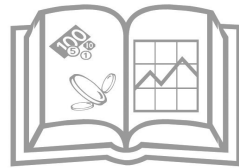


# ZARZĄDZANIE FINANSAMI I RACHUNKowoŚĆ

---

JOURNAL OF FINANCIAL  
MANAGEMENT  
AND ACCOUNTING



5 (1) 2017

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie  
Warsaw University of Life Sciences – SGGW

Warszawa 2017

#### **RADA NAUKOWA (SCIENTIFIC COUNCIL)**

Prof. dr hab. Bogdan Klepacki – przewodniczący (chairman)  
Prof. Goran Andjelic  
Prof. dr Agnes Csiszarik-Kocsir  
Prof. dr hab. Anatolii Chupis  
Prof. Carlo Giannetto  
Prof. dr hab. Irena Jędrzejczyk  
Prof. Maurizio Lanfranchi  
Prof. William Meyer  
Prof. Ing. Pavol Ochotnický  
Prof. dr Baiba Rivza  
Prof. dr hab. Henryk Runowski  
Dr hab. Judit Sági  
Prof. dr Peter Schuster  
Prof. dr hab. Maria Sierpińska  
Prof. dr Mario Strassberger  
Dr hab. Nataliia Vasilievska  
Prof. dr hab. Valeriy Zhuk  
Prof. dr hab. Dariusz Zarzecki

#### **REDAKTOR NACZELNY (EDITOR-IN-CHIEF)**

Dr hab. Mirosław Wasilewski, prof. nadzw. SGGW, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

#### **ZASTĘPCA REDAKTORA NACZELNEGO (DEPUTY EDITOR-IN-CHIEF)**

Dr Magdalena Mądra-Sawicka, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

#### **REDAKTORZY TEMATYCZNI (SUBJECTS EDITORS)**

Dr Magdalena Mądra-Sawicka – **finanse (finance)**, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie  
Dr Grażyna Rembielak-Vitchev – **ekonomia (economy)**, Uniwersytet w Salford, Wielka Brytania  
Dr Kevin Rowles – **rachunkowość (accounting)**, Uniwersytet w Huddersfield, Wielka Brytania  
Dr Marzena Ganc – **rachunkowość (accounting)**, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie  
Dr hab. Tomasz Siudek – **bankowość (banking)**, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

#### **REDAKTOR STATYSTYCZNY (STATISTICAL EDITOR)**

Dr hab. Joanna Kisielińska, prof. nadzw. SGGW, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

#### **REDAKTORZY JĘZYKOWI (LANGUAGE EDITORS)**

Dr Adam Sułkowski, Babson College, Stany Zjednoczone  
Agata Cienkusz, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Redakcja czasopisma  
„Zarządzanie Finansami i Rachunkowość”  
Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie  
Wydział Nauk Ekonomicznych  
ul. Nowoursynowska 166  
02-787 Warszawa  
Polska  
e-mail: zfir@sggw.pl

Editorial Office  
'Journal of Financial Management and Accounting'  
Warsaw University of Life Sciences – SGGW  
Faculty of Economic Sciences  
Nowoursynowska Street 166  
02-787 Warsaw  
Poland  
e-mail: zfir@sggw.pl

ISSN 2300-9683 eISSN 2543-8557

© Copyright by Warsaw University of Life Sciences Press

Wydawnictwo SGGW, ul. Nowoursynowska 166, 02-787 Warszawa  
tel. 22 593 55 20, fax 22 593 55 21

www.wydawnictwosggw.pl, e-mail: wydawnictwo@sggw.pl

Druk: POLIMAX s.c., ul. Nowoursynowska 161 L, 02-787 Warszawa

## SPIS TREŚCI

### **Aurelia Bielawska**

Zmiany w procedurze badania wiarygodności kredytobiorców <i>Changes in procedures study of the enterprises credibility</i> .....	5
---	---

### **Katarzyna Królik-Kořtunik**

Wpływ zmian standardów opcji na rynek opcji indeksowych na giełdzie papierów wartościowych w Warszawie <i>The influence of options standards changes on the index options market on Warsaw stock exchange</i> .....	15
--	----

### **Małgorzata Frańczuk**

Rozwój rynku listów zastawnych w Polsce w kontekście nowych zmian regulacyjnych <i>The covered bonds market development perspectives in the context of new regulations</i> .....	29
---	----

### **Sławomir Juszczyk, Rafał Balina**

Zmiany oprocentowania i wolumenu kredytów dla przedsiębiorstw a zmiany stóp procentowych NBP w latach 2008–2015 <i>Changes in interest rates and volume of loans versus changes in interest rates of NBP in years 2008–2015</i> .....	45
--	----

### **Valeriy Zhuk**

Institutional theory of accounting: new opportunities and scales of profession <i>Instytucjonalna teoria rachunkowości: nowe możliwości i ranga zawodu</i> .....	53
---	----

### **Marta Kightley**

Finansowanie południowokoreańskiego cudu gospodarczego – w świetle rekomendacji konsensusu waszyngtońskiego <i>The financing of the south korean miracle – versus the Washington Consensus</i> .....	67
---	----



## ZMIANY W PROCEDURZE BADANIA WIARYGODNOŚCI KREDYTOBIORCÓW

Aurelia Bielawska  
Uniwersytet Szczeciński

**Abstrakt.** Celem artykułu jest przedstawienie zmian w procedurze badania wiarygodności kredytobiorców, których całkowite wdrożenie przewidziane jest do 2019 roku i rekomendowanie przedsiębiorstwom podjęcia działań, dzięki którym mogą umożliwić sobie trwały rozwój i jednocześnie pozytywnie wpłynąć na swoją notę ratingową. Wysoka nota ratingowa otrzymana według kryterium Bazylea III może zapewnić przedsiębiorstwu korzystne warunki kredytowania i zmniejszenie kosztów finansowania działalności. Artykuł został napisany na podstawie studiów obowiązujących aktów prawnych, literatury przedmiotu i polityki zarządzania ryzykiem w banku.

