

Wpływ dyscypliny regulacyjnej na dyscyplinę rynkową w bankowości

Krzysztof Jackowicz

Ze względu na postępy procesów konsolidacyjnych banków, rozszerzanie się geograficznego i produktowego zakresu ich działania, wzrost złożoności i różnorodności instrumentów finansowych emitowanych i nabywanych przez banki oraz coraz wyraźniejszą niewystarczalność, z natury rzeczy statycznych, mechanizmów dyscypliny regulacyjnej, zwłaszcza w okresach kryzysowych, podejmowane są coraz liczniejsze i szerzej zakrojone próby wzmocnienia dyscypliny rynkowej w bankowości. W niemal wszystkich państwach nie oznaczają one rezygnacji z wykorzystania i doskonalenia narzędzi dyscypliny regulacyjnej. Sprawia to, że stajemy w obliczu trwałego współistnienia regulacyjnych i rynkowych mechanizmów dyscyplinujących. Wspomniane współistnienie powoduje powstanie obszarów wzajemnego oddziaływania. Prezentowany artykuł poświęcony jest identyfikacji i omówieniu, na podstawie referowanych w literaturze przedmiotu rezultatów badań empirycznych, tych sfer, w których dyscyplina regulacyjna wpływa na rynkową. Stopień uniwersalności otrzymanych tą drogą wniosków ogranicza fakt, że zdecydowana większość badań traktujących o dyscyplinie rynkowej została przeprowadzona dla danych z rynku amerykańskiego.

Artykuł składa się z pięciu części. W pierwszej przedstawiono najważniejsze definicje. Druga przynosi omówienie wpływu działań nadzoru na zawartość sprawozdań finansowych banków. Rozważania o znaczeniu ocen nadzorczych i oddziaływania regulacyjnego dla kapitałodawców znalazły się w kolejnym fragmencie opracowania. Problem wpływu dyscypliny re-

gulacyjnej na możliwości dyscyplinowania banków przez podmioty sektora prywatnego i sposób monitorowania przez nie banków jest ukazany w podpunkcie czwartym. Ostatnia, piąta część artykułu ma charakter podsumowujący.

Definicja dyscypliny regulacyjnej i rynkowej

W pierwszej części artykułu, zgodnie z powyższymi zaповідziami, wprowadza się definicje dwóch rodzajów dyscypliny, której poddane są współczesne banki. Dokonano też rozróżnienia między modelami dyscypliny rynkowej.

Cechą wspólną **dyscypliny regulacyjnej i rynkowej** jest to, że obie obejmują **dwa** podstawowe **składniki**: **monitorowanie** – oznaczające zdolność do oceny sytuacji banku i generowania na tej podstawie odpowiednich sygnałów, oraz **wywieranie wpływu** (oddziaływanie) – sprowadzające się do zdolności zainteresowanych podmiotów do współkształtowania decyzji kierownictw banków¹. **Różnice** dzielące **dyscyplinę regulacyjną i rynkową** dotyczą: podmiotów spełniających funkcje monitorowania i wywierania wpływu, podstaw prawnych i ekonomicznych podejmowanych przez nie

¹ W odniesieniu do dyscypliny regulacyjnej zob.: M.J. Flannery: *The Faces of "Market Discipline"*. „Journal of Financial Services Research”, Vol. 20, No. 2/3, October-December 2001, s. 107-119, a zwłaszcza 109-110; R.R. Bliss, M.J. Flannery: *Market Discipline in the Governance of U.S. Bank Holding Companies: Monitoring vs. Influencing*. Working Paper Series, Federal Reserve Bank of Chicago, March 2000, s. 2.

działań, źródeł informacji wykorzystywanych w procesie monitorowania oraz będącego do dyspozycji tych podmiotów arsenału środków nacisku na menedżerów.

W przypadku **dyscypliny regulacyjnej** podmiotami aktywnymi są banki centralne, instytucje nadzoru oraz instytucje ubezpieczenia depozytów. Sposób ich działania wyznaczają przepisy regulujące działanie systemu bankowego, wśród których najistotniejszą rolę odgrywają: normy ostrożnościowe, zasady licencjonowania, restrukturyzacji i likwidacji banków oraz zasady prowadzenia polityki konkurencji i kształtowania struktury własnościowej sektora bankowego. Monitorowanie w ramach dyscypliny regulacyjnej odbywa się zarówno na podstawie informacji publicznie dostępnej, jak i prywatnej, zdobywanej w drodze inspekcjonowania banków lub nakładania na nie obowiązku składania poufnych raportów. Podmioty odpowiedzialne za wprowadzanie dyscypliny regulacyjnej dysponują bezpośrednimi, administracyjnymi narzędziami oddziaływania na: menedżerów bankowych, stosowane przez nich praktyki zarządcze, jak też skalę działania banku i jego profil ryzyka.

Na **dyscyplinę rynkową** składają się natomiast działania kapitałodawców bankowych, audytorów, agencji ratingowych oraz tych kapitałobiorców, którzy są zainteresowani utrzymaniem długookresowych relacji z bankiem. Podstawą podejmowanych kroków przez te podmioty są prywatne umowy zawarte bezpośrednio z bankiem lub podmiotami zagrożonymi ryzykiem występującym w jego działalności. Monitorowanie dokonywane jest zasadniczo przy wykorzystaniu publicznie dostępnych źródeł informacji. Oddziaływanie na kierownictwa banków odbywa się pośrednio, poprzez wpływanie na koszt finansowania, dostępność kapitałów, wolumen zawieranych z bankiem transakcji, oraz bezpośrednio: za pomocą rynku pracy menedżerów, wrogich przejęć, działań dużych akcjonariuszy i ich reprezentantów.

Granice dyscypliny regulacyjnej i rynkowej nie zawsze są jednakowo zakreślane w literaturze przedmiotu. M.J. Flannery w fundamentalnym dla definicji pojęć z zakresu dyscypliny rynkowej artykule z 2001 r. zalicza do niej działania podejmowane przez władze nadzorcze na podstawie informacji rynkowych². Pod adresem tak szerokiego rozumienia dyscypliny rynkowej pojawiają się głosy krytyczne. Przykładowo, Fiona C. Maclachlan sprzeciwia się objęciu wykorzystania rynkowej informacji w celu podejmowania dyskrecjonalnych działań nadzorczych mianem dyscypliny rynkowej. Jest ona zdania, że o dyscyplinie rynkowej można mówić tylko wtedy, gdy istnieją z góry określone zasady wykorzystania informacji pochodzącej z rynku³.

Jeszcze bardziej rygorystyczne stanowisko prezentuje R.R. Bliss, który stwierdza, że wszelkie działania regulacyjne podjęte wskutek pojawienia rynkowych sygnałów nie należą do dyscypliny rynkowej. Wykorzystują bowiem rynkowe monitorowanie, ale już nie rynkowe oddziaływanie. Te dwa elementy dyscypliny rynkowej są zaś, jego zdaniem, nierozłączne, jako że ostatecznym celem dyscypliny rynkowej nie jest monitorowanie, ale właśnie oddziaływanie na decyzje menedżerów⁴. W tej pracy, głównie ze względu na przejrzystość dalszego rozumowania, przyjmijmy wąskie, intuicyjne rozumienie dyscypliny rynkowej.

Dyscyplina rynkowa w zdecydowanej większości krajów, jak już wspominaliśmy, występuje obok dyscypliny regulacyjnej. W takim przypadku będziemy mówić o modelu **wspomagającej dyscypliny rynkowej**. Sytuację, w której dyscyplina rynkowa jest jedynym narzędziem zapewnienia bezpieczeństwa banków i całego systemu, będziemy określać z kolei mianem modelu **czystej dyscypliny rynkowej**. Rozwiązania najbliższe modelowi czystej dyscypliny rynkowej przyjęła w ostatnich latach Nowa Zelandia⁵. Jako że tematem artykułu jest wpływ dyscypliny regulacyjnej na rynkową, w polu naszego zainteresowania leży wyłącznie model wspomagającej dyscypliny rynkowej.

Wpływ działań nadzoru na treść sprawozdań finansowych

Badania nad wpływem działań nadzoru, a w szczególności inspekcji na miejscu, na zawartość sprawozdań finansowych prowadzone są w kilku kierunkach. Po pierwsze rozstrzyga się, czy rzeczywiście takie oddziaływanie nadzoru występuje. Po drugie określa się jego kierunek, a zwłaszcza weryfikuje tezę, że inspekcje sprzyjają ujawnianiu niekorzystnych danych o efektach gospodarowania banków. Po trzecie analizuje się, czy wprowadzone korekty do sprawozdań finansowych są istotne z punktu widzenia uczestników rynków finansowych. Obecność drugiego i trzeciego obszaru dociekań sugeruje oczywiście, że odpowiedź na pytanie o istnienie wpływu nadzoru na treść sprawozdań finansowych jest twierdząca. Zaprezentowana kolejność zagadnień badawczych wyznacza także ogólne zasady uporządkowania referowanych w tym podpunkcie pozycji literatury przedmiotu.

Efekty inspekcji dokonanych przez władze nadzoru bankowego mogą znaleźć odzwierciedlenie zarówno w postaci korekt już opublikowanych sprawozdań, jak też w raportach bieżących - obejmujących czas przepro-

⁴ Zob. R.R. Bliss: *Market Discipline and Subordinated Debt: a Review of Some Salient Issues*. "Economic Perspectives", Federal Reserve Bank of Chicago, Vol. 25, No. 1, First Quarter 2001, s. 25, 41.

⁵ Szerzej na ten temat zob. np. K. Jackowicz: *Nowozelandzki eksperyment z dyscypliną rynkową w bankowości*. „Bank i Kredyt” nr 2/2002, s. 31-42.

² Zob. M.J. Flannery (2001), op.cit., s. 109-110.

³ Zob. F.C. Maclachlan: *Market Discipline in Bank Regulation: Panacea or Paradox?* "Independent Review", Fall 2001, Vol. 6, s. 227-234.

wadzenia inspekcji. Przedmiotem badań były oba potencjalne kanały komunikowania uczestnikom rynków finansowych ustaleń nadzoru były przedmiotem badań. Zbiór obserwacji empirycznych związanych z pierwszym z nich jest jednak, jak się przekonamy, znacznie skromniejszy.

Unikatowej analizie charakteru i związku dokonywanych ex post rewizji sprawozdań finansowych z czasem przeprowadzenia inspekcji na miejscu dokonali Jeffery W. Gunther i Robert R. Moore⁶. Wyniki swoich dociekań ogłosili w dwóch opracowaniach, z których pierwsze pochodzi z 2000 r., a drugie jest o dwa lata późniejsze. Wspomniane publikacje mają zasadniczo ten sam temat, dlatego też omówimy je łącznie. Warto jednak w tym miejscu dla jasności dalszego toku rozumowania poświęcić nieco miejsca dzieląc je różnicom⁷. Po pierwsze, starsze badanie wykorzystywało tylko dane o bankach, którym amerykańskie instytucje nadzoru przyznały ratingi CAMEL(S): 1 i 2, oznaczające satysfakcjonującą sytuację finansową, nowsze zaś uwzględnia też podmioty zagrożone z ratingami CAMEL(S) na poziomie 3 lub gorszym⁸. Po drugie, w artykule z 2000 r. J.W. Gunther i R.R. Moore posłużyli się prostymi narzędziami statystyki opisowej; w pracy z 2002 r. instrumentarium ekonometryczne zostało z kolei poważnie rozbudowane. Wprawdzie zabieg ten nie spowodował zasadniczej zmiany rezultatów badawczych, ale pozwolił je starannie udokumentować. Po trzecie, choć w obu badaniach podstawowym przedmiotem analiz były korekty wartości odpisów na rezerwy, w nowszym z nich autorzy rozważyli też zmiany innych wskaźników finansowych pod wpływem weryfikacji sprawozdań.

