliby bankom utrzymywać niższe poziomy kapitałów własnych w czasie recesji, lub dopuszczaliby wahania kapitałów własnych w czasie trwania cyklu gospodarczego, to okresowe niedobory kapitałów własnych niekoniecznie powodowałyby drastyczne ograniczenia w udzielaniu nowych kredytów.

Dyskusja na temat procykliczności wymogów kapitałowych zaostriżyła się w czasie ostatniego kryzysu finansowego 2007–2009, kiedy wiele banków stanęło w obliczu poważnych niedoborów kapitałowych, i postulowano, że w takich czasach regulacyjne wymogi kapitałowe powinny być okresowo poluzowane. Nie można wykluczyć możliwości, że tego rodzaju krótkookresowe obniżenie wymogów kapitałowych spowoduje w rzeczywistości większy apetyt na ryzyko banków i wzmocni zagrożenie pokusą nadużycia, ponieważ instytucje finansowe zaczną liczyć na regularne „zwolnienia kapitałowe” w przyszłości. Może to wskazywać raczej na konieczność wprowadzenia dodatkowych regulacji dotyczących odpisów, takich jak antycykliczne rezerwy w bankach hiszpańskich, niż obniżania wymogów kapitałowych. Regulacje wprowadzające antycykliczne rezerwy spowodowałyby większą efektywność istniejących regulacji kapitałowych i zminimalizowałyby procykliczne działanie tych ostatnich. Coraz częściej wskazuje się, że „cykliczne niedobory kapitałów własnych w bankach mogą mieć źródło nie tylko w regulacjach kapitałowych opartych na ryzyku, ale przede wszystkim w braku regulacji polityki tworzenia rezerw w bankach opartych na ryzyku”³⁵.

³² J. Saurina, *Dynamic...*, op. cit.

³³ Por. np. S. de Lis i A. Herrero, *Dynamic provisioning – some lessons from existing experiences*, BBVA Research Working Paper 2010.

³⁴ E. Balla i A. McKenna, *Dynamic...*, op. cit.

³⁵ M. Cavallo, G. Majnoni, *Do Banks Provision for Bad Loans in Good Times? Empirical Evidence and Policy Implications*, World Bank Policy Research Working Paper, 2619, 2001.

Przeciwnicy tworzenia rezerw na poczet przyszłych okresów wskazują, że takie praktyki mogą sankcjonować uznaniowość modyfikacji poziomu dochodów i redukować porównywalność między wynikami poszczególnych instytucji. Zwolennicy wygładzania dochodów postulują, że skutkuje ono dokładniejszym obrazem banku dla podmiotów zewnętrznych, jako że uwzględnia on rzeczywistą dochodowość, która powinna zawierać bieżącą wartość netto przyszłych, lecz przewidywalnych strat kredytowych³⁶. W tym ujęciu banki winny utrzymywać rezerwy na poziomie odpowiadającym wartości oczekiwanej kredytów, chociaż rzeczywiste straty w portfelu mogą krótkookresowo odbiegać od oczekiwanych wartości średnich. Tego rodzaju wahania spowodowane są niemożnością precyzyjnego oszacowania rzeczywistej funkcji dystrybucji ryzyka w każdym momencie, skąd wynikać mogą czasowe przesunięcia w tworzeniu odpisów³⁷.

3. WYGŁADZANIE DOCHODÓW Z PERSPEKTYWY MOTYWACJI OSTROŻNOŚCIOWEJ I POZAOSTROŻNOŚCIOWEJ ZARZĄDZAJĄCYCH BANKAMI

Przy ocenie wpływu procesu zarządzania dochodami na instytucje finansowe analizowana jest również motywacja, którą kierują się menedżerowie przy podejmowaniu decyzji o zarządzaniu dochodem. Czynniki kształtujące decyzję o zarządzaniu dochodami można podzielić na dwie podstawowe grupy: elementy związane z maksymalizacją korzyści lub minimalizacją ryzyka dla banku (motywacja ostrożnościowa) oraz te wynikające z dbałości o prywatne korzyści menedżerów (motywacja pozaostrożnościowa).

Motywacja ostrożnościowa pojawia się w wielu badaniach dotyczących zarządzania dochodami w bankach i bywa określana mianem „oszczędzania na czarną godzinę” (*saving for a rainy day*)³⁸. Wielu autorów wskazuje, że tego rodzaju praktyka jest korzystna dla banków i powinna być elementem konserwatywnej polityki zarządzania ryzykiem kredytowym³⁹.

Wychodząc z motywacji ostrożnościowej, praktyka wygładzania dochodów może wynikać z chęci zarządzających, aby zmienić wycenę rynkową banku poprzez zmianę oceny poziomu jego ryzykowności⁴⁰. Jednym z najistotniejszych elementów wykorzystywanych przy rynkowych ocenach ryzykowności instytucji finansowych jest

³⁶ Por. D. Kim, A.M. Santomero, *Forecasting...*, *op. cit.*

³⁷ *Ibidem.*

³⁸ M.B. Greenawalt, J.F. Sinkey, *Bank Loan Loss Provisions...*, *op. cit.*

³⁹ Por. np. J.A. Bikker, P.A.J. Metzmakers, *Bank provisioning...*, *op. cit.*; A. Fonseca, F. Gonzalez, *Cross-country determinants...*, *op. cit.*

⁴⁰ M.B. Greenawalt, J.F. Sinkey, *Bank Loan Loss Provisions...*, *op. cit.*; A. Fonseca, F. Gonzalez, *Cross-country determinants...*, *op. cit.*

zmiennosc dochodow⁴¹. Ocena ryzyka bezposrednio wplywa na wycene akcji przez inwestorow, a banki o mniej zmiennych poziomach dochodowosci uwazane sa bardziej stabilne. W zwiazku z tym, premia za ryzyko wymagana przez inwestorow przy zakupie tych akcji jest nizsza, a wahania cen akcji mniejsze⁴². Chec osiagniecia wyzszej wyceny rynkowej moze wiadzac sie zarowno z motywem ostrozosciowym i maksymalizacja korzysci z punktu widzenia wartosci banku oraz wszystkich jego akcjonariuszy, jak i motywem pozaostrozosciowym, gdyz korzystniejsza wycena rynkowa moze skutkowac wyzszyzn wynagrodzeniem dla menedzerow.

W kontekscie postrzegania przedsiebiorstw przez rynek kapitalowy wygladanie dochodow stanowi narzedzie sygnalizacyjne dla inwestorow. Jak wspomniano, firmy ze stabilniejszymi strumieniami dochodow wyceniane sa korzystniej. W niektorych podejsciach zaklada sie, ze inwestorzy oczekuja wygladania i jego brak jest negatywnym sygnalem dla rynku, obnizajacym wycene spolki ponizej jej rzeczywistej wartosci⁴³.

W funkcjonowaniu wygladania dochodow, jako narzedzia sygnalizacyjnego w motywacji ostrozosciowej, wiodaca role odgrywa jego bezposredni wplyw nie tylko na cene akcji, ale przede wszystkim na koszt finansowania. Elementem posredniczacym sa miedzy innymi ratingi zewnetrzne i wewnetrzne, ktore wykorzystuja stabilnosc dochodow jako element oceny. Przesiebiorstwa z wiekszymi wahaniami dochodowosci ocenia sie, ze maja wyzsze prawdopodobienstwo bankructwa, a w konsekwencji ich ratingi sa nizsze, a koszty finansowania wyzsze niz w przypadku firm publikujacych stabilne wyniki⁴⁴. Jesli te zalozenia sa spenione, proces wygladania dochodow stanowi w istocie czesc procesu obnizania kosztow i jako taki niewatpliwie zwiazany jest z motywacja ostrozosciowa.

Wygladanie dochodow w ramach motywacji ostrozosciowej jest elementem wplywajacym na spenienie wymogow regulacyjnych i rachunkowych⁴⁵. Pierwszoplanowa role odgrywaja tu wymogi adekwatnosc kapitalowej, ktorych naruszenie generuje wysokie koszty dla banku. Wygladanie dochodow pomaga unikać przekraczania norm kapitalowych i pozwala bankom na niezaklcone funkcjonowanie, nawet w czasach kryzysow gospodarczych. Regulacje rachunkowe i przepisy podatkowe jednak nie zawsze dopuszczaja praktyke tworzenia rezerw na oczekiwane straty, uwzgledniajac fakt, ze odpisy stanowi koszt uzyskania przychodu i zmniejsz-

⁴¹ Patrz np. na miary ryzyka wykorzystywane w L. Laeven, R. Levine, *Bank governance, regulation and risk to king*, „Journal of Financial Economics”, 2009, 93, s. 259–275 oraz w L. Lepetit, E. Nys, P. Rous, A. Tarazi, *Bank income structure and risk: An empirical analysis of European banks*, „Journal of Banking and Finance”, 2008, 32, s. 1452–1467.

⁴² R.A. Lambert, *Income Smoothing as Rational Equilibrium Behavior*, „The Accounting Review”, 1984, 59 (4), s. 604–618.

⁴³ A.M. Goel, A.V. Thakor, *Why Do Firms...*, *op. cit.*

⁴⁴ *Ibidem.*

⁴⁵ M.B. Greenawalt, J.F. Sinkey, *Bank Loan Loss Provisions...*, *op. cit.*

szają bazę podatkową. Jednakże w niektórych krajach, jak np. Hiszpania, Portugalia, Francja czy Holandia, pewne elementy antycyklicznego tworzenia rezerw i uwzględniania oczekiwanych strat są regulacyjnie przewidziane, a w niektórych przypadkach wręcz rekomendowane⁴⁶.

Zarządzanie dochodami występuje nie tylko w czasie regularnej działalności przedsiębiorstw, ale jest szczególnie istotne przed przełomowymi wydarzeniami, takimi jak debiuty giełdowe czy emisja nowych akcji⁴⁷. W takich przypadkach występuje raczej jednostronne zarządzanie zyskiem, czyli zawyżanie wyników finansowych i ukrywanie strat. W sektorze bankowym często spotykane jest zarządzanie poziomem rezerw przed fuzjami i przejęciami, gdzie po upływie pewnego czasu nowi właściciele zmuszeni są tworzyć dodatkowe rezerwy na należności zagrożone, które były ukrywane podczas przeprowadzania analiz *due dilligence*. Z drugiej strony przedsiębiorstwa mogą zaniżać swoje wyniki, gdy starają się o pomoc ze strony instytucji centralnych lub rządu, w postaci subwencji czy pomocy kapitałowej⁴⁸. Kwestia ta jest szczególnie istotna i powinna być przedmiotem badań empirycznych w kontekście wysokiej pomocy instytucjonalnej dla sektorów bankowych w czasie kryzysu finansowego 2007–2009.

Na pograniczu motywacji ostrożnościowej i pozaostrożnościowej leży wygładzanie dochodów analizowane w kontekście teorii agencji. Zarządzanie poziomem zysku maksymalizuje korzyści menedżerów (agenta), ale jest spowodowane zachętami ze strony akcjonariuszy większościowych (pryncypała), którzy uważają, że stabilniejsze strumienie zysków pozytywnie wpływają na ceny akcji⁴⁹. Wygładzanie dochodów pozwala akcjonariuszom i menedżerom na ukrywanie rzeczywistych konsekwencji ryzykownych zachowań banków i utrzymywanie wysokich poziomów dywidend, a przy okazji ochronę bazy kapitałowej przed drenażem na wypadek recesji. W ujęciu teoretycznym dotyczącym przedsiębiorstw udowodniono, że wygładzanie dochodów może być zachowaniem Pareto-optymalnym, zarówno dla akcjonariuszy, jak i dla menedżerów⁵⁰.

Zróznicowane podejście do wygładzania dochodów pojawia się w kontekście uczestnictwa akcjonariuszy w tym procesie. Oczywiście jest, że wygładzanie dzieje się za wiedzą i zgodnie z wolą zarządzających, jednak nie osiągnięto kompromisu przy ocenie, czy akcjonariusze są również częścią takich decyzji czy raczej dzieje się to bez ich wiedzy⁵¹. Niektóre modele zakładają, że menedżerowie samowolnie dokonują korekt wyników, a akcjonariusze nie są świadomi ich nieprawdziwości

⁴⁶ J.A. Bikker, P.A.J. Metzemakers, *Bank provisioning...*, *op. cit.*

⁴⁷ P. Healy, J. Wahlen, *A review...*, *op. cit.*

⁴⁸ *Ibidem.*

⁴⁹ M.B. Greenawalt, J.F. Sinkey, *Bank Loan Loss Provisions...*, *op. cit.*

⁵⁰ R.A. Lambert, *Income Smoothing...*, *op. cit.*

⁵¹ Zagadnienie to szczegółowo przedstawiają P. Healy, J. Wahlen, *A review...*, *op. cit.*, zarówno dla instytucji finansowych, jak i niefinansowych.

i uważają je za precyzyjne odzwierciedlenie bieżącej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. W innych teoriach akcjonariusze zdają sobie sprawę z wygładzania dochodów przez menedżerów i odpowiednio optymalizują swoją politykę wobec zarządzających. Widoczne są również opinie, że akcjonariusze nie tylko zdają sobie sprawę z wygładzania dochodów, ale wręcz narzucają taką politykę zarządzającym, wierząc, iż spowoduje ona osiągnięcie wyższych korzyści (bardziej stabilne lub wyższe ceny akcji)⁵².

Motywacja pozaostrożnościowa pojawia się *implicitie* w badaniach dotyczących zarządzania dochodami w przedsiębiorstwach niefinansowych. Proces ten jest oceniany negatywnie raczej ze względu na przypisywaną menedżerom chęć maksymalizacji korzyści osobistych, niż z uwagi na udowodnione empirycznie związki między zarządzaniem dochodami a niższą wartością przedsiębiorstwa czy gorszą długoterminową zyskownością⁵³.

Jednym z elementów pozaostrożnościowych jest czerpanie korzyści przez menedżerów poprzez zmniejszenie prawdopodobieństwa utraty pracy, które jest bezpośrednio związane z bieżącymi poziomami dochodowości banku i oceną jej stabilności⁵⁴. Utrzymanie stanowiska pracy jest wymieniane w literaturze obok motywacji związanych z wynagrodzeniem, istotną rolę odgrywa również walka o reputację osobistą zarówno w oczach akcjonariuszy, jak i zewnętrznych inwestorów.

Motywacja pozaostrożnościowa, kierująca działaniami zarządzających, jest trudna do oddzielenia od motywacji ostrożnościowej, w kontekście maksymalizacji wartości firmy dla akcjonariuszy. Wiele teorii zakłada, że wygładzanie dochodów wpływa pozytywnie na interesy menedżerów, ponieważ maksymalizuje również użyteczność akcjonariuszy. „Zarządzający wybiera taką strategię zarządzania wynikami, która maksymalizuje jego oczekiwane wynagrodzenie, biorąc pod uwagę wpływ publikowanych wyników na percepcję akcjonariuszy, a co za tym idzie na poziom jego wynagrodzenia”⁵⁵. Z większości badań wynika, że główną korzyścią osobistą dla menedżerów, płynącą z wygładzania dochodów, jest pozytywny wpływ stabilnych zysków na wynagrodzenie⁵⁶. Może być to spowodowane uzależnieniem głównych składników regularnego wynagrodzenia od utrzymywania stabilnego poziomu dochodowości, jednak w większości wypadków dotyczy związku między ruchomymi częściami pensji, czyli premiami i bonusami, a stabilnością zysków.

Wskazuje się również na korzyści dla menedżerów płynące z prywatnej kontroli jaką mogą sprawować, korzystając z informacji niedostępnych dla innych, w tym

⁵² R.A. Lambert, *Income Smoothing...*, *op. cit.*; A.M. Goel, A.V. Thakor, *Why Do Firms...*, *op. cit.*

⁵³ Por. R.A. Lambert, *Income Smoothing...*, *op. cit.*; C. Leuz, D. Nanda, P. Wysocki, *Earnings management...*, *op. cit.*

⁵⁴ A.M. Goel, A.V. Thakor, *Why Do Firms...*, *op. cit.*

⁵⁵ *Ibidem.*

⁵⁶ *Ibidem* oraz J.A. Bikker, P.A.J. Metzmakers, *Bank provisioning...*, *op. cit.*; C.-C. Liu, S.G. Ryan, *The Effect of Bank Loan Portfolio...*, *op. cit.*; P. Healy, J. Wahlen, *A review...*, *op. cit.*

akcjonariuszy. Tego rodzaju prywatna kontrola dostępna zarządzającym może obniżyć wartość przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy⁵⁷. Ponadto, niedostępność pełnej informacji dla akcjonariuszy, szczególnie przy wydarzeniach negatywnych, jak np. spadek dochodowości, powoduje, że menedżerowie są w stanie uniknąć takich reperkusji, jak utrata pracy czy ruchomych składników wynagrodzenia⁵⁸. Poprawa regulacji i nadzoru bankowego, prowadzące do większej przejrzystości w bankach, mogą wpłynąć na obniżenie stopnia eksploatacji kontroli prywatnej przez menedżerów i bodźców zachęcających do wygładzania dochodów.

W wielu pracach ostatnich lat pojawia się odmienna ocena procesu wygładzania dochodów, w zależności od motywacji. Wygładzanie w celu tworzenia buforu bezpieczeństwa na przyszłość lub poprawy wyceny rynkowej banku traktowane jest przychylnie, podczas gdy czerpanie prywatnych zysków ze stabilniejszych poziomów zysków niesie przesłanie negatywne. W pracach nie pojawia się szacowanie rozmiarów negatywnego wpływu motywacji pozaostrożnościowej na wartość banków, gdyż jej istnienie i zakres jest trudny do uchwycenia. Negatywna interpretacja tej motywacji ma więc charakter opisowy.

Należy jednak rozważyć, czy koncentracja na motywacji prowadzącej do wygładzania zysków jest potrzebna. Być może większą uwagę należy poświęcić wyznaczeniu optymalnego poziomu rezerw na należności zagrożone, uwzględniającego oczekiwane straty w portfelu kredytowym i możliwe kryzysy gospodarcze, czyli wprowadzeniu antycyklicznych rezerw wzorem Banku Hiszpanii. Jeśli to pociągnie za sobą wygładzanie dochodów w stosunku do cykli kredytowych i koniunkturalnych, a przy okazji wygeneruje pozytywne skutki dla akcjonariuszy oraz zarządzających bankami, to nie musi oznaczać, że jest to zjawisko negatywne. Należy upewnić się jednak, że menedżerowie nie będą eksploatować możliwości tworzenia antycyklicznych rezerw w celu maksymalizacji własnych korzyści kosztem dochodowości czy wartości banku. W tym kontekście oddzielenie ostrożnościowej i pozaostrożnościowej części wygładzania dochodów w bankach wydaje się kluczowe.

4. ZARZĄDZANIE DOCHODAMI W BANKACH W ŚWIETLE WYNIKÓW BADAŃ EMPIRYCZNYCH

W empirycznych analizach zarządzania dochodami w bankach wykorzystywane są dwa podstawowe podejścia badawcze. Pierwszym jest analiza wygładzania dochodów, czyli związku pomiędzy dochodem przed odpisami a poziomem odpisów

⁵⁷ A. Fonseca, F. Gonzalez, *Cross-country determinants...*, *op. cit.*

⁵⁸ C.-H. Shen, H.-L. Chih, *Investor protection, prospect theory, and earnings management: An international comparison of the banking industry*, „Journal of Banking and Finance”, 2005, 29, s. 2675–2697.

w bankach, w różnorodnych specyfikacjach i przy wykorzystaniu szerokiej gamy zmiennych kontrolnych. Drugi kierunek opiera się na założeniu, że dystrybucja dochodów i strat w przedsiębiorstwach powinna mieć określone właściwości, a regularne odstępstwa od tego rozkładu sugerują proces zarządzania dochodami.

W większości badań empirycznych dotyczących zarządzania dochodami w instytucjach finansowych stosowana jest pierwsza metoda, analizująca siłę i istotność statystyczną związku między dochodem przed odpisami a wysokością odpisów w banku, uwzględniając różnorodne zmienne kontrolne. Konwencjonalna postać funkcyjna, zaproponowana przez Greenawalta i Sinkey'a i modyfikowana w kolejnych badaniach, zawiera zmienną zależną w postaci odpisów na należności z bieżącego roku, a główną zmienną objaśniającą jest dochód przed odpisami⁵⁹. Równanie uwzględnia zmienne kontrolne dotyczące właściwości banku, takie jak wielkość aktywów, udział kredytów w aktywach czy kompozycję portfela kredytowego, a zewnętrzne zmienne kontrolne odzwierciedlają warunki makroekonomiczne, takie jak wzrost gospodarczy czy inflacja. Przy estymacji modelu istotny statystycznie i pozytywny związek między dochodem przed odpisami a poziomem odpisów w kolejnych latach wskazuje na zjawisko wygładzania dochodów. Oznacza to, że w latach *prosperity* i wysokich dochodów banku tworzone są stosunkowo wysokie rezerwy, a spadek dochodu powoduje spadek odpisów. Obecność kontrolnych zmiennych makroekonomicznych pozwala na ukazanie relacji między dochodem a odpisami, uwzględniając pewien moment cyklu gospodarczego, czyli w warunkach określonej koniunktury dla działalności bankowej.

Wyniki badań empirycznych dotyczących związku między dochodem a odpisami nie są jednoznaczne, jednak większość badań z ostatnich lat dowodzi istnienia wygładzania dochodów dla różnych grup banków i zdywersyfikowanej grupy krajów.

W badaniach wykorzystujących wyniki finansowe banków ze starszych cykli koniunkturalnych, sprzed wprowadzenia pierwszej umowy bazylejskiej, wyniki są zróżnicowane. Badania banków amerykańskich z lat 1976–1984 potwierdzają wygładzanie dochodów⁶⁰, podobnie jak analizy dłuższych szeregów danych z lat 1971–1991, ze szczególnie wyraźnym wygładzaniem dokonywanym przez małe, zyskowe banki⁶¹. Analiza wygładzania na próbie banków amerykańskich z krótszym okresem (1985–1989) prowadzi do zakwestionowania tego zjawiska⁶², podobnie jak

⁵⁹ M.B. Greenawalt, J.F. Sinkey, *Bank Loan Loss Provisions...*, *op. cit.*

⁶⁰ *Ibidem.*

⁶¹ J.H. Collins, D.A. Shackelford, J.M. Wahlen, *Bank Differences in the Coordination of Regulatory Capital, Earnings and Taxes*, „Journal of Accounting Research”, 1995, 33(2), s. 263–291.