**Słowa kluczowe:** Bazylea III, kredyt bankowy, rating finansowy, rating strukturalny

### WSTĘP

Regulacje bankowe określone jako Bazylea III mają na celu przede wszystkim wzmocnienie odporności systemu finansowego na wypadek materializacji ryzyka systemowego i wspieranie przez to długookresowego, zrównoważonego wzrostu gospodarczego kraju<sup>1</sup>. Nowe reguły bankowe oddziałują na warunki dostępu do kredytów bankowych wszystkich przedsiębiorstw w krajach UE, jednakże ze względu na swoją specyfikę MŚP mogą zostać dotknięte tymi zmianami w większym stopniu niż duże przedsiębiorstwa.

---

<sup>1</sup> Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym (Dz.U. 2015 poz. 1513, art. 1).

## CO ZMIENIAJĄ NOWE REGUŁY BANKOWE ?

Nowe reguły adekwatności kapitałowej zmuszają banki do zwiększenia ilości i jakości kapitału własnego zabezpieczającego udzielone kredyty, tak aby w razie sytuacji kryzysowej banki mogły same się refinansować. Nowe reguły bankowe mogą spowodować zwiększenie kosztów kredytowania, a ponadto może ulec zmniejszeniu wolumen udzielanych kredytów [Hofbauer, Kral i Seiler 2015]. Restrykcyjne przepisy dotyczące zabezpieczenia aktywów ważonych ryzykiem (RWA) wynikające z Bazylei III powodują, że banki preferują przedsiębiorstwa z większymi szansami przetrwania, mniej ryzykowne i w związku z tym przedsiębiorstwo starając się o kredyt powinno przekonać bank o swoich dobrych perspektywach rynkowych. Do identyfikacji dobrze zarządzanego przedsiębiorstwa tradycyjnie stosowane mierniki zorientowane na informacje pochodzące z rocznych sprawozdań finansowych to za mało. W związku z tym banki sporządzają nie tylko rating finansowy, ale również rating strukturalny [Hofbauer i Bergmann 2016].

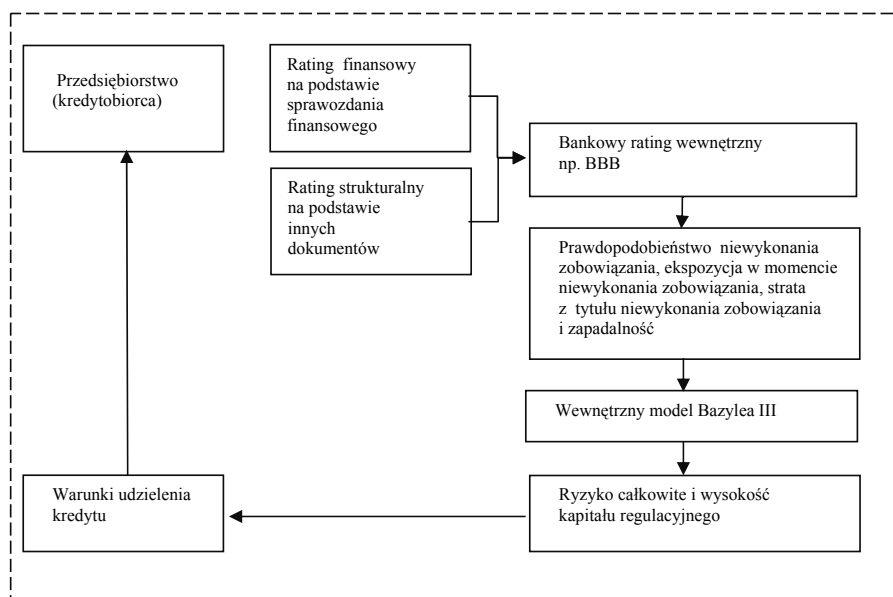
Efektywne zarządzanie przedsiębiorstwem wynika z dążenia założycieli przedsiębiorstwa do osiągnięcia zamierzonych celów. Wysoka nota ratingowa może być dodatkowym efektem tych starań i może przyczynić się nie tylko do uzyskania lepszych warunków kredytowania, ale również do wzrostu wartości rynkowej ocenianego przedsiębiorstwa.

Przedmiotem ratingu są zarówno cechy ilościowe, jak i jakościowe przedsiębiorstwa ubiegającego się o kredyt, dlatego przedsiębiorstwo oprócz dokumentów finansowych wraz z wnioskiem kredytowym powinno dostarczyć dokumenty umożliwiające sporządzenie ratingu strukturalnego.

## POZYSKIWANIE FINANSOWANIA BĘDZIE TRUDNIEJSZE

Normy ostrożnościowe zawarte w Bazylei III stanowią w znacznym stopniu modyfikację i kontynuację rozwiązań przedstawionych w umowie bankowej z 1988 roku określanej mianem Bazylea I. Uregulowania te ustanowiły, dla banków prowadzących działalność międzynarodową, minimalną wartość wskaźnika BIS – informującego o relacji funduszy własnych banku do aktywów ważonych ryzykiem (RWA) w wysokości co najmniej 8%. Wskaźnik BIS ulegał podwyższeniu lub obniżeniu w sposób standardowy w zależności od klasy ratingu do jakiej zaliczony został kredytobiorca. Oznaczało to, że banki dla każdego kredytu ważonego ryzykiem zobowiązane zostały do utworzenia na kapitale własnym rezerwy w odpowiedniej wysokości. Dopuszczalny rozmiar akcji kredytowej banku uzależniony został więc od wartości posiadanego kapitału.