Dane stanowiące podstawę obliczeń przeprowadzonych przez J.W. Gunthera i R.R. Moore'a pochodzą z rocznych raportów banków za lata 1996-1998, składanych Zarządowi Systemu Rezerwy Federalnej (Federal Reserve Board). Za nieskorygowane sprawozdania uznano te, które banki przesłały w ciągu 70 – 80 dni po zakończeniu okresu obrachunkowego. Zrewidowane dane pochodziły natomiast z raportów dostęp-

nych Systemowi Rezerwy Federalnej w maju 2000 r. Ostatecznie zgromadzono 24.519 raportów banków dysponujących na koniec okresu, za który raporty te sporządzono, ratingami nadzorczymi CAMEL(S): 1 i 2 oraz 995 raportów banków niżej ocenianych przez instytucje nadzoru.

Rezultaty dociekań J.W. Gunthera i R.R. Moore'a dotyczą zasadniczo trzech kwestii: częstości i kierunku weryfikacji sprawozdań, związku weryfikacji sprawozdań finansowych z sytuacją finansową banków i faktem poddania ich inspekcji na miejscu oraz finansowej istotności dokonanych korekt sprawozdań. Przedmiotem badań były zmiany 12 wskaźników finansowych, obrazujących: wyposażenie kapitałowe, jakość portfela kredytowego, wysokość odpisów na rezerwy, rentowność działania, strukturę majątku i źródeł finansowania. Zmienne pochodzące z bilansów zostały wyskalowane wartością majątku na koniec okresu sprawozdawczego, natomiast zawarte w rachunkach zysków i strat wyrażono w układzie względnym z pomocą średniorocznej wartości aktywów ogółem. Obserwowane przypadki korekty wskaźników finansowych zostały podzielone na 5 grup w zależności od tego, czy weryfikacja nastąpiła w banku, który w następnym roku został poddany inspekcji na miejscu, czy też nie, oraz zależnie od tego, w którym kwartale następnego okresu sprawozdawczego rozpoczęto inspekcję na miejscu. Okazało się, że **korekty niekorzystne z punktu widzenia bezpieczeństwa i efektywności działania banków stanowią zdecydowaną większość wszystkich zanotowanych zmian**. Ponadto, rewizje sprawozdań występowały najczęściej w przypadku banków poddanych inspekcji w pierwszej połowie roku następującego po okresie, za który sporządzono sprawozdanie. Dobrą ilustrację tych wniosków stanowią zaprezentowane w tabeli 1 częstości weryfikacji trzech wybranych wskaźników finansowych.

Dalszych argumentów na poparcie tezy o istotnym wpływie inspekcji na ujawnianie negatywnej informacji o sytuacji banków dostarcza badanie związku weryfikacji sprawozdań finansowych z kondycją banków. W **bankach, których rating nadzorczy obniżono w wyniku inspekcji**, zwłaszcza tych przeprowadzonych w dwóch pierwszych kwartałach następnego roku, **znacznie częściej niż w przypadku ogółu banków notuje się korekty sprawozdań świadczące o występowaniu problemów finansowych nieujawnionych w poprzednio opublikowanych raportach**. Zjawisko to jest widoczne w tabeli 2, ponownie zestawiającej dodatnie i ujemne zmiany wskaźników: sfinansowania aktywów kapitałem własnym, obciążeń z tytułu tworzenia rezerw i rentowności aktywów, tym razem w zależności od tego, czy rating banku został obniżony, a jeśli tak, to w którym kwartale.

Częstsze korekty sprawozdań finansowych w bankach, którym obniżono ocenę nadzorczą, mogą być

⁶ Zob. J.W. Gunther, R.R. Moore: *Financial Statements and Reality: Do Troubled Banks Tell All?* "Economic & Financial Review", Federal Reserve Bank of Dallas, Third Quarter, 2000, s. 30-35; J.W. Gunther, R.R. Moore: *Loss Underreporting and the Auditing Role of Bank Exams*. Symposium on *The Impact of Economic Slowdowns on Financial Institutions and Their Regulators*, Federal Reserve Bank of Boston, April 17-19, 2002.

⁷ W pracy z 2002 r. J.W. Gunther i R.R. Moore nie porównują dwóch przeprowadzonych przez siebie badań ani nawet nie wspominają o wcześniejszym z nich. Stąd też omawiane różnice są tymi, które udało się zidentyfikować na podstawie analizy obu tekstów, co nie wyklucza istnienia innych odmienności warsztatowych.

⁸ Rating CAMELS powstaje w drodze oceny banku na sześciu obszarach: adekwatności kapitałowej (*capital adequacy*), jakości aktywów (*assets quality*), menedżmentu (*management*), rentowności (*earnings*), płynności (*liquidity*) i zagrożenia rynkowymi rodzajami ryzyka bankowego (*sensitivity to market risk*). Ostatni element oceny sytuacji banków został wprowadzony od początku 1997 r. Stąd też w przypadku badania wykorzystującego dane z lat 1996-1998 zastosowano skrót CAMEL(S). Ratingi CAMEL(S) przyjmują wartości od 1 do 5.

Tabela 1. Częstość rewizji wybranych wskaźników finansowych w badaniu J.W. Gunthera i R.R. Moore'a* (w %)

Wskaźnik	charakter zmiany**	Kwartał rozpoczęcia inspekcji w następnym okresie sprawozdawczym				Banki niepoddane inspekcji
		pierwszy	drugi	trzeci	czwarty	
Kapitał własny/aktywa	dodatnia	2,34	3,16	2,29	2,50	2,05
	ujemna	6,25	5,15	3,68	3,22	2,79
Odpisy na rezerwy/aktywa	dodatnia	2,69	1,36	1,08	0,68	0,72
	ujemna	0,31	0,25	0,26	0,06	0,17
Rentowność aktywów	dodatnia	1,95	2,51	2,20	2,33	1,74
	ujemna	5,95	4,94	3,48	3,07	2,68
Liczba obserwacji		5426	4780	4542	3514	7252

* Zmiany wartości wskaźników zostały zidentyfikowane na podstawie korekty licznika.

** Charakter zmiany określony jest w sensie matematycznym, stąd niekorzystne korekty stanowią ujemne zmiany wskaźnika sfinansowania kapitałem własnym aktywów i rentowności aktywów oraz dodatnie zmiany wskaźnika pokazującego obciążenia wyniku finansowego z tytułu tworzenia rezerw.

Źródło: opracowanie na podstawie: J.W. Gunther, R.R. Moore: *Loss Underreporting and the Auditing Role of Bank Exams. Symposium on The Impact of Economic Slowdowns on Financial Institutions and Their Regulators. Federal Reserve Bank of Boston, April 17-19, 2002, s. 29.*

związane nie tylko z rezultatami przeprowadzonych inspekcji, ale także z generalną tendencją podmiotów będących w gorszej sytuacji do opóźniania momentu ujawnienia niekorzystnych faktów. Artykuł J.W. Gunthera i R.R. Moore'a z 2000 r. podaje, że dla banków cieszących się dwoma najwyższymi ratingami regulacyjnymi (zdecydowanej większości populacji banków) podwyższenie odpisów na rezerwy następuje tylko w 1% przypadków⁹. Dla wszystkich banków natomiast odpowiednia częstość, zgodnie z danymi opublikowanymi dwa lata później, sięga już 1,32%. Aby udowodnić, że inspekcje na miejscu mają bezpośredni i samodzielny wpływ na wprowadzane *ex post* korekty sprawozdań finansowych. J.W. Gunther i R.R. Moore

oszacowali parametry modelu ekonometrycznego objaśniającego fakt ich dokonania. Zmienna zależna miała charakter binarny. Przybierała wartość 1 przybierała, gdy po ogłoszeniu ostatecznych wyników finansowych podnoszono w danym okresie sprawozdawczym wysokość odpisów na rezerwy. Wybór odpisów na rezerwy jako przedmiotu dociekań nie był przypadkowy i wiązał się z tym, że ich wysokość ma zasadnicze znaczenie dla obserwatorów zewnętrznych w ocenie jakości najbardziej nieprzejrzystej części aktywów banku, jaką jest portfel kredytowy. Do zbioru zmiennych objaśniających weszło dwanaście poprzednio wspomnianych wskaźników finansowych obrazujących sytuację banku, a ponadto: logarytm wartości aktywów, wysokość ostatnio przyznanego ratingu nadzorczego oraz cztery zmienne binarne pokazujące, w którym kwartale okre-

⁹ Zob. J.W. Gunther, R.R. Moore (2000), op.cit., s. 32, 33.

Tabela 2. Częstość rewizji wybranych wskaźników finansowych w badaniu J.W. Gunthera i R.R. Moore'a* dla banków poddanych inspekcji (w %)

Wskaźnik	charakter zmiany**	Kwartał obniżenia ratingu nadzorczego				Banki o stabilnym ratingu
		pierwszy	drugi	trzeci	czwarty	
Kapitał własny/aktywa	dodatnia	3,31	4,14	2,789	3,72	2,48
	ujemna	18,22	9,66	6,02	2,87	4,22
Odpisy na rezerwy/aktywa	dodatnia	13,46	4,37	2,55	0,86	1,12
	ujemna	0,41	0,46	0,46	0,57	0,21
Rentowność aktywów	dodatnia	2,28	3,45	2,08	3,44	2,18
	ujemna	17,18	8,97	6,02	2,58	4,03
Liczba obserwacji		483	435	432	349	16563

* Zmiany wartości wskaźników zostały zidentyfikowane na podstawie korekty licznika.

** Charakter zmiany określony jest w sensie matematycznym, stąd niekorzystne korekty stanowią ujemne zmiany wskaźnika sfinansowania kapitałem własnym aktywów i rentowności aktywów oraz dodatnie zmiany wskaźnika pokazującego obciążenia wyniku finansowego z tytułu tworzenia rezerw.

Źródło: opracowanie na podstawie: J.W. Gunther, R.R. Moore: *Loss Underreporting and the Auditing Role of Bank Exams. Symposium on The Impact of Economic Slowdowns on Financial Institutions and Their Regulators. Federal Reserve Bank of Boston, April 17-19, 2002, s. 29.*

su obrachunkowego następującego po dacie zamknięcia sprawozdań finansowych bank został poddany inspekcji. Otrzymane rezultaty oszacowania parametrów czterech różniących się szczegółami specyfikacji modeli wyraźnie pokazały, że prawdopodobieństwo rewizji sprawozdań finansowych jest wyższe w bankach przeżywających trudności finansowe. Było ono m.in. tym wyższe, im gorszy był ostatni rating regulacyjny, niższa jakość portfela kredytowego, wyższy poziom tworzonych rezerw i niższa rentowność majątku oraz udział papierów wartościowych w aktywach. Spośród zmierzających oddających czas przeprowadzenia inspekcji statystycznie istotna we wszystkich czterech specyfikacjach była ta, która informowała o przeprowadzeniu (lub nie) inspekcji w pierwszym kwartale po zakończeniu okresu obrachunkowego. Zmienna zero-jedynkowa dla inspekcji z drugiego kwartału była statystycznie istotna w trzech przypadkach. Wszystkie wyestymowane dla tych dwóch zmiennych parametry miały oczekiwany, zwiększający prawdopodobieństwo rewizji sprawozdań, dodatni znak. Na tej podstawie J.W. Gunther i R.R. Moore konkludują, że **inspekcje mają odrębny wpływ na wprowadzanie do sprawozdań korekt informujących o poważniejszych trudnościach finansowych, niż wynikałoby to z informacji pierwotnie podanych do publicznej wiadomości**¹⁰.

Jak już zaznaczyliśmy, oddziaływanie inspekcji może się jednak ujawniać także w raportach bieżących. Weryfikację tej tezy odnajdujemy w kilku badaniach różniących się zastosowaną metodologią. I tak J.S. Jordan wziął pod uwagę wartości księgowych wskaźników obrazujących sytuację finansową banków. A.N. Berger i S.M. Davies sprawdzili tezę o wpływie inspekcji na bieżące raporty finansowe w kontekście objaśniania ponadnormalnych stóp dochodu z akcji banków, J.S. Jordan, J. Peek, E.S. Rosengren – związku dodatkowych stóp dochodu z akcji z polityką informacyjną banków, M.J. Flannery i J.F. Houston natomiast – relacji księgowej i rynkowej wartości kapitału własnego banków.