⁶² A. Beatty, S. Chamberlain, J. Magliolo, *Managing Financial Reports of Commercial Banks: The Influence of Taxes, Regulatory Capital, and Earnings*, „Journal of Accounting Research”, 1995, 33(2), s. 231–261.

nico późniejsze badania (1986–1995), uwzględniające wpływ regulacji pierwszej umowy bazylejskiej⁶³.

W analizach dotyczących polityki instytucji finansowych w kolejnych cyklach koniunkturalnych wygładzanie dochodów występuje jako powszechne zjawisko na wielu rynkach. Banki krajów G10 są mocno zaangażowane w wygładzanie dochodów i działają silniej antycyklicznie niż w krajach rozwijających się (spoza G10), w których wysokie odpisy są szczególnie powiązane z okresami recesji gospodarczych⁶⁴. Podobne wyniki osiągnięto na międzynarodowej próbie banków, gdzie w okresach dekoniunktury banki muszą tworzyć dodatkowe rezerwy, pomimo udowodnionego wygładzania dochodów⁶⁵.

Wygładzanie dochodów pokazano w literaturze w różnorodnych specyfikacjach: dla dochodowych banków z dużym udziałem kredytów detalicznych⁶⁶, banków z 29 państw OECD za lata 1991–2001⁶⁷, banków włoskich za lata 1985–2002⁶⁸ i banków hiszpańskich za lata 1986–2002⁶⁹, oraz banków z szerokiej próby międzynarodowej (40 krajów poza USA) w latach 1995–2002⁷⁰.

Powyższe współczesne modele wygładzania dochodów wprowadzają dodatkowe lub alternatywne zmienne kontrolne do modelu Greenawalta i Sinkey'a, zarówno dla sytuacji wewnątrzbankowej, jak i otoczenia makroekonomicznego. Wielu autorów uwzględnia roczny przyrost kredytów jako zmienną kontrolną wewnętrznej sytuacji banku⁷¹. Pozwala ona dodatkowo ocenić procykliczność polityki kredytowej banku. Oczekiwany kierunek związku wzrostu kredytów z bieżącymi odpisami powinien być pozytywny, gdyż przy antycyklicznej polityce fali ekspansji kredytowej winno towarzyszyć zwiększone tworzenie rezerw. Jeśli poziom rezerw ma być adekwatny do wartości **oczekiwanej** strat w portfelu kredytowym, to fakt, że najwięcej złych kredytów udzielanych jest w czasie boomu kredytowego, powinien skłaniać szybko rosnące banki do równoczesnego budowania zwiększonych buforów bezpieczeństwa. Badania empiryczne dowodzą, że w niektórych specyfika-

⁶³ A.S. Ahmed, C. Takeda, S. Thomas, *Bank loan loss provisions: a reexamination of capital management, earnings management and signalling effects*, „Journal of Accounting and Economics”, 1999, 28, s. 1–25.

⁶⁴ M. Cavallo, G. Majnoni, *Do Banks Provision...*, *op. cit.*

⁶⁵ L. Laeven, G. Majnoni, *Loan loss provisioning...*, *op. cit.*

⁶⁶ C.-C. Liu, S.G. Ryan, *Income Smoothing over the Business Cycle: Changes in Banks' Coordinated Management of Provisions for Loan Losses and Loan Charge-Offs from the Pre-1990 Bust to the 1990s Boom*, „The Accounting Review”, 2006, 81 (2), s. 421–441.

⁶⁷ J.A. Bikker, P.A.J. Metzmakers, *Bank provisioning behaviour...*, *op. cit.*

⁶⁸ M. Quagliariello, *Banks' riskiness over the business cycle: a panel analysis on Italian intermediaries*, „Applied Financial Economics”, 2007, 17, s. 119–138.

⁶⁹ D. Perez, V. Salas, J. Saurina, *J. Earnings and Capital...*, *op. cit.*

⁷⁰ A. Fonseca, F. Gonzalez, *Cross-country determinants...*, *op. cit.*

⁷¹ *Ibidem.*

cyjach związek między przyrostem kredytowym a odpisami jest jednak negatywny⁷². W takich wypadkach może oznaczać to, że mimo pewnego wygładzania dochodów, poziom tworzonych rezerw może okazać się niewystarczający. Ekspansji portfela kredytowego nie towarzyszy bowiem konserwatywne zarządzanie poziomem rezerw, co wskazuje na silny potencjał procykliczności.

W procesie wygładzania dochodów istotna jest relacja odpisów nie tylko do cyklu kredytowego, ale również do cyklu gospodarczego. Z jednej strony, istotna jest zależność między koniunkturą wewnątrzbankową a odpisami, tak aby przy ostrożnej polityce kredytowej banki korzystały z okresów wyższych dochodów do tworzenia rezerw. Z drugiej strony, taka polityka musi również uwzględniać warunki makroekonomiczne, aby poprawnie szacować oczekiwane straty w portfelu kredytowym. Opisywane badania empiryczne jednoznacznie dowodzą, że istnieje silna procykliczność odpisów w stosunku do cykli koniunkturalnych⁷³. Kontrolując zmienne wewnątrzbankowe, estymacja modeli wygładzania na różnorodnych próbach banków wskazuje na istotną statystycznie **negatywną** relację między odpisami a wzrostem gospodarczym. W czasach słabszej koniunktury makroekonomicznej odpisy rosną, a ożywienie gospodarcze wpływa na mniej ostrożną politykę rezerw, choć to w czasach boomu gospodarczego kredyty udzielane są masowo, a kredytobiorcom o niższej wiarygodności kredytowej łatwiej jest uzyskać finansowanie.

Drugą rzadziej wykorzystywaną metodą analiz zarządzania dochodami jest ocena dystrybucji dochodów instytucji finansowych. Na rynku kapitałowym istnieje tendencja do publikowania wyników lepszych niż pewne wartości odniesienia, czyli np. zyski z poprzednich lat, wzrost przychodów z poprzednich lat czy też oczekiwania analityków. Tego rodzaju „bicie rekordów” może również prowadzić do wygładzania dochodów i jest udowodnione empirycznie⁷⁴.

Przy analizie dystrybucji dochodów uwzględniane są nieregularności w pobliżu punktów odniesienia, takich jak zerowy poziom zysku netto, czy też zerowa zmiana dochodu netto w ujęciu rocznym. Badania dowodzą, że inwestorzy analizują zyski lub zmiany zysków nie w stosunku do wartości nominalnych, ale w stosunku do relatywnych punktów odniesienia⁷⁵. Ponadto wzrost użyteczności jest największy, gdy następuje zmiana z wartości negatywnych na pozytywne, przekraczając próg odniesienia. Dla spółek na rynku kapitałowym oznacza to korzyści przy publikowaniu

⁷² Por. np. L. Laeven, G. Majnoni, *Loan loss provisioning...*, *op. cit.*

⁷³ *Ibidem* oraz A. Fonseca, F. Gonzalez, *Cross-country determinants...*, *op. cit.*; J.A. Bikker, P.A.J. Metzmakers, *Bank provisioning behaviour...*, *op. cit.*; M. Quagliariello, *Banks' riskiness...*, *op. cit.*

⁷⁴ S. Bornemann, T. Kick, C. Memmel, A. Pfingsten, *Are banks using hidden reserves to beat earnings benchmarks? Evidence from Germany*, Deutsche Bundesbank Discussion Paper, Series 2 „Banking and Financial Studies”, 2010, 13 oraz A. Beatty, S. Chamberlain, J. Magliolo, *Managing Financial Reports...*, *op. cit.*

⁷⁵ C.-H. Shen, H.-L. Chih, *Investor protection...*, *op. cit.*

wyników, które są lepsze niż oczekiwane przez rynek, lub lepsze niż w poprzednim okresie. Badania empiryczne dowodzą, że istnieje tendencja do częstszego występowania niewielkich zysków niż niewielkich strat w przedsiębiorstwach zarówno finansowych, jak i niefinansowych oraz, że niskie pozytywne zmiany w dochodzie są obserwowane częściej niż zmiany negatywne, co przeczy równorzędnemu prawdopodobieństwu wystąpienia niewielkich strat, jak i niewielkich zysków na koniec okresu. W instytucjach finansowych wygładzanie dochodów wykorzystywane jest do unikania ogłaszania strat, a w mniejszym stopniu również do unikania publikacji niższych zysków niż w latach ubiegłych⁷⁶.

Wygładzanie dochodów pojawia się dopiero po osiągnięciu pewnego minimalnego progu dochodowości. Przy niskich zyskach lub niewielkich stratach zarządzający często decydują się na ogłoszenie zawyżonych strat, czyli *de facto* utworzenie rezerw na poczet przyszłych okresów, co spowoduje możliwość ogłoszenia wyższych zysków w przyszłości⁷⁷. Związane jest to z psychologicznym zjawiskiem niechęci do strat (*loss-aversion*), udowodnionym w teorii perspektywy, która bywa stosowana do analizy zarządzania dochodami⁷⁸. Samo ogłoszenie strat na rynku powoduje znaczny spadek cen akcji, niekoniecznie wprost proporcjonalny do rozmiaru strat. Niechęć inwestorów w stosunku do niewielkich strat jest znacznie silniejsza niż docenienie niewielkich zysków, stąd tendencja do kumulowania małych strat i jednorazowego publikowania wysokich negatywnych wyników. Publikacja wysokich strat ma również miejsce przy zmianie kierownictwa lub akcjonariatu banku, gdzie wyniki poprzedników bywają zaniżone, w celu wykazania pozytywnego wpływu nowego kierownictwa na poprawę dochodowości banku.

Istotną rolę w tych procesach zarządzania dochodami odgrywać może struktura akcjonariatu, a banki o rozproszonym akcjonariacie giełdowym wykazują dłuższe szeregi czasowe wzrostów zysku i mniejszą liczbę spadków dochodowości⁷⁹. Tego rodzaju przedsiębiorstwa są wyceniane korzystniej przez rynek kapitałowy, a menedżerowie uwzględniają to przy zarządzaniu wynikami⁸⁰.

PODSUMOWANIE

W artykule niniejszym pokazano, że specyfika działalności banków wpływa na odmienność zarządzania dochodami w instytucjach finansowych. W działalność kredytową banków wpisane jest wysokie prawdopodobieństwo strat, które oddzia-

⁷⁶ *Ibidem*.

⁷⁷ P. Healy, J. Wahlen, *A review...*, *op. cit.*

⁷⁸ D. Burgstahler, I. Dichev, *Earnings management to avoid earnings decreases and losses*, „Journal of Accounting and Economics”, 1997, 24, s. 99–126.

⁷⁹ A. Beatty, S. Chamberlain, J. Magliolo, *Managing Financial Reports...*, *op. cit.*

⁸⁰ C.-H. Shen, H.-L. Chih, *Investor protection...*, *op. cit.*

łuże na wyniki finansowe poprzez konieczność tworzenia odpisów na rezerwy. Procesy wygładzania dochodów zależą w dużej mierze od momentu tworzenia rezerw kredytowych, czy w sposób odzwierciedlający jedynie bieżące straty portfela (brak wygładzania) czy też uwzględniający straty oczekiwane (wygładzanie). W literaturze spotykamy zróżnicowane traktowanie tego procesu, w zależności od tego, czy zarządzanie odpisami powodowane jest motywami ostrożnościowymi (ocena pozytywna) czy też motywami pozaostrożnościowymi (ocena negatywna). Tymczasem, uwzględniając doświadczenia banków płynące z kryzysu finansowego w latach 2007–2009, kluczowe znaczenie ma adekwatne dostosowanie poziomu rezerw do wartości oczekiwanych strat w portfelu. W ten sposób kapitały własne banku będą zabezpieczeniem jedynie dla nieoczekiwanej części dystrybucji strat, a w czasie dekonstrukcji prawdopodobieństwo wystąpienia zapaści kredytowej w gospodarce będzie mniejsze. W dobie dyskusji nad kształtem przyszłych regulacji kapitałowych należy uwzględnić znaczącą rolę rezerw kredytowych i wygładzania dochodów jako elementów mogących osłabić lub wzmocnić procykliczny charakter wymogów kapitałowych.

Wyniki badań empirycznych z ostatnich lat, prowadzone na próbach międzynarodowych banków (z rynków rozwiniętych i rozwijających się), wskazują, że wygładzanie dochodów przez zarządzających bankami jest zjawiskiem powszechnym. Jest ono potwierdzone zarówno za pomocą modeli analizujących związki między odpisami a dochodem przed odpisami, jak i analiz dystrybucji dochodów i strat oraz zmian w dochodach banków. Wcześniejsze tworzenie rezerw na oczekiwane straty kredytowe łagodzi negatywny wpływ recesji gospodarczych i zmniejsza niebezpieczeństwo wystąpienia zapaści kredytowej. Proces wygładzania nie eliminuje jednak procykliczności rezerw w stosunku do cykli koniunkturalnych i kredytowych. Istotne jest zbadanie źródeł procykliczności i ocena możliwości jej zredukowania na bazie stosownych regulacji. Jeśli jej przyczyną jest niemożność oszacowania oczekiwanych strat, zasadne wydaje się zaostrzenie wymogów kapitałowych. Przyszłe regulacje powinny obejmować również bodźce promujące wygładzanie dochodów, by wykluczyć opór zarządzających przed tworzeniem wcześniejszych rezerw wywołany groźbą naruszania ich interesów własnych. Potencjalnym przykładem tego rodzaju regulacji dla banków jest wprowadzone przez Bank Hiszpanii antycykliczne tworzenie rezerw. Należy jednak zauważyć, że wciąż trwa dyskusja dotycząca odpowiednich międzynarodowych i krajowych norm rachunkowych w tym zakresie. Regulatorzy muszą być jednak pewni, że koncepcja antycyklicznych rezerw nie będzie wykorzystywana przez zarządzających bankami do maksymalizacji ich partykularnych korzyści kosztem wartości banku.

Abstract

This paper reviews literature on earnings management in banks, focusing on income smoothing through loan loss provisions. The paper presents motivations underlying income smoothing, the effect of this process on bank capital and its influence on procyclicality of bank activities. A crucial role of bank management is underlined, as the income smoothing process is driven by bank managers with prudential and non-prudential motivations. The paper summarises recent results of empirical studies in the income smoothing area. The introduction of anticyclical reserves recommended by the Financial Stability Board stays in close proximity with conclusions from international research. However, potential regulations also have to account for the behaviour of bank managers, who optimise not only bank value, but also their private benefits derived from more stable income streams of the managed institutions.

Bibliografia

- Ahmed A.S., Takeda C., Thomas S., *Bank loan loss provisions: a reexamination of capital management, earnings management and signalling effects*, „Journal of Accounting and Economics”, 1999, 28, s. 1–25.
- Balla E. i McKenna A., *Dynamic Provisioning: A Countercyclical Tool for Loan Loss Reserves*, „Economic Quarterly”, 2009, 95 (4), s. 383–418.
- Beatty A., Chamberlain S., Magliolo J., *Managing Financial Reports of Commercial Banks: The Influence of Taxes, Regulatory Capital, and Earnings*, „Journal of Accounting Research”, 1995, 33(2), s. 231–261.
- Berger A.N., Humphrey D.B., *Efficiency of financial institutions: International survey and directions for future research*, „European Journal of Operational Research”, 1997, 98, s. 175–212.
- Bikker J.A., Metzmakers P.A.J., *Bank provisioning behaviour and procyclicality*, „International Financial Markets, Institutions and Money”, 2005 15, s. 141–157.
- Bornemann S., Kick T., Memmel C., Pfingsten A., *Are banks using hidden reserves to beat earnings benchmarks? Evidence from Germany*, Deutsche Bundesbank Discussion Paper, Series 2 „Banking and Financial Studies”, 2010, 13.
- Burgstahler D., Dichev I., *Earnings management to avoid earnings decreases and losses*, „Journal of Accounting and Economics”, 1997, 24, s. 99–126.
- Cavallo M., Majnoni G., *Do Banks Provision for Bad Loans in Good Times? Empirical Evidence and Policy Implications*, World Bank Policy Research Working Paper, 2619, 2001.

- Collins J.H., Shackelford D.A., Wahlen J.M., *Bank Differences in the Coordination of Regulatory Capital, Earnings and Taxes*, „Journal of Accounting Research”, 1995, 33(2), s. 263–291.
- De Lis S. i Herrero A., *Dynamic provisioning – some lessons from existing experiences*, BBVA Research Working Paper 2010.
- Fillat J. i Montoriol-Garriga J., *Addressing the pro-cyclicality of capital requirements with a dynamic loan loss provisions system*, Federal Reserve Bank of Boston, Quantitative Analysis Unit Working Paper, QAU 10-4, 2010.
- Financial Stability Board, International Monetary Fund and Bank for International Settlements, *Macroprudential Policy Tools and Frameworks, Progress Report to G20*, 2011.
- Financial Stability Forum *Report of the Financial Stability Forum on Addressing Pro-cyclicality in the Financial System*, 2009.
- Fonseca A., Gonzalez F., *Cross-country determinants of bank income smoothing by managing loan-loss provisions*, „Journal of Banking and Finance”, 2008, 32, s. 217–228.
- Goel A.M., Thakor A.V., *Why Do Firms Smooth Earnings?*, „Journal of Business”, 2003, 76 (1), s. 151–192.
- Greenawalt M.B., Sinkey J.F., *Bank Loan Loss Provisions and the Income-Smoothing Hypothesis: An Empirical Analysis 1976–1984*, „Journal of Financial Services Research”, 1988, 1, s. 301–318.
- Guzik B., *Kanoniczne wskaźniki rentowności w wybranych bankach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Bank i Kredyt”, 2006.
- Healy P., Wahlen J., *A review of the earnings management literature and its implications for standard setting*, „Accounting Horizons”, 1999, 13, s. 365–383.
- Iwanicz-Drozdowska M., *Zarządzanie finansowe bankiem*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010.
- Kim D., Santomero A.M., *Forecasting Required Loan Loss Reserves*, „Journal of Economics and Business”, 1993, 45, s. 315–329.
- Laeven L., Levine R., *Bank governance, regulation and risk taking*, „Journal of Financial Economics”, 2009, 93, s. 259–275.
- Laeven L., Majnoni G., *Loan loss provisioning and economic slowdowns: too much, too late?*, „Journal of Financial Intermediation”, 2003, 12(2), s. 178–197.
- Lambert R.A., *Income Smoothing as Rational Equilibrium Behavior*, „The Accounting Review”, 1984, 59 (4), s. 604–618.
- Lepetit L., Nys E., Rous P., Tarazi A., *Bank income structure and risk: An empirical analysis of European banks*, „Journal of Banking and Finance”, 2008, 32, s. 1452–1467.
- Leuz C., Nanda D., Wysocki P., *Earnings management and investor protection: an international comparison*, „Journal of Financial Economics”, 2003, 69, s. 505–527.
- Liu C.-C., Ryan S.G., *The Effect of Bank Loan Portfolio Composition on the Market Reaction to and Anticipation of Loan Loss Provisions*, „Journal of Accounting Research”, 1995, 33(1), s. 77–94.

- Liu C.-C., Ryan S.G., *Income Smoothing over the Business Cycle: Changes in Banks' Coordinated Management of Provisions for Loan Losses and Loan Charge-Offs from the Pre-1990 Bust to the 1990s Boom*, „The Accounting Review”, 2006, 81(2), s. 421–441.
- Lozano-Vivas A., Pastor J., Hasan I., *European Bank Performance Beyond Country Borders: What Really Matters?*, „European Finance Review”, 2001, 5, s. 141–165.
- Micco A., Panizza U., Yanez M., *Bank ownership and performance. Does politics matter?*, „Journal of Banking and Finance”, 2007, 31, s. 219–241.
- Perez D., Salas V., Saurina J., *Earnings and Capital Management in Alternative Loan Loss Provision Regulatory Regimes*, Bank of Spain Working Paper, 0614, 2006.
- Quagli A., Ricciardi M., *The IAS 39-October 2008 Amendment as another opportunity of earnings management: an analysis of the European banking industry*, Working Paper, 2010.
- Quagliariello M., *Banks' riskiness over the business cycle: a panel analysis on Italian intermediaries*, „Applied Financial Economics”, 2007, 17, s. 119–138.
- Saurina J., *Dynamic Provisioning – the Experience of Spain*, Crisis Response no. 7, World Bank, Public policy for the private sector, 2009.
- Shen C.-H., Chih H.-L., *Investor protection, prospect theory, and earnings management: An international comparison of the banking industry*, „Journal of Banking and Finance”, 2005, 29, s. 2675–2697.
- Wall L.D., Koch T.W., *Bank Loan-Loss Accounting: A Review of Theoretical and Empirical Evidence*, Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, 2000.

NOWE REGULACJE DLA SHADOW BANKING

WSTĘP

Jedną z najważniejszych zmian jakie przyniosła globalizacja finansowa był bardzo szybki rozwój rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych, a w powiązaniu z nim całego globalnego rynku. Było to możliwe dzięki kilku procesom, które wystąpiły w tym samym czasie. Zaliczyć można do nich: deregulację, rozwój nowych technologii informatycznych, rosnące znaczenie nowej grupy uczestników rynku finansowego oraz tworzenie i posługiwanie się coraz bardziej złożonymi instrumentami finansowymi. Na skutek wymienionych procesów w ciągu ostatnich kilkunastu lat w Stanach Zjednoczonych ukształtowała się struktura rynku finansowego obejmująca dwa występujące obok siebie systemy. Jednym z nich był tradycyjny system bankowy. Równolegle powstał system obejmujący część sektora bankowego oraz wiele niebankowych instytucji finansowych, w szczególności tych, których rola wzrosła w ciągu ostatniej dekady. Były to instytucje zajmujące się, podobnie jak banki, działalnością depozytowo-kredytową. Najważniejszą cechą tego systemu był fakt, że funkcjonował on poza istniejącymi regulacjami i systemem nadzoru, co spowodowało, iż został określony nazwą *system shadow banking*.

Nowo powstały system został zaliczony do najważniejszych przyczyn kryzysu finansowego, który wystąpił w latach 2007–2008. Stało się to wbrew oczekiwaniom, że rozwój rynku finansowego będzie prowadził do rozproszenia ryzyka pomiędzy różnych uczestników tego rynku i w rezultacie przyczyni się do zwiększenia bezpieczeństwa jego funkcjonowania. W rzeczywistości wystąpiła odwrotna sytuacja.

* Piotr Łasak jest doktorem nauk ekonomicznych, pracuje na Wydziale Zarządzania i Komunikacji Społecznej Uniwersytetu Jagiellońskiego.