Szybko jednak okazało się, że przyjęte ograniczenia nie wystarczą, aby zapobiec pojawieniu się kolejnego kryzysu finansowego. Głównym powodem był fakt, że sposób obliczania wartości RWA nie uwzględniał wszystkich rodzajów ryzyka bankowego, jakie pojawiły się m.in. wraz ze wzrostem znaczenia instrumentów pochodnych na rynkach finansowych.



**RYSUNEK 1.** Rating finansowy i rating strukturalny jako składniki procedury udzielania kredytu

Źródło: Opracowanie własne na podstawie studiów literaturowych.

Główna idea Bazylei I dotycząca utrzymywania przez bank minimalnej wartości wskaźnika BIS na poziomie 8% została utrzymana również w nowej umowie bankowej obowiązującej od 1 stycznia 2007 roku. Modyfikacji poddano dotychczasowe metody wyznaczania kapitału banku czyli wymogu kapitałowego dla pokrycia ryzyka kredytowego. Niestety znowelizowanie reguł i ich wdrożenie nie zapobiegło wystąpieniu kolejnego kryzysu finansowego. Wyniki analiz Banku Rozrachunków Międzynarodowych wykazały, że straty poniesione przez 99% tzw. banków światowych w czasie kryzysu zapoczątkowanego w 2007 roku wyniosły 5 lub mniej procent wartości RWA [Langer, Eschenburg i Eschbach 2013]. Czyli straty były mniejsze niż minimalna wartość wskaźnika BIS wymagana przez normy bankowe. W związku z tym poniesione straty nie mogły doprowadzić do niestabilności systemu finansowego. Okazało się więc, że definicje kapitału banku przyjęte w Bazylei I i Bazylei II były nieprecyzyjne, a kapitał banku charakteryzował się ograniczoną zdolnością absorpcji strat i nie mógł pokryć powstałych



niedoborów. W odpowiedzi na zaistniałą sytuację BCBS przygotował i opublikował w grudniu 2009 roku pierwsze dokumenty dotyczące kolejnych zmian reguł bankowych, które we wrześniu następnego roku opublikowane zostały jako Bazylea III. Równoległe do prac Komitetu Bazylejskiego ds. Nadzoru Bankowego w Unii Europejskiej trwały prace nad regulacjami (pakiet CRD IV/CRR) umożliwiającymi transpozycję do prawa unijnego znowelizowanych reguł ostrożnościowych<sup>2</sup>. Do najważniejszych zmian, należy zaliczyć nowy sposób obliczania kapitału regulacyjnego banku, tak by kapitał ten był w stanie zapewnić rzeczywistą absorpcję strat.

BAZYLEA II „dzisiaj”

Kapitał podstawowy 2%	Kapitał uzupełniający I klasy 2%	Kapitał uzupełniający II klasy 4%
--------------------------	-------------------------------------	--------------------------------------

===== 8% =====

Wskaźnik funduszy własnych do aktywów ważonych ryzykiem 8 %.

BAZYLEA III (wartości docelowe 2019)

Współczynnik kapitału podstawowego 4,5% (Tier I)	Dodatkowy kapitał podstawowy 1,5%	Kapitał uzupełniający 2,0% (Tier II)	Bufor zabezpieczający 2,5%	Bufor antycykliczny 0–2,5%
---	--------------------------------------	--	-------------------------------	-------------------------------

===== 13% =====

Wskaźnik funduszy własnych do aktywów ważonych ryzykiem 13%

**RYSUNEK 2.** Wymagania dotyczące kapitału regulacyjnego według Bazylei II oraz Bazylei III

Źródło: Zarządzenie nr 5/98 Komisji Nadzoru Bankowego, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013.

Umowa Bazylea III wprowadziła ujednoczone w skali międzynarodowej uregulowania dotyczące płynności banków. Zarządzenie Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) w sprawie sposobu wyliczenia współczynników CRR wypłacalności banku oraz procentowych wag ryzyka przypisanych poszczególnym kategoriom aktywów i zobowiązań pozabilansowych, nakazuje bankom dysponować taką ilością kapitału (kapitału regulacyjnego)<sup>3</sup>, która pozwoli im pokryć nieoczekiwane straty i zachować wypłacalność w każdej sytuacji, także w razie kryzysu. Z powyższego wynika, że wartość kredytów udzielonych przez bank zależy od ryzyka tych kredytów. Ponadto Bazylea III nakłada na banki obowiązek tworzenia

<sup>2</sup> W dniu 27 czerwca 2013 r. w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej został opublikowany finalny tekst tzw. pakietu CRD IV/CRR w wersji polskiej.

<sup>3</sup> Kapitał regulacyjny (RC) jest to prawny środek ostrożnościowy zdefiniowany przez regulatora i służący jako minimalna kwota Tier 1. i Tier 2., a także kapitał zapasowy wymagany do absorpcji nieoczekiwanych strat. Minimalna wartość kapitału to RC, którą bank musi utrzymywać z perspektywy regulacyjnej w funkcji amortyzatora umożliwiającego przetrwanie w przypadku dużych nieoczekiwanych strat.



dwóch kapitałowych buforów bezpieczeństwa: (1) buforu zabezpieczającego oraz (2) buforu antycyklicznego. Wymogi płynnościowe to kolejne narzędzie ostrożnościowe wprowadzone nowymi regulacjami. Wpływ tych regulacji na możliwości kredytowania zależy od klas aktywów jakie zaliczone zostaną do najbardziej płynnych. Restrykcyjne zasady w tym zakresie mogą spowodować, że regulacje te będą znacznie bardziej kosztowne dla banków i gospodarki niż wymóg utrzymywania większego kapitału. Szczególnie niekorzystne dla polskiego sektora bankowego jest przewidziane dyrektywą podejście grupowe w odniesieniu do możliwości tworzenia grup płynnościowych, których elementem stałyby się banki zależne od podmiotów zagranicznych [Bielawska 2016].