John S. Jordan w artykule z 1999 r. porównał m.in. poziom wskaźników obrazujących sytuację finansową banków w kwartałach przeprowadzenia inspekcji i weryfikacji ratingu nadzorczego w dół z poziomem notowanym w pozostałych okresach obrachunkowych¹¹. Zestaw wykorzystanych przez niego danych dotyczył 35 holdingów bankowych działających na terenie Nowej Anglii od początku 1988 r. do połowy 1990 r. Wybrany horyzont analizy odpowiadał zatem okresowi narastania związanego z załamaniem rynku nieruchomości kryzysu bankowego w pierwszym dystrykcie Systemu Rezerwy Federalnej. Głównym przedmiotem docie-

kań były, jak przed chwilą zaznaczyliśmy, holdingi bankowe. Część zgromadzonych informacji – związanych z działalnością nadzoru - odnosiła się jednak do zależnych od nich banków. W tych warunkach konieczne było przyjęcie pewnych zasad agregacji danych. Stąd rating nadzorczy dla holdingu J.S. Jordan określał rating jako średnią ocen typu CAMEL, ważoną udziałami w aktywach holdingu poszczególnych banków. Uznawał, że holding został poddany inspekcji w danym kwartale, jeśli objęła ona podmioty zależne dysponujące przynajmniej 33% aktywów holdingu. W konsekwencji przyjął też, że obniżenie oceny nadzorczej holdingu następuje, gdy średni ważony rating CAMEL spada o co najmniej 0,33 punktu w rozpatrywanym podokresie.

Dla prześledzenia wpływu działań nadzoru na informacje zawarte w sprawozdaniach finansowych banków J.S. Jordan podzielił wartości wskaźników obrazujących: rentowność aktywów, wysokość odpisów na rezerwy oraz jakość portfela kredytowego, ze względu na to czy zanotowano je w kwartale przeprowadzenia inspekcji (powodującej obniżenie ratingu nadzorczego lub nie), następującym po nim czy też w pozostałych podokresach. Okazało się, że w kwartałach przeprowadzenia inspekcji, które skutkowały obniżeniem ratingu nadzorczego, średnia rentowność aktywów była statystycznie istotnie niższa niż w określonych powyżej pozostałych kwartałach. Wysokość odpisów na rezerwy i zmiana wolumenu kredytów o obniżonej jakości, odniesione do aktywów ogółem banku, kształtowały się natomiast na poziomie statystycznie istotnie wyższym. W kwartałach następujących po weryfikacji ocen nadzorczych w dół zaobserwowano z kolei statystycznie istotnie wyższy udział złych kredytów w majątku holdingu niż w pozostałych kwartałach. Wiązał się on najprawdopodobniej ze stwierdzonym w poprzedzających okresach względnym przyrostem wolumenu aktywów o obniżonej jakości.

Zaobserwowane tendencje mogły wynikać nie tylko z oddziaływania inspekcji na miejsce, dlatego konieczne stało się sprawdzenie dwóch potencjalnych, konkurencyjnych przyczyn ich występowania. Po pierwsze, chciano wykluczyć możliwość, że gorsze wyniki gospodarowania banków w kwartałach, w których przeprowadzano inspekcje prowadzące do obniżenia ratingów nadzorczych, są wyłącznie wynikiem występujących wtedy niekorzystnych zewnętrznych warunków działania, a nie oddziaływania inspektorów nadzoru na zawartość sprawozdań finansowych. W tym celu J.S. Jordan oszacował modele regresji objaśniające wartości: wskaźnika rentowności aktywów, ilorazu odpisów na rezerwy i aktywów oraz ilorazu zmian złych kredytów i aktywów. Zestaw zmiennych niezależnych tworzyły w nich dwie grupy zmiennych binarnych. Pierwsza identyfikowała kwartały dokonania inspekcji skutkujących (lub nie) weryfikacją w dół średnioważ-

¹⁰ Zob. J.W. Gunther, R.R. Moore (2002), op.cit., s. 17.

¹¹ Zob. J.S. Jordan: *Pricing Bank Stocks: The Contribution of Bank Examinations*. Federal Reserve Bank of Boston, New England Economic Review, May/June 1999, s. 39-53.

nonego ratingu CAMEL. Druga miała na celu odzwierciedlenie zmieniających się w poszczególnych kwartałach cech ogólnej koniunktury bankowej. Interesujące nas zmienne związane z czasem wystąpienia inspekcji prowadzących do obniżenia ratingu były statystycznie istotne w dwóch z trzech wyestymowanych modeli. Wyjątek stanowił model, w którym zmienną zależną była rentowność aktywów. Po drugie, słabsze wyniki gospodarowania holdingów bankowych w kwartałach inspekcji zakończonych obniżeniem ratingu mogły być efektem tego, że weryfikacja ocen nadzorczych dotyczyła przede wszystkim podmiotów najbardziej zagrożonych. Porównanie zaobserwowanego u nich poziomu wskaźników finansowych w kwartałach obniżenia oceny nadzorczej ze wskaźnikami banków znajdujących się w dobrej i złej sytuacji, zanotowanymi w pozostałych kwartałach, prowadziłyby do zidentyfikowania zjawisk, które powyżej uznaliśmy za dowód oddziaływania inspekcji na miejscu. By ocenić prawdziwość tego objaśnienia J.S. Jordan określił dla poszczególnych holdingów różnice między wartościami wskaźników finansowych ilustrujących efekty gospodarowania w kwartałach weryfikacji w dół ratingu a ich średnimi wartościami ze wszystkich pozostałych podokresów mieszczących się w okresie analizy. Udział złych kredytów w aktywach w kwartałach obniżenia ratingu był średnio o 1,2 pkt. proc. wyższy niż w pozostałych, a zmiana tego wskaźnika wyniosła 0,92 pkt. proc. Obie różnice były ponadto statystycznie istotne. Obserwacje empiryczne poczynione przez J.S. Jordana świadczą zatem dość wyraźnie o tym, że **inspekcje na miejscu, prowadzące do obniżenia ratingu, przyczyniają się do ujawnienia w bieżących raportach niekorzystnej informacji o sytuacji holdingów bankowych.**

Dowodów na to, że sposobem komunikowania prywatnej informacji nadzorczej są sprawozdania finansowe sporządzane po inspekcji, dostarcza także badanie Allena Beregera i Sally M. Davies¹². Analizowany jest w nim wpływ inspekcji przeprowadzonych w głównych bankach należących do spółek holdingowych na ponadnormalne stopy dochodu z wyemitowanych przez te ostatnie akcji. Wykorzystana przez autorów próba składała się z obserwacji związanych z 390 inspekcjami przeprowadzonymi od stycznia 1985 r. do połowy 1989 r. Warunkiem uwzględnienia informacji o danej inspekcji było to, by poddany kontroli nadzorczej bank dysponował co najmniej 50% aktywów bankowych holdingu i jednocześnie aktywa żadnego innego banku zależnego od tej samej spółki holdingowej nie stanowiły więcej niż 25% aktywów bankowych holdingu. Skumulowane dodatkowe stopy dochodu określano dla podokresów obejmujących do ośmiu tygodni przed inspekcją i po niej.

O specjalnej roli sprawozdań finansowych publikowanych po kontroli banku przez instytucję nadzoru przekonują nas wyniki oszacowania parametrów modeli regresji, w których zmienną zależną była skumulowana ponadnormalna stopa dochodu zanotowana w ciągu 38 dni roboczych po inspekcji. Wśród zmiennych objaśniających statystycznie istotna okazała się zmienna zero-jedynkowa (*QEND*), przybierająca wartość 1 w sytuacji, gdy na wspomniany powyżej okres przypadła koniec kwartału, oraz wartość 0 w pozostałych przypadkach. Dla inspekcji, w wyniku których rating nadzorczy banku polepszył się lub pozostał niezmienny, współczynnik stojący przy zmiennej *QEND* był dodatni, natomiast dla inspekcji skutkujących obniżeniem ratingu – ujemny. Zdaniem autorów badania sugeruje to, że **zarówno pozytywna, jak i negatywna informacja ujawniona w trakcie inspekcji na miejscu dociera do uczestników rynków finansowych dopiero po sporządzeniu kwartalnych sprawozdań za okres obejmujący inspekcję.** Ze względu na niejawną charakter informacji o sytuacji kredytobiorców najcenniejsze dla obserwatorów zewnętrznych powinny być opublikowane po inspekcji dane ilustrujące jakość portfela kredytowego. Rezultaty dodatkowych obliczeń dokonanych przez A. Bergera i S.M. Davies jednak nie potwierdziły tego ostatniego przypuszczenia. Tylko w przypadku inspekcji zakończonych obniżeniem ratingu udało się stwierdzić, że informacje o jakości portfela kredytowego są sposobem na komunikowanie negatywnych ustaleń inspektorów nadzoru bankowego.

Badanie A. Bergera i S.M. Davies, podobnie jak omówione już dociekania J.W. Gunthera i R.R. Moorea oraz J.S. Jordana, sugeruje, że kierownictwa banków mają tendencję do ukrywania niekorzystnej informacji lub przynajmniej opóźniania momentu podania do publicznej wiadomości. Obliczone w nim skumulowane ponadnormalne stopy dochodu dla różnych podokresów po przeprowadzeniu inspekcji powodującej obniżenie oceny nadzorczej są bowiem ujemne i statystycznie istotnie różne od zera, a ponadto wyższe co do wartości bezwzględnych od tych zanotowanych po inspekcjach prowadzących do utrzymania oceny nadzorczej na dotychczasowym poziomie lub jej podwyższenia¹³.

Potwierdzenie faktu, że działania nadzoru prowadzą do zmiany niewłaściwych praktyk banków w zakresie polityki informacyjnej, a przez to do bardziej rzetelnego odzwierciedlenia złej sytuacji finansowej w sprawozdaniach finansowych odnajdujemy, w częściowo także omawianym w kolejnym podpunkcie badaniu Johna S. Jordana, Joe Peeka i E.S. Rosengrena¹⁴. Autorzy ci podjęli próbę powiązania reakcji rynkowych z charakterem polityki informacyjnej poszczególnych

¹² Zob. A.N. Berger, S.M. Davies: *The Information Content of Bank Examinations*. "Journal of Financial Services Research", Vol. 14, No. 2, October 1998, s. 117-144.

¹³ Zob. A.N. Berger, S.M. Davies (1998), op.cit., s. 131-134.