Transakcje zawierane w ramach systemu *shadow banking* były bardziej ryzykowne od transakcji realizowanych przez tradycyjne banki. Z kolei pomiędzy sektorem bankowym a nowym systemem *shadow banking* powstały tak ściśle powiązania, że coraz trudniej było oddzielić te dwie części rynku finansowego. Występująca współzależność i coraz częstsze transakcje realizowane przez banki w ramach systemu *shadow banking* spowodowały, że również te podmioty stały się potencjalnie narażone na zagrożenia tkwiące w nowo powstałym systemie. Ryzyko kredytowe towarzyszące zawieraniem transakcjom przyczyniło się do wystąpienia nieprawidłowości w wielu segmentach systemu finansowego.

Kryzys pokazał, że konieczne jest ściślejsze niż do tej pory uregulowanie rynku finansowego. W tym celu Kongres Stanów Zjednoczonych powołał specjalną komisję śledczą do zbadania przyczyn tego kryzysu (*Financial Crisis Inquiry Commission*). Dokonane przez komisję ustalenia stały się podstawą reformy rynku finansowego. W wyniku prac legislacyjnych powstała ustawa reformująca ten rynek w Stanach Zjednoczonych (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*), która została podpisana przez prezydenta 21 lipca 2010 r. Zarówno raport komisji śledczej, jak również nowe regulacje, objęły system *shadow banking*. W opinii komisji funkcjonowanie instytucji oraz wykorzystanie instrumentów zaliczanych do tego systemu w dużym stopniu przyczyniły się do wystąpienia kryzysu. Jednym z powodów takiej sytuacji były istniejące przed kryzysem niewłaściwe regulacje rynku finansowego.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie systemu *shadow banking*. W pracy scharakteryzowano instytucje i instrumenty tworzące ten system i dokonano identyfikacji zagrożeń związanych z ich funkcjonowaniem. Przybliżono także najistotniejsze obszary reformy rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych z punktu widzenia funkcjonowania systemu *shadow banking*. Poszukiwano odpowiedzi na następujące pytania:

- ❖ Jakie były przyczyny powstania systemu *shadow banking* i jak przebiegał jego rozwój?
- ❖ W jakim stopniu system *shadow banking* przyczynił się do wystąpienia kryzysu finansowego w latach 2007–2008, oraz jakie były mechanizmy negatywnego oddziaływania tego systemu na rynek finansowy?
- ❖ Czy regulacje wprowadzone w następstwie reformy rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych obejmują różne elementy systemu *shadow banking*?
- ❖ Czy wprowadzone regulacje ograniczą w przyszłości ryzyko jakie generuje system *shadow banking* i są w stanie zapewnić bezpieczne funkcjonowanie rynku finansowego?

Aby odpowiedzieć na postawione pytania, przeanalizowano dorobek naukowy dotyczący tematyki funkcjonowania rynków finansowych oraz regulacji tego rynku przed kryzysem finansowym lat 2007–2008. Przeanalizowano także przepisy

prawne, wprowadzające reformę systemu finansowego w Stanach Zjednoczonych. Zebrane informacje oraz analiza stały się podstawą zawartej w artykule syntezy przedstawionych zagadnień. Posłużyły także do oceny wprowadzonej reformy.

1. PRZYCZYNY POWSTANIA I ROZWÓJ *SHADOW BANKING SYSTEM*

Termin *shadow banking system*¹ został po raz pierwszy użyty przez Paula McCulleya, dyrektora firmy inwestycyjnej PIMCO, na konferencji w Jackson Hole pod koniec 2007 roku². Od tego czasu określenie to weszło do powszechnego użytku. Pomimo coraz częstszego posługiwania się tym sformułowaniem, jego znaczenie bywa różnie interpretowane.

Zgodnie z definicją użytą przez McCulleya system *shadow banking* rozumiany jest jako mechanizm finansowania krótkoterminowymi zobowiązaniami długoterminowych aktywów instytucji finansowych. Jeżeli mechanizm ten znajduje się poza tradycyjnym sektorem bankowym, to wówczas aktualne staje się określenie *system shadow banking*³. Definicja ta określa więc system *shadow banking* jako ogół transakcji będących tradycyjnymi usługami bankowymi (polegającymi na pozyskiwaniu środków pieniężnych od oszczędzających i inwestorów oraz pożyczaniu tych środków kredytobiorcom), lecz jednocześnie akcentuje odmienne ich usytuowanie. W przypadku realizacji tych operacji poza sektorem bankowym występuje możliwość omijania regulacji bankowych. Transakcje te nie podlegają bowiem kontroli ze strony instytucji nadzoru nad rynkiem finansowym⁴.

Inną definicję systemu *shadow banking* zaproponowała powołana przez Kongres Stanów Zjednoczonych komisja ds. zbadania przyczyn kryzysu finansowego (*Financial Crisis Inquiry Commission – FCIC*). Terminem tym określiła występującą na rynku finansowym Stanów Zjednoczonych (a także na rynkach innych państw) kompozycję instytucji i wykorzystywanych przez nie instrumentów finansowych, która rozwinęła się w ciągu ostatniej dekady (zob. tabela 1). Podobnie jak w definicji zaproponowanej przez McCulleya, również w przypadku tej definicji istotne jest, że komponenty tworzące system *shadow banking* nie podlegają regulacjom charakterystycznym dla tradycyjnego rynku finansowego (w szczególności sektora bankowego). Definicja zaproponowana przez FCIC umożliwiła również pa-

¹ Używany przez badaczy w Polsce tłumaczeniem jest określenie *bankowy system cienia*.

² P. McCulley, *Teton Reflections*, PIMCO, Newport Beach, August/September 2007.

³ J. Hsu, M. Moroz, *Shadow Banks and the Financial Crisis of 2007–2008*, www.researchaffiliates.com (dostęp: 7.06.2011 r.).

⁴ T. Iwaisako, *Global Financial Crisis, Hedge Funds and the Shadow Banking System*, *Public Policy Review*, Vol 6, No. 3/2010, s. 348.

trzenie na system *shadow banking* z perspektywy globalnego rynku finansowego – poprzez uwzględnienie międzynarodowych przepływów kapitału.

Tabela 1. Komponenty *shadow banking system*

Instrumenty	Instytucje
Niezabezpieczone papiery dłużne przedsiębiorstw oraz papiery dłużne przedsiębiorstw zabezpieczone aktywami	Fundusze rynku pieniężnego
Operacje warunkowego zakupu (ang. <i>repurchase agreement</i>)	Fundusze hedgingowe
Pożyczki papierów wartościowych	Banki inwestycyjne
Obligacje długoterminowe ze zmiennym oprocentowaniem	Korporacje finansowe
Instrumenty pochodne i innowacje finansowe	Pośrednicy w transakcjach papierami dłużnymi przedsiębiorstw zabezpieczonymi aktywami
	Państwowe instytucje gwarancji kredytowych
	Inne podmioty finansowe*

* Niektórzy autorzy zaliczają tutaj m.in.: fundusze *private equity*, fundusze inwestycyjne oraz państwowe fundusze majątkowe. Poprzez włączenie tych instytucji do *shadow banking* powstaje globalny wymiar tego systemu.

Źródło: *Shadow Banking and the Financial Crisis, Preliminary Staff Report*, Financial Crisis Inquiry Commission, www.fcic.gov (dostęp: 25.03.2011 r.).

Termin *shadow banking* bardzo szybko wszedł do słownictwa używanego przez ekspertów opisujących funkcjonowanie rynków finansowych, a także wielu światowej sławy ekonomistów (posługują się nim m.in.: Paul Krugman, Joseph E. Stiglitz, Kenneth S. Rogoff, Ben S. Bernanke oraz Andrzej Sławiński). Nieco bardziej precyzyjną definicję systemu *shadow banking*, w porównaniu do przedstawionych wcześniej, podają w swojej pracy Roubini i Mihm. Zwracają w szczególności uwagę na złożoność tego systemu. Według zaproponowanej przez nich definicji *shadow banking system* składa się z wielu niebankowych pośredników, narzędzi i struktur, które znajdowały się poza bilansami konwencjonalnych banków⁵. Również w tej definicji pojawia się najważniejsza właściwość tego systemu, którą jest brak regulacji.

⁵ N. Roubini, S. Mihm, *Crisis Economics, A Crash Course in the Future of Finance*, Penguin Books Ltd, London 2010, s. 76–80.

Tradycyjny sektor bankowy w Stanach Zjednoczonych podlegał w przeszłości licznym ograniczeniom regulacyjnym. Najbardziej znamienym przepisem była ustawa z 1933 r., nazywana ustawą Glassa-Steagala, która została wprowadzona w następstwie kryzysu lat 30. Przepis ten wraz z kolejnymi, uchwalonymi w okresie od lat 50. do lat 80., w znacznym stopniu ograniczał działalność sektora bankowego⁶. Zmiany zostały spowodowane przez deregulację, która w Stanach Zjednoczonych rozpoczęła się w latach 80. Ostatecznie ograniczenia obowiązujące od czasu Wielkiego Kryzysu zostały usunięte przez uchwalony w 1999 r. Gramm-Leach-Bliley Act. Deregulacja nie oznaczała zupełnej swobody funkcjonowania banków. Nadal podlegały one licznym przepisom ostrożnościowym.

W ostatnich kilkunastu latach podmioty funkcjonujące na rynku finansowym Stanów Zjednoczonych starały się za wszelką cenę unikać regulacji. Dotyczyło to również banków, które wykorzystywały do tego celu arbitraż regulacyjny. Możliwość jego stosowania wynikała ze zróżnicowanych wymogów regulacyjnych, jakim podlegały poszczególne podmioty wchodzące w skład grupy kapitałowej (konglomeratu finansowego). Celem banków dokonujących arbitrażu stała się minimalizacja kapitału regulacyjnego i maksymalizacja rentowności kapitału własnego (ROE)⁷. Była to jedna z najważniejszych korzyści, jakie dawało bankom istnienie systemu *shadow banking*. Obok możliwości ograniczania kosztów, istniały także inne powody skłaniające podmioty pożyczające kapitał do omijania regulacji. Należały do nich między innymi:

- ❖ istniejące w tradycyjnym systemie bankowym restrykcje, które powodowały rozwój rynkowych (pozabankowych) form kredytowania,
- ❖ możliwość przerzucenia ryzyka kredytowego z pozycji bilansowych na pozycje pozabilansowe (m.in. dzięki wykorzystaniu procesu sekurytyzacji), co pozwalało ograniczyć wysoką ekspozycję danego podmiotu na ryzyko kredytowe,
- ❖ obowiązujące regulacje ostrożnościowe były znacznie mniej restrykcyjne w stosunku do niebankowych instytucji finansowych niż dla banków komercyjnych, wobec czego podmioty te zdobywały przewagę i mogły bardziej swobodnie się rozwijać⁸.

Wszystkie wymienione przyczyny skłaniały instytucje funkcjonujące na rynku finansowym do omijania wytycznych i przepisów oraz pozostawiania poza częścią rynku finansowego, funkcjonującą według tradycyjnych zasad. Prowadziło to do nieustannego rozwoju systemu *shadow banking*. W latach 2005–2007 wielkość

⁶ K. Jachimiak, *Kierunki ewolucji systemu bankowego Stanów Zjednoczonych*, „Bank i Kredyt”, Nr 10/2004, s. 16–24.

⁷ P. Niedziółka, *Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa*, Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2010, s. 460.

⁸ A. Sławiński, *Przyczyny globalnego kryzysu bankowego*, [w:] J. Osiński., S. Sztaba (red.), *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne SGH, Warszawa 2008, s. 41.

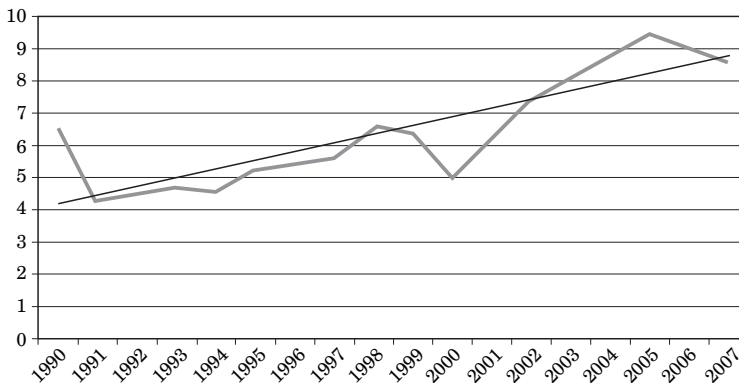
transakcji zawieranych w ramach tego systemu (13 bilionów dolarów) przekroczyła wielkość transakcji zawieranych w ramach tradycyjnego sektora bankowego (10 bilionów dolarów)⁹.

Najważniejszą przyczyną powstania omawianego systemu były trzy czynniki: 1) rosnąca podaż kredytów, 2) wejście banków w nowe obszary działalności oraz 3) wejście na rynki finansowe i wzrost znaczenia nowej grupy uczestników¹⁰. W tym samym czasie trwał proces globalizacji rynku finansowego. Oznacza to, że pomimo iż system *shadow banking* powstał na rynku finansowym Stanów Zjednoczonych, jego oddziaływanie od początku miało wymiar globalny.

1.1. Wzrost podaży kredytów

Jedną z podstawowych przyczyn rozwoju systemu *shadow banking* była ekspansja kredytowa w Stanach Zjednoczonych, która rozpoczęła się w pierwszej połowie lat 90. ubiegłego wieku (zob. wykres 1).

Wykres 1. Dynamika podaży kredytów w Stanach Zjednoczonych w latach 1990–2007 (przyrost procentowy rok do roku)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w dokumencie: *Flow of Funds Accounts of the United States*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington DC 2011, s. 7.

⁹ *The Financial Crisis Inquiry Report, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, U.S. Government Printing Office, Washington D.C. 2010, s. 32.

¹⁰ M. Farshi, M.A.M. Cintra, *The Financial Crisis and the Global Shadow Banking System*, *Revue de la regulation*, Numero n°5, <http://regulation.revues.org> (dostęp: 10.05.2011 r.).

Można wskazać dwa bezpośrednie źródła tej ekspansji. Pierwszym była bardzo liberalna polityka monetarna realizowana przez System Rezerwy Federalnej i niskie stopy procentowe, które były rezultatem tej polityki. Celem takiego zachowania była chęć pobudzenia wzrostu gospodarczego¹¹. Drugim źródłem sprzyjającym wzrostowi podaży kredytów było zachowanie podmiotów udzielających kredytów, w tym głównie banków, które czerpały korzyści ze wzrostu ekspansji kredytowej¹². Działalność kredytowa stała się podstawowym mechanizmem zapewniającym rozwój instytucji funkcjonujących na rynku finansowym.

Wzrostowi podaży kredytów towarzyszyło rosnące zadłużenie podmiotów korzystających z tej formy finansowania. W ciągu ostatnich 20 lat dotyczyło to gospodarstw domowych, jak również podmiotów funkcjonujących we wszystkich segmentach gospodarki Stanów Zjednoczonych. Obok sektora prywatnego rosło zadłużenie władz lokalnych, a także administracji federalnej. Najbardziej dynamicznie, ze wszystkich segmentów gospodarki w Stanach Zjednoczonych od lat 90. ubiegłego wieku, rozwijał się rynek nieruchomości. Rozwojowi temu towarzyszył więc wzrost popytu na kredyty hipoteczne. Banki, widząc okazję do zwiększania dochodu, starały się maksymalnie zwiększać akcję kredytową. Ich możliwości w tym zakresie były ograniczone wielkością posiadanych depozytów. Z tego względu w coraz większym stopniu wykorzystywały inne sposoby finansowania. Doprowadziło to do poszerzenia funkcjonowania banków, polegającego na wejściu w nowe obszary działania, a także ekspansji geograficznej.

1.2. Nowe obszary działalności banków

Na skutek procesów globalizacji powstały nowe możliwości zwiększania dochodu przez instytucje finansowe. W wyniku tego banki, firmy ubezpieczeniowe, giełdy papierów wartościowych, a także fundusze hedgingowe zaczęły rywalizować między sobą. Ich dążeniem stała się ekspansja za wszelką cenę. Było to zgodne z teoriami zarządzania, ukierunkowującymi zachowanie tych podmiotów na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy. Jedną z podstawowych strategii rozwoju banków stało się łączenie podmiotów prowadzących taki sam rodzaj działalności (tzw. konsolidacja pozioma), czego wyrazem było przejmowanie mniejszych instytucji przez większe podmioty¹³. Na skutek takiego podejścia zmieniła się skala działania banków. Dotyczyło to w szczególności banków detalicznych, które przekształcały się w banki hurtowe. Stopniowo następowało też łączenie banków na szczeblu trans-

¹¹ L.H. White, *Federal Reserve Policy and the Housing Bubble*, „The Cato Journal”, Vol. 29, No. 1, Washington D.C. 2009, s. 115–125.

¹² J.H. De Soto, *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, Instytut Ludwiga Von Missesa, Warszawa 2009, s. 184–187.

¹³ A. Sheng, *From Asian to Global Financial Crisis. An Asian Regulators View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s*, Cambridge University Press, Cambridge 2009, s. 325–327.

granicznym¹⁴. Obok powiązań między podmiotami prowadzącymi taki sam rodzaj działalności integracja finansowa umożliwiała powstanie połączeń koncentrycznych. Transakcje tego typu oznaczały konsolidację między bankami oraz innymi instytucjami (np. funduszami inwestycyjnymi, towarzystwami ubezpieczeniowymi itd.). W wyniku tych procesów powstawały wielkie konglomeraty finansowo-bankowo-ubezpieczeniowe.

Rozwój banków nie polegał wyłącznie na wzroście wielkości tych podmiotów oraz zmianie struktury organizacyjnej poprzez wchodzenie w partnerstwo z innymi instytucjami funkcjonującymi na rynku finansowym, ale opierał się też na rozszerzeniu zakresu prowadzonej działalności. Ekspansja działalności banków rozpoczęła się od połowy lat 80. i była spowodowana ewolucją rynku instrumentów pochodnych oraz stosowania mechanizmu sekurytyzacji¹⁵. Dynamiczny rozwój rynku kredytów hipotecznych spowodował, że pomiędzy instytucjami funkcjonującymi na rynku finansowym wywiązała się walka konkurencyjna o udział w tym rynku. Z kolei możliwości zwiększania akcji kredytowej były ograniczone w przypadku banków z posiadanymi depozytami, wobec czego bardzo chętnie zaczęły pożyczać na rynku międzybankowym, emitować własne papiery dłużne, a także w coraz większym stopniu wykorzystywać proces sekurytyzacji¹⁶. Były to działania coraz bardziej odbiegające od klasycznych operacji bankowych.

Mimo że banki komercyjne z założenia zaliczane były do tradycyjnego sektora, objętego daleko idącymi regulacjami, ze względu na wejście w nowe obszary działania w pewnym zakresie brały także udział w tworzeniu systemu *shadow banking*. Poprzez zawieranie transakcji na rynkach finansowych podlegały tym samym typom ryzyka co instytucje spoza sektora bankowego. Instytucje nadzoru nie były natomiast w stanie zapewnić pełnej ochrony dla wszystkich transakcji zawieranych przez te podmioty. Istniejąca sytuacja nie wzbudzała jednak szczególnych obaw, gdyż sprzyjały temu procesy deregulacji, które w Stanach Zjednoczonych wystąpiły w ostatnim dziesięcioleciu XX w.

Mechanizm sekurytyzacji z jednej strony umożliwił zwiększenie akcji kredytowej banków i poprzez to wzrost rentowności, a z drugiej pozwalał na przerzucenie wynikającego z tego ryzyka kredytowego i tym samym skuteczne omijanie regulacji ostrożnościowych. Banki, będąc ograniczonymi wymogami adekwatności kapitałowej, zaczęły przenosić część swoich aktywów do pozycji pozabilansowych. Proces ten powodował zmniejszenie wysokości aktywów banków traktowanych jako narażonych na ryzyko kredytowe, które winny być uwzględnione przy obliczaniu

¹⁴ K. Mikołajczyk, *Efektywność bankowych fuzji i przejęć*, [w:] E. Miklaszewska (red.), *Bank na rynku finansowym*, Oficyna Wydawnicza Wolters Kluwer, Warszawa 2010, s. 325–351.

¹⁵ S. Heffernan, *Nowoczesna bankowość*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 53.

¹⁶ W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2009, s. 59–64.

współczynnika wypłacalności. Skala zaangażowania banków w procesy sekurytyzacji była tak duża, że uzyskały one dominującą pozycję w tych transakcjach. W przypadku inwestycji na rynku ABS w 2008 r. posiadały one 52% udziału, co oznaczało znacznie większe zaangażowanie tych instytucji niż funduszy inwestycyjnych, funduszy hedgingowych oraz innych podmiotów¹⁷. Ryzyko podejmowane przez banki w wyniku sekurytyzacji było przerzucane na inne podmioty – nabywców papierów wartościowych opartych na wierzytelnościach banków¹⁸. Tym samym banki mogły swobodnie zwiększać swoją akcję kredytową. Czynnikiem sprzyjającym była też możliwość zastosowania nowych instrumentów służących do zabezpieczania się przed ryzykiem, zwanych Credit Default Swap (CDS). Wykorzystanie tych instrumentów prowadziło do zmniejszenia ekspozycji banków na ryzyko kredytowe oraz potrzeby utrzymywania kapitału, stanowiącego zabezpieczenie przed ewentualnymi stratami¹⁹. Obok zwiększenia akcji kredytowej banki zaczęły zarządzać funduszami inwestycyjnymi, dokonywać transakcji na rynku instrumentów pochodnych oraz emisji papierów dłużnych przedsiębiorstw. Wszystko to powodowało brak możliwości rzetelnej oceny ryzyka, które towarzyszyło działaniu tych podmiotów.

1.3. Wzrost znaczenia nowej grupy instrumentów i instytucji finansowych

Proces deregulacji i rosnąca skala transakcji zawieranych na rynku finansowym Stanów Zjednoczonych przyczyniły się do wzrostu znaczenia nowej grupy uczestników tego rynku. Tym samym zmniejszała się rola banków komercyjnych na rzecz innych instytucji finansowych – po II wojnie światowej aktywa banków komercyjnych stanowiły około 60% aktywów sektora finansowego, natomiast po 2000 r. ich udział zmalał do 20%²⁰. Wraz ze wzrostem obecności na rynku finansowym Stanów Zjednoczonych podmiotów spoza sektora bankowego, zwiększał się również udział tych podmiotów w podaży kredytów. Wprawdzie odbywało się to stopniowo, jednak w ciągu ostatniej dekady coraz bardziej rosło znaczenie podmiotów niebankowych, zaliczanych do systemu *shadow banking*. Ostatecznie skala kredytów udzielanych przez tę grupę instytucji przekroczyła wielkość kredytów udzielanych przez tradycyjny sektor bankowy (por. wykres 2).