Bazylea III wprowadziła górną granicę zadłużenia tzw. dźwignię finansową – nominalna suma wszystkich aktywów banku nie powinna (w przyszłości) przekroczyć 33-krotnej wartości kapitału własnego. Banki są zobowiązane już od 2011 roku do ustalania kapitału własnego według nowych zasad i do zrewidowania wag ryzyka oraz dostosowania ich do aktualnego zakresu działalności. Może to nastąpić w drodze zwiększenia kapitału, alokacji zysku do rezerw lub ograniczenia akcji kredytowej.

W aktywach bilansu banku wykazywane są należności od kredytobiorców np. kredyty, po stronie pasywów natomiast wykazywane są kapitał własny i rezerwy. Wymagania dotyczące kapitału własnego odnoszące się do ekspozycji banku na ryzyko w decydującym stopniu zależą od wiarygodności kredytowej dłużnika (jakości aktywów). Banki, dążąc do zrealizowania zaleceń wynikających z reguł bankowych udzielając kredyty zmuszone są uwzględniać różnice w zakresie ryzyka kredytowego należności od poszczególnych dłużników. Zadanie to spełniają ratingi.

W tabeli 1 zestawiono wskaźniki informujące o procentowym udziale rezerw na kapitale własnym, tworzonych w zależności od ratingu finansowanych podmiotów. Z danych zawartych w tabeli wynika, że transakcje kredytowe o wyższym poziomie ryzyka wymagają zaangażowania większych funduszy banku niż finansowanie projektów o mniejszym ryzyku. Banki zatem będą żądały większej zapłaty za kredyty udzielane klientom o „gorszym” ratingu.

Wskaźniki przedstawione w tabeli wskazują, że nowe wymogi ostrożnościowe odnośnie do kapitału regulacyjnego banku wymagają większego zaopatrzenia banków w kapitał, w przeciwnym razie zmniejszą się możliwości banków w zakresie udzielania kredytu. Większe wymagania dotyczące kapitału banków prowadzą do zmniejszenia wolumenu kredytów przy jednoczesnym faworyzowaniu kredytów o niskim poziomie ryzyka. Przede wszystkim przedsiębiorstwa z niskim ratingiem muszą uwzględniać możliwość znaczącej podwyżki odsetek od kredytów. Zróznicowanie wymaganej minimalnej ilości funduszy banku w zależności od ratingu udzielanych kredytów powoduje powstawanie dodatkowych kosztów banku. Kosztami tymi zostaną obciążeni klienci banku, a to oznacza, że przedsiębiorstwa z niższymi ocenami ratingowymi muszą liczyć się ze wzrostem kosztów kredytowania.



**TABELA 1.** Wskaźniki rezerwy na kapitale banku zależne od ryzyka kredytu (%)

Rating	AAA do AA-	A+ do A-	BBB+ do BBB-	BB+ do BB-	Poniżej B-	Bez ratingu
Kraju	0	20	50	100	150	100
Wiarygodność kraju	20	50	100	100	150	100
Wiarygodność banku	20	50	50	100	150	50
Zadłużenie krótkoterminowe	20	20	20	50	150	20
Przedsiębiorstwa	20	50	100		150	(≥) 100
Pozostałe aktywa :						
Kredyty hipoteczne dla klientów indywidualnych			35			
Komercyjne kredyty hipoteczne			100			
Pożyczki osobiste			100			
Venture Capital w zależności od decyzji krajowego nadzoru bankowego						
Pozostałe aktywa			100			

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Wilkens M., Völker O., [2001], Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady Europy (UE) nr 575/2013.

## UDOSTĘPNIĄĆ WIĘCEJ NIŻ TYLKO LICZBY

Dotychczas analizowanie przez banki wiarygodności kredytowej kredytobiorców koncentrowało się przede wszystkim na badaniu wskaźników finansowych (rating finansowy). Po implementacji w systemie bankowym umowy Bazylea III pojawiło się żądanie dokonywania dodatkowo oceny przedsiębiorstwa ze względu na aspekt przyszłej zdolności płatniczej co pozwala ocenić szanse dalszego istnienia przedsiębiorstwa (rating strukturalny). Analiza wskaźników finansowych opisujących sytuację finansową przedsiębiorstwa jest zorientowana w znacznym stopniu na przeszłość, tymczasem kredyt będzie spłacony w przyszłości i w związku z tym banki zainteresowane są trwałością istnienia przedsiębiorstwa.

Trwałość istnienia przedsiębiorstwa można analizować stosując tzw. rating strukturalny [Hofbauer i Bergmann 2008]. Zadaniem ratingu strukturalnego jest ocena aktualnej sytuacji przedsiębiorstwa na rynku i ocena zdolności przedsiębiorstwa do osiągania sukcesów w przyszłości. Na ocenę zdolności przedsiębiorstwa do osiągania sukcesów w przyszłości wpływa zarówno sytuacja finansowa przedsiębiorstwa, jego otoczenie, rodzaj prowadzonej działalności, sposób zarządzania przedsiębiorstwem, personel (pracownicy i osoby zarządzające), jak również stosowane instrumenty kontrolingu, planowania, a nawet marketingu. Przeprowadzenie takiej oceny przez instytucję finansującą pozwala ocenić szan-

se powodzenia przedsiębiorstwa, wymaga jednak wielu informacji o zarządzaniu przedsiębiorstwem i o jego wewnętrznej strukturze. Istotnym czynnikiem przyczyniającym się do osiągnięcia sukcesu jest pozycja konkurencyjna przedsiębiorstwa na rynku. Dalszymi istotnymi czynnikami sukcesu są perspektywy na przyszłość i jakość zarządzania. W dobrze zarządzanym przedsiębiorstwie sporządzane są, nie tylko plany działalności, ale również opracowywana jest strategia działania i kontroli. Wyniki tych opracowań znane są pracownikom przedsiębiorstwa, są przez nich akceptowane i stosowane w przedsiębiorstwie w sposób przyczyniający się do jego rozwoju.