¹⁴ Zob. J.S. Jordan, J. Peek, E.S. Rosengren: *The Market Reaction to the Disclosure of Supervisory Actions: Implications for Bank Transparency*. "Journal of Financial Intermediation", Vol. 9, 2000, s. 298-319, a zwłaszcza s. 307-314.

banków. Doszli w tej mierze do interesujących wniosków. Okazało się, że banki, które zanotowały najsilniejszy spadek cen akcji w chwili upublicznienia informacji o ich negatywnej ocenie przez nadzór, były jednocześnie bankami, które w poprzedzających czterech kwartałach: doświadczyły tylko niewielkiego obniżenia wartości akcji, wykazały w najmniejszej liczbie kwartałów ujemny wynik finansowy, formalnie charakteryzowały się lepszą rentownością i jakością aktywów. Niewielkie zmiany cen akcji wystąpiły natomiast dla banków, które w świetle wcześniejszych sprawozdań finansowych znajdowały się w gorszej sytuacji. Po ogłoszeniu i podjęciu działań interwencyjnych sytuacja zasadniczo się zmieniła. Banki, których akcje zareagowały na to zdarzenie tylko w niewielkim stopniu, generalnie poprawiały wskaźniki finansowe w ciągu następnych czterech kwartałów. Wyraźne pogorszenie tych samych wskaźników nastąpiło natomiast w grupie banków, których akcje niewiele straciły na wartości w poprzednim roku i stosunkowo dużo w dniach przed rozpowszechnieniem informacji o interwencji nadzoru i po tym zdarzeniu. Różnice w ewolucji wskaźników finansowych i reakcji rynków nie wynikały przy tym z przesłanek fundamentalnych, lecz ze stopnia rzetelności sprawozdań finansowych. W łącznym dwuletnim okresie badania żaden z przeanalizowanych przez J.S. Jordana, J. Peeka i E.S. Rosengrena wskaźników finansowych nie wykazywał statystycznie istotnych różnic dla dwóch wyróżnionych powyżej grup banków. Świadczy to, że **w przypadku znacznej części banków skala ich problemów finansowych znalazła odzwierciedlenie w sprawozdawczości dopiero po podjęciu przez nadzór formalnych działań interwencyjnych i, jak można się domyślać, pod ich wpływem.**

Mniej jednoznaczne rezultaty niż w referowanych do tej pory badaniach uzyskali Mark J. Flannery i Joel F. Houston, którzy w 1999 r. opublikowali artykuł traktujący o wpływie inspekcji przeprowadzanych przez nadzór na wartość rynkową kapitału własnego banku¹⁵. Skonstruowali oni model ekonometryczny, uzależniający rynkową wycenę kapitału banku od bilansowej wartości kapitału własnego oraz zmiennych obrazujących: wysokość utworzonych rezerw, jakość portfela kredytowego, zagrożenie dochodu ryzykiem (częścią ryzyka stopy procentowej odnoszącą się do wyniku odsetkowego), wrażliwość cen akcji banku na wahania ogólnorynkowe, rolę pozabilansowych źródeł w tworzeniu wartości dla akcjonariuszy i fakt poddania banku inspekcji w danym okresie. Podstawą estymacji modelu były dane z czwartych kwartałów 1988 i 1990 r., zgromadzone odpowiednio dla 200 i 166 holdingów bankowych. Otrzymane modele różniły się znacząco wartością współczynnika determinacji, który wyniósł

73,4% dla danych z 1988 r. i tylko 22,5% dla danych o dwa lata późniejszych. Zastosowane testy statystyczne w obu przypadkach pozwoliły jednak odrzucić hipotezę, że dane księgowe banków poddanych i niepoddanych inspekcji były w jednakowy sposób wyceniane przez rynek. Dla sprawdzenia, czy przeprowadzenie inspekcji wpływa na zbliżenie wyceny rynkowej wartości kapitału banku i wyceny dokonywanej na podstawie informacji księgowej, M.J. Flannery i J.F. Houston porównali wariancje reszt modelu dla banków poddanych i niepoddanych inspekcji w czwartych kwartałach 1988 i 1990 r. W 1988 r. wariancja reszt dla banków, które nie były poddane inspekcji, przewyższała aż o 76,4% wartość zanotowaną dla pozostałych podmiotów. Dla danych z końca 1990 r. sytuacja uległa natomiast odwróceniu: wariancja reszt banków niepoddanych inspekcji sięgnęła zaledwie 53% wariancji banków, w których przeprowadzono inspekcję. Ponadto, o ile w 1988 r. fakt przeprowadzenia inspekcji przyczyniał się do zwiększenia wartości rynkowej kapitału, o tyle dwa lata później miał wpływ negatywny, choć w sensie statystycznym nieistotny. Prawdopodobną przyczyną takiego stanu rzeczy był różny charakter inspekcji w dwóch badanych okresach. Jak dowodzą M.J. Flannery i J.F. Houston, w 1988 r. inspekcje miały w zasadzie losowy charakter, natomiast w 1990 r. prawdopodobieństwo poddania banku inspekcji wyraźnie rosło w miarę spadku jego rentowności i wyposażenia kapitałowego. Stąd też w 1988 r. przeważał prawdopodobnie pozytywny efekt certyfikacji sprawozdań finansowych przez inspektorów nadzoru, przyczyniający się do zwiększenia wartości rynkowej kapitału poprzez zmniejszenie niepewności co do sytuacji banku. W 1990 r. natomiast poddanie banku inspekcji było odbierane jako sygnał o niekorzystnej ocenie jego sytuacji przez nadzór lub zwiększało niepewność co do przyszłych działań nadzoru wobec banku. W ogólniejszej perspektywie badanie M.J. Flannery'ego i J. F. Houstona wskazuje, że **wpływ inspekcji i jej wyników przekazywanych za pomocą sprawozdań finansowych może zależeć od kontekstu sytuacyjnego, a zwłaszcza ogólnej sytuacji sektora bankowego.**

Podobną obserwację, jak M.J. Flannery i J.F. Houston, zgodną z hipotezą certyfikowania rzetelności sprawozdań finansowych przez inspekcje, poczynili A.N. Berger, S.M. Davies i M.J. Flannery w pracy z 2000 r. Zanotowali oni pozytywną korelację między dodatkowymi stopami dochodu z akcji i udziałem inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie a faktem przeprowadzenia w danym kwartale inspekcji na miejscu¹⁶.

Zreferowane do tej pory wyniki badań empirycznych dowodzą, że inspekcje na miejscu mają wpływ na treść sprawozdań finansowych. Fakt ten nie przesądza

¹⁵ Zob. M.J. Flannery, J.F. Houston: *The Value of Government Monitor for U.S. Banking Firms*. "Journal of Money, Credit, and Banking", Vol. 31, No. 1, February 1999, s. 14-34.

¹⁶ Zob. A.N. Berger, S.M. Davies, M.J. Flannery: *Comparing Market and Supervisory Assessments of Bank Performance: Who Knows What When?* "Journal of Money, Credit, and Banking", Vol. 32, No. 3, August 2000, s. 657.

Tabela 2. Średnie kwartalne stopy dochodu z akcji holdingów bankowych i ich związek z czasem przeprowadzenia inspekcji na miejscu (w %)

Rodzaj stopy dochodu	Średnie stopy dochodu:			Statystyczna istotność różnic średnich stóp dochodu	
	A pozostałe kwartały	B kwartały inspekcji zakończonych obniżeniem ratingu	C kwartały po inspekcjach zakończonych obniżeniem ratingu	różnica A i B	różnica A i C
Zwykła stopa dochodu	-6,83	-10,75	-22,01	brak	występuje
Dodatkowa stopa dochodu	0,48	-1,99	-8,42	brak	występuje

Źródło: opracowanie na podstawie: J.S. Jordan, *Pricing Bank Stocks: The Contribution of Bank Examinations*, Federal Reserve Bank of Boston, New England Economic Review, May/June 1999, s. 51.

jednak o **użyteczności mechanizmów dyscypliny regulacyjnej dla kapitałodawców**. Dodatkowo potrzebne jest sprawdzenie, czy są oni w stanie samodzielnie, niezależnie od nierzetelnych sprawozdań finansowych, ocenić sytuację banków. Pomocna w ocenie wspomnianego stopnia użyteczności może okazać się analiza skali zmian sprawozdań dokonywanych pod wpływem działań nadzoru.

Jak argumentuje J.S. Jordan, jeśli kapitałodawcy są w stanie właściwie ocenić sytuację banków, niezależnie od jakości sprawozdań finansowych, to negatywne reakcje rynków papierów wartościowych powinny być widoczne już w czasie przeprowadzania inspekcji prowadzących do obniżenia ratingu. Jeśli zaś sprawozdania finansowe są podstawowym i niezastąpionym źródłem informacji o sytuacji emitentów instrumentów finansowych, to negatywne reakcje rynków powinny wystąpić po ich opublikowaniu, a więc w rozpatrywanym przypadku w kwartale następującym po okresie przeprowadzenia inspekcji. W celu sprawdzenia, która z powyższych hipotez jest prawdziwa, J.S. Jordan skalkulował zwykłe oraz dodatkowe kwartalne stopy dochodu z akcji holdingów bankowych¹⁷. Ich wartości średnie prezentuje tabela 3.

Średnie zwykłe i dodatkowe stopy dochodu są wprawdzie niższe w okresach przeprowadzenia inspekcji niż w pozostałych kwartałach, ale obserwowane różnice nie są statystycznie istotne. Stopy dochodu statystycznie istotnie niższe niż w pozostałych kwarta-

łach zanotowano natomiast w okresach obrachunkowych następujących po dokonaniu inspekcji. Sugeruje to, że **uczestnicy rynku uwzględniają w swoich decyzjach niekorzystne informacje ujawnione pod wpływem inspekcji na miejscu. Nie są ponadto w stanie samodzielnie zdobyć informacji pozwalającej na stwierdzenie nierzetelności sprawozdań finansowych.**

Pozytywny wpływ inspekcji na rzetelność sprawozdań jest tym silniej odczuwany przez uczestników rynków finansowych, im znaczniejsze są dokonywane korekty. Dlatego J.W. Gunther i R.R. Moore w prezentowanych powyżej pracach przeanalizowali także skalę zmian wprowadzanych *ex post* do sprawozdań. W przypadku grupy banków, które dysponowały ratingami nadzorczymi na poziomie 1 lub 2 i dokonały weryfikacji danych finansowych, średnia wartość ilorazu odpisów na rezerwy i aktywów wzrosła z 0,42% do 0,82%, czyli blisko dwukrotnie¹⁸. Tabela 4 pokazuje skalę zmian wskaźników obrazujących: wyposażenie kapitałowe, rentowność majątku i relatywne rozmiary odpisów na rezerwy dla banków, które zostały poddane inspekcji w pierwszym półroczu i *ex post* skorygowały kwotę tworzonych rezerw, niezależnie od początkowego ratingu. Warto zaznaczyć, że dla wszystkich trzech wskaźników z tabeli 4 średnie różnice ich wartości obliczonych na podstawie danych pierwotnych i skorygowanych były statystycznie istotnie różne od zera.

Po tej części rozważań, uprawnione wydaje się stwierdzenie, że działania nadzoru mają korzystny

¹⁷ Zob. J.S. Jordan (1999), op.cit., s. 50-52.

¹⁸ Zob. J.W. Gunther, R.R. Moore (2000), op. cit., s. 32.

Tabela 4. Średnie wartości wybranych wskaźników finansowych przed i po korekcie sprawozdań finansowych* (w %)

Wskaźnik	Rodzaj danych stanowiących podstawę obliczenia wskaźnika	
	dane pierwotne	dane skorygowane
Kapitał własny/aktywa	9,43	8,90
Odpisy na rezerwy/aktywa	0,58	1,21
Rentowność aktywów	0,58	0,04

* Dane dotyczą tylko banków poddanych inspekcji na miejscu w pierwszym półroczu po zakończeniu poprzedniego okresu obrachunkowego i tych, które dokonały rewizji wysokości wykazywanych odpisów na rezerwy.

Źródło: opracowanie na podstawie: J.W. Gunther, R.R. Moore: *Loss Underreporting and the Auditing Role of Bank Exams*, Symposium on The Impact of Economic Slowdowns on Financial Institutions and Their Regulators. Federal Reserve Bank of Boston, April 17-19, 2002, s. 20-21, 39.

wpływ na zawartość sprawozdań finansowych. Oddziaływanie nadzoru znajduje wyraz zarówno w korektach już opublikowanych sprawozdań, jak i w raportach przygotowywanych w czasie inspekcji. W zdecydowanej większości przypadków działania nadzoru prowadzą do ujawnienia niekorzystnych danych o sytuacji finansowej banków. Skala dokonanych korekt jest znacząca, a kapitałodawcy uwzględniają w procesie wyceny emitowanych przez banki papierów wartościowych informacje, które za sprawą mechanizmów dyscypliny regulacyjnej znalazły odzwierciedlenie w sprawozdaniach. Patrząc z tej perspektywy, kapitałodawcy dysponujący – dzięki nadzorowi – bardziej rzetelnymi sprawozdaniami są w stanie lepiej monitorować sytuację banków, a przez to precyzyjniej oddziaływać na politykę prowadzoną przez ich kierownictwa.