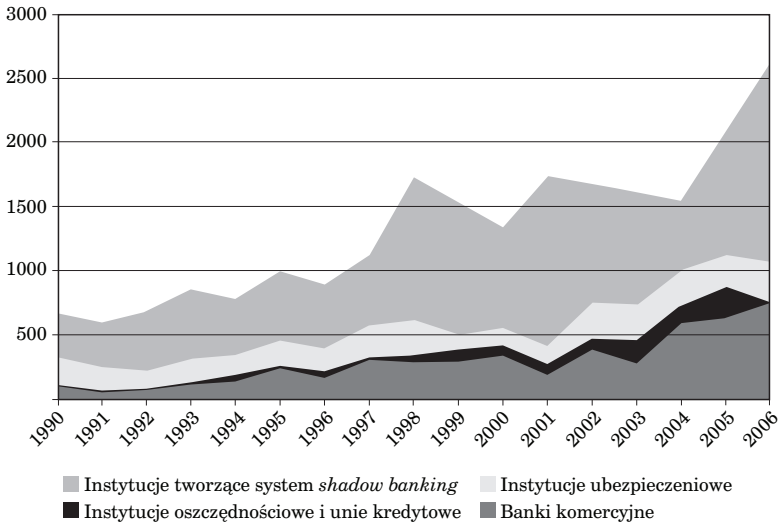
¹⁷ A. Waszkiewicz, *Ryzyko sekurytyzacji a kryzys finansowy*, Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2011, s. 123–124.

¹⁸ J.C. Stein, *Securitization, Shadow Banking, and Financial Fragility*, Harvard University, May 2010, s. 5.

¹⁹ R. Levine, *The governance of financial regulation: reform lessons from the recent crisis*, BIS Working Paper No 329, Basel 2010, s. 5.

²⁰ Y. Nersisyan, L.R. Wray, *The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking*, Working Paper No. 587, University of Missouri, Kansas City 2010, s. 8.

Wykres 2. Podział zadłużenia na rynku kredytowym w Stanach Zjednoczonych ze względu na rodzaj kredytodawców (w mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w dokumencie: *Flow of Funds Accounts of the United States*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington DC 2010.

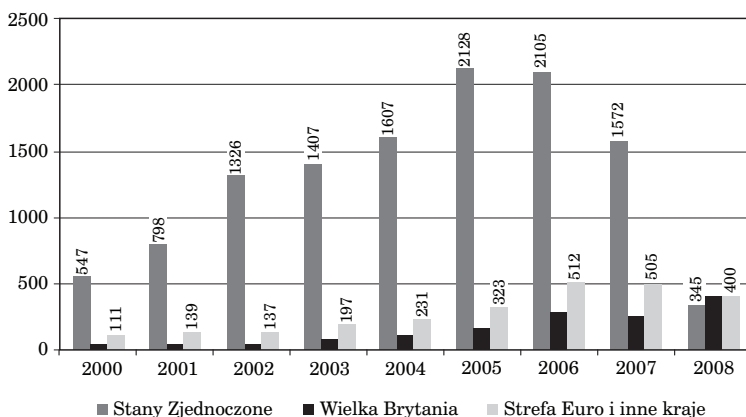
Zwiększenie udziału na rynku finansowym podmiotów spoza sektora bankowego spowodowało zmianę przeznaczenia instrumentów finansowych wykorzystywanych przez te instytucje. Jednym z przykładów są instrumenty pochodne noszące angielską nazwę Credit Default Swap (którą można przetłumaczyć na język polski jako instrument wymiany ryzyka upadłości dłużnika). Z założenia instrumenty te miały pełnić funkcję ubezpieczenia, co polegało na przenoszeniu ryzyka kredytowego. Ich wykorzystanie zgodnie z pierwotnym przeznaczeniem napotykało jednak pewne ograniczenia. Instrumenty te podlegały bowiem bardzo drobiazgowym regulacjom oraz musiały być zabezpieczone rezerwą kapitałową. Ze względu na te wymogi korzystniej było traktować je jako instrumenty pochodne²¹. W ten sposób nastąpiło przekształcenie sposobu wykorzystania instrumentów finansowych. Stosowanie tych instrumentów było coraz powszechniejsze, co prowadziło do wzrostu ryzyka przy równoczesnym braku regulacji.

W ciągu ostatnich dwu dekad rosło znaczenie sekurytyzacji – procesu, dzięki któremu nie tylko banki, ale także inne podmioty mogły finansować swoją działalność poprzez emisję papierów wartościowych, określonych jako innowacje finansowe. Na początku sekurytyzację aktywów zaczęły stosować organizacje rządowe Freddie Mac

²¹ S. Sassen, *I tak skończy się świat, nie hukiem lecz szeptem...*, *Le Monde diplomatique*, Nr 3/2009.

i Fannie Mae. Podobnie zaczęły czynić banki inwestycyjne, towarzystwa budowlane, brokerzy inwestycyjni itd.²² Wymieniony sposób finansowania stał się bardzo popularny w Stanach Zjednoczonych, o czym świadczy wartość aktywów powstałych w wyniku sekurytyzacji w tym kraju, w porównaniu do innych państw (zob. wykres 3). Stosowanie nowych instrumentów finansowych oraz dynamiczny rozwój nowej grupy instytucji finansowych było traktowane jako innowacje rynku finansowego.

Wykres 3. Wielkość aktywów powstałych w wyniku sekurytyzacji, przypadająca na wybrane kraje (roczna emisja wyrażona w mld USD według kursu z 2008 r.)



Źródło: McKinsey & Company.

Podobnie jak innym obszarom związanym z funkcjonowaniem systemu *shadow banking*, również tworzeniu innowacji finansowych towarzyszył wzrost ryzyka. Często paradoksalnie wśród podmiotów wykorzystujących proces sekurytyzacji występowało przekonanie o rosnącym bezpieczeństwie ich działania. Podmioty te zakładały bowiem, że w wyniku sekurytyzacji następuje przeniesienie ryzyka oraz jego rozłożenie na większą liczbę uczestników zawieranych transakcji. Rzetelna analiza wielkości ryzyka była utrudniona (m.in. ze względu na kwestie prawne oraz przebieg poszczególnych procesów)²³. Zawodne były też stosowane metody wyceny ryzyka (nastąpiło przecenienie skuteczności stosowanej powszechnie metody Value-at-Risk) oraz zbyt duża koncentracja nadzorów bankowych i innych instytucji odpowiedzialnych za bezpieczeństwo systemu bankowego na regulacjach ostrożnościowych. Posługując się tym argumentem, uczestnicy rynku finansowego nie przywiązywali zbyt dużej wagi do potrzeby rzetelnej oceny ryzyka towarzyszącego

²² N. Roubini, S. Mihm, *Crisis Economics...*, op. cit., s. 63–64.

²³ P. Niedziółka, *Kredytowe instrumenty...*, op. cit., s. 99–100.

zawieranym przez nich transakcjom. Takie podejście doprowadziło do niedoszacowania, bądź niekiedy nawet pomijania ryzyka makroekonomicznego oraz ryzyka mającego charakter systemowy²⁴.

2. SHADOW BANKING SYSTEM JAKO JEDEN Z CZYNNIKÓW PROWADZĄCYCH DO KRYZYSU

System *shadow banking* można uznać za jedną z ważnych przyczyn kryzysu finansowego lat 2007–2008. Kierunek oddziaływania zagrożeń przebiegał od tego systemu do pozostałych części rynku finansowego. Podstawowym powodem wystąpienia mechanizmów prowadzących do kryzysu był, wskazany już powyżej, brak regulacji instytucji i instrumentów tworzących *shadow banking*, a to z kolei prowadziło do wzrostu ryzyka w tym systemie. Do bezpośrednich zagrożeń można zaliczyć m.in.: stosowanie przez instytucje finansowe nadmiernej dźwigni finansowej, oparcie działania instytucji kredytowych na depozytach o charakterze krótkoterminowym (co prowadziło do utraty płynności), anonimowość i niepełne informacje towarzyszące transakcjom zawieranim na rynku finansowym oraz brak zagwarantowanego wsparcia ze strony rządu dla wielu instytucji ważnych dla prawidłowego funkcjonowania rynku finansowego. Wymienione zagrożenia przy nadmiernym rozwoju systemu *shadow banking* mogły doprowadzić do kryzysu systemowego²⁵. Sytuacja taka wystąpiła podczas kryzysu, który rozpoczął się 2007 r. (por. wykres 4).

Do komponentów tworzących system *shadow banking*, stwarzających największe zagrożenie o charakterze systemowym, można zaliczyć:

- ❖ fundusze rynku pieniężnego,
- ❖ fundusze hedgingowe,
- ❖ instrumenty pochodne i innowacje finansowe,
- ❖ operacje repo.

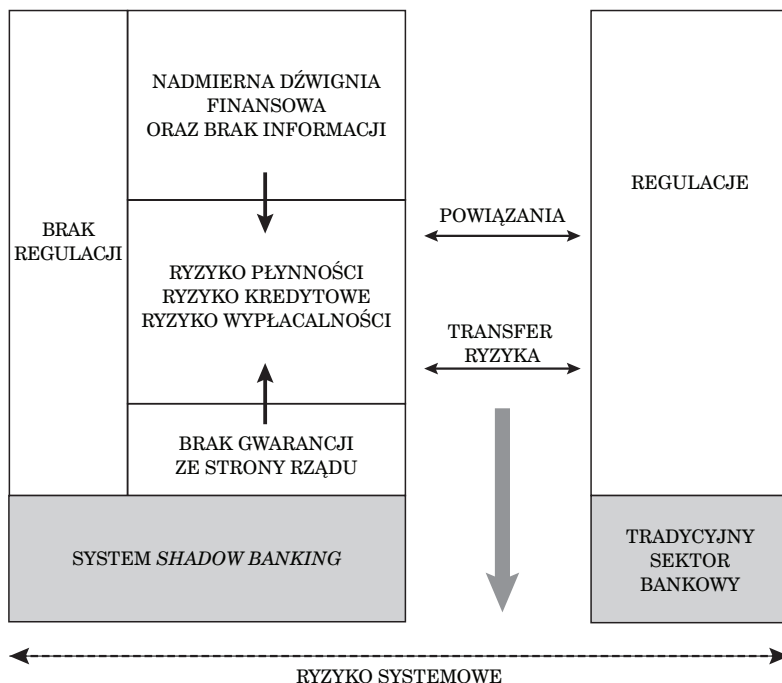
Znaczenie każdego z wymienionych elementów wynikało z posiadanych aktywów, bądź skali realizowanych operacji, jak również potencjalnego wpływu na funkcjonowanie całego rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych (zob. Aneks 1). Transakcjom dokonywanym w ramach systemu *shadow banking* towarzyszyły anonimowość i niepełna informacja, natomiast będąc źródłem wysokich zysków generowały równocześnie wysokie ryzyko. Pojawiło się zagrożenie, że ze względu

²⁴ D. Rosati, *Przyczyny i mechanizmy kryzysu finansowego w USA w latach 2007–09*, [w:] G.W. Kolodko (red.), *Globalizacja, kryzys i co dalej?*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2010, s. 123.

²⁵ Termin *ryzyko systemowe* w literaturze przedmiotu jest różnie definiowany. W kontekście niniejszego artykułu ryzyko to należy rozumieć jako niesprawność pojedynczych podmiotów lub systemu finansowego, która stwarza zagrożenie jednoczesnej upadłości wielu instytucji finansowych.

na gwałtowną ekspansję transakcji finansowych realizowanych w systemie *shadow banking* niezwykle trudne stało się uchwycenie całości jego funkcjonowania, a tym bardziej oszacowanie ryzyka systemowego.

Wykres 4. Mechanizm prowadzący do wystąpienia ryzyka systemowego na rynku finansowym



Źródło: opracowanie własne.

Jednym z istotnych komponentów systemu *shadow banking* są fundusze rynku pieniężnego. Pomimo powszechnego traktowania tych podmiotów jako bezpiecznych, ich funkcjonowanie było narażone na znacznie większe ryzyko niż tradycyjnych banków, ponieważ nie miały gwarancji rządowych. Podstawowym zagrożeniem związanym z funkcjonowaniem tych podmiotów było utrzymywanie wysokiej dźwigni finansowej przy bardzo niskiej wartości aktywów netto. Jedyną przesłanką zapewniającą inwestorów o bezpiecznym funkcjonowaniu była natomiast wycena wartości ich aktywów netto (NAV²⁶) na poziomie 1 dolara. Obniżenie tej wartości

²⁶ *Net asset value* – określenie to weszło do powszechnego użytku w literaturze przedmiotu właśnie ze względu na zasadę stosowaną przez fundusze rynku pieniężnego. Tak długo jak

poniżej ustalonego poziomu stanowiło potencjalny sygnał dla inwestorów o trudnej sytuacji danego podmiotu i mogło zapoczątkować masowe wycofywanie powierzonych środków pieniężnych.

Największe problemy towarzyszące funduszom rynku pieniężnego wystąpiły we wrześniu 2008 r. Po upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers okazało się, że fundusz Reserve Primary Fund posiadał papiery wartościowe wyemitowane przez wymieniony bank o wartości 785 mln dolarów²⁷. Fundusz ten nie był w stanie utrzymać nominalnej wartości swoich akcji na poziomie 1 dolara. Przekroczenie tej symbolicznej dla inwestorów wartości udziałów spowodowało panikę i masowe wycofywanie się udziałowców z funduszu. Fundusz Reserve Primary Fund stracił 90% swoich aktywów. W konsekwencji wystąpił run także na inne fundusze rynku pieniężnego. W ciągu tygodnia od wystąpienia problemów funduszu Reserve Primary Fund oraz rozpoczęcia runu na inne fundusze rynku pieniężnego inwestorzy wycofali z tych podmiotów ponad 172 mld dolarów²⁸.

Do bardzo ważnych instytucji tworzących system *shadow banking* należą fundusze hedgingowe. Bezpośrednią przyczyną zagrożeń generowanych przez te podmioty jest fakt, że podobnie jak fundusze rynku pieniężnego nie podlegają one regulacjom finansowym. Shiller i Akerlof zwracają uwagę, że nawet przy bezpiecznych strategiach inwestycyjnych stosowanie wysokiej dźwigni finansowej (co jest charakterystyczne dla funduszy hedgingowych) wiąże się z dużym ryzykiem²⁹. W sytuacji wystąpienia nieprzewidzianego wydarzenia, które przyczynia się do powiększenia niesprawności funkcjonowania rynku finansowego, wykorzystywany przez fundusze hedgingowe mechanizm dźwigni finansowej zaczyna funkcjonować w kierunku odwrotnym do zamierzonego, powodując ogromne straty.

Na początku kryzysu finansowego, który rozpoczął się w lipcu 2007 r., nic nie wskazywało na to, że działanie funduszy hedgingowych może przyczynić się do powiększenia niesprawności. Kryzys w pierwszej fazie był bowiem wywołany przez ryzyko towarzyszące kredytom hipotecznym typu *subprime*, natomiast fundusze hedgingowe nie były narażone na ten rodzaj ryzyka. Sytuacja uległa zmianie, gdy 6 sierpnia 2007 r. bank PNB Paribas ogłosił zawieszenie funkcjonowania trzech

długo wartość aktywów netto funduszy nie spadła poniżej 1 dolara za akcję, inwestorzy traktowali fundusze rynku pieniężnego jako bezpieczne. Od 1971 roku, czyli od momentu powstania funduszy rynku pieniężnego wartość akcji tych podmiotów nigdy nie spadła poniżej tej granicy. Stało się to po raz pierwszy 16 września 2007 r. Sytuacja ta określana jest *broke the buck*.

²⁷ F.S. Mishkin, *Over the cliff: from the subprime to the global financial crisis*, NBER Working Paper 16609, Cambridge 2010, s. 7.

²⁸ M. Kacperczyk, P. Schnabl, *Money Market Funds, How to Avoid Breaking the Buck*, [w:] V.V. Acharya, T.F. Cooley, M. Richardson, I. Walter (red.), *Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, John Wiley & Sons, Inc, New York 2011, s. 309.

²⁹ R.J. Shiller, G.A. Akerlof, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press 2009, s. 38.

ze swoich funduszy hedgingowych. Podmioty te utraciły bowiem płynność finansową³⁰. W ślad za funduszami hedgingowymi banku Paribas kryzysowa sytuacja przeniosła się na inne fundusze i w rezultacie spowodowała destabilizację funkcjonowania tych podmiotów. To z kolei prowadziło do ograniczenia płynności rynku finansowego oraz, ze względu na bliskie powiązania funduszy hedgingowych z innymi instytucjami funkcjonującymi na rynku finansowym, dalsze rozproszenie zjawisk kryzysowych. Szczególnie istotne były ściśle powiązania funduszy hedgingowych z niektórymi bankami komercyjnymi, co tworzyło mechanizm przeniesienia kryzysu z obszaru *shadow banking* na tradycyjny sektor bankowy. Tym samym kryzys finansowy przybrał charakter kryzysu systemowego.

Kolejnym źródłem niesprawności rynku finansowego, które przyczyniło się do wystąpienia kryzysu o charakterze systemowym, były operacje warunkowego zakupu (ang. *repurchase agreement, repo*). Przed kryzysem lat 2007–2008 transakcje repo były bardzo ważnym źródłem finansowania dla wielu instytucji finansowych. Stosowanie tych transakcji wiązało się z występowaniem zagrożenia dla banków biorących udział w tych operacjach, a w dalszej kolejności dla całego rynku finansowego. Hipotetyczna sytuacja wyglądała następująco: bank kredytobiorca (bank A), pożyczając środki pieniężne, ustalał na rzecz banku kredytodawcy (bank B) zabezpieczenie w postaci papierów wartościowych będących przedmiotem transakcji repo. Były to krótkoterminowe zobowiązania (często na jeden tydzień). Bank A pożyczone środki pieniężne wykorzystywał do udzielania długoterminowych kredytów. W „normalnych warunkach” (tzn. gdy rynek finansowy funkcjonował prawidłowo) niedopasowanie terminu płatności aktywów i pasywów nie stanowiło problemu, gdyż bank będący pożyczkobiorcą, mógł rolować swoje zobowiązania, wykorzystując do tego celu operacje repo. Mogła jednak wystąpić sytuacja niemożności rolowania, co było równoznaczne z klasyczną operacją „wycofania depozytu”. W skali całego rynku sytuacja ta oznaczała **run na rynek repo**. Dla banku A w przypadku wystąpienia takiego scenariusza oznaczało to dwie możliwości. Pierwszą było podniesienie depozytu zabezpieczającego (w celu uskutecznienia rolowania). Jeżeli bank nie miał odpowiedniej ilości kapitału własnego, to rozwiązaniem tej sytuacji była druga możliwość – sprzedaż części aktywów (z zamiarem zbilansowania ich wartości z wartością pasywów). Przyjęcie tego drugiego rozwiązania stanowiło jednak zagrożenie dla całego rynku operacji repo, a poprzez to dla banków biorących udział w tym rynku.

Problemy na rynku repo rozpoczęły się w czerwcu 2007 r., kiedy upadły dwa fundusze hedgingowe należące do banku Bear Stearns. Fundusze te stosowały w swojej działalności wysoką dźwignię finansową, a równocześnie pożyczaly duże kwoty na rynku repo. W następstwie upadku tych podmiotów rozpoczął się run na ten rynek w Stanach Zjednoczonych. Równocześnie problemy przeżywał ry-

³⁰ Co wynikało ze strat poniesionych na rynku instrumentów pochodnych.

nek kredytów hipotecznych typu *subprime*. Tym samym nastąpiło przeniesienie niesprawności z aktywów finansowych powiązanych z rynkiem nieruchomości na inne rynki, które dotychczas nie wydawały się w żaden sposób z nim powiązane. W efekcie występujących wydarzeń wzrosła stopa procentowa na rynku pieniężnym i zaczęły się problemy z płynnością banków. Sytuację pogorszyły dwa wydarzenia: przejście przez holding finansowy JP Morgan Chase banku Bear Stearns (16 marca 2008 r.) oraz upadek banku Lehman Brothers (15 września 2008 r.)³¹. W związku z zaistniałą sytuacją wzrosła premia za ryzyko, a pod koniec 2008 r. cały rynek międzybankowy dotknął problem braku płynności.

Do rozwoju systemu *shadow banking* w bardzo dużym stopniu przyczynił się też wzrost stosowania instrumentów pochodnych oraz rozwój innowacji finansowych. Stosowanie instrumentów pochodnych przyczyniało się do powstawania więzi pomiędzy wszystkimi segmentami rynku finansowego oraz instytucjami funkcjonującymi na tym rynku. Wykorzystywały je zarówno banki, jak również niebankowe instytucje finansowe. Operacje z wykorzystaniem opisywanych instrumentów objęły rynki: akcji, stopy procentowej, walutowy, surowców oraz kredytowy. Do wzrostu stosowania tych instrumentów przyczynił się w znacznym stopniu mechanizm sekurytyzacji oraz coraz większy rozwój inżynierii finansowej, który nastąpił pod koniec ubiegłego wieku³².

Charakterystyczną cechą rynku instrumentów pochodnych było to, że w miarę jego rozwoju spadało znaczenie instrumentów giełdowych, natomiast wzrastało znaczenie instrumentów pozagiełdowych. W pierwszej połowie lat 90. rynek instrumentów pochodnych, znajdujących się w obrocie pozagiełdowym, dorównał instrumentom notowanym na giełdzie i od tego czasu odgrywał dominującą rolę. Według szacunków w 2008 r. wartość pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych wynosiła ponad 90% całego rynku tych instrumentów³³. Rozwój instrumentów pochodnych oraz innowacji finansowych wyróżniał także brak regulacji dotyczących zarówno samych instrumentów, jak również transakcji zawieranych z ich wykorzystaniem. Czynnikiem ten zdecydował o dużej dynamice rozwoju tego segmentu rynku finansowego³⁴. Jak już wspomniano, w szczególności banki bardzo chętnie korzystały z istniejących możliwości, gdyż mogły wydzielić ryzyko ze swoich bilansów oraz poprawić swoją sytuację w zakresie wymogów kapitałowych,

³¹ V.V. Achaarya, T.S. Öncü, *The Repurchase agreement (Repo) Market*, [w:] V.V. Acharya, T.F. Cooley, M. Richardson, I. Walter (red.), *Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, John Wiley & Sons, Inc, New York 2011, s. 333–340.

³² Analiza tego zagadnienia została przedstawiona m.in. w artykule: *In Plato's cave*, „The Economist”, 24 January 2009, s. 10–11.