## PODSUMOWANIE

Przedstawione rozważania wskazują, że w najbliższej przyszłości przedsiębiorstwa będą musiały ponieść więcej trudu, aby uzyskać finansowanie z banku. Nowe wymogi nadzoru bankowego Bazylea III zobowiązują banki do jeszcze większego uzależnienia finansowania przedsiębiorstw od ich wiarygodności. Banki uzależniają warunki (koszty) kredytowania nie tylko od aktualnej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, ale również zwracają uwagę na zdolność płatniczą przedsiębiorstwa jaka może wystąpić w najbliższym czasie. W związku z tym ważne są rodzaj i jakość dokumentów, które zostają udostępnione. Banki potrzebują aktualnych informacji, obszerniejszych niż dane uzyskiwane ze sprawozdawczości finansowej. Oczekują udokumentowanych informacji, które pozwolą ocenić szanse powodzenia przedsiębiorstwa w najbliższych latach. Procedury bankowe wynikające z implementacji reguł Bazylei III wskazują jednoznacznie, że obecnie większe znaczenie, niż dotychczas, mają czynniki jakościowe oddziałujące na ryzyko i sukces finansowanego projektu. Bank w procesie ratingu wykorzystuje różne dokumenty dostarczone przez przedsiębiorstwo, w szczególności plany strategiczne, plany marketingowe, dane dotyczące pozycji rynkowej, jakości zarządzania i tworzenia wartości rynkowej, dokumentację przedstawiającą wszystkie ważne czynniki oddziałujące na działalność przedsiębiorstwa. Badania prowadzone w bankach wskazują, że korzystny wpływ na ocenę wiarygodności kredytobiorcy ma dostarczenie bankowi odpowiednich dokumentów wraz z wnioskiem kredytowym. Późniejsze ich dostarczenie może zostać odebrane jako chęć ukrycia istotnych informacji.

Opracowanie strategii rozwoju w formie papierowej i przedstawienie jej w banku wraz z wnioskiem kredytowym może w znaczący sposób wpłynąć na rating. Im więcej informacji o sobie dostarczy przedsiębiorstwo, tym większa szansa na otrzymanie kredytu i na korzystniejsze warunki kredytowania.



Decyzją Bazylejskiego Komitetu Bankowego od 2011 roku następuje stopniowe wdrażania do systemu bankowego krajów Unii Europejskiej norm ostrożnościowych określanych jako Bazylea III. Nowe reguły nakładają na banki obowiązek posiadania kapitałów własnych większej wartości i wyższej jakości. Wartość kapitałów, które będą musiały utrzymywać banki zależy od ryzyka finansowanych projektów. W związku z tym kredyty udzielone na finansowanie bardziej ryzykownych projektów będą droższe. Przedsiębiorstwa mają możliwość obniżenia ryzyka swojego projektu dostarczając bankowi, wraz z wnioskiem kredytowym, obszernie informacje o tym projekcie.

## Spis literatury

- BIELAWSKA A., 2016: Bazylea III i kredyty bankowe dla MŚP, [w:] Marketing i Zarządzanie, 2 (43), s. 259–271.
- HOFBAUER, G. KRAL M., SEILER P., 2015: Evidenzbasiertes Rating von Unternehmen und der Einfluss von Marketing und Vertrieb im Lichte von Basel III. Working Paper Heft, Nr. 33, Technische Hochschule Ingolstadt.
- HOFBAUER G., BERGMANN S., 2016: Optimales Rating für KMU So überzeugen Sie Ihre Bank, PUBLICIS Technische Hochschule Ingolstadt.
- LANGER C., ESCHENBURG K., ESCHBACH E., 2013: Rating und Finanzierung im Mittelstand Letfaden für erfolgreiche Bankgespräche.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych.
- WILKENS H., VÖLKER O., 2001: Strukturen und Methoden von Basel II – Grundlegende Veränderungen der Bankaufsicht, [w:] „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen”, nr 4.
- Zarządzenie nr 5/98 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 2 grudnia 1998 r. w sprawie sposobu wyliczenia współczynnika wypłacalności banku oraz procentowycy wag ryzyka przypisanych poszczególnym kategoriom aktywów i zobowiązań pozabilansowych.

## CHANGES IN PROCEDURES STUDY OF THE ENTERPRISES CREDIBILITY

**Abstract.** The article discusses the new Basel III banking rules, which increase the requirements for banks, by the necessity of holding equities of higher value and quality. Capital requirements, which relate to the bank's risk exposure depend to the highest degree on the creditworthiness of the debtor (asset quality). So far, the analysis of the creditworthiness of borrowers, focused primarily on the study of financial indicators. After the implementation of Basel III there was a request to make an additional – qualitative – assessment of business, due to the future sol-



vency perspectives. Therefore, these loans, which finance riskier projects, become more expensive. Enterprises, wishing the reduction of the cost of credit, should – together with the loan application – provide an extensive information about their current and future activities to the bank.