Znaczenie ocen i oddziaływania nadzoru dla uczestników rynków finansowych

Znaczenie ocen oraz oddziaływania nadzoru dla podmiotów sektora prywatnego zainteresowanych sytuacją banku może być niejednakowe. W literaturze przedmiotu formułowany jest bowiem pogląd, że kapitałodawcy, mimo braku dostępu do informacji o sytuacji pojedynczych kredytobiorców, mają przewagę w zakresie analizy dostępnych danych i formułowania syntetycznych ocen kondycji banku. Zewnętrznych obserwatorów banków na rynkach finansowych jest wielu i posługują się różnymi metodami, które mogą dowolnie, w zależności od sytuacji, zmieniać, a ich połączone zasoby znacznie przekraczają środki pozostające do dyspozycji nadzoru bankowego. Ponadto istnieje wśród nich daleko posunięta specjalizacja w zakresie wyceny określonych typów instrumentów finansowych emitowanych przez banki¹⁹. Nadzór zaś, przynajmniej potencjalnie, ma przewagę w zakresie oddziaływania, występująca choćby z racji dysponowania możliwością administracyjnego wpływu na skalę i ryzyko działalności banków²⁰.

Bezpośrednią analizę istotności **ocen nadzorczych** dla nabywców instrumentów emitowanych przez banki niezwykle utrudnia konfidencjonalność tych ocen. Są one ujawniane - i to tylko pośrednio - w wyjątkowych sytuacjach. Na rynku amerykańskim, którego dotyczy, jak już wspominaliśmy, zdecydowana większość rozważań traktujących o relacjach dyscypliny rynkowej i regulacyjnej, do tej pory pojawiły się tylko dwie możliwości przeprowadzenia odpowiednich badań. Pierwsza powstała w 1989 r., kiedy zaczęto podawać do publicznej wiadomości komunikaty o podjęciu interwen-

cyjnych działań nadzorczych wobec banków znajdujących się w najgorszej sytuacji, a więc o najniższych ocenach ratingowych CAMEL. Drugą stworzyła ustawa Gramma-Leacha-Blileya uzależniająca zgodę na przekształcenie się holdingu bankowego w holding finansowy od posiadania satysfakcjonujących ocen nadzorczych przez podmioty od niego zależne. Obie zostały oczywiście wykorzystane w celach naukowych odpowiednio przez: J.S. Jordana, J. Peeka i E. S. Rosengrena oraz L. Allen, J. Jagtiani'ego i J.T. Mosera.

John S. Jordan, Joe Peek, i Eric S. Rosengren zbadali wpływ na ceny akcji emitowanych przez banki 35 zanotowanych w latach 1989-1994 w Stanach Zjednoczonych przypadków podania do publicznej wiadomości informacji o uzgodnieniu programu naprawczego pomiędzy bankiem a instytucją go nadzorującą²¹. Dla zmierzenia reakcji rynku obliczyli skumulowane dodatkowe stopy dochodu (*cumulative abnormal return*) z akcji banków dla okresów trzydniowych, których środkiem stanowiła data upublicznienia odpowiednich komunikatów, oraz stopy dochodu w okresie posiadania (*holding period return*) dla dwudziestu kolejnych dni roboczych, począwszy od dnia poprzedzającego rozpowszechnienie informacji. W zależności od specyfikacji skumulowanej dodatkowej stopy dochodu ich średnie wartości wynosiły od -4,92% do -4,52% i były statystycznie istotne. Skalę reakcji ze strony rynku właścicielskich instrumentów finansowych należy przy tym ocenić jako dużą. Jak podają J.S. Jordan, J. Peek i E. Resengren, badania innych autorów dowiodły, że średnie wartości trzydniowych skumulowanych dodatkowych stóp dochodu wynosiły: -1,14% dla przypadku obniżenia ratingu przez agencję Moody's, -2,92% dla banków zwiększających wartość rezerw na pokrycie strat z tytułu ryzyka kredytowego, -1,93% i -2,17%, odpowiednio, dla banków silnie zagrożonych ogłoszonymi przez Meksyk i Brazylię moratoriumami na spłatę długów, -4,9% dla banków redukujących dywidendę. Stopy dochodu z posiadania w horyzoncie dwudziestodniowym akcji banków poddanych interwencji nadzorczej również okazały się wyraźnie ujemne i statystycznie istotne. Ich średnia wartość wyniosła -6,86%, a po odjęciu różnych mierników przeciętnych rynkowych stóp dochodu w tym samym okresie kształtowała się na poziomie od -8,9% do -8,18%. **Wyraźnie negatywna reakcja akcjonariuszy na ujawnienie złej oceny sytuacji banku przez instytucje nadzoru i podjęcie działań interwencyjnych może być wynikiem oddziaływania dwóch czynników: dużego znaczenia pośredniego odtajnienia negatywnych ratingów nadzorczych oraz utraty przez akcjonariuszy kontroli nad bankiem po interwencji nadzoru**²².

Uchwalenie w 1999 r. ustawy Gramma-Leacha-Blileya otwierającej w Stanach Zjednoczonych drogę

¹⁹ Zob. M.J. Flannery: *Using Market Information in Prudential Bank Supervision: A Review of the U.S. Empirical Evidence*. "Journal of Money, Credit, and Banking", Vol. 30, No. 3, August 1998, s. 276-277.

²⁰ Zob. M.J. Flannery (2001), op.cit., s. 116.

²¹ Zob. J.S. Jordan, J. Peek, E.S. Rosengren (2000), op.cit., s. 298-319, a zwłaszcza s. 303-307.

²² Zob. J.S. Jordan, J. Peek, E.S. Rosengren (2000), op.cit., s. 299-300.

do uniewersalizacji działalności banków stworzyło - jak już zaznaczyliśmy - niepowtarzalną szansę zaobserwowania reakcji rynków finansowych na pośrednie ujawnienie ocen nadzorczych banków niezajdujących się w krytycznej sytuacji. Ustawa ta wymaga bowiem m.in., aby holdingi bankowe przekształcające się w holdingi finansowe były dobrze kierowane (*well-managed*). Holding uznaje się natomiast za dobrze kierowany wtedy, gdy wszystkie zależne od niego podmioty legitymują się łącznymi ratingami nadzorczymi CAMELS na poziomie 1 lub 2 oraz jedną z dwóch najwyższych ocen za jakość zarządzania (M – w ocenie typu CAMELS). W zależności od tego, czy holdingi zdecydowały zmienić swoją formę organizacyjną i czy taka decyzja była oczekiwana przez rynek, można wyróżnić w zakresie komunikowania poufnych ocen nadzorczych cztery sytuacje. Zostały one zilustrowane na schemacie. W dwóch przypadkach dochodzi do ujawnienia pozytywnej informacji, w jednym zaś – niekorzystnej.

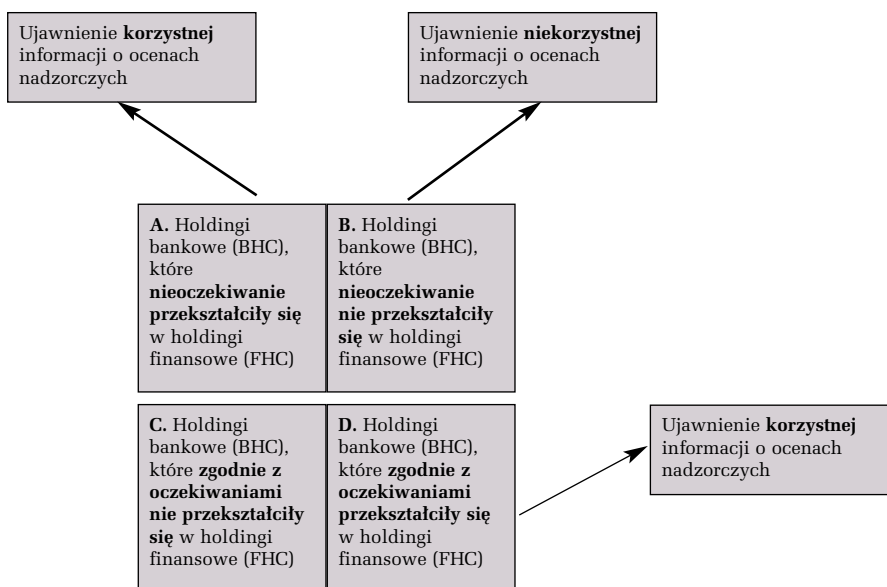
W badaniu wpływu ujawnienia ocen nadzorczych na ceny akcji emitowanych przez holdingi bankowe Linda Allen, Julapa Jagtiani i James T. Moser posłużyli się próbą składającą się z 366 podmiotów, z których 68 od 13 marca 2000 r. do 30 czerwca 2000 r. przekształciło się w holdingi finansowe, a w analizie wpływu na stopy dochodu obligacji - 43 obserwacjami, w tym 24

dla holdingów bankowych, które przekształciły się w finansowe²³. Oczekiwany lub nieantycypowany charakter konwersji określili na podstawie logitowego modelu regresji, w którym zmiennymi objaśniającymi były: logarytm wartości aktywów oraz zmienne binarne informujące o spełnieniu wymagań ustawowych w zakresie wyposażenia kapitałowego i istnieniu w strukturach holdingu we wcześniejszym okresie podmiotów świadczących usługi niedozwolone dla banków przez ustawę Glassa-Steagalla (tzw. *section 20 subsidiaries*). Liczebności grup podmiotów oznaczonych na schemacie symbolami A, B, C, D, po zastosowaniu w celach klasyfikacyjnych wspomnianego modelu, wyniosły w całej próbie odpowiednio: 48, 3, 295 i 20.

Otrzymane rezultaty w zakresie oceny wpływu upublicznienia ratingów nadzorczych były dość zaskakujące. W przypadku holdingów bankowych, które

²³ Zob. L. Allen, J. Jagtiani, J.T. Moser: *Futher Evidence on the Information Content of Bank Examinations Ratings: A Study of BHC-to-FHC Conversion Applications*. "Journal of Financial Services Research", Vol. 20, No 2-3, October-December 2001, s. 213-232; L. Allen, J. Jagtiani, J.T. Moser: *Do Markets React to Bank Examination Ratings? Evidence of Indirect Disclosure of Management Quality Through BHC's Applications to Convert to FHC's*, Federal Reserve Bank of Chicago, Policy Studies, March 2001. Mimo że dwa wymienione powyżej opracowania noszą różne tytuły, przedstawiają wyniki tego samego badania. Przy ich omawianiu w tym artykule został wykorzystany przede wszystkim tekst późniejszy.

Schemat 1 *Przekształcenia holdingów bankowych w finansowe, oczekiwania rynkowe z tym związane** a ujawnienie ocen nadzorczych



* Oczekiwania rynkowe formułowane są nie tylko na podstawie sytuacji finansowej banków, ale także potencjalnych korzyści z rozszerzenia w sensie produktowym zakresu działania banków tworzących holding.

Źródło: opracowanie własne na podstawie L. Allen, J. Jagtiani, J.T. Moser: *Futher Evidence on the Information Content of Bank Examinations Ratings: A Study of BHC-to-FHC Conversion Applications*. "Journal of Financial Services Research", Vol. 20, No. 2-3, s. 214, 220-221.

przekształcili się w holdingi finansowe (w sposób antycypowany lub nie), nie zaobserwowano statystycznie istotnego wpływu tego faktu i związanego z tym ujawnienia wysokości ocen nadzorczych na stopy dochodu z akcji. Nieoczekiwane nieprzekształcenie się holdingów bankowych w finansowe miało z kolei pozytywne oddziaływanie na stopy dochodu z akcji, zamiast negatywnego, wynikającego z logiki przedstawionego powyżej rozumowania²⁴. Dokonanie oczekiwanej konwersji wpływało na zmniejszenie premii za ryzyko kredytowe wbudowanych w stopy dochodu z obligacji. Oddziaływanie nieoczekiwanych przekształceń lub ich braku na premie za ryzyko kredytowe nie było natomiast statystycznie istotne.