³³ M. Kalinowski, *Rozwój rynku instrumentów pochodnych w warunkach kryzysu na rynkach finansowych*, [w:] J.L. Bednarczyk, S.I. Bukowski, J. Misala (red.), *Współczesny kryzys gospodarczy*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2009, s. 130.

³⁴ N. Roubini, S. Mihm, *Crisis Economics...*, *op. cit.*, s. 74–75.

jakimi były objęte. Obie wymienione cechy: nadmierny rozwój pozagiełdowych innowacji finansowych oraz brak regulacji przyczyniały się z kolei do zwiększenia ryzyka systemowego dla całego rynku finansowego. Trudno było bowiem oszacować dokładną wartość transakcji zawieranych na tym rynku, istniejące powiązania między poszczególnymi podmiotami oraz stopień narażenia na ryzyko.

Stosowanie instrumentów pochodnych i innowacji finansowych przyczyniło się do rozwoju kryzysu finansowego na dwa sposoby. Jednym z nich było sprzyjanie tych instrumentów szybkiemu rozprzestrzenianiu się ryzyka. Drugim brak możliwości ochrony tego rynku przez sieć bezpieczeństwa finansowego w sytuacji wystąpienia zagrożenia. Stosowane na rynku finansowym Stanów Zjednoczonych instrumenty pochodne były ściśle ze sobą powiązane. Powodowało to wzrost współzależności, a jednocześnie możliwość łatwego przenoszenia niesprawności. Na zagrożenia płynące ze wzrostu wykorzystania innowacji finansowych zwracają uwagę m.in. Schwartz³⁵ oraz Waszkiewicz³⁶. Do najważniejszych mankamentów tych instrumentów zostały zaliczone: problemy z ustaleniem właściwej ich ceny, transfer ryzyka oraz brak rzetelnej oceny tego ryzyka przez powołane do tego celu instytucje (agencje ratingowe). Inną słabą stroną opisanego rynku, powodującą zagrożenie dla całego systemu finansowego, są problemy wynikające z braku płynności. P. Niedziółka zwraca uwagę, że warunkiem ograniczenia ryzyka systemowego i utrzymania stabilności finansowej jest zapewnienie wysokiej płynności rynku³⁷. Rynek instrumentów pochodnych cechowało różnicowanie pod względem płynności obrotu – rynek pierwotny był płynny, natomiast rynek wtórny, w latach bezpośrednio poprzedzających kryzys mający przeważający udział w całym rynku, cechowała znacznie mniejsza płynność. Dla prawidłowego funkcjonowania rynku finansowego, w szczególności w kontekście płynności finansowej, ważna jest ochrona zapewniona przez sieć bezpieczeństwa finansowego. Banki komercyjne korzystają z dwu możliwości, jakie daje ta sieć: mechanizm gwarantowania depozytów oraz możliwość pomocy ze strony banku centralnego jako pożyczkodawcy ostatecznej instancji. Obie formy zabezpieczenia stanowią ochronę przed ryzykiem utraty płynności. W odróżnieniu od banków komercyjnych, podmioty tworzące system *shadow banking* nie były objęte systemem bezpieczeństwa. Ze względu na brak tej ochrony były w znacznie większym stopniu podatne na załamanie niż tradycyjne banki.

³⁵ A. Schwartz, *Origins of the Financial Market Crisis of 2008*, „The Cato Journal”, Vol. 29, No. 1, Washington D.C. 2009, s. 19–20.

³⁶ A. Waszkiewicz, *Ryzyko sekurytyzacji...*, *op. cit.*, s. 313.

³⁷ P. Niedziółka, *Kredytowe instrumenty...*, *op. cit.*, s. 545.

3. ZMIANY REGULACJI WPROWADZONE W NASTĘPSTWIE KRYZYSU

Występujące w latach 2007–2008 wydarzenia pokazały skalę kryzysu, który wystąpił na rynku finansowym Stanów Zjednoczonych. Niesprawności bardzo szybko przeniosły się z rynku kredytowego na rynek pieniężny i instrumentów pochodnych, a w dalszej kolejności objęły swoim zasięgiem cały rynek kapitałowy. Szybko stało się jasne, że należy dokonać odpowiednich zmian regulacyjnych, gwarantujących w przyszłości poprawne funkcjonowanie tego rynku. Analizy mechanizmów kryzysowych zwracały uwagę, że przed kryzysem regulacje i system nadzoru koncentrowały się na sektorze bankowym i bezpieczeństwie pojedynczych banków, natomiast wystąpiła potrzeba nadzoru całościowego, uwzględniającego wzajemne powiązania pomiędzy wszystkimi uczestnikami rynku finansowego³⁸. Istotne było uwzględnienie we wprowadzanych regulacjach systemu *shadow banking*, który był jedną z najważniejszych przyczyn kryzysu. Według zwolenników takiego podejścia powstała konieczność przebudowy całego rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych.

W rozważaniach teoretycznych pojawiły się dwie propozycje regulacji, mających na celu zapewnienie, że w przyszłości nie wystąpią ponowne zagrożenia będące skutkiem funkcjonowania podmiotów należących do systemu *shadow banking* oraz całego rynku finansowego. Jedną z nich jest koncepcja określana nazwą *narrow banking*. Takie rozwiązanie rozważali m.in. Paul de Grauwe z Uniwersytetu w Leuven³⁹ oraz John Kay z Uniwersytetu w Oxfordzie⁴⁰. W rozwiązaniu tym zaproponowane zostało wydzielenie z sektora bankowego wyłącznie tych podmiotów i instrumentów, które należą do systemu płatniczego. Zgodnie z przedstawioną koncepcją instytucje te należy chronić specjalnymi regulacjami, natomiast wszystkie pozostałe podmioty, realizujące transakcje o charakterze inwestycyjnym (i jednocześnie wiążące się z wyższym poziomem ryzyka), mogłyby pozostać poza systemem regulacji lub podlegać znacznie mniejszym wymogom regulacyjnym. Takie podejście sprawiłoby, że nieregulowana część rynku finansowego ponosiłaby wszystkie konsekwencje swojego działania, włącznie z możliwymi upadkami instytucji finansowych. Drugie z rozwiązań zakłada zwiększenie roli regulacji i objęcie instytucji funkcjonujących na rynku finansowym (a więc również podmiotów należących do systemu *shadow banking*) stosownymi zasadami oraz siecią bezpieczeństwa finansowego⁴¹. To podej-

³⁸ R. Dodd, *Overhauling the System, Finance & Development*, „International Monetary Fund”, Vol. 46, No. 3/2009.

³⁹ P. de Grauwe, *The Future of Banking*, [w:] A. Botsch, A. Watt (red.), *After the crisis: towards a sustainable growth model*, ETUI, Brussels 2010, s. 31–35.

⁴⁰ J. Kay, *Should we have „narrow banking”?*, [w:] *The Future of Finances*, The LSE Report, London 2010, s. 217–234.

⁴¹ G. Gorton, A. Metrick, *Regulating the Shadow Banking System*, „Brookings Papers on Economic Activity”, Vol. 41, Issue 2, Fall 2010, s. 261–312.

ście wymaga wypracowania kompleksowej struktury regulacji i nadzoru poszczególnych części systemu *shadow banking*. Jedną z priorytetowych potrzeb towarzyszących temu rozwiązaniu jest objęcie instytucji funkcjonujących na rynku finansowym jednolitymi wymogami regulacyjnymi. Można tutaj zaliczyć np. zasady dotyczące adekwatności kapitałowej lub jednakowe standardy w zakresie księgowości, a także wiele innych szczegółowych postulatów. Ważne jest także uwzględnienie we wprowadzonych regulacjach możliwości występowania ryzyka płynności oraz konieczności ograniczenia stosowania nadmiernej dźwigni finansowej.

Obok potrzeby objęcia regulacjami nowych instytucji i instrumentów, po kryzysie lat 2007–2008 przesłanki praktyczne wskazały dwa bardzo istotne obszary wymagające dostosowania przepisów – zdefiniowanie na nowo sposobu zarządzania ryzykiem oraz opracowanie wytycznych dotyczących polityki informacyjnej. Rozwój systemu *shadow banking* doprowadził do sytuacji, w której zarządzanie ryzykiem kredytowym musi odbywać się inaczej niż w przeszłości. W wyniku zaistniałych zmian wiele procesów zostało bowiem „wytransferowanych” z bilansów banków na rynek finansowy. Tym samym obowiązujące dotychczas regulacje ostrożnościowe (mające głównie na celu zapewnienie bezpieczeństwa działania banków) przestały być skuteczne. Nie wystarcza również przeniesienie wymogów ostrożnościowych stosowanych dotychczas przez banki na wszystkie podmioty tworzące system *shadow banking*. Nie można bowiem koncentrować się tylko na ryzyku związanym z funkcjonowaniem pojedynczych instytucji, ale należy brać pod uwagę ryzyko systemowe, jakie występuje na rynku finansowym. Równie ważne, jak kwestie zarządzania ryzykiem, jest uwzględnienie w zmianach regulacyjnych konieczności zapewnienia uczestnikom rynku (a przede wszystkim instytucjom nadzoru) odpowiednich informacji o funkcjonowaniu tego rynku. Szczególnie istotne są informacje o zawieranych transakcjach oraz powiązaniach między podmiotami funkcjonującymi na rynku finansowym. Jest to bardzo ważne dla właściwego zarządzania ryzykiem kredytowym. Pojawił się również postulat objęcia regulacjami wszystkich transakcji zawieranych dotychczas poza rynkiem regulowanym oraz wszystkich instytucji funkcjonujących poza tym rynkiem przed kryzysem lat 2007–2008⁴².

Po doraźnych interwencjach, będących bezpośrednią odpowiedzią na występujące wydarzenia, administracja prezydencka w Stanach Zjednoczonych zdecydowała się podjąć bardziej kompleksowe działania reformatorskie, mające na celu ukształtowanie architektury rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych. Prezydent zapowiedział najdalej idące zmiany w systemie finansowym od czasu Wielkiego Kryzysu. Twórcy reformy byli świadomi, że dotychczasowa struktura rynku finansowego, a zarazem regulacji tego rynku, nie była zaprojektowana w sposób

⁴² D. Weitzner, J. Darroch, *Why moral failures precede financial crisis*, „Critical Perspectives on International Business”, Vol. 5, No. 1–2/2009, s. 11.

zamierzony⁴³. System regulacji w ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat ewoluował bowiem bez koncepcji uporządkowanego, docelowego kształtu. Zmiany regulacji i nadzoru, które następowały w przeszłości wraz z rozwojem rynku finansowego, miały charakter doraźny i były odpowiedzią na rozwój poszczególnych części rynku finansowego. W opinii reformatorów skupionych wokół prezydenta, kryzys potwierdził, że nadszedł czas na reformy mające na celu dostosowanie rynku do występujących obecnie potrzeb oraz zapewnienie możliwości dalszego rozwoju tego rynku. Wiele ze zgłoszonych propozycji zakładało bezpośrednie uregulowanie poszczególnych instytucji i instrumentów tworzących system *shadow banking*. Dotyczyło to w szczególności funkcjonowania funduszy rynku pieniężnego oraz funduszy hedgingowych, a także operacji warunkowego zakupu, instrumentów pochodnych i innowacji finansowych (zob. Aneks 2).

Reforma została wprowadzona ustawą *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, którą prezydent Stanów Zjednoczonych podpisał 21 lipca 2010 r. W ustawie tej nie zdefiniowano jednoznacznie systemu *shadow banking* i nie uregulowano tego systemu w sposób kompleksowy. Dokonane zmiany były jednak wszechstronne i objęły wiele jego elementów. Do najważniejszych z nich należą:

- ❖ stworzenie warunków mających na celu identyfikację ryzyka systemowego (generowanego w dużej części przez podmioty, instrumenty i mechanizmy tworzące nieuregulowaną część systemu finansowego) oraz dążenie do jego zapobiegania lub ograniczenia;
- ❖ uregulowanie niektórych obszarów funkcjonowania niebankowych instytucji finansowych (np. funduszy hedgingowych, funduszy *private equity*) oraz ograniczenie możliwości niekorzystnego wpływu tych instytucji na system bankowy;
- ❖ zapewnienie przejrzystości i odpowiedzialności w handlu instrumentami pochodnymi, a także organizacja systemu nadzoru nad funkcjonowaniem rynku tych instrumentów;
- ❖ wprowadzenie zasad dotyczących polityki informacyjnej, w szczególności mającej na celu identyfikację ryzyka w każdym z obszarów funkcjonowania rynku finansowego, zdefiniowanie mechanizmów przenoszenia tego ryzyka na inne podmioty oraz opracowanie reguł dotyczących wykorzystania informacji do ograniczenia negatywnych skutków ryzyka dla funkcjonowania rynku finansowego.

Nowe przepisy miały także na celu wzmocnienie zasad bezpieczeństwa tradycyjnego sektora bankowego i powiązanie tego sektora z systemem *shadow banking*. W tym celu ukierunkowano działania regulacyjne na ograniczenie zakresu działalności banków oraz wprowadzenie zasad dotyczących wielkości banków (uzależnienie od zobowiązań oraz posiadanych depozytów banków). Wytyczne dotyczące tych

⁴³ Paulson: *musimy zreformować strukturę regulacji*, Financial Times – Wydanie Polskie, 18 marca 2009 r.

regulacji zostały opracowane przez byłego prezesa Systemu Rezerwy Federalnej Paula Volckera i otrzymały nazwę „reguły Volckera”⁴⁴.

Od momentu podpisania przez prezydenta Stanów Zjednoczonych ustawy, na mocy której została wprowadzona reforma rynku finansowego, wyrażane są opinie na temat dokonanych zmian. Pojawiło się wiele głosów ekspertów przychylnie oceniających wprowadzone przepisy, a mianowicie:

- ❖ reforma ogranicza proces deregulacji trwający w Stanach Zjednoczonych od kilkunastu lat;
- ❖ w wyniku reformy została wprowadzona ochrona klientów rynku finansowego;
- ❖ na banki oraz inne instytucje kredytowe zostały nałożone większe niż do tej pory wymogi ostrożnościowe;
- ❖ regulacjami objęto również działalność podmiotów niebankowych, w przeszłości często podlegających przepisom w ograniczonym zakresie bądź w ogóle nie podlegających regulacji.

Wymieniane zalety wprowadzonej reformy ukazują jej istotę. Po raz pierwszy rynek finansowy w Stanach Zjednoczonych został uregulowany kompleksowo. Stało się to we właściwym momencie. W ostatnich latach bowiem to nie działalność banków przyczyniła się w największym stopniu do ekspansji ryzyka na rynku finansowym, ale w znacznie większym stopniu działalność instytucji, które funkcjonowały do tej pory poza tradycyjnym systemem regulacji oraz te czynności bankowe, które nie podlegały regulacji⁴⁵.

Do pozytywnych skutków reformy zaliczane są nie tylko rozwiązania dotyczące funkcjonowania poszczególnych instytucji finansowych, ale również doprecyzowanie zakresu odpowiedzialności tych podmiotów za skutki podejmowanych przez nie działań. Wprowadzenie nowych przepisów oznacza, że w przyszłości podatnicy nie będą płacić za błędy popełnione przez instytucje finansowe, a także cały rynek finansowy nie będzie ponosił konsekwencji działania tych podmiotów⁴⁶. Będą one same odpowiadać za wszelkie skutki podejmowania nadmiernego ryzyka, a w razie wystąpienia problemów finansowych możliwy będzie ich upadek.

Mimo licznych zalet dokonana reforma zawiera też wiele mankamentów. Ustawa *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* składa się z 16 rozdziałów. Powoduje to, że w niektórych obszarach jest niejasna oraz wprowadziła wiele niedoprecyzowanych regulacji. Pozostawia to swobodę interpretacyjną i uznaniowość instytucjom nadzoru. Do innych negatywnych ocen można zaliczyć fakt,

⁴⁴ L. Uchitelle, *Glass-Steagall vs. The Volcker Rule*, New York Times, 22 January 2010, <http://economix.blogs.nytimes.com/2010/01/22/glass-steagall-vs-the-volcker-rule> (dostęp: 5.07.2011 r.).

⁴⁵ J. Viñals, *Regulatory Reform in Difficult Times – A Tough Balancing Act*, Berlin Conference on *Effective Financial Market Regulation after Pittsburgh – Achievements and Challenges*, Berlin 2010.

⁴⁶ K. Drawbaugh, A. Sullivan, *Senate backs plan attacking „too big to fail”*, Reuters, 5 May, Washington 2010.

że reforma wprawdzie wstrzymuje proces deregulacji, ale nie odwraca skutków tego procesu. W żadnym z wprowadzonych przepisów nie przywrócono zniesionego w 1999 r. (ustawą *Gramm-Leach-Bliley Act*) rozdziału pomiędzy bankami inwestycyjnymi oraz bankami komercyjnymi. Ekspertki, którzy dokonali analizy wprowadzonych przepisów, zwrócili też uwagę, że nowe rozwiązania nie są wyczerpujące i nie dają pewności, że system finansowy będzie w przyszłości efektywnie nadzorowany oraz w taki sposób regulowany, że nie wystąpi kolejny kryzys systemowy⁴⁷. Nie wszystkie elementy systemu *shadow banking* zostały objęte regulacjami. Do kryzysu finansowego lat 2007–2008 w dużym stopniu przyczyniły się państwowe instytucje gwarancji kredytowych (Freddie Mac i Fannie Mae), tymczasem agencjom tym we wprowadzanych regulacjach poświęcono niewiele uwagi⁴⁸.

Nowe regulacje rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych, obok różnych słabych stron, mają jeden szczególnie istotny mankament. Całość wprowadzonych rozwiązań dotyczy rynku finansowego w tym kraju. Tymczasem rozwój tego rynku był w dużym stopniu rezultatem procesu globalizacji finansowej, który wystąpił w ciągu minionych dwu dekad. Z tego względu obok potrzeby uregulowania instytucji i instrumentów tworzących rynek finansowy w Stanach Zjednoczonych, występuje konieczność objęcia systemem regulacji również nie kontrolowanych ponadnarodowych przepływów kapitału. Wynika z tego potrzeba ukierunkowania regulacji systemu *shadow banking* nie tylko na zapewnienie właściwej struktury rynku finansowego oraz prawidłowego funkcjonowania podmiotów należących do tego systemu. Równie ważne są skutki wprowadzonych regulacji. Przed kryzysem złożona struktura rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych umożliwiała stosowanie arbitrażu regulacyjnego. Dokonana reforma może wprawdzie ograniczyć dotychczasowe praktyki stosowania tego arbitrażu, ale jednocześnie spowodować, że mechanizm ten zostanie przeniesiony na międzynarodowy rynek finansowy. Taka perspektywa oznacza zagrożenie już nie tylko dla najbardziej rozwiniętych rynków finansowych, lecz dla całego globalnego systemu finansowego. Właściwe regulacje powinny więc uwzględniać taką ewentualność i wychodzić naprzeciw nie tylko istniejącym, ale również potencjalnym zagrożeniom.

⁴⁷ D. Kaufmann, *Financial Regulatory Reform: Less Than Meets the Eye on Financial Institutions, More Than Meets the Eye on Oil Companies*, The Brookings Institution 2010, www.brookings.edu (dostęp: 21.06.2011 r.).

⁴⁸ *Triumph of the Regulators*, „The Wall Street Journal”, 28 June 2010, s. 13.

PODSUMOWANIE

Jednym z najważniejszych wniosków wynikających z kryzysu finansowego lat 2007–2008 jest to, że rynki finansowe nie są zdolne do samoregulacji zapewniającej bezpieczne ich funkcjonowanie. Nie sprawdziła się również dotychczasowa polityka nadzoru nad tymi rynkami. W **okresie deregulacji** dominowało przekonanie, że nie należy rynków finansowych obejmować wieloma szczegółowymi wytycznymi, gdyż będzie to hamowało ich rozwój. Pozostawiono swobodę podejmowania inicjatyw regulacyjnych instytucjom nadzoru z przekonaniem, że w przypadku pojawienia się zagrożeń instytucje te skutecznie wykorzystają swoje uprawnienia. Kryzys udowodnił, że ani same instytucje finansowe, ani organy nadzoru nie są w stanie zapewnić bezpieczeństwa całego rynku finansowego. Po kryzysie podjęto wiele nowych inicjatyw regulacyjnych, co w przekonaniu analityków oznacza, że zaczął się kolejny etap rozwoju tych rynków. Już dziś wyrażane są opinie, że będzie to **okres reregulacji**⁴⁹.

Niestabilność rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych wynika ze struktury tego rynku, która ukształtowała się w ciągu ostatnich dwu dekad. Do wystąpienia zagrożeń w dużym stopniu przyczynił się system *shadow banking*. Jego rozwój wspierały takie procesy, jak: przenoszenie działalności kredytowej poza tradycyjny system bankowy, wzrost znaczenia pozabankowych instytucji finansowych oraz wykorzystanie przez nie nowych, skomplikowanych instrumentów finansowych. Procesy te doprowadziły do powstania instytucji, które ze względu na wielkość i złożoność realizowanych operacji oraz podejmowanie nadmiernego ryzyka okazały się tak duże, że ich funkcjonowanie prowadziło do zagrożenia całego systemu finansowego. System *shadow banking* jest jednym z czynników, który w bardzo dużym stopniu przyczynił się do kryzysu lat 2007–2008. Potwierdzają to m.in. takie wydarzenia, jak: run na fundusze rynku pieniężnego, destabilizacja funkcjonowania funduszy hedgingowych, występowanie zjawiska rozproszenia zjawisk kryzysowych z podmiotów bezpośrednio doświadczających niesprawności na podmioty, których funkcjonowanie pierwotnie wydawało się bezpieczne oraz utrata płynności wielu instytucji funkcjonujących na tym rynku.