**Key words:** Bazylea III, bank credit, financial rating, structured rating





## WPLYW ZMIAN STANDARDÓW OPCJI NA RYNEK OPCJI INDEKSOWYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

Katarzyna Królik-Kołtunik  
Zakład Rynków Finansowych  
Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej

**Abstrakt.** Opcje są pochodnymi instrumentami finansowymi pozwalającymi na konstruowanie wielu strategii inwestycyjnych. Warunkiem ich budowania jest odpowiednia różnorodność instrumentów i ich płynność. Władze warszawskiej giełdy modyfikują standardy opcji odpowiadając na potrzeby inwestorów. Celem niniejszej pracy jest określenie, czy działania w tym zakresie spowodowały wzrost zainteresowania opcjami indeksowymi na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W badaniach poddano analizie różne parametry rynku opcji m.in. liczbę serii, wolumen i wartość obrotu, a także liczbę otwartych pozycji.

**Słowa kluczowe:** opcje indeksowe, instrumenty pochodne, giełda, rynek kapitałowy

### WSTĘP

Opcje są instrumentem finansowym dającym wiele zróżnicowanych możliwości inwestowania. Należą one do grupy instrumentów pochodnych, a więc ich cena jest uzależniona od innego instrumentu finansowego, określanego jako instrument bazowy. Konstrukcja opcji umożliwia inwestorom stosowanie wielu różnorodnych strategii, zarówno spekulacyjnych, jak i zabezpieczających, a także arbitrażowych. Jednak warunkiem niezbędnym do tworzenia wszelkich strategii, czy to prostych, czy złożonych, jest odpowiednia płynność na rynku.

Pojęcie płynności można odnieść zarówno do pojedynczych aktywów, jak i do całego rynku [Francis 2000]. Aktywa uważane za doskonale płynne można szybko spieniężyć bez żadnych problemów po aktualnej cenie. Niedostateczna płynność

lub jej brak powodują pojawienie się ryzyka płynności (może ono dotyczyć instrumentów finansowych lub innych aktywów, np. nieruchomości), polegającego na zaniżaniu cen w sytuacji kłopotów ze zbyciem lub zawyżaniu cen w przypadku problemów z nabyciem określonych aktywów [Ostrowska 2011]. Problemy z płynnością powodują pojawienie się dodatkowych kosztów realizacji, określanych także mianem transakcyjnych, wśród których wymienia się efekt wielkości transakcji, niedokładne rozpoznanie ceny, prowizje maklerskie oraz widełki cen kupna–sprzedaży [Hasbrouck i Schwartz 1988].

Płynność opcji, których dotyczy niniejsze opracowanie, jest ściśle związana z ich wyceną. Badania w tym zakresie przeprowadzili m.in. Chou, Chung, Hsiao, Wang [2011]. Niewłaściwa wycena opcji umożliwia przeprowadzenie zyskowych transakcji arbitrażowych, które są niekiedy wykorzystywane m.in. do określania efektywności rynku. Dotychczasowe badania wskazują, że na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie możliwe było osiągnięcie zysków arbitrażowych na rynku opcji indeksowych [Królik-Kołodziej 2010a, b, 2012]. Jednakże niewłaściwa wycena nie zawsze musi świadczyć o nieefektywności rynku z uwagi na ograniczenia w przeprowadzeniu arbitrażu [Ackert i Tian 2000].

Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie od 2003 roku są notowane opcje indeksowe, dla których instrumentem bazowym jest główny indeks warszawskiej giełdy – WIG20. W latach 2005–2007 notowane były opcje na akcje wybranych największych spółek, jednak z powodu niewielkiego zainteresowania inwestorów obrót nimi został zawieszony, i jak na razie nie przywrócono handlu tym instrumentem. Zarząd giełdy podejmuje działania mające na celu zapewnienie płynności obrotu opcjami indeksowymi. Jednym z nich jest podpisanie umowy z podmiotem, którym będzie świadczył usługi animatora rynku dla danego instrumentu. Obecnie (październik 2016) cztery podmioty<sup>1</sup> są animatorami dla opcji indeksowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Innym rodzajem działań podejmowanych przez giełdę jest dostosowanie standardów opcji do potrzeb i oczekiwań inwestorów oraz rynku. Celem tego artykułu jest określenie, czy zmiany wprowadzane przez zarząd giełdy w standardach opcji wpłynęły na rynek opcji na indeks WIG20, w szczególności na jego płynność. Jak dotąd nie pojawiły się opracowania sprawdzające skuteczności działań warszawskiej giełdy w tym zakresie.

## METODY BADAŃ

W pierwszej części pracy zaprezentowane zostały zmiany dokonywane w standardach opcji indeksowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Wprowadzane zmiany miały poprawić funkcjonowanie rynku opcji i zwiększyć zainteresowanie inwestorów tym instrumentem. W dalszej części pra-

<sup>1</sup> Są to członkowie giełdy: Raiffeisen bank SA, PKO BP SA, DM BOŚ SA oraz mBank SA.



cy w celu weryfikacji działań władz giełdy sprawdzono, jak kształtowały się podstawowe parametry rynku opcji, takie jak liczba serii opcji w obrocie, wolumen i wartość obrotów opcjami, liczba otwartych pozycji i ich wartość, a także średnia liczba transakcji na sesję i średnia liczba kontraktów na transakcję. Ponadto zbadano także procentowe zmiany tych wielkości w ujęciu miesiąc do miesiąca. Analizowano dane całosciowe dla obu typów opcji – kupna i sprzedaży. Dodatkowo porównano średnie wielkości badanych parametrów z okresu 24 miesięcy przed wprowadzeniem i po wprowadzeniu zmian standardów oraz sprawdzono statystyczną istotność różnic pomiędzy nimi.

Jednym z parametrów wykorzystywanym do zmierzenia płynności rynku opcji są widełki cenowe kupna–sprzedaży (zob. badania Mo [2015]). Niestety GPW nie udostępnia danych dotyczących spreadu, nie można było więc wykorzystać tego miernika.