**Badanie L. Allen, J. Jagtiani'ego, J.T. Mosera do-
wodzi zatem braku silnego związku, o spodziewanym
kierunku, między ujawnioną pozytywną lub negatyw-
ną oceną nadzorczą sytuacji banków a cenami akcji i
premiami za ryzyko kredytowe zawartymi w stopach
dochodu obligacji.** Jednocześnie rezultaty uzyskane przez J.S. Jordana, J. Peeka i E.S. Rosengrena pokazują, że podjęcie działań interwencyjnych przez nadzór nie sie dla akcjonariuszy nową, negatywną informację. Ponadto w kilku omówionych wcześniej pozycjach literatury przedmiotu dość wyraźnie sugeruje, że działania nadzoru pozytywnie oddziałują na rzetelność publikowanych przez banki sprawozdań finansowych. W tej sytuacji w naturalny sposób pojawia się pytanie o przyczyny występowania niejednoznaczności wokół znaczenia ocen nadzorczych dla kapitałodawców. Dlatego też formułuję poniżej trzy hipotezy zmierzające do objaśnienia tego stanu rzeczy. Po pierwsze, brak spodziewanych reakcji rynkowych na jednorazowe ujawnienie ratingów nadzorczych może być związany ze słabościami modelu skonstruowanego przez L. Allen, J. Jagtiani'ego i J.T. Mosera w celu określenia oczekiwań rynkowych co do przekształcenia holdingów bankowych w finansowe. Po drugie, ceny papierów wartościowych odzwierciedlają przede wszystkim rynkowe przewidywania co do przyszłych wyników finansowych emitentów. Badanie A.N. Bergera, S.M. Daviesa i M. J. Flannery'ego pokazało natomiast, że informacja nadzorcza zasadniczo nie odgrywa istotnej roli w prognozowaniu efektów gospodarowania banków, z wyjątkiem sytuacji, gdy pochodzi z inspekcji zakończonej w ciągu ostatniego kwartału²⁵. Podobne tempo starzenia się informacji nadzorczej wykryli R.A. Cole i J.W. Gunther w kontekście antycypowania niewypłacalności banków²⁶. Znacznie dłużej, tj. 6-12 kwartałów, jak podają B.J. Hirtle i J.A. Lopez, ratingi nadzorcze pozostają istotne w

prognozowaniu wartości następnej oceny nadzorczej²⁷. Artykuł L.Allen, J. Jagtiani'ego i J.T. Mosera abstrahuje natomiast od faktu, iż ujawnione pośrednio ratingi nadzorcze w pierwszej połowie 2000 r. zostały nadane na podstawie inspekcji przeprowadzonych w różnych okresach. Po trzecie, opracowania najobszerniej omówione w tym podpunkcie dzieli horyzont analizy i charakterystyka próby. J.S. Jordan, J. Peek i E.S. Rosengren badali banki znajdujące się w najgorszej kondycji i to częściowo w okresie, kiedy amerykański system bankowy przeżywał poważne problemy. Dla L. Allen J. Jagtiani'ego i J.T.Mosera podstawowym kryterium doboru próby była dostępność danych z rynku akcji i obligacji. Ponadto amerykański system bankowy w latach 1999-2000 znajdował się jako całość w dobrej kondycji. Reakcje rynkowe na pośrednie odtaśnienie informacji nadzorczej zależą zaś od sytuacji systemu i jego pojedynczych podmiotów. Są one bowiem wypadkową oddziaływania przynajmniej dwóch efektów: informacyjnego – wynikającego z ujawnienia nowej lub potwierdzenia już posiadanej informacji o kondycji banku - oraz regulacyjnego – związanego z potencjalnymi zachowaniami nadzoru. W przypadku banków w krytycznej sytuacji finansowej podjęcie działań interwencyjnych oznacza potwierdzenie ich złej kondycji (efekt informacyjny) i zapowiedź utraty kontroli nad bankiem przez dotychczasowych akcjonariuszy (efekt regulacyjny). Kierunek oddziaływania obu efektów na parametry rynkowe jest w tych warunkach jednakowy. W przypadku banków o umiarkowanych problemach finansowych kierunki wpływu efektów: informacyjnego i regulacyjnego, mogą być przeciwne. Przykładowo, ujawnienie niesatysfakcjonującej oceny nadzorczej (efekt informacyjny) dla tego rodzaju banków jest jednocześnie zapowiedzią zastosowania wobec nich w większej mierze mechanizmów dyscypliny regulacyjnej, co może być odczytane przez rynek jako szansa na odwrócenie negatywnych tendencji w gospodarce banku (efekt regulacyjny). Podobnie nieoczekiwanie korzystny rating nadzorczy jest dobrą wiadomością z punktu widzenia efektu informacyjnego i złą – w wyniku zmniejszenia dyscyplinującego oddziaływania nadzoru – z punktu widzenia efektu regulacyjnego.

Wyniki badań empirycznych nad wagą, jaką przywiązują kapitałodawcy do nadzorczego **oddziaływania na banki**, są generalnie zgodne z trzecią z przedstawionych powyżej hipotez. Wskazują one, że **w pewnych sytuacjach kapitałodawcy wydają się uznawać wyższą dyscyplinującego administracyjnego oddziaływania instytucji nadzoru** i pozytywnie reagować na wzrost prawdopodobieństwa jego wystąpienia. Do takiego wniosku może prowadzić zreferowana już w tym podpunkcie obserwacja poczyniona przez L. Allen, J.

²⁴ We wcześniejszym opracowaniu tę nieoczekiwaną reakcję autorzy wyraźniej łączą z rynkowymi oczekiwaniami co do przyszłych działań instytucji nadzoru. Zob. L. Allen, J. Jagtiani, J.T. Moser (March 2001), op.cit., s. 15-17.

²⁵ Zob. A.N. Berger, S.M. Davies, M.J. Flannery (2000), op.cit., s. 661-664.

²⁶ Zob. R.A. Cole, J.W. Gunther: *Predicting Bank Failures: A Comparison of On- and Off-Site Monitoring Systems*. "Journal of Financial Services Research", Vol. 13, No. 2, April 1998, s. 103-117.

²⁷ Zob. B.J. Hirtle, J.A. Lopez: *Supervisory Information and the Frequency of Bank Examinations*. Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, April 1999, s. 1-19.

Jagtiani'ego i J.T. Mosera, że niespodziewane nieprzekształcenie się holdingów bankowych w finansowe, którego jedną z przyczyn mogą być zbyt niskie nadzorcze oceny sytuacji finansowej i jakości zarządzania, przyczynia się do wzrostu cen akcji²⁸. Dodatkowych dowodów dostarczają dociekania A.N. Bergera, S.M. Davies, M.J. Flannery'ego oraz R.Deyounga, M.J. Flannery'ego, W.W. Langa i S.M. Sorescu. Pierwszy z zespołów badawczych zauważył, że o ile spadek ratingu BOPEC przyznawanego holdingom bankowym²⁹, bez przekroczenia granicy między ratingami satysfakcjonującymi (1 i 2) i nie (3, 4 i 5) negatywnie wpływa na stopy dochodu z akcji, o tyle rewizja ratingu nadzorczego z zadowolającego na niezadowolający wiąże się z dość znacznym wzrostem wartości akcji³⁰. Najsilniejszych argumentów na potwierdzenie sformułowanej tezy dostarcza jednak badanie R. Deyounga, M.J. Flannery'ego, W.W. Langa i S.M. Sorescu³¹. Przedmiotem ich dociekań był wpływ prywatnej informacji będącej do dyspozycji nadzoru na wysokość premii za ryzyko, zawartych w stopach dochodu podporządkowanych instrumentów dłużnych. Dowiedli oni, że wierzyciele reagują zmniejszeniem premii za ryzyko w sytuacji, gdy wzrasta prawdopodobieństwo bezpośredniego regulacyjnego oddziaływania na ryzyko banków znajdujących się w złej sytuacji oraz zwiększeniem premii ryzyka, jeśli w wyniku inspekcji banki średnio do tej pory oceniane otrzymują rating nadzorczy wyższy od oczekiwanego, co może skutkować rozluźnieniem dyscypliny regulacyjnej. Warto w tym miejscu zauważyć, że **regulacyjne oddziaływanie jest cenione zarówno przez akcjonariuszy – dysponujących sporymi możliwościami dyscyplinowania menedżerów - jak i przez wierzycieli znajdujących się pod tym względem w znacznie gorszej sytuacji.**

Przedstawione w tym podpunkcie badania nie dają jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, na ile istotne dla kapitałodawców są nadzorcze oceny sytuacji banku. W nielicznych przypadkach pośredniego ujawnienia ratingów nadzorczych na reakcję inwestorów wpływała nie tylko nowa informacja, ale i wycena skutków antycypowanych działań nadzoru. Kierunek wpływu osłabienia lub wzmocnienia dyscypliny regulacyjnej na ceny instrumentów finansowych wyemitowanych

przez banki zależy zaś od kontekstu sytuacyjnego: kondycji banku i całego sektora.

Rola mechanizmów dyscypliny regulacyjnej w kształtowaniu sposobów rynkowego monitorowania i możliwości efektywnego oddziaływania przez rynek na menedżerów bankowych

W dwóch poprzednich podpunktach koncentrowaliśmy naszą uwagę na wpływie mechanizmów dyscypliny regulacyjnej na zawartość sprawozdań finansowych oraz znaczeniu ocen i interwencji nadzoru dla kapitałodawców. W obu przypadkach zajmowaliśmy się zatem czynnikami, które określają we współczesnych gospodarkach warunki egzekwowania dyscypliny rynkowej w stosunku do banków. Obecnie w polu naszego zainteresowania znajdują się takie rodzaje oddziaływania dyscypliny regulacyjnej na rynkową, które bezpośrednio determinują możliwości dyscyplinowania menedżerów bankowych przez kapitałodawców oraz wyznaczają sposób monitorowania banków.

W zakresie wpływu dyscypliny regulacyjnej na możliwości oddziaływania rynkowego na decyzje podejmowane przez kierownictwa banków najważniejsze, w świetle literatury przedmiotu, wydają się: funkcjonowanie w systemie bankowym siatki bezpieczeństwa i zróżnicowanie kosztów poddania się dyscyplinie rynkowej lub regulacyjnej przez bank (M.T. Billet, J.A. Garfinkel, E.S. O'Neal) oraz ograniczenia nakładane na strukturę własności i procesy konsolidacyjne banków (S. Prowse).

Wzrost ryzyka działalności banku powoduje, że musi się on liczyć z reakcją zarówno ze strony kapitałodawców, jak i instytucji odpowiedzialnych za wprowadzanie dyscypliny regulacyjnej. Dotkliwość wspomnianych reakcji decyduje o wysokości ponoszonego przez bank kosztu narażenia się na oddziaływanie dyscypliny rynkowej lub regulacyjnej. Jeśli koszty dyscypliny rynkowej i regulacyjnej różnią się w chwili zwiększenia ryzyka, bank ma zachętę do zmiany struktury źródeł finansowania, w podziale na ubezpieczone i nieobjęte gwarancjami, tak by zminimalizować łączny koszt oddziaływań dyscyplinujących. Matthew T. Billet, Jon A. Garfinkel i Edward S. O'Neal stawiają i weryfikują **tezę, że koszt dyscypliny regulacyjnej jest niższy niż dyscypliny rynkowej, a w związku z tym banki, wykorzystując w większym stopniu ubezpieczone depozyty, są w stanie osłabić siłę wpływu bodźców pochodzących z rynku**³². Zachowania banku przy założeniu takiej względnej struktury kosztów dyscypliny rynkowej i regulacyjnej ilustruje wykres 1. Krzywe oznaczone indeksem dolnym 0 odpowiadają na nim począt-

²⁸ Zob. L. Allen, J. Jagtiani, J. T. Moser (October-December 2001), op.cit., s. 225; L. Allen, J. Jagtiani, J.T. Moser, (March 2001), op.cit., s. 15-17.

²⁹ Skrót BOPEC pochodzi od pięciu aspektów badania sytuacji holdingów: sytuacji bankowych podmiotów zależnych (*bank subsidiaries*), sytuacji innych podmiotów zależnych (*others subsidiaries*), sytuacji podmiotu dominującego (*parent company*), skonsolidowanego wyniku finansowego (*consolidated earnings*), skonsolidowanego kapitału (*consolidated capital*). Rating BOPEC przyjmuje, podobnie jak rating nadawany pojedynczym bankom – CAMELS – wartości od 1 do 5. Wyższe wartości obu rodzajów ratingów nadzorczych oznaczają gorszą sytuację podmiotu poddawanego ocenie.

³⁰ Zob. A.N. Berger, S.M. Davies, M.J. Flannery (2000), op.cit., s. 657.