Podjęta reforma regulacji rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych (*Dodd-Frank Act 2010*) jest odpowiedzią na wstępujące zagrożenia. Jednym z jej celów jest uregulowanie systemu *shadow banking*. Wśród obszarów objętych nowymi regulacjami znalazły się kluczowe elementy tworzące ten system. Można do nich zaliczyć m.in. operacje warunkowego zakupu, fundusze rynku pieniężnego i fundusze hedgingowe oraz innowacje finansowe. Wprowadzane regulacje finansowe mają zapewnić, że w przyszłości nie wystąpią takie zagrożenia jakie spowodował kryzys w latach 2007–2008. Mimo takiego założenia obecne reformy nie obejmują wielu aspektów lub

⁴⁹ *Chained but untamed*, „The Economist”, 14 May 2011, s. 3–4.

wprowadzają je tylko częściowo. Przykładem jest zamiar wprowadzenia zakazu inwestowania przez banki własnych środków w fundusze hedgingowe i *private equity*. W rzeczywistości nastąpiło jedynie ograniczenie możliwości inwestycyjnych banków do 3% kapitałów własnych. Podobnie tylko częściowe ograniczenia dotyczą handlu instrumentami pochodnymi oraz wielu innych obszarów systemu *shadow banking*. Pewnych elementów tego systemu w ogóle nie wzięto pod uwagę (np. działalności kredytowej Freddie Mac i Fannie Mae). Wydaje się, że wprowadzone regulacje są niezadowalające w stosunku do istniejących potrzeb uregulowania rynku finansowego po kryzysie lat 2007–2008. Wobec wskazanych mankamentów powstaje przekonanie, że wprowadzona w Stanach Zjednoczonych reforma rynku finansowego nie jest w stanie zapewnić w przyszłości bezpieczeństwa tego rynku.

Bardzo ważnym wyzwaniem, związanym z funkcjonowaniem systemu *shadow banking*, jest występowanie ryzyka systemowego. Dotychczasowa filozofia nadzoru miała na celu zapewnienie poprawnego funkcjonowania pojedynczych podmiotów, bądź segmentów rynku finansowego, w tym głównie sektora bankowego. Wydarzenia z lat 2007–2008 potwierdziły, że nie w tym kierunku powinny iść wprowadzane rozwiązania. Kryzys finansowy był bowiem wynikiem procesów, które w dużym stopniu wystąpiły poza sektorem tradycyjnej bankowości. Na tej podstawie można wnioskować, że kluczem do eliminacji nieprawidłowości na rynku finansowym powinno być ukierunkowanie regulacji na sektor niebankowy. Dopóki podmioty funkcjonujące we wszystkich segmentach rynku finansowego oraz stosowane instrumenty finansowe nie będą podlegały jednolitym wytycznym, będzie występowało dążenie do podejmowania arbitrażu regulacyjnego. Taka sytuacja powoduje powstanie ryzyka systemowego. Ostatni kryzys finansowy udowodnił, jak duże zagrożenie wynika z powiązań istniejących pomiędzy wszystkimi podmiotami funkcjonującymi na rynku finansowym oraz wpływu dużych podmiotów na cały rynek. Zarówno z perspektywy pojedynczych instytucji finansowych (*zbyt dużych by upaść*), jak również z punktu widzenia całego systemu finansowego, obecna reforma regulacji w Stanach Zjednoczonych uwzględnia bezpieczeństwo tego systemu, ale nadal nie zapewnia jego stabilności.

Abstract

The changes that have occurred on U.S. financial market over the last several years have led to a dynamic growth of this market. In the past, deposit and credit activities were carried out mainly by banks. Currently, these transactions are conducted by both the banking sector, as well as by several institutions operating in the financial market which, however, do not belong to the traditional banking sector. Due to the fact that non-banking financial institutions were not subject to applicable regulations and a safety net, they have been named *shadow banking system*.

The article describes the system of *shadow banking* and presents the significance of this system during the financial crisis of 2007–2008. Events that occurred in the financial market have confirmed that *shadow banking* not only contributed to the occurrence of the crisis but also gave it the character of a systemic crisis. Based on the findings on the causes of the crisis new financial market regulations were introduced in the United States. Although these regulations increase the safety of this market, they still fail to provide its stability.

Bibliografia

- Achaarya V.V., Öncü T.S., *The Repurchase agreement (Repo) Market*, [w:] V.V. Acharya, T.F. Cooley, M. Richardson, I. Walter (red.), *Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, John Wiley & Sons, Inc, New York 2011.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States*, Washington D.C. 2011.
- De Soto J.H., *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, Instytut Ludwiga Von Missesa, Warszawa 2009.
- Dodd R., *Overhauling the System*, Finance & Development, „International Monetary Fund”, Vol. 46, No. 3/2009, s. 32–34.
- Gorton G., Metrick A., *Regulating the Shadow Banking System*, „Brookings Papers on Economic Activity”, Vol. 41, Issue 2, Fall 2010, s. 261–312.
- Grauwe de P., *The Future of Banking*, [w:] A. Botsch, A. Watt (red.), *After the crisis: towards a sustainable growth model*, ETUI, Brussels 2010.
- Heffernan S., *Nowoczesna bankowość*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Iwaisako T., *Global Financial Crisis, Hedge Funds and the Shadow Banking System*, „Public Policy Review”, 2010, Vol. 6, No. 3, s. 347–368.
- Jachimiak K., *Kierunki ewolucji systemu bankowego Stanów Zjednoczonych*, „Bank i Kredyt”, 2004, Nr 10.
- Kacperczyk M., Schnabl P., *Money Market Funds, How to Avoid Breaking the Buck*, [w:] V.V. Acharya, T.F. Cooley, M. Richardson, I. Walter (red.), *Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, John Wiley & Sons, Inc, New York 2011.
- Kalinowski M., *Rozwój rynku instrumentów pochodnych w warunkach kryzysu na rynkach finansowych*, [w:] J.L. Bednarczyk, S.I. Bukowski, J. Misala (red.), *Współczesny kryzys gospodarczy*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2009.
- Kay J., *Should we have „narrow banking”?*, [w:] *The Future of Finances*, The LSE Report, London 2010.
- Kulig J., *Meandry globalizacji XXI wieku*, Wydawnictwo Vizja Press & IT, Warszawa 2010.

- Levine R., *The governance of financial regulation: reform lessons from the recent crisis*, BIS Working Paper, No. 329, Basel 2010.
- Lo A.W., *Regulatory reform in the wake of the financial crisis of 2007–2008*, „Journal of Financial Economic Policy”, Vol. 1, No. 1/2009.
- McCulley P., *Teton Reflections*, PIMCO, Newport Beach, August/September 2007.
- Mikołajczyk K., *Efektywność bankowych fuzji i przejęć*, [w:] E. Miklaszewska (red.), *Bank na rynku finansowym*, Oficyna Wydawnicza Wolters Kluwer, Warszawa 2010.
- Mishkin F.S., *Over the cliff: from the subprime to the global financial crisis*, NBER Working Paper 16609, Cambridge 2010.
- Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2009.
- Nersisyan Y., Wray L.R., *The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking*, Working Paper No. 587, University of Missouri, Kansas City 2010.
- Niedziółka P., *Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa*, Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2010.
- Pozsar Z., Adrian T., Ashcraft A., Boesky H., *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 458, New York 2010.
- Rosati D., *Przyczyny i mechanizmy kryzysu finansowego w USA w latach 2007–09*, [w:] G.W. Kołodko (red.), *Globalizacja, kryzys i co dalej?*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2010.
- Roubini N., Mihm S., *Crisis Economics, A Crash Course in the Future of Finance*, Penguin Books Ltd, London 2010.
- Schwartz A., *Origins of the Financial Market Crisis of 2008*, „The Cato Journal”, Vol. 29, No. 1, Washington D.C. 2009.
- Sheng A., *From Asian to Global Financial Crisis. An Asian Regulators View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s*, Cambridge University Press, Cambridge 2009.
- Shiller R.J., Akerlof G.A., *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press 2009.
- Sławiński A., *Przyczyny globalnego kryzysu bankowego*, [w:] J. Osiński, S. Sztaba (red.), *Nauki społeczne wobec kryzysu na rynkach finansowych*, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne SGH, Warszawa 2008.
- Stein J.C., *Securitization, Shadow Banking, and Financial Fragility*, Harvard University, May 2010.
- The Financial Crisis Inquiry Report, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, U.S. Government Printing Office, Washington D.C. 2010.
- Tucker P., *Shadow banking, financing markets and financial stability*, Bank of England, London 2010.
- Viñals J., *Regulatory Reform in Difficult Times – A Tough Balancing Act*, Berlin Conference on „Effective Financial Market Regulation after Pittsburgh – Achievements and Challenges”, Berlin 2010.

Waszkiewicz A., *Ryzyko sekurytyzacji a kryzys finansowy*, Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2011.

Weitzner D., Darroch J., *Why moral failures precede financial crisis*, „Critical Perspectives on International Business”, Vol. 5, No. 1–2/2009.

White L.H., *Federal Reserve Policy and the Housing Bubble*, „The Cato Journal”, Vol. 29, No. 1, Washington D.C. 2009.

Artykuły prasowe

Chained but untamed, „The Economist”, 14 May 2011, s. 3–4.

Drawbaugh K., Sullivan A., *Senate backs plan attacking „too big to fail*, Reuters, 5 May, Washington 2010.

In Plato’s cave, „The Economist”, 24 January 2009, s. 10–11.

Paulson: musimy zreformować strukturę regulacji, „Financial Times – Wydzanie Polskie”, 18 marca 2009 r.

Sassen S., *I tak skończy się świat, nie hukiem lecz szeptem...*, „Le Monde Diplomatique”, Nr 3/2009.

Triumph of the Regulators, „The Wall Street Journal”, 28 June 2010.

Materiały internetowe

Farshi M., Cintra M.A.M., *The Financial Crisis and the Global Shadow Banking System*, Revue de la regulation, 2009, Numero n°5, <http://regulation.revues.org> (dostęp: 10.05.2011 r.).

Hsu J., Moroz M., *Shadow Banks and the Financial Crisis of 2007–2008*, www.researchaffiliates.com (dostęp: 7.06.2011 r.).

Kaufmann D., *Financial Regulatory Reform: Less Than Meets the Eye on Financial Institutions, More Than Meets the Eye on Oil Companies*, The Brookings Institution 2010, www.brookings.edu (dostęp: 21.06.2011 r.).

Shadow Banking and the Financial Crisis, Preliminary Staff Report, Financial Crisis Inquiry Commission, www.fcic.gov (dostęp: 25.03.2011 r.).

Uchitelle L., *Glass-Steagall vs. The Volcker Rule*, New York Times, 22 January 2010, <http://economix.blogs.nytimes.com/2010/01/22/glass-steagall-vs-the-volcker-rule> (dostęp: 5.07.2011 r.).

Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009, <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/content-detail.html>

Wielka reforma finansowa w USA (2010), <http://gb.pl>

Aneks 1.

Znaczenie wybranych instytucji i instrumentów tworzących system *shadow banking* (stan na sierpień 2007 r.) oraz najważniejsze niesprawności jakie mogą generować te elementy

Element <i>shadow banking</i>	Posiadane aktywa lub realizowane transakcje	Niesprawności generowane przez wybrane elementy systemu <i>shadow banking</i>
Fundusze rynku pieniężnego	3,56 bilionów dolarów	<p>Fundusze rynku pieniężnego mogą być zagrożone w sytuacji wystąpienia niesprawności na rynku finansowym, ze względu na duże inwestycje tych podmiotów w papiery wartościowe emitowane w drodze sekurytyzacji aktywów.</p> <p>W sytuacji wystąpienia problemów tych funduszy może zdarzyć się masowe wycofywanie środków przez uczestników, co pogłębi spadki wartości jednostek uczestnictwa, a jednocześnie zmniejszy płynność na rynku pieniężnym.</p>
Fundusze hedgingowe	Globalne aktywa funduszy hedgingowych były szacowane na około 2 biliony dolarów	<p>Problem nadmiernej dźwigni finansowej – w sytuacji obniżenia wyceny sekurytyzowanych papierów wartościowych następuje adekwatne zmniejszenie kapitałów tych funduszy oraz pojawia się wezwanie do uzupełnienia kapitału.</p> <p>Podobnie jak inne instytucje tworzące system <i>shadow banking</i> brały udział w transferze ryzyka na całym rynku finansowym, a także przeniesieniu tego ryzyka z rynku finansowego do sfery realnej gospodarki.</p>
Operacje warunkowego zakupu (ang. <i>repurchase agreement</i>)	Według szacunków wartość transakcji repo została wyceniona na 6 bilionów dolarów, natomiast całkowite aktywa sektora bankowego w Stanach Zjednoczonych na 10 bilionów dolarów	Operacje warunkowego zakupu wraz z innymi transakcjami zapewniały płynność finansową dla instytucji tworzących system <i>shadow banking</i> . Analogicznie jak w tradycyjnym systemie bankowym, również w przypadku <i>shadow banking system</i> istniało zagrożenie runu na ten system i utrata płynności przez poszczególne instytucje. W przypadku paniki na rynku operacji warunkowego zakupu występowało zagrożenie braku rolowania operacji repo i w ten sposób przeniesienie negatywnego oddziaływania na instytucje finansowe biorące udział w tych transakcjach.

Element <i>shadow banking</i>	Posiadane aktywa lub realizowane transakcje	Niesprawności generowane przez wybrane elementy systemu <i>shadow banking</i>
Instrumenty pochodne i innowacje finansowe	Według danych BIS w 2007 r. wartość transakcji na rynku nieregulowanym wynosiła 678 bilionów dolarów.	<p>Pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych nie podlegał regulacjom. Tym samym istniało zagrożenie nadmiernego ryzyka oraz występował brak mechanizmów umożliwiających łagodzenie skutków tego ryzyka.</p> <p>Występowała trudność identyfikacji miejsca występowania ryzyka i pomiaru jego wielkości.</p>

Źródło: Y. Nersisyan, L.R. Wray, *The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking*, Levy Economics Institute, Working Paper No. 587, New York 2010, s. 9–15; Z. Pozsar, T. Adrian, A. Ashcraft, H. Boesky, *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No 458, New York 2010, J.C. Stein, *Securization...*, *op. cit.*, s. 6; W. Nawrot, *Globalny kryzys...*, *op. cit.*, P. Tucker, *Shadow banking, financing markets and financial stability*, Bank of England, London 2010, s. 7–8; dane pozyskane z Investment Company Institute; J. Kulig, *Meandry globalizacji XXI wieku*, Wydawnictwo Vizja & IT, Warszawa 2010, s. 61.

Aneks 2.
Propozycje uregulowania wybranych elementów systemu shadow banking oraz rozwiązania wprowadzone w wyniku reformy rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych

Obszar	Proponowane rozwiązania	Rozwiązania wprowadzone w wyniku reformy rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych (<i>Dodd-Frank Act</i>)
Fundusze rynku pieniężnego	<p>1. Fundusze nie spełniające wartości netto aktywów (NAV) na poziomie 1 dolara powinny być zobowiązane do nabycia kontraktów ubezpieczeniowych, zapewniających odpowiedni poziom bezpieczeństwa dla tych podmiotów.</p> <p>2. Regulacje winny także objąć:</p> <ul style="list-style-type: none"> - zwiększenie płynności funduszy (np. 30% aktywów tych funduszy musi mieć zdolność do zamiany na gotówkę w okresie nie przekraczającym jednego tygodnia) - wyższa jakość kredytowa - przeprowadzanie okresowych stress testów w celu podniesienia zdolności do przeciwstawienia się zawirowaniom - zwiększone ujawnianie informacji (comiesięczne raportowanie) - autoryzacja rady dyrektorów zarządzających. <p>Celem tych regulacji jest zwiększenie bezpieczeństwa funkcjonowania funduszy.</p>	<p>Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) zaakceptowała w marcu 2010 r. nowe regulacje dla funduszy rynku pieniężnego. Obejmują one następujące wytyczne:</p> <ul style="list-style-type: none"> - ograniczono możliwość inwestowania przez te podmioty do papierów wartościowych najwyższej jakości (maksymalnie 3% może być zaangażowane w papiery wartościowe określone jako <i>second-tier</i>) - skrócono czas zapadalności posiadanych papierów (maksymalny czas zapadalności to 60 dni) - część z posiadanych przez te instytucje papierów wartościowych musi być wymieniaalna na pieniądź wartościowy (30% posiadanych aktywów musi mieć zdolność zamiany na gotówkę w ciągu tygodnia) - wprowadzono okresowe stress testy, miesięczne raporty dotyczące posiadanych aktywów oraz autoryzację przez radę dyrektorów zawieszenia wykupu, w przypadku trudnej sytuacji.

Obszar	Proponowane rozwiązania	Rozwiązania wprowadzone w wyniku reformy rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych (<i>Dodd-Frank Act</i>)
Fundusze hedgingowe	<ol style="list-style-type: none"> <li data-bbox="258 899 400 1402">1. Ujawnianie informacji o funkcjonowaniu funduszy hedgingowych i stosowanych przez te podmioty strategiiach inwestycyjnych. <li data-bbox="406 899 837 1402">2. Uregulowanie transakcji dokonywanych przez fundusze hedgingowe. 	<ol style="list-style-type: none"> <li data-bbox="258 227 535 899">1. Artykuł IV ustawy <i>Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act</i> wprowadził wytyczne dotyczące funkcjonowania funduszy hedgingowych. Fundusze hedgingowe, które zarządzają aktywami o wartości przekraczającej 100 mln USD, są zobowiązane zarejestrować się w Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) oraz ujawniać dane finansowe w celu zapewnienia monitorowania ryzyka systemowego oraz ochrony inwestorów. <li data-bbox="542 227 837 899">2. Żaden bank ani instytucja finansowa będąca właścicielem banku nie może równocześnie być właścicielem, inwestorem lub sponsorem funduszu hedgingowego lub funduszu <i>private equity</i> (w wyniku prac legislacyjnych wprowadzono niewielkie odstępstwa od tej zasady, dopuszczając możliwość inwestycji w takiej formie do 3% kapitałów własnych). Nie może również prowadzić działalności handlowej „na własny rachunek”. Reguła ta wprowadziła również ograniczenie udziału w rynku największych instytucji finansowych.
Operacje warunkowego zakupu	<ol style="list-style-type: none"> <li data-bbox="862 899 1028 1402">1. Doprecyzowanie zasad ubezpieczenia transakcji repo, w zależności od rodzaju transakcji oraz podmiotu, który zawiera te transakcje. 	<ol style="list-style-type: none"> <li data-bbox="862 227 1028 899">1. W ustawie <i>Dodd-Frank Act</i> dokonano zmiany definicji <i>transakcji bezwarunkowych</i>. Po dokonanej zmianie transakcje <i>repurchase agreement</i> zostały zaliczone do transakcji zabezpieczonych. W związku z powyższym powstał obowiązek ustanowienia zabezpieczenia w sytuacji dokonywania przez banki transakcji repo.

<p>(cd.) Operacje warunkowego zakupu</p>	<p>2. Określenie zasad przejęcia zabezpieczenia w transakcjach repo w sytuacji wystąpienia niesprawności na rynku repo i potrzeby interwencji przez pożyczkodawcę ostatniej instancji.</p> <p>3. Ograniczenie ryzyka kredytowego towarzyszącego transakcjom repo poprzez:</p> <ul style="list-style-type: none"> - uznanie jedynie określonych kategorii zabezpieczenia - pobieranie „z góry” opłaty za ochronę przez pożyczkodawcę ostatniej instancji - określenie kryteriów wypłacalności, których spełnienie jest wymagane od podmiotów objętych ochroną pożyczkodawcy ostatniej instancji 	<p>2. Ustawa wprowadziła limit zaangażowania banku w grupę transakcji, do których należą m.in. transakcje: instrumentami pochodnymi, <i>repurchase agreement</i>, udzielenia pożyczek zabezpieczonych (Dodd-Frank Act, § 610a).</p>
<p>Instrumenty pochodne i innowacje finansowe</p>	<p>1. Zapewnienie transparentności na rynku instrumentów pochodnych, co ma umożliwić identyfikację i zarządzanie ryzykiem występującym w obszarze innowacji finansowych. Pojawiła się propozycja utworzenia izb rozrachunkowych, których działanie przyczyniłoby się do usprawnienia obrotu innowacjami finansowymi.</p>	<p>1. Instrumenty pochodne, które dotychczas były przedmiotem obrotu na rynku pozagiełdowym, będą notowane na giełdzie lub obrót tymi instrumentami będzie odbywał się poprzez izby rozrachunkowe. Komisja Papierów Wartościowych i Giełdy (SEC) oraz Komisja Nadzoru nad Giełdami Towarowymi (CFTC) otrzymały uprawnienia do regulacji instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu na rynku nieregulowanym.</p>

Obszar	Proponowane rozwiązania	Rozwiązania wprowadzone w wyniku reformy rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych (<i>Dodd-Frank Act</i>)
<p>(cd.) Instrumenty pochodne i innowacje finansowe</p>	<p>2. Wprowadzenie standaryzacji instrumentów będących przedmiotem transakcji na rynku nieuregulowanym (pozagiełdowym).</p>	<p>2. Wprowadzono wymogi kapitałowe dla podmiotów zawierających transakcje tymi instrumentami. Ponadto wszystkie transakcje są ewidencjonowane, przez co instytucje nadzoru mają możliwość monitorowania ryzyka.</p> <p>Instytucje sprzedające instrumenty powstające w wyniku sekurytyzacji są zobowiązane wziąć na siebie część ryzyka (co najmniej 5% ryzyka kredytowego).</p> <p>3. Izby rozliczeniowe mają obowiązek gromadzić i publikować dane dotyczące obrotu instrumentami pochodnymi w celu zwiększenia przejrzystości rynku oraz dostarczenia informacji dla instytucji nadzoru zajmujących się monitorowaniem ryzyka.</p>

Źródło: *H.R.4173 – Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009*, OpenCongress.org (dostęp: 12.07.2010); *Wielka reforma finansowa w USA*, portal finansowy „Gazety Bankowej” (dostęp: 30.08.2010 r.); Uchitelle L., *Glass-Steagall vs. The Volcker Rule*, „Economix”, 22 January 2010; D. Weitzner, J. Darroch, *Why moral failures precede financial crisis*, „Critical Perspectives on International Business”, Vol. 5, No. 1–2/2009; A.W. Lo, *Regulatory reform in the wake of the financial crisis of 2007–2008*, „Journal of Financial Economic Policy”, Vol. 1, No. 1, 2009, s. 18.

Miscellanea

*Romuald Szymczak**

INFORMACJA NA TEMAT ZASAD GWARANTOWANIA DEPOZYTÓW W SYSTEMIE TURECKIM

WSTĘP

Instytucją gwarantującą depozyty w Turcji jest Turecki Fundusz Gwarantowania Depozytów (tur.: *Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu*; ang.: *Savings Deposit Insurance Fund of Turkey* – SDIF). Został utworzony 22 lipca 1983 roku, jako fundusz gwarancyjny w ramach Centralnego Banku Turcji. W wyniku kryzysu gospodarczego, który dotknął Turcję w pierwszej połowie lat 90., Fundusz nabył nowych uprawnień związanych z działalnością pomocową i restrukturyzacyjną dla banków. W 1999 r. powstała w Turcji instytucja skonsolidowanego nadzoru nad rynkiem finansowym (BRSA), a SDIF stał się jej częścią. Dopiero w 2003 r., w wyniku fali bankructw banków w Turcji, Fundusz stał się niezależną instytucją rządową. Od listopada 2005 r. SDIF ma również niezależność decyzyjną od BRSA w zakresie ustalania zasad gwarantowania depozytów. Działalność SDIF finansowana jest ze środków instytucji finansowych objętych gwarancjami. Siedzibą Funduszu jest Stambuł.