Badaniem objęto lata 2003–2016. Ustalenie takiego okresu pozwoliło obserwować rynek opcji od początku jego istnienia (wrzesień 2003) i uwzględnić najnowsze dostępne dane (wrzesień 2016). Analizowano dane ujęciu miesięcznym, więc ciąg obserwowanych danych liczył 157 okresów dla każdej z sześciu analizowanych wielkości. Wyjątkiem była liczba serii na koniec roku. W pracy wykorzystano dane udostępnione przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie w Rocznikach Giełdowych.

## ZMIANY STANDARDÓW OPCJI

Instrumenty pochodne notowane na rynku regulowanym cechują się standaryzacją, tzn. pewne parametry są ściśle określone (niejako narzucone przez organizatora obrotu) i nie podlegają negocjacji przez kupujących i sprzedających. Nie inaczej jest w przypadku warszawskiej giełdy. Zarówno opcje, jak i kontrakty terminowe notowane na GPW mają swoje standardy. Standard opcji jest więc pewnego rodzaju charakterystyką opcji, w którym można znaleźć opis wszystkich istotnych cech tego instrumentu. Przykładowymi elementami określanymi w standardzie opcji są: nazwa, instrument bazowy, styl wykonania, sposób rozliczenia, termin wygaśnięcia, kursy wykonania, zasady ustalania kursu rozliczeniowego, jednostka notowania, sposób ustalania wartości opcji, a także wiele innych.

Pierwsze przepisy wprowadzające standaryzację opcji pojawiły się w 2003 roku. Zostały zawarte w uchwale Rady Giełdy z dnia 19 lutego 2003 roku.<sup>2</sup> Przepisy znalazły zastosowanie 22 września 2003 roku, gdy rozpoczął się handel opcjami indeksowymi na GPW w Warszawie. Standard opcji był wielokrotnie zmieniany, co miało na celu lepsze dopasowanie instrumentu do oczekiwań i potrzeb inwestorów. Zestawienie najważniejszych zmian zostało zamieszczone w tabeli 1.

<sup>2</sup> Uchwała Nr 11/977/2003 Rady Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 19 lutego 2003 r.



**TABELA 1.** Najważniejsze zmiany standardów opcji indeksowych w latach 2003–2016

Data uchwalenia zmian	Data wprowadzenia zmian	Stan przed zmianą	Stan po zmianie
1	2	3	4
21.02.2007	19.03.2007	Po wygaśnięciu poprzednich serii do obrotu giełdowego wprowadza się po cztery serie opcji kupna i sprzedaży: 1 opcję ATM, 1 opcję ITM i 2 opcje OTM.	Po wygaśnięciu poprzednich serii do obrotu giełdowego wprowadza się po dziewięć serii opcji kupna i sprzedaży: 1 opcję ATM, 4 opcje ITM i 4 opcje OTM.
02.10.2007	15.10.2007	Terminy wygaśnięcia opcji to dwa najbliższe miesiące z tzw. marcowego cyklu kwartalnego.	Terminy wygaśnięcia opcji to cztery najbliższe miesiące z tzw. marcowego cyklu kwartalnego.
06.02.2009	20.02.2009	Kurs rozliczeniowy obliczany jako średnia arytmetyczna z wszystkich wartości indeksu WIG20 z ostatniej godziny notowań oraz wartości indeksu ustalonej podczas zamknięcia sesji.	Kurs rozliczeniowy obliczany jako średnia arytmetyczna z wszystkich wartości indeksu WIG20 z ostatniej godziny notowań oraz wartości indeksu ustalonej podczas zamknięcia sesji, po odrzuceniu skrajnych wartości: 5 najniższych i 5 najwyższych.
02.03.2012	19.03.2012	Dla wszystkich terminów wygaśnięcia różnice pomiędzy kursami wykonania poszczególnych serii opcji to 100 pkt dla kursów przekraczających 1000 pkt*	Dla opcji o najbliższym terminie wygaśnięcia różnice pomiędzy kursami wykonania poszczególnych serii opcji to 50 pkt dla kursów przekraczających 1000 pkt. Dla pozostałych terminów wygaśnięcia różnice pomiędzy kursami wykonania poszczególnych serii opcji to 100 pkt dla kursów przekraczających 1000 pkt.
27.02.2014	17.03.2014	Skrócona nazwa opcji tworzona wg zasad: OXYZkrccc.	Skrócona nazwa opcji tworzona wg zasad: OXYZkrcccc.
14.07.2014	18.08.2014	Terminy wygaśnięcia opcji to cztery najbliższe miesiące z tzw. marcowego cyklu kwartalnego.	Terminy wygaśnięcia opcji to trzy najbliższe miesiące kalendarzowe oraz trzy kolejne miesiące z tzw. marcowego cyklu kwartalnego.

cd. tabeli 1

1	2	3	4
14.07.2014	18.08.2014	Dla opcji o najbliższym terminie wygaśnięcia różnice pomiędzy kursami wykonania poszczególnych serii opcji to 50 pkt dla kursów przekraczających 1000 pkt. Dla pozostałych terminów wygaśnięcia różnice pomiędzy kursami wykonania poszczególnych serii opcji to 100 pkt dla kursów przekraczających 1000 pkt.	Dla opcji o najbliższym terminie wygaśnięcia różnice pomiędzy kursami wykonania poszczególnych serii opcji to 25 pkt dla kursów przekraczających 1000 pkt. Dla opcji o kolejnych dwóch terminach wygaśnięcia różnice pomiędzy kursami wykonania poszczególnych serii opcji to 50 pkt dla kursów przekraczających 1000 pkt. Dla pozostałych terminów wygaśnięcia różnice pomiędzy kursami wykonania poszczególnych serii opcji to 100 pkt dla kursów przekraczających 1000 pkt.

\* W standardzie opcji są również podane różnice pomiędzy kursami dla kursów wykonania poniżej 1000 pkt.