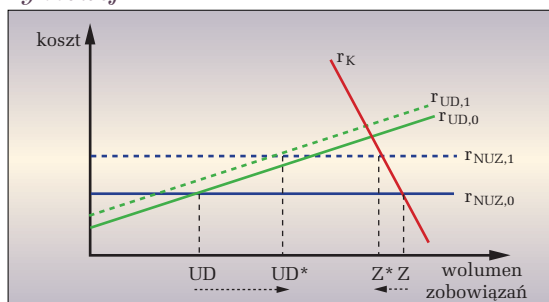
³¹ Zob. R. Deyoung, M.J. Flannery, W.W. Lang, S. Sorescu: *The Information Content of Bank Exam Ratings and Subordinated Debt Prices*. "Journal of Money, Credit, and Banking" Vol. 33, No. 4, November 2001, s. 900-925.

³² Zob. M.T. Billett, J.A. Garfinkel, E.S. O'Neal: *The Cost of Market versus Regulatory Discipline in Banking*. "Journal of Financial Economics", Vol. 48, No. 3, 1998, s. 333-358.

kowemu poziomowi ryzyka, indeksem 1 – końcowemu, wyższemu poziomowi ryzyka. Krzywa krańcowego kosztu ubezpieczonych depozytów ($r_{UD,0}$ lub $r_{UD,1}$) jest wznosząca, co wynika z ograniczenia wartości gwarancji w stosunku do jednego deponenta, skończonej ich liczby i wyższych kosztów pozyskania ubezpieczonych depozytów poza tradycyjnie obsługiwanym rynkiem, a więc generalnie z niedoskonałej podaży depozytów objętych systemem gwarantowania. Krzywa krańcowego kosztu nieubezpieczonych zobowiązań ma natomiast przebieg płaski ($r_{NUZ,0}$ lub $r_{NUZ,1}$), co wiąże się z większą elastycznością hurtowego rynku pieniężnego. Malejące krańcowe przychody z działalności kredytowej ilustruje z kolei krzywa r_K . Przy wyjściowym poziomie ryzyka bank pozyskuje łącznie kapitały obce o wartości Z – wyznaczone przez zrównanie krańcowego przychodu z należności kredytowych z krańcowym kosztem kapitału obcego, na który składają się ubezpieczone depozyty (UD) i pozostałe nieubezpieczone zobowiązania ($NUZ = Z - UD$). Wzrost ryzyka powoduje relatywnie większy wzrost kosztu krańcowego pozyskania nieubezpieczonych zobowiązań (koszt dyscypliny rynkowej) niż ubezpieczonych depozytów (koszt dyscypliny regulacyjnej). Łączna wartość pozyskiwanych kapitałów obcych maleje do Z^* , kwota ubezpieczonych depozytów wzrasta do UD^* , a nieubezpieczonych zobowiązań zmniejsza się do $Z^* - UD^*$.

W celu zweryfikowania prawdziwości założenia o niższym koszcie dyscypliny regulacyjnej oraz określenia jego konsekwencji dla efektywności rynkowego oddziaływania M.T. Billetta, J.A. Garfinkela i E.S. O'Neala przeanalizowali zmiany struktury zobowiązań w okresie, w którym zanotowano wzrost ryzyka działalności, oraz w okresach przed nim i po nim. Za zmienną obrazującą zmiany w poziomie ryzyka banków obrali przy tym weryfikację ratingów nadanych przez agencję Moody's. Łącznie dla okresu 1990-1995 udało im się zgromadzić informacje o 125 przypadkach obniżenia i 108 podwyższenia ratingów holdingów bankowych. Podstawowym przedmiotem dalszych rozważań stały się

Wykres 1 Zachowania banku w zakresie kształtowania struktury finansowania przy niższym koszcie dyscypliny regulacyjnej niż rynkowej



Źródło: opracowanie na podstawie: M.T. Billett, J.A. Garfinkel, E.S. O'Neal: *The Cost of Market versus Regulatory Discipline in Banking*. "Journal of Financial Economics", Vol. 48, No. 3, 1998, s. 336-339.

przypadki weryfikacji ratingów. Zmiany w strukturze finansowania holdingów bankowych M.T. Billett, J.A. Garfinkel i E.S. O'Neal badali w okresach kwartalnych. Ze 125 zidentyfikowanych przypadków obniżenia ratingu autorzy uwzględnili ostatecznie 109, wyłączając banki, które przeprowadzały w danym kwartale procesy konsolidacyjne lub dla których nie udało się zebrać wszystkich niezbędnych danych księgowych.

W kwartale, na który przypadło pogorszenie oceny ratingowej, zanotowano średni spadek wartości aktywów i zobowiązań banków, odpowiednio o 1,62% i 1,59%. Mimo to wartość ubezpieczonych depozytów w tym samym czasie rosła przeciętnie o 1,42%. Nieubezpieczone depozyty malały natomiast średnio o 6,56%. Względne zmniejszenie wolumenu wyemitowanych przez banki krótkoterminowych papierów dłużnych (także nieobjętych systemem gwarantowania) było większe i sięgało aż 27,94%. Warto dodać, że wszystkie opisane zmiany były statystycznie istotne. Analiza struktury finansowania banków w dłuższej perspektywie doprowadziła M.T. Billetta, J.A. Garfinkela i E.S. O'Neala do wniosku, że statystycznie istotne wzrosty udziału ubezpieczonych depozytów w zobowiązaniach ogółem, po uwzględnieniu tendencji występujących w tej dziedzinie w sektorze bankowym obserwuje się w kwartale obniżenia ratingu i kwartale następującym po nim. Rezultaty otrzymane przez M.T. Billetta, J.A. Garfinkela i E.S. O'Neala świadczą zatem, że **w miarę wzrostu ryzyka działalności banki aktywnie starają się zwiększyć wykorzystanie ubezpieczonych depozytów i zredukować udział tych rodzajów zobowiązań, poprzez które rynek oddziałuje dyscyplinująco**³³.

Ograniczenie możliwości wpływania przez uczestników rynków finansowych na decyzje kierownictwa banków jest wynikiem nie tylko obecności w systemie bankowym instytucji ubezpieczenia depozytów i niższego kosztu dyscypliny regulacyjnej, ale także samą reglamentacją działalności bankowej. **Ścisła kontrola procesów konsolidacyjnych i ograniczenia nakładane na potencjalnych właścicieli banków osłabiają**, jak dowodzą rezultaty badań S. Prowse'a, **oddziaływanie rynkowych mechanizmów dyscyplinujących**³⁴. Do takiego wniosku doprowadziło wspomnianego autora porównanie w podmiotach niefinansowych i bankach częstości takich zdarzeń, jak: wrogie przejęcia, dobrowolne fuzje, działania rady dyrektorów (*board of directors*), a więc zdarzeń związanych z wymianą menedżmentu lub uprawdopodobniających zmianę prowadzonej przez niego polityki. W przypadku banków S. Prowse zbadał dodatkowo liczbę interwencji nadzoru, czyli działań dyscyplinujących menedżerów, ale o nierynkowym pochodzeniu. Przyjął przy tym dwa alternatywne założenia co do tego, kiedy następuje interwencja

³³ Zob. M.T. Billett, J.A. Garfinkel, E.S. O'Neal (1998), op.cit., s. 351.

³⁴ Zob. S. Prowse: *Corporate Control in Commercial Banks*. "The Journal of Financial Research", Vol. XX, No. 4, Winter 1997, s. 509-527.

Tabela 5. Częstość zdarzeń dyscyplinujących działania menedżerów w podmiotach niefinansowych i holdingach bankowych

Zdarzenia	Podmioty niefinansowe (%) (badanie R. Morcka, A. Shleifera i R. Vishny'ego)		Holdingi bankowe (badanie S. Prowse'a)	
			liczba zdarzeń	procent liczebności próby
Wymiana kierownictwa	20,50		24	10,26
Wrogie przejęcie	8,80		4	1,71
Fuzja	7,50		25	10,68
Łącznie zdarzenia o charakterze rynkowym	36,80		53	22,65
Interwencja nadzorcza (przypadek I - rating BOPEC na poziomie 3, 4 lub 5)			- 89	38,03
Interwencja nadzorcza (przypadek II - rating BOPEC na poziomie 4 lub 5)			- 45	19,23
Łącznie zdarzenia prowadzące do zmiany polityki danego podmiotu gospodarczego (<i>corporate control changes</i>)	36,80	I przypadek 142		60,68
		II przypadek 98		41,88
Liczba podmiotów w próbie	454			234

Źródło: opracowanie na podstawie: S. Prowse: *Corporate Control in Commercial Banks*, „The Journal of Financial Research”, Vol. XX, No. 4, Winter 1997, s. 513-517.

nadzorcza: pierwsze, że wraz z obniżeniem oceny nadzorczej BOPEC holdingu bankowego do poziomu 3 lub gorszego, drugie, że dopiero wtedy, gdy holding otrzymuje jeden z dwóch najniższych ratingów: 4 lub 5. Przebadaną próbę tworzyły 234 holdingi bankowe, dla których zgromadzono dane dla okresu od 1987 r. do 1992 r. W odniesieniu do podmiotów niebankowych i rynkowych mechanizmów oddziaływania na ich menedżerów S. Prowse wykorzystał wyniki wcześniejszych dociekań R. Morcka, A. Shleifera i R. Vishny'ego, prowadzonych na próbie 454 podmiotów³⁵. Rezultaty dokonanego porównania przedstawia tabela 5.

Najczęściej stosowanym narzędziem dyscyplinowania działań menedżerów holdingów bankowych okazała się interwencja nadzorcza. W zależności od definicji sytuacji, w której do niej dochodzi, dotyczyła ona 38% lub 19% analizowanej próby. Zdarzenia dyscyplinujące o charakterze rynkowym w przypadku holdingów bankowych występowały znacznie rzadziej (22,7% próby) niż dla podmiotów niefinansowych (36,8% próby). Zaobserwowana różnica jest szczególnie duża w przypadku wrogiego przejęcia (1,7% holdingów bankowych i 8,8% podmiotów niefinansowych) oraz wymiany menedżerów dokonanej przez radę dyrektorów (10,3% holdingów bankowych i 20,5% podmiotów niefinansowych). Świadczy to o **poważnym osłabieniu dwóch najsilniejszych rynkowych mechanizmów dyscyplinowania me-**

nedżerów banków ze złymi wynikami gospodarowania w stosunku do grupy podmiotów niefinansowych.

W warunkach współlistnienia dyscypliny regulacyjnej i rynkowej proces monitorowania banków przez podmioty sektora prywatnego zmienia się o tyle w porównaniu z modelem czystej dyscypliny rynkowej, że generowane w jego wyniku sygnały odzwierciedlają nie tylko ryzyko banków, ale także potencjalne reakcje szeroko rozumianego systemu dyscypliny regulacyjnej³⁶. Dowodów na to, że inwestorzy w swoich decyzjach uwzględniają działania dyscyplinujące podejmowane przez instytucje nadzoru dostarczyły nam już zreferowane w poprzednim podpunkcie badania: L. Allen, J. Jagtiani'ego i J.T. Mosera; A.N. Bergera, S.M. Daviesa i M.J. Flannery'ego oraz R. Deyounga, M.J. Flannery'ego, W.W. Langa i S.M. Sorescu. Obecnie zaprezentujemy dodatkowe obserwacje empiryczne potwierdzające, że na sygnały rynkowe wpływa także postrzeganie przez inwestorów różnicy między kosztami dyscypliny rynkowej i regulacyjnej (część druga dociekań M.T. Billetta, J.A. Garfinkela i E.S. O'Neala), jak też doktryna „zbyt duży, by upaść” (badanie R. Groppa, J. Vesala, G. Vulpesa).

M.T. Billett, J.A. Garfinkel i E.S. O'Neal zbadali dwuetapowo wpływ istnienia kategorii ubezpieczonych depozytów na sygnały generowane przez rynek akcji³⁷. Najpierw określili związek ponadnormalnych stóp dochodu z akcji ze stopniem wykorzystania przez bank ubezpieczonych depozytów. Następnie zaś osza-

³⁵ Zob. R. Morck, A. Shleifer, R. Vishny: *Alternative Mechanisms for Corporate Control*. American Economic Review, Vol. 79, 1989, s. 842-852. Wyniki badania R. Morck'a, A. Shleifera i R. Vishny'ego prezentują na podstawie artykułu S. Prowse'a, wspomnianego w poprzednim przypisie.