Zadaniem SDIF jest gwarantowanie środków pieniężnych złożonych przez osoby fizyczne w instytucjach kredytowych, realizowanie działalności pomocowej dla banków oraz przeprowadzanie procesu uporządkowanej likwidacji. Fundusz jest zatem instytucją o szerokim zakresie odpowiedzialności.

* Romuald Szymczak jest kierownikiem Zespołu Współpracy Krajowej i Zagranicznej w Gabinetie Prezesa Bankowego Funduszu Gwarancyjnego.

Członkami systemu gwarantowania depozytów w Turcji jest 37 banków licencjonowanych i działających na terytorium tego kraju, w tym 33 banki depozytowe i 4 banki partycypacyjne (islamskie). Członkostwo w systemie jest obowiązkowe.

W Polsce nie działają oddziały banków tureckich, które byłyby członkami SDIF.

Fundusz jest członkiem zarówno Europejskiego Forum Gwarantów Depozytów (EFDI), jak też Międzynarodowego Stowarzyszenia Gwarantów Depozytów (IADI).

W 2009 r. podczas Walnego Zgromadzenia Członków IADI, odbywającego się w siedzibie Banków Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei, SDIF został laureatem nagrody „Instytucja Gwarantowania Depozytów Roku”.

1. ORGANY DECYZYJNE I BIURO SDIF

Organem decyzyjnym SDIF jest Zarząd (*Management Board*). Zarząd Funduszu składa się z siedmiu osób:

- ❖ Przewodniczącego,
- ❖ Zastępcy Przewodniczącego oraz
- ❖ Pięciu członków zwykłych.

Zarząd SDIF powoływany jest przez Radę Ministrów spośród osób legitymujących się co najmniej dziesięcioletnim doświadczeniem zawodowym w zakresie prawa, ekonomii, finansów, bankowości lub administracji publicznej. Co najmniej jeden z członków Zarządu powinien mieć wykształcenie prawnicze. Obowiązuje również prawny wymóg, aby jeden z członków Zarządu był w przeszłości zatrudniony w SDIF, co najmniej na stanowisku eksperta. Od 24 marca 2011 r. Przewodniczącym Zarządu Funduszu jest Şakir Ercan Gül, a jego Zastępcą Abdullah Demiröz.

Zarząd odpowiada za prawidłowe działanie SDIF, przyjmuje strategię działania Funduszu, ustala wysokość opłaty rocznej, przyjmuje nowe instytucje członkowskie, zatwierdza zasady polityki inwestycyjnej Funduszu, nadzoruje wypłatę środków gwarantowanych deponentom oraz przeprowadza działania związane z restrukturyzacją i uporządkowaną likwidacją banków.

Kadencja członków Zarządu trwa sześć lat i nie może być odnowiona.

Na podstawie Konstytucji Republiki Tureckiej działalność Funduszu jest kontrolowana pod względem finansowym i księgowym w imieniu parlamentu tego kraju przez turecką Izbę Kontroli (*Turkish Court of Accounts*).

Raport roczny SDIF wraz ze sprawozdaniem finansowym przedstawiany jest Parlamentowi Tureckiemu. Kopia sprawozdania finansowego jest dodatkowo przekazywana Ministrowi Finansów.

SDIF jest instytucją dużą, zatrudniającą ponad 400 pracowników etatowych. Biuro Funduszu podzielone jest na 10 departamentów: Audytu; Rozwoju Strategicznego; Zarządzania Aktywami; Prawny; Finansowy; Odzyskiwania Należności; Monitoro-

wania Ryzyka; Likwidacyjny; Spóitek Podległych i Nieruchomości; Wsparcia Administracyjnego. Ten ostatni departament dzieli się na cztery wydziały: kadr i obsługi finansowej; kontaktów z mediami; informatyczny i obsługi Zarządu Funduszu.

2. ZAKRES GWARANCJI DEPOZYTÓW I ZASADY WYPŁATY ŚRODKÓW GWARANTOWANYCH

Turecki system gwarantowania depozytów ma węższy zakres podmiotowy i limit gwarancji od obowiązującego w krajach Unii Europejskiej zgodnie z przepisami Dyrektywy 2009/14/WE z 11 marca 2009 r. nowelizującej Dyrektywę 94/19/WE w sprawie systemów gwarancji depozytów.

SDIF gwarantuje wkłady na rachunkach w bankach tylko osobom fizycznym. Podmioty gospodarcze nie są objęte takimi gwarancjami. W całości gwarantowane są depozyty do wysokości 50 000 TRY, co stanowi równowartość ok. 21 000 EUR. Gwarancje obejmują środki pieniężne zdeponowane zarówno w lirach tureckich, jak i w walutach obcych. Gwarantowane są również depozyty, których wartość powiązana jest z wyceną metali szlachetnych.

Gwarancjami nie są objęte depozyty instytucji rządowych i samorządowych, a także banków oraz innych instytucji finansowych, w tym firm ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych. Wyłączeniu podlegają ponadto depozyty nieimienne oraz depozyty, które pochodzą z transakcji uznanych za przestępstwo zgodnie z prawem tureckim.

Do wypłaty sum gwarantowanych nie są uprawnieni także wyżsi menedżerowie likwidowanego banku i ich bliscy (tj. rodzice, małżonkowie i dzieci będące pod ich opieką) oraz członkowie zarządu i ich bliscy.

Przy wyliczaniu kwoty należnej deponentowi nadal dokonywana jest kompensata należności z zobowiązaniami deponenta wobec danej instytucji finansowej.

Obecny limit gwarancyjny w wysokości 50 000 TRY obowiązuje od połowy 2004 r. W latach 1994–2004, to jest w okresie zaburzeń w systemie finansowym Turcji, rząd turecki gwarantował wypłatę całości środków zdeponowanych w bankach tureckich (tzw. *blanket guarantee*).

Wypłaty z gwarancji SDIF realizowane są w terminie trzech miesięcy od dnia zawieszenia działalności banku przez BRSA. W tym czasie deponenti informowani są listownie, w środkach masowego przekazu oraz drogą komunikatów na stronie internetowej o trybie wypłaty środków gwarantowanych. W uzasadnionych przypadkach SDIF może wydłużyć termin wypłaty środków gwarantowanych o maksymalnie kolejne dwa okresy trzymiesięczne (tureckie przepisy prawne były dostosowane w tym zakresie do starej Dyrektywy UE i nie zostały po 31 grudnia 2010 r. zmienione). Na podstawie przepisów dotyczących terminu dochodzenia roszczeń do wartości materialnych zdeponowanych w bankach, roszczenia z gwarancji SDIF

ulegają przedawnieniu po 10 latach od daty zawieszenia działalności banku. Wypłata środków gwarantowanych następuje w gotówce.

W latach 2008–2011 w Turcji nie doszło do upadłości banków, w wyniku których Fundusz byłby zobowiązany do wypłaty środków gwarantowanych. Ostatnia upadłość tureckiego banku Imar Bankasi miała miejsce w czerwcu 2005 roku.

3. ŹRÓDŁA FINANSOWANIA I ZASOBY FINANSOWE SDIF

Turecki system gwarantowania depozytów finansowany jest na zasadzie *ex ante* przez instytucje członkowskie.

Podstawowym źródłem finansowania są opłaty kwartalne wyliczane z uwzględnieniem ryzyka generowanego przez daną instytucję członkowską. System składki bazującej na szacowaniu poziomu ryzyka został wprowadzony w życie w 2006 r. Od początku 2009 r. obowiązuje jego zmodyfikowana wersja, opierająca się na rozbudowanej liczbie 14 kryteriów szacowania ryzyka, pogrupowanych w pięć kategorii: kryteria odnoszące się do pomiaru adekwatności kapitałowej, jakości aktywów, rentowności, płynności oraz innych czynników (w tym ratingu przyznawanego przez BRSA). Na podstawie wyniku otrzymanego z szacowania poziomu ryzyka dla każdego banku, instytucje te przypisywane są do czterech grup:

- ❖ wynik od 1 do 49 – stawka opłaty kwartalnej w wysokości 19 punktów bazowych,
- ❖ od 50 do 69 – stawka w wysokości 15 punktów bazowych,
- ❖ od 70 do 84 – stawka w wysokości 13 punktów bazowych oraz
- ❖ od 85 do 100 – stawka w wysokości 11 punktów bazowych.

Wskaźnik ten mnożony jest przez sumę zgromadzonych depozytów objętych gwarancjami, raportowanych przez dany bank w swoim sprawozdaniu kwartalnym.

Opłata kwartalna wnoszona jest w marcu, czerwcu, wrześniu i grudniu każdego roku.

Ponadto Turecki Fundusz Gwarantowania Depozytów nakłada na nowych członków systemu opłatę początkową. Jest ona ustawowo określona i wynosi 10% minimalnego wymogu kapitałowego dla licencjonowanych banków.

Pod koniec 2011 r. suma depozytów zgromadzonych w bankach tureckich wynosiła ok. 700 mld TRY (ok. 280 mld EUR), w tym objętych gwarancjami było jedynie 170 mld TRY (nieco ponad 70 mld EUR), tj. niespełna 25%.

SDIF jest jedną z najlepiej dofinansowanych instytucji gwarantujących depozyty na świecie. Wartość zgromadzonych na 31 grudnia 2011 r. środków w funduszu wyniosła równowartość **ok. 4,3 mld EUR**, co stanowiło **6,21%** depozytów objętych gwarancjami (jednak przy relatywnie niskim limicie gwarancyjnym).

W przypadku, gdyby środki te okazały się niewystarczające, Fundusz ma dodatkowo ustawowe prawo do zażądania od instytucji członkowskich dokonania przedpłaty składki do wysokości ich całorocznej wpłaty za rok poprzedni.

Ponadto SDIF może zaciągać kredyt w Ministerstwie Skarbu. W wyjątkowych przypadkach Fundusz może także otrzymać wsparcie ze strony banku centralnego.

Zasoby Funduszu inwestowane są w papiery wartościowe emitowane przez rząd Turcji oraz deponowane na lokatach oszczędnościowych w bankach komercyjnych. Zarząd SDIF ma również uprawnienia do lokowania środków w aktywa generujące wyższe ryzyko, włącznie z zakupem instrumentów pochodnych.

4. INNA DZIAŁALNOŚĆ SDIF

SDIF ma szerokie uprawnienia ustawowe, wykraczające poza działalność związaną z gwarantowaniem depozytów. Ustawodawca nadał je pod koniec lat 90. i doprecyzował w 2001 r., ogłaszając program restrukturyzacji tureckiego sektora bankowego. Fundusz w ramach tych uprawnień przeprowadza proces uporządkowanej likwidacji banków (*resolution*). Z chwilą odebrania przez BRSA zezwolenia na prowadzenie działalności bankowej, zarząd i nadzór nad danym bankiem przechodzi do SDIF. Fundusz dysponuje narzędziami z zakresu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, przy czym, w praktyce, w latach 2001–2005 wykorzystywany był bank pomostowy (*bridge bank*) oraz sprzedaż przedsiębiorstwa bankowego (P&A).

Proces restrukturyzacji, wzmocnienia struktury finansowej, połączeń lub sprzedaży banku powinien zostać przeprowadzony w ciągu dziewięciu miesięcy od daty transferu do SDIF. Termin ten może zostać przedłużony decyzją BRSA o kolejne trzy miesiące.

W trakcie realizacji działań związanych z uporządkowaną likwidacją banków Fundusz korzysta ze wsparcia instytucji zewnętrznych, takich jak konsultanci finansowi, firmy zarządzające aktywami, kancelarie prawne i agencje sprzedaży nieruchomości.

5. DANE KONTAKTOWE

Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
Savings Deposit Insurance Fund
Büyükdere Cad. No: 143
34394 Esentepe/Istanbul, Turkey
Telefon: 00 90 212 340 17 94
Faks: 00 90 212 288 47 91
E-mail: international@tmsf.org.tr
Strona internetowa: www.tmsf.org.tr

6. SYNTETYCZNE PORÓWNANIE CECH POLSKIEGO I TURECKIEGO SYSTEMU GWARANTOWANIA DEPOZYTÓW

	Polski system gwarantowania depozytów	Turecki system gwarantowania depozytów
Realizowane funkcje	Gwarantowanie depozytów oraz działalność pomocowa	Gwarantowanie depozytów, działania restrukturyzacyjne, uporządkowana likwidacja banków
Limity gwarancyjne	100 000 EUR w 100%	50 000 TRY w 100% (równowartość 21 000 EUR)
Maksymalna wypłata	100 000 EUR	50 000 TRY
Kompensacja z zobowiązaniami	NIE MA	JEST
Wyłączenia spod gwarancji		
Instytucje finansowe wskazane w art. 4 (5) Dyrektywy 2006/48/WE	TAK	TAK
Firmy ubezpieczeniowe	TAK	TAK
Rząd i administracja centralna	TAK	TAK
Władze samorządowe	NIE	TAK
Banki	TAK	TAK
Fundusze inwestycyjne	TAK	TAK
Fundusze emerytalne	TAK	TAK
Kadra zarządzająca	TAK	TAK
Akcjonariusze banku	TAK	TAK
Bliscy osób odpowiedzialnych	NIE	NIE
Inne przedsiębiorstwa w tej samej grupie	NIE	TAK
Podmioty nieuprawnione do sporządzania uproszczonych sprawozdań finansowych	NIE	TAK

	Polski system gwarantowania depozytów	Turecki system gwarantowania depozytów
Depozyty nieimienne	TAK	TAK
Depozyty przyjmowane na indywidualnych warunkach, które przyczyniły się do upadłości banku	NIE	NIE
Dłużne papiery wartościowe emitowane przez bank	TAK	TAK
Depozyty w walutach obcych spoza Europejskiego Obszaru Gospodarczego	NIE	NIE
Depozyty związane z praniem pieniędzy	TAK	TAK

Porównując Turecki Fundusz Gwarantowania Depozytów z Bankowym Funduszem Gwarancyjnym działającym w Polsce, należy zwrócić uwagę na następujące różnice między nimi:

- ❖ Funkcje systemu tureckiego obejmują przeprowadzanie procesu uporządkowanej likwidacji banków;
- ❖ Spod gwarancji SDIF wyłączone są depozyty podmiotów prawnych;
- ❖ System turecki stosuje nadal zasadę kompensaty należności z zobowiązaniami deponenta wobec danej instytucji finansowej;
- ❖ Gwarancjami SDIF objęte są również depozyty, których wartość powiązana jest z wyceną metali szlachetnych;
- ❖ W systemie tureckim nie jest zwiększana wysokość limitu gwarancyjnego w przypadku wspólnych rachunków dwóch lub więcej osób;
- ❖ Opłata na rzecz funduszu wnoszona jest przez instytucje członkowskie w odstępach kwartalnych, a nie rocznych, jak w systemie polskim;
- ❖ Turecki Fundusz Gwarantowania Depozytów nakłada na nowych członków systemu opłatę początkową, która nie występuje w systemie polskim.

Bibliografia

Annual Report 2009, Savings Deposit Insurance Fund: www.tmsf.org.tr

Annual Report 2010, Savings Deposit Insurance Fund: www.tmsf.org.tr

Deposit Guarantee Systems: EFDI's First Report, European Forum of Deposit Insurers, Rome, October 2006.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z 11 marca 2009 r. zmieniająca dyrektywę 94/19/WE w sprawie systemów gwarantowania depozytów w odniesieniu do poziomu gwarancji oraz terminu wypłaty, 2009/14/WE.

IADI international deposit insurance survey 2008, www.iadi.org/Research

Systemy Gwarantowania Depozytów w Polsce i na Świecie, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005.

Turkish Law on Bank Deposit Guarantee: www.tmsf.org.tr/kanunlar.en

Recenzje

*Jolanta Szolno-Koguc**

Marcin Wiśniewski
Ocena zdolności kredytowej gminy
Wyd. Difin, Warszawa 2011

1. Uwagi ogólne i ocena wyboru tematu

Podjęta w recenzowanej monografii problematyka badawcza zasługuje na szczególną uwagę zarówno ze względu na walory merytoryczne, jak i wyjątkową aktualność oraz szczególną przydatność praktyczną. Ograniczona wydajność dochodów budżetów jednostek samorządu terytorialnego z jednej strony, z drugiej zaś rosnące wciąż potrzeby wydatkowe, zwłaszcza w kontekście realizowanych w ostatnich latach inwestycji infrastrukturalnych, zmuszają gminy, powiaty, jak i województwa do sięgania po zwrotne źródła finansowania. Zwłaszcza w przypadku gmin, jako podstawowych jednostek samorządu terytorialnego, wielość i różnorodność przypisanych ustawowo zadań wymaga szukania zewnętrznego, pozabudżetowego wsparcia. Regulacja ustawy o finansach publicznych daje gminom możliwość zadłużania się poprzez emitowanie komunalnych papierów wartościowych, zaciąganie kredytów i pożyczek. Korzystanie przez gminy ze zwrotnego finansowania wymaga uprzedniego zbadania jej zdolności kredytowej, oceny realnych szans spłaty wnioskowanego długu wraz z należnymi odsetkami. Ponieważ większość zobowiązań dłużnych gmin ma postać kredytów bankowych, jak również banki stanowią zasadniczą grupę nabywającą obligacje komunalne, są zasadniczymi podmiotami dokonującymi oceny zdolności kredytowej gmin. Oceny dokonują także agencje ratingowe. Badanie wiarygodności kredytowej jest ważne także dla samej jednostki

* Jolanta Szolno-Koguc jest profesorem w Katedrze Finansów Publicznych Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Marii Curie Skłodowskiej w Lublinie.

samorządu terytorialnego i jej organów: zarówno stanowiących, jak i zarządzających. Problemy całego sektora finansów publicznych wymuszają działania, jeśli nie ograniczające (te utrudniłyby bowiem skuteczną absorpcję środków europejskich i kontynuację realizacji wielu istotnych inwestycji infrastrukturalnych), to na pewno optymalizujące zadłużenie sektora samorządowego w kontekście weryfikacji możliwości terminowej spłaty zobowiązań.

Dlatego ważne poznawczo i aplikacyjnie zagadnienie stanowi konstrukcja miernika zdolności kredytowej, służącego obiektywnej i niezależnej ocenie dokonywanej zarówno przez instytucje udostępniające środki kapitałowe, jak i same jednostki samorządu terytorialnego. Cel taki przyjął autor publikacji, podejmując udaną próbę budowy syntetycznego wskaźnika, opierając się na wyznacznikach sytuacji finansowej przyjętych do badania jednostek, wykorzystując wybrane metody wielowymiarowej analizy porównawczej, pozwalające na odpowiednią agregację wielu czynników.

2. Ocena konstrukcji

Publikacja, obejmująca 240 stron, składa się ze wstępu, sześciu rozdziałów merytorycznych oraz zakończenia. Rozdział pierwszy ma charakter ogólnego wprowadzenia, uwzględniającego prawnofinansowe podstawy funkcjonowania gmin w Polsce, z wyeksponowaniem problemu zadłużenia samorządu gminnego. Rozdziały drugi i trzeci przedstawiają problematykę zdolności kredytowej w aspekcie ryzyka kredytowego i aktywnego nim zarządzania. Autor odnosi się do roli i znaczenia w procesie dokonywania oceny wiarygodności kredytowej zarówno agencji ratingowych, jak i banków. Na tym tle została zaprezentowana specyfika ryzyka w działalności jednostek samorządu terytorialnego, czynników wpływających na ich zdolność i wiarygodność kredytową.

Najciekawszą częścią monografii są trzy ostatnie, empiryczne rozdziały, w których autor prezentuje rezultaty swoich badań. Rozdział czwarty zawiera założenia metodologiczne co do istotności określonych determinant zdolności kredytowej gminy. Na bazie wskazanych zmiennych diagnostycznych, w rozdziale piątym autor zaproponował trzy warianty syntetyzującego miernika zdolności kredytowej, dodatkowo przeprowadzając badania empiryczne, zmierzające do optymalizacji przypisanych poszczególnym zmiennym wag. W rozdziale szóstym zaproponowane miary zdolności kredytowej zostały poddane weryfikacji poprzez zastosowanie do oceny wszystkich gmin i miast na prawach powiatu w Polsce, w konsekwencji ich rankingu.

3. Ocena metodyczna i merytoryczna

Podejmując generalną ocenę wartości naukowej monografii, pragnę podkreślić, że jest to w pełni oryginalne opracowanie naukowe, przemyślane i dobrze przygotowane, o dużym zasobie wiedzy teoretycznej, o znacznej wartości informacyjnej, ale i aplikacyjnej. Do głównych jej walorów, zasługujących na szczególne wyróżnienie, zaliczam:

- ❖ po pierwsze – udany metodycznie i poznawczo twórczy wysiłek ukierunkowany na przeprowadzenie badań nad istotą, zakresem i determinantami zdolności kredytowej gminy jako podstawowej jednostki samorządu terytorialnego,
- ❖ po drugie – skrupulatną i konsekwentną weryfikację sformułowanych założeń badawczych,
- ❖ po trzecie – stworzenie metodyki pomiaru i oceny czynników wpływających na wiarygodność kredytową gminy, poprzez zaproponowaną konstrukcję miernika zdolności kredytowej,
- ❖ po czwarte – potwierdzenie wynikami własnych badań empirycznych i analiz porównawczych przydatności praktycznej wygenerowanego modelu syntetycznej oceny ryzyka kredytowego związanego z finansowaniem gmin.

Przeprowadzone przez autora rozważania mają charakter studiów teoretyczno-poznawczych. Oparte zostały na trzech głównych kategoriach źródeł: obszernej literaturze przedmiotu, licznych aktach normatywnych, materiałach źródłowych podmiotów oceniających zdolność kredytową jednostek samorządu terytorialnego, w tym agencji ratingowych i firm doradczych, oraz zbiorach danych statystycznych (m.in. resortu finansów). Dobór materiałów i zastosowane metody badawcze należy uznać za w pełni adekwatne do przyjętego w pracy ambitnego zadania badawczego. Zaprezentowane w pracy umiejętności znakomicie świadczą o uzdolnieniach Pana dr. Marcina Wiśniewskiego jako wszechstronnego, dojrzałego badacza naukowego.

4. Strona formalna

Monografia została przygotowana z zachowaniem koniecznych wymogów formalnych. Omawiane zagadnienia są przedstawione w sposób w miarę przejrzysty i przystępny, z zachowaną logiką kolejnych wywodów i poprawną argumentacją. Rozważania dopełniają opracowane na podstawie wyników badań i danych statystycznych rozbudowane tabele (39), wykresy (13) oraz mapy tzw. cieniowane (6). Tekst uzupełniają dobrze opracowane przypisy do odpowiednich pozycji bibliograficznych, oraz odnośniki komentujące i rozszerzające.

5. Wnioski końcowe

Reasumując, recenzowana monografia jest w pełni udaną próbą rozwiązania istotnego z punktu widzenia teorii i aktualnego poznawczo problemu naukowego, porządkuje i systematyzuje materię badania i oceny zdolności jednostek samorządu terytorialnego do zaciągania zobowiązań, za sprawą wysokiego poziomu intelektualnego rozważań – inspiruje do refleksji i dyskusji naukowej. Bez wątplenia stanowi cenną i oryginalną pozycję, która z pewnością będzie szeroko wykorzystywana jako materiał uzupełniający dla potrzeb dydaktyki akademickiej w obszarze finansów samorządowych, jak również źródło inspiracji badawczej dla potrzeb seminariów dyplomowych i magisterskich. Wielopłaszczyznowe ujęcie łączące aspekty teoretyczne, regulacyjne i praktyczne analizy ryzyka kredytowego, oceny czynników je determinujących, a zwłaszcza konkretna propozycja metodologiczna pomiaru zdolności kredytowej gminy, w sposób jednoznaczny przesądza o walorach dzieła, które powinno być także atrakcyjną lekturą dla praktyków bankowych.

*Stanisław Ryszard Domański**

Paul H. Dembiński
Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu
Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa 2011
s. 201, plus załączniki s. 26

Sposób wywodu Paula H. Dembińskiego, prezentowany w książce *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*, przypomina piśmiennictwo J.K. Galbraitha oraz naszego wielkiego Edwarda Lipińskiego i umieszcza ją w nurcie ekonomii politycznej, gdzie biegłość autora jako ekonomisty nakłada się, albo lepiej, przenika, rozważania szerszego tła socjologicznego, historycznego, tudzież filozoficznego i psychologicznego, na których rozgrywają się przemiany gospodarki światowej i jej ewolucja od dominacji procesów realnych – i siłą rzeczy dominacji niosących je klas i grup interesów – do dominacji finansów i, znowu siłą rzeczy, dominacji niosących je warstw i grup społecznych. Tu pragnę powtórzyć, że Paul Dembiński posługuje się językiem właśnie ekonomisty, a nie *socjologa, filozofa, historyka (a raczej historiozofa) i finansisty*, jak sugeruje w swojej recenzji znany publicysta W. Gadomski z „Gazety Wyborczej”. Prezentowana w książce wizja ewolucji gospodarki światowej realizowała się najpierw w najwyżej rozwiniętych krajach Ameryki Północnej i Europy Zachodniej i potem rozlewała na resztę globu. Demonstrowała się ona w dwóch trzydziestoletnich „cyklach społeczno-gospodarczych”. Pierwszym *chwalebny trzdziestolecie*, albo *złoty wiek kapitalizmu*, trwającym od zakończenia II Wojny Światowej do załamania systemu z Breton Woods, i drugim, obejmującym mniej więcej lata 1975–2007, dla którego Paul Dembiński rezerwuje nazwę *trzdziesiątolecie euforyczne*. Ten drugi okres jest wyjątkowy,

* Stanisław Ryszard Domański jest profesorem Katedry Polityki Pieniężnej w Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.

jak pisze autor: „nie za sprawą wzrostu ekonomicznego, który po prawdzie był raczej przeciętny, ale coraz bardziej euforycznego zaślepienia ideą społeczeństwa zbudowanego na bazie ekonomii, kiedy to nastąpił spadek zaufania do polityków, a upadek muru berlińskiego dowodził, jak wielu sądziło, »że siły wolnego rynku są jedyną instytucją społeczną zdolną do zapewnienia szczęścia – tak zbiorowego, jak i indywidualnego«”.

Tutaj musimy poczynić dwie dygresje – po pierwsze wyodrębnienie w obrazie świata dwu nakładających się części – procesów realnych i zjawisk finansowych nie jest tożsame z kornaïowskim podziałem świata na „sferę realną” i „sferę regulacji”, gdyż finanse w gruncie rzeczy należą do tej pierwszej. Wyodrębnienie takie ma pomóc jedynie w uchwyceniu zjawiska finansjalizacji, polegającego jakby na coraz szerszym wsiąkaniu zależności finansowych w procesy realne, czego efektem z jednej strony jest zmiana wykorzystania powstającej tam nadwyżki ekonomicznej, a z drugiej specyficzna ciągła fragmentyzacja i rozrywanie ciągów realnych zależności i trwałych związków oraz przeobrażanie się ich – w imię efektywności ekonomicznej – w doraźne kontrakty i transakcje. Dembiński stwierdza, że relacje stanowiące o stabilności struktur ekonomicznych i poczuciu bezpieczeństwa zaczęły być zamieniane, lub wypierane, przez transakcje, których pewność i skuteczność wynika z samego faktu, że zostały zawarte. To tak jakby smithowski wewnętrzny podział pracy w fabryce gwoździ przerodził się teraz w rozdrabnianie związków, do tej pory stałych, w doraźne kontrakty, które czynią procesy realne tańszymi, a ryzyko z nimi związane rozpraszają. Niejako „zarobienie”, albo „oszczędność” na niemalże każdej z czynności składających się na funkcjonowanie instytucji, organizacji czy firmy staje się istotą działań i strategii menedżerskich ukierunkowanych na efektywność ekonomiczną. W efekcie – żeby posłużyć się żartobliwą przenośnią – znana od lat wszystkim „pani woźna”, stanowiąca o tożsamości np. szkoły i tylko tu zatrudniona, zostaje, w wyniku tego swoistego głębokiego wciskania się logiki finansowej w relacje realne i idącego w ślad za tym outsourcingu, zastąpiona przez pracownika firmy sprzątajacej, który ma do obsłużenia w zakresie przypadłych mu zadań kilka firm w ciągu dnia pracy i w każdej chwili może być zastąpiony przez każdego innego to samo umiejacego, gdyby jemu coś się przydarzyło. Obniża się ryzyko nieutrzymania czystości i obniża się koszt zapobiegania temu ryzyku, normalnie ponoszony np. w postaci „rezerwy zatrudnienia na wszelki wypadek”. Ten sam mechanizm obniżki kosztów, zapobiegania niepewności i rozpraszania ryzyka oraz „wyciskania efektywności finansowej z każdej czynności” leży u podstaw szerokiej gamy zjawisk – od „umów śmieciowych” przerzucających ryzyko zakłóceń z pracodawcy na pracobiorcę, do fuzji i przejęć. Stanowi też o rozlewaniu się korporacji transnarodowych, zwłaszcza banków, na cały glob. „Przepuszczenie” działalności przez pryzmat rachunku finansowego z jednej strony pomaga lepiej zrozumieć rzeczywistość, choćby przez zwykłe jej uporządkowanie, z drugiej i przez to samo oddziaływać na nią. Ta racjonalność – pisze Dembiński – staje

się zasadą organizacyjną systemu społecznego wyartykułowaną i wspieraną przez *zbiór zasad, technik profesjonalnych, podbudowanych rozwiązaniami prawnymi i instytucjonalnymi* i tworzy podstawę i uzasadnienie ludzkich działań i decyzji. Działa społeczno-ekonomiczne sprzężenie zwrotne „kumulujące” – gdyż z kolei te zasady, techniki i instytucje wzmacniają siłę racjonalności i zwiększają jej wpływ na ludzkie zachowania.

W powyższym syntetycznym wywodzie przedstawiliśmy istotę naukowego odkrycia spontanicznego mechanizmu, któremu jego autor nadał imię finansjalizacja gospodarki. W jego efekcie „podwójne przejście od używania systemu finansowego za sprawą racjonalności, do używania systemu finansowego za sprawą wzorca zachowań, a następnie do używania systemu finansowego w myśl zasady organizującej społeczeństwo, prowadzi do daleko idących psychologicznych, społecznych, ekonomicznych i politycznych zmian” (s. 19/20). Zasada organizacyjna nie jest kategorią abstrakcyjną, staje się ona socjologicznie dostrzegana od chwili, kiedy pewna grupa społeczna przyjmuje dany wzorzec zachowań czy też „racjonalność”, utożsamia go ze swoim etosem i stosuje w praktyce. Doktryna rozprzestrzenia się na wszystkie strony świata i *nawet rządy lewicowe* widzą osobiste korzyści z fali liberalizacji i prywatyzacji, a wraz z nią w głębokiej reorientacji roli państwa w społeczeństwie i gospodarce, szczególnie w dziedzinie redystrybucji zasobów i ryzyka, w tym ryzyka ekonomicznego. W parze z tym szły *niezaprzeczalne osiągnięcia zachodniej ekonomii: inflacja pod kontrolą, rosnąca wydajność, deficyty w ryzach*.

Patrząc z perspektywy polskiej myśli społeczno-ekonomicznej, widzimy, że Paul Dembiński odkrywa i ujawnia coś na kształt działania w praktyce, znanej w Polsce teorii profesora Rainki „klas niosących rozwój” na danym etapie historii ludzkości. Oto może nie wszyscy – ale liczni, z niżej podpisanym włącznie, dali oczarować się jakąś immanentną duchową uczciwością banków, a ekspansja całego sektora finansowego była postrzegana jako kolejny dowód funkcjonowania dialektycznych praw rozwoju społeczno-gospodarczego – zmodyfikowanych właśnie przez Rainkę – gdzie poszczególne klasy społeczne (jak u Hegla kolejne narody) ciągną rozwój i postęp. Wtedy na określonych „odcinkach” rozwoju ich wąski, warstwowy, grupowy interes jest zgodny z „interese ogólnospołecznym”. Marks ten interes wiązał na stałe z interesem klasy robotniczej, a Rainko dopuszczał – przynajmniej *implicite* – że na pewnym odcinku może być to interes chłopstwa, potem burżuazji, potem robotników, potem „menedżerów” (przypomnijmy *Kapitalizm menedżerski* Elżbiety Domańskiej). Wreszcie w latach „euforycznego 30-lecia” – 1975–2007 – był to interes akcjonariusza, maklera giełdowego i bankowca. Wypełnianie i tworzenie przez te poszczególne klasy praw kolejno uprzywilejowujących się albo wprost (np. w systemie podatkowym nie obciążającym transakcji finansowych), albo przez zniesienie dawnych przywilejów, dla przechwycenia dla siebie nadwyżki zagwarantowanej w nich dla kogo innego jest – na dany historyczny moment i fazę rozwoju – zgodne z interesem rozwoju gospodarczego i postępu, a więc z interesem ogólnonarodo-

wym. Tak więc pod koniec XX i na początku XXI w. klasą tą i sektorem, ciągnącym rozwój w skali kraju, a jeszcze bardziej w skali świata, stał się w sposób najwidoczniejszy sektor finansowy i finansjera – bo właśnie poprzez finanse dokonuje się integracja i wzrost oraz znoszenie barier ruchliwości i mobilności czynników – więc ich interes to interes ogólnonarodowy każdego narodu i gospodarki.

Podaliśmy wyżej rdzeń rozumowania Paula Dembińskiego i jego filozofię wywodu, który rozwija w kolejnych częściach, rozdziałach i punktach swojej pracy, przywołując kolejno arystotelesowskie przyczyny finansjalizacji: materialną (potężne siły historii), sprawczą (aktorzy rynkowi i instytucje), celową (wyobrażenia i wizje inspirujące tworzące etos działań).

Potężne siły historii Dembiński opisuje od powstania systemu z Bretton Woods, wypracowanego jako następstwo II Wojny Światowej z pamięcią Wielkiego Kryzysu lat 30., a opartego na stałych kursach wymiany walut i postępującym znoszeniu barier handlowych, do jego załamania i powstania systemu elastycznych kursów walutowych. W tej części wywodu można by autorowi zarzucić przywiązanie do schematycznego zarzutu o nadmiernej emisji dolara, a właściwie eurodolara kreowanego kredytem na rynku poza USA, *ponieważ żaden bank centralny nie miał wpływu ani na operacje walutowe banków krajowych, ani na operacje banków zagranicznych posadowionych w kraju w walucie krajowej*. Tymczasem to raczej potężne procesy w sferze realnej z postępem technicznym różnej natury i różnicowanie jego tempa w różnych krajach stanowiły z jednej strony nieuchronnie o wzroście popytu na pieniądź, a z drugiej o rozsadzaniu stabilności kursów, czego trwałym wyrazem była ciągła aprecjacja marki niemieckiej – wpływająca zresztą tonizująco na dominację Niemiec w eksporcie światowym.

„Przyczyna sprawcza” finansjalizacji to rynek i jego gracze. Sam rynek wyewoluował od rynku rzeczywistych towarów i usług do finansowego, gdzie transakcje odnoszą się do tego co niematerialne: „do obietnic i zobowiązań” mających przy tym realizować marzenie o „doskonałej efektywności”. Aby marzenie to mogło być realizowane, uczestnicy muszą wierzyć, że system oparty na dobrowolnej wymianie jest przejrzysty i sprawiedliwy. I tu pojawiają się lęki: „o fałszerstwa”, o płynność, o „jakość” cen, psutą przez transakcje podejmowane przez wielkich graczy poza rynkiem równoznaczne z usuwaniem części informacji na temat popytu i podaży, a stąd psuciem informacyjnej funkcji cen. Ucieczka przed ryzykiem, będącym źródłem tych lęków, prowadzi do rozwoju rynku ubezpieczeniowego i reasekuracyjnego, dodaje bodźców do dalszej finansjalizacji instytucji, firm, organizacji i zwykłych ludzi. Ci ostatni są wciągani w system przez miraż kapitałowych systemów emerytalnych, które pociągają za sobą automatycznie wzmożone wykorzystanie aktywów finansowych, a więc także transakcji i rynków finansowych. A to z kolei daje asumpt do rozwoju rynku i usług zarządzania kapitałowego – *assets management* – i powstawania „ogromnych silosów” oszczędnościowych, gromadzących kapitały funduszy ubezpieczeniowych i emerytalnych (jak np. LTCM w USA). Zasoby na-

gromadzonych oszczędności muszą być dostępne w przewidywalnych terminach i dlatego najważniejsza staje się płynność nagromadzonych oszczędności. Wymóg płynności sprawia, że „oszczędności przestają być »inwestowane« w klasycznym sensie i zaczynają być lokowane na rynkach finansowych po prostu, by generować możliwie najwyższą stopę zwrotu z kapitału finansowego. Zmienia się wraz z tym »racja bytu ekonomii« – z zaspokojenia jak największej części potrzeb z użyciem ograniczonych zasobów na poszukiwanie sposobów na maksymalizację wartości kapitału przy danym poziomie ryzyka. Nowy etos ekonomii powoduje, że efektywność finansowa jest uzyskiwana na samych finansach, gdzie za ruchami strumieni finansowych i realnymi przepływami nadwyżek ekonomicznych z ich sald nie kryją się już żadne, albo prawie żadne, ruchy kategorii realnych.

Paradygmat efektywności finansowej przenosi się do sfery realnej w ten sposób, że zmieniają się kryteria wyboru w skali mikro z tradycyjnej maksymalizacji zysku na pomnażanie wartości dla akcjonariusza i towarzyszącą temu orientację na ROE, jako miarę efektywności operacyjnej. Skutek długofalowy jest taki – choć Dembiński tego *explicite* nie wyraża, ale wymienia cechy charakterystyczne – gospodarka globalna znajduje swój punkt równowagi poniżej potencjału wyznaczonego maksymalizacją zysku, a mianowicie przesuwają się w kierunku „optimum technicznego” (minimum kosztów przeciętnych) ze wszystkimi tego konsekwencjami dla wielkości zatrudnienia, wielkości inwestycji, a także dla pojawienia się nowych strategii marketingowych, polegających na uczynieniu samych klientów aktywami firmy dzięki zmanipulowanemu ich powiązaniu trwale z firmą.

Świat oparty na paradygmacie efektywności finansowej jest wrażliwy na ułomności ludzkie – system może działać, gdy doradcy i wielcy pośrednicy finansowi w konkurencji między zadaniem generowania dużej liczby transakcji, które przyniosą im dochód z prowizji, a interesem klienta, odczuwają hamulec działań własnych w postaci uczciwości. System działa, gdy obiega informacja prawdziwa i gdy rynek jest swoistym dobrem wspólnym, a – zdaniem Paula Dembińskiego: „Światopogląd oparty na etosie efektywności nie pozostawia miejsca na koncepcje dobra wspólnego, na wkład każdej jednostki w harmonie wspólnoty”. Wtedy też przez powstawanie zakłóceń powodowanych przez megagraczy już nie tyle za dużych, by upaść (jak LTCM w 1998 r.), co za dużych, by dały się naprawić, wyłania się swoiste dialektyczne zaprzeczenie nośności idei finansjalizacji, która zrodziła się jako tendencja i proces mający sprzyjać pomnażaniu dobrobytu siłami samego samoregulującego się rynku. Oto bowiem okazuje się, że lęki graczy „o płynność rynku”, „o ceny i ich jakość”, realizują się w faktycznych ciągach zachowań, gdzie rozpraszenie ryzyka indywidualnych graczy wciąga w pułapkę całe gospodarki, z których ratunek wiedzie drogą interwencji państwa, ryzykującego wkłady swoich obywateli płacących podatki. Okazuje się, że system nie chce dobrze pracować bez polityków, którzy jednak – wbrew propagandzie lobbystów – mają pilnować trwałych wartości, w imię których zostali obdarzeni funkcjami z wyboru społecznego, a nie grać jedynie rolę

stróża nocnego. Tyle, że trzeba czekać aż ujawnią się spontaniczne nierównowagi dezorganizujące mechanizm gospodarczy, tak jak pomruki kryzysu z lat 1997/1998 i jego pełny wybuch po 2007 r.

Taką pointę wraz z postulatem poszukiwania sensu, dla którego człowiek żyje i wybiera życie łącznie z wzorcem konsumpcji (i łącznie z mimochodem wymienionym imieniem Boga, który przywraca proporcję rzeczy), można wyłuskać z ostatnich paragrafów książki. Paul Dembiński proponuje zwolnienie tempa życia, co nie jest odosobnionym dążeniem, choć – zaznaczmy żartobliwie – przywołanie modelu życia w jednej z algierskich oaz na Saharze wydaje się wzorcem zbyt wymagającym.

Opór trzeba kierować *przede wszystkim przeciw ambicjom zmonopolizowania przez etos efektywności sensu*. Dla sensu najważniejszą sprawą jest określenie celów. „Nie chodzi o to – stwierdza Dembiński – by uczynić finansjalizację bardziej moralną, ale podporządkować ją celom, które zawierają w sobie szacunek dla ludzkiej natury i godności”. Tego rodzaju wezwanie przenosi nas ze świata ekonomii już nie tyle w świat polityki, co filozofii człowieka i teologii, do czego już trzeba innych i „grubszych książek” – ale Paul Dembiński przypomina na koniec parę przedsięwzięć z dziedziny ekonomii, które trochę mogłyby przywrócić ład. Pierwszym ogólnym postulatem jest wspieranie trwałych relacji kosztem transakcji, a do tego droga wiedzie poprzez opodatkowanie transakcji finansowych. Przypomnę, oryginał książki został ukończony w lecie 2007 r., kiedy jeszcze taka myśl nie stała otwarcie na wokandzie polityki światowej. Trwałość relacji to również rozwiązania *corporate governance*, w tym sposoby zatrudniania i wynagradzania. Dalej wyzwolenie się ze swoistego szoku zabezpieczenia przed przyszłością, który paraliżuje myślenie o tym, co tu i teraz, a także więzi bezproduktywnie ogromne oszczędności w „silosach”, jako zabezpieczenie finansowe na przyszłość, gdy niedostatek inwestycji realnych tu i teraz podcina realność przyszłych dochodów z finansów, bo przykucie terażniejszości do sztucznej przyszłości zbudowanej na umowach finansowych *sprowadza się do budowania przyszłości kłamliwej, której jedyne zadanie polega na utrzymywaniu fasady*.

Książka Paula Dembińskiego jest znakomitą syntezą sposobu funkcjonowania współczesnego światowego systemu społeczno-gospodarczego i motorów rozwoju gospodarczego ostatniego 60-lecia. Język autora jest humanistyczny, rozumowanie ekonomiczne i ścisłe, a wartość książki dla czytelnika polskiego polega nie tylko na tym, że wyzwala z zachwyty nad gospodarką, która nie odwołuje się do wartości, ale i na tym – tu mówię może przede wszystkim za siebie uwiedzionego literaturą anglosaską z jej analitycznym zacięciem opisu zależności technicznych – że przybliży piśmiennictwo z francuskojęzycznego obszaru Europy, zepchniętego do drugiego szeregu zainteresowania w dydaktyce i badaniach.

Na koniec muszę autorowi wytknąć drobną nieścisłość, dlatego że wiem z pewnością, *jak było naprawdę*. Mianowicie w ramce *Zbyt duży by upaść? Long Term Capital Management 1998–1999* na str. 60, autor wśród partnerów LTCM wymie-

nia Mertona Millera (Nobel 1990) zamiast Roberta C. Mertona, noblistę w istocie z 1997 r. (razem z B. Scholsem) i w pewnym sensie wlicza go do osób odpowiedzialnych za ratowanie Funduszu rządowymi pieniędzmi podatnika. Otóż tak się składa, że dokładnie w czasie gdy decyzje w tej kwestii zapadały w USA, profesor Merton Miller gościł jako *keynote speaker* na międzynarodowej konferencji *Global Financial Markets Equilibrium*, zorganizowanej przez Katedrę Teorii Kapitału SGH (której byłem założycielem i kierownikiem) oraz Wyższą Szkołę Handlu i Finansów Międzynarodowych im Fr. Skarbka w Warszawie, której wtedy rektorowałem w październiku 1998 r., i grzmiał „Do not save them. Jak ich uratujecie, otworzycie drogę do nieporównywalnie większej skali pokusy nadużycia. Dziś straty pójdą w dziesiątki czy setki miliardów, a następnym będą to biliony. Jak nie upadną, to się nie nauczą rozumu”. Profesor Merton Miller nie dożył ani spełnienia swojej przepowiedni, ani wydania pokonferencyjnych *proceedings*, które ciągle w formie nie „stranskryptowanych” zapisów magnetofonowych przechowuję w biurku, niczym Telimena.