Źródło: Opracowanie własne.

Pierwsze znaczące zmiany miały miejsce w 2007 roku. Zwiększono wówczas liczbę serii wprowadzanych do obrotu. Zarząd giełdy w uchwale z dnia 21 lutego 2007 roku<sup>3</sup> podjął decyzję o zwiększeniu liczby serii opcji znajdujących się w obrocie. Dotychczas po wygaśnięciu poprzednich serii opcji od obrotu giełdowego były wprowadzane opcje z nowym terminem wygaśnięcia i z takimi kursami wykonania, aby w obrocie przynajmniej jedna opcja była *at-the-money* (ATM), jedna opcja była *in-the-money* (ITM) i dwie opcje były *out-of-the-money* (OTM). W przypadku, gdy kurs instrumentu bazowego wzrósł lub spadł, to do obrotu były wprowadzane kolejne opcje tak, aby dla inwestorów zawsze były dostępne po jednej opcji ATM i ITM oraz dwie opcje OTM. Zasady te odnosiły się zarówno do opcji kupna, jak i sprzedaży. Po wprowadzeniu zmian, w handlu zawsze znajdują się przynajmniej jedna seria opcji ATM i po cztery serie opcji ITM i OTM. W sumie dla każdego terminu wygaśnięcia co najmniej 18 serii opcji kupna i sprzedaży.

Kolejne zmiany również miały miejsce w 2007 roku. Zarząd giełdy w uchwale z dnia 2 października 2007 roku<sup>4</sup> podjął decyzję o zwiększeniu ilości terminów wygaśnięcia opcji z dwóch do czterech. Po wejściu w życie wspomnianych przepi-

<sup>3</sup> Uchwała Nr 135/2007 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 21 lutego 2007 r.

<sup>4</sup> Uchwała Nr 772/2007 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 2 października 2007 r.



sów opcje wygasają w czterech najbliższych miesiącach z tzw. marcowego cyklu kwartalnego (marzec, czerwiec, wrzesień, grudzień). Wskutek tych zmian, „okres życia” opcji wprowadzanych do obrotu zgodnie z cyklem będzie trwał 12 miesięcy, a nie 6 miesięcy, jak przed wprowadzeniem zmian.

Ważne zmiany w standardzie opcji miały miejsce w 2009 roku. Uchwałą z dnia 6 lutego 2009 roku<sup>5</sup>. Zarząd giełdy zmodyfikował sposób ustalania kursu rozliczeniowego. Do dotychczas obowiązującej zasady, w myśl której kurs rozliczeniowy był obliczany jako średnia arytmetyczna z wszystkich wartości indeksu WIG20 z ostatniej godziny notowań oraz wartości indeksu ustalonej podczas zamknięcia sesji, dodano zastrzeżenie, iż skrajne wartości nie będą brane pod uwagę. Odrzuca się po pięć najwyższych i najniższych wartości. Zmiany te miały na celu ograniczenie, a nawet uniemożliwienie ewentualnych prób manipulacji kursem.

Następne zmiany zostały przeprowadzone w 2012 roku. Zarząd giełdy w uchwale z dnia 2 marca 2012 roku<sup>6</sup> podjął decyzję o „zagęszczeniu” kursów wykonania opcji o najbliższym terminie wygaśnięcia. Do tego momentu różnice pomiędzy kursami wykonania opcji wynosiły 100 punktów, jeśli kurs wykonania przekraczał 1000 punktów, bez względu na termin wygaśnięcia opcji. Po wprowadzeniu zmian kursy wykonania opcji o najbliższym terminie wygaśnięcia miały różnić się o 50 punktów. Na skutek tych zmian uległa zwiększeniu liczba serii w obrocie. Opcji o najbliższym terminie wygaśnięcia powinno być przynajmniej 17 serii dla każdego typu opcji (kupna i sprzedaży): 1 ATM, 8 ITM i 8 OTM, a opcji o dalszych terminach wygaśnięcia – przynajmniej 9 serii dla każdego typu opcji: 1 ATM, 4 ITM i 4 OTM (tak jak dotychczas).

W 2014 roku miały miejsce dwie znaczące modyfikacje standardów opcji, z czego pierwsza była pewnego rodzaju przygotowaniem do drugiej. W uchwale z dnia 27 lutego 2014 roku<sup>7</sup>. Zarząd giełdy dokonał zmian w stosowanych nazwach opcji. Dotychczas skrócone nazwy opcji były konstruowane w następujący sposób:

OXYZkrccc

gdzie:

O – rodzaj instrumentu (czyli opcja),

XYZ – kod określający nazwę instrumentu bazowego, określony w uchwale zarządu giełdy (dla opcji na indeks WIG20, zastosowany kod to W20),

k – kod określający typ i miesiąc wygaśnięcia opcji, określony w uchwale zarządu giełdy,

<sup>5</sup> Uchwała Nr 71/2009 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 6 lutego 2009 r.

<sup>6</sup> Uchwała Nr 188/2012 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 2 marca 2012 r.

<sup>7</sup> Uchwała Nr 229/2014 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 27 lutego 2014 r.

r – ostatnia cyfra roku wygaśnięcia,  
ccc – oznaczenie kursu wykonania<sup>8</sup>.

Po wprowadzeniu modyfikacji skrócone nazwy opcji są tworzone w podany sposób:

OXYZkrrcccc

gdzie:

O – rodzaj instrumentu,

XYZ – kod określający nazwę instrumentu bazowego,

k – kod określający typ i miesiąc wygaśnięcia opcji,

rr – dwie ostatnie cyfry roku wygaśnięcia,

cccc – kurs wykonania.

Obecnie podawane są dwie ostatnie cyfry roku wykonania opcji zamiast