³⁶ Por. F.C. MacLachlan (2001), op.cit., s. 227-234.

³⁷ Zob. M.T. Billett, J.A. Garfinkel, E.S. O'Neal (1998), op.cit., s. 341-349.

cowali parametry czterech modeli objaśniających wysokość obserwowanych dodatkowych stóp dochodu. Ograniczyli przy tym liczbę uwzględnionych przypadków obniżenia ratingu do 59, poprzez dodatkowe wyłączenie tych, które były zapowiadane przez wcześniejsze działania agencji, lub tych, których potencjalny wpływ na ceny akcji mógł być zakłócony innymi specyficznymi czynnikami. Dodatkowe stopy dochodu były liczone dla okresów trzydniowych, obejmujących dzień weryfikacji ratingu w dół i dwa dni poprzedzające. Średnia wartość dodatkowych stóp dochodu wyniosła -1,14% i była statystycznie istotna. Po podzieleniu zbioru obserwacji na grupy charakteryzujące się wysokim i niskim udziałem ubezpieczonych depozytów w zobowiązaniach okazało się, że reakcja rynku akcji wyraźnie zależy od struktury finansowania. Dla banków o wysokim poziomie ubezpieczonych depozytów średnia dodatkowa stopa dochodu nie była statystycznie istotnie różna od zera i wynosiła 0,253%. Banki wykorzystujące z kolei w znacznej mierze kapitały obce nieobjęte systemem gwarantowania zanotowały statystycznie istotnie różną od zera średnią ponadnormalną stopę dochodu -2,585%. Kolejnym krokiem w rozważaniach prowadzonych przez M.T. Billetta, J.A. Garfinkela i E. S. O'Neala była, jak już wspomnieliśmy, estymacja parametrów czterech modeli, które miały wspólną zmienną zależną – zanotowane ponadnormalne stopy dochodu, różniły się zaś zestawem użytych zmiennych objaśniających. W pierwszym modelu ponadnormalne stopy dochodu były uzależnione od: udziału zobowiązań w finansowaniu aktywów, głębokości weryfikacji ratingu, początkowego poziomu oceny ratingowej oraz zmiennych obrazujących oczekiwania rynkowe co do obniżenia ratingu. Drugi model dodatkowo uwzględniał wśród zmiennych niezależnych udział ubezpieczonych depozytów w zobowiązaniach ogółem. Trzeci zastępował ten udział jego logarytmem. W czwartym zaś do zestawu zmiennych objaśniających drugiego modelu dołączono udział depozytów w łącznych zobowiązaniach. W pierwszej specyfikacji żadna ze zmiennych nie okazała się statystycznie istotna, w pozostałych zaś statystycznie istotne były tylko: iloraz ubezpieczonych depozytów i zobowiązań ogółem oraz logarytm tego ilorazu. Oszacowane dla tych zmiennych parametry miały dodatni znak, co pokazuje, że banki o wyższym udziale ubezpieczonych depozytów w pozyskanych kapitałach obcych doświadczają mniej negatywnych odpowiedzi ze strony rynku akcji na wiadomość o obniżeniu ratingu. Analiza sygnałów generowanych przez rynek właścicielskich papierów wartościowych prowadzi nas zatem do wniosku, że **akcjonariusze są świadomi zróżnicowanych możliwości unikania przez banki dyscyplinującego oddziaływania rynkowego, podnoszącego koszt pozyskania kapitałów w przyszłości w odpowiedzi na obecnie notowany wzrost ryzyka.**

Opracowanie Reinta Groppa, Jukka Vesala i Giuseppe Vulpesa³⁸ testuje zdolność wskaźników z rynku akcji i podporządkowanych instrumentów dłużnych do antycypowania poważnego pogorszenia sytuacji banków przy użyciu danych z okresu od początku 1991 r. do marca 2001 r., zgromadzonych dla banków krajów Unii Europejskiej. Wspomnianymi wskaźnikami są: premia za ryzyko w przypadku rynku obligacji i przemnożona przez (-1) wartość dystansu do niewypłacalności³⁹ dla rynku właścicielskich papierów wartościowych. W analizie właściwości dystansu do niewypłacalności wykorzystano miesięczne obserwacje dla 84 banków z 14 krajów Unii Europejskiej, premii za ryzyko zaś - 59 banków z 12 państw. Rodzajem zdarzenia, względem którego mierzone były zdolności progностyczne dystansu do niewypłacalności i premii za ryzyka była sytuacja, w której nadawany przez agencję Fitch/IBCA rating siły finansowej (*financial strength rating*), abstrahujący od istnienia siatki bezpieczeństwa, jest obniżany do poziomu C lub oznaczającego występowanie jeszcze większych zagrożeń (D, E). Po oszacowaniu parametrów dwóch modeli ekonometrycznych o odmiennych konstrukcjach (modelu logitowego i modelu *proportional hazard*) R. Gropp, J. Vesala, G. Vulpes doszli do wniosku, że **obowiązywanie doktryny „zbyt duży lub ważny, by upaść” istotnie obniża wartość informacyjną premii za ryzyko zawartych w stopach dochodu podporządkowanych instrumentów dłużnych.** Funkcjonowanie sformułowanej *implicit*e siatki bezpieczeństwa dla dużych banków **nie ma natomiast wpływu na wartość sygnałów z rynku właścicielskich papierów wartościowych**⁴⁰.

Mechanizmy dyscypliny regulacyjnej na dwa sposoby ograniczają zatem możliwości rynkowego oddziaływania na ryzyko podejmowane przez banki. Po pierwsze, stwarzają szansę zmniejszenia dolegliwości presji rynkowej poprzez zwiększenie udziału ubezpieczonych depozytów w strukturze finansowania. Po drugie, redukują, w porównaniu z niefinansowymi branżami gospodarki, rolę narzędzi bezpośredniego dyscyplinowania menedżerów w postaci wrogich przejęć i działań akcjonariuszy, które w znacznej mierze są

³⁸ Zob. R. Gropp, J. Vesala, G. Vulpes: *Equity and Bond Market Signals as Leading Indicators of Bank Fragility*. European Central Bank, Working Paper Series, No. 150, June 2002. To samo opracowanie zostało nieco wcześniej opublikowane w materiałach konferencyjnych: R. Gropp, J. Vesala, G. Vulpes: *Equity and Bond Market Signals as Leading Indicators of Bank Fragility. The Impact of Economic Slowdowns on Financial Institutions and Their Regulators*, Federal Reserve Bank of Boston, April 2002.

³⁹ Dystans do niewypłacalności jest jedną z miar ryzyka kredytowego otrzymanych w ramach modelu KMV Credit Monitor. Szerzej na temat traktują: A. De Servigny: *Le risque de crédit. Nouveaux enjeux bancaires*. Paris 2001 Dunod, s. 60-64. A. Saunders: *Credit Risk Measurement. New Approaches to Value at Risk and Other Paradigms*. John Wiley & Sons, Inc., New York, 1999, s. 23-32; J.B. Caouette, E.I. Altman, P. Narayanan: *Managing Credit Risk. The Next Great Financial Challenge*, John Wiley & Sons, Inc, New York, 1998, s. 139-146.

⁴⁰ Zob. R. Gropp, J. Vesala, G. Vulpes (2002), op.cit., s. 23.

zastępowane interwencjami nadzorczymi. W odniesieniu do efektów rynkowego monitorowania – współistnienie dyscypliny regulacyjnej i rynkowej powoduje, że sygnały rynkowe odzwierciedlają, oprócz sytuacji danego banku, skutki funkcjonowania systemu ubezpieczenia depozytów, obecność domyślnej siatki bezpieczeństwa dla największych podmiotów, jak też przewidywany zakres ingerencji nadzorczej.

Podsumowanie

Dokonany przegląd literatury przedmiotu traktującej o związkach dyscypliny regulacyjnej i rynkowej pozwala na wyróżnienie zarówno obszarów ich komplementarności, jak i sprzeczności. Świadczy to o niejednoznacznym wpływie dyscypliny regulacyjnej na rynkową. Mechanizmy dyscypliny regulacyjnej, jak wykazaliśmy w drugim podpunkcie, przyczyniają się do ujawnienia ukrywanej przez menedżerów negatywnej informacji o kondycji banków, a przez to sprzyjają większej rzetelności sprawozdań finansowych. Umożliwiają w ten sposób trafniejszą ocenę sytuacji banku przez kapitałodawców. Pozytywny wpływ dyscypliny regulacyjnej na rzetelność sprawozdań finansowych występuje przy tym niezależnie od równoległe istniejącego systemu audytu⁴¹. Z drugiej strony istnienie siatki bezpieczeństwa i głęboka reglamentacja działalności bankowej zmniejszają zakres narzędzi dyscyplinujących dostępnych dla uczestnikom rynków finansowych, jak też siłę ich oddziaływania. Stąd zapewne w niektórych sytuacjach

⁴¹ Badania empiryczne nad łączną rolą audytorów i inspektorów nadzoru w zapewnieniu rzetelności sprawozdań finansowych są bardzo nieliczne. Jedno z nich sugeruje, że oddziaływanie audytu i inspekcji na praktyki księgowe banków nie jest takie samo. Zob. D. Dahl, J. P. O'Keefe, G.A. Hanweck: *The Influence of Examiners and Auditors on Loan-Loss Recognition*. "Banking Review", Federal Deposit Insurance Corporation, Vol. 11, No. 4, s. 10-25.

kapitałodawcy uznają za wartościową perspektywę poddania banku wzmożonej dyscyplinie regulacyjnej. Starzenie się prywatnej informacji nadzorczej zdobywanej w trakcie inspekcji na miejscu oraz ograniczone zasoby nadzoru zwiększają zainteresowanie wykorzystaniem w procesach nadzoru sygnałów rynkowych. Te ostatnie jednak – generowane przez racjonalnych inwestorów – nie są w modelu wspomagającej dyscypliny rynkowej odzwierciedleniem tylko i wyłącznie rynkowych ocen ryzyka działalności banków, ale oddają również cechy otoczenia regulacyjnego. Z punktu widzenia wspomagania procesu nadzorczego są zatem zakłócone, choć – jak wskazują badania empiryczne – pozostają użyteczne⁴². Patrząc z ogólniejszej perspektywy, istotnym źródłem konfliktu dyscypliny rynkowej i regulacyjnej może być sfera motywacji. Jak zauważa M.J. Flannery, im większy stopień aktywności władz publicznych w zakresie dyscyplinowania działań banków, tym mniejsze obserwujemy zainteresowanie wykonywaniem podobnych działań po stronie sektora prywatnego⁴³. W związku z tym, reformując istniejące systemy wspomagającej dyscypliny rynkowej, należy dbać nie tylko o wzrost możliwości monitorowania działalności banków (np. przez zwiększenie obowiązków informacyjnych), ale także o wzmacnianie motywacji kapitałodawców do obserwowania sytuacji banków i oddziaływania na decyzje menedżerów.

⁴² Przykładowo, badania J.W. Gunthera, M.E. Levoniana i R.R. Moore'a oraz T.J. Curry'ego i G.S. Fissela dowodzą przydatności sygnałów z rynku akcji w prognozowaniu, odpowiednio, ratingów nadawanych holdingom bankowymi i pojedynczym bankom. Zob. J.W. Gunther, M.E. Levonian, R.R. Moore: *Can the Stock Market Tell Bank Supervisors Anything They Don't Already Know?* "Economic and Financial Review", Federal Reserve Bank of Dallas, Second Quarter 2001, s. 2-9; T.J. Curry, G.S. Fissel: *Regulator Use of Market Data to Improve the Identification of Bank Financial Distress*. Working Paper, Federal Deposit Insurance Corporation, December 2001.

⁴³ Zob. M.J. Flannery (1998), op.cit., s. 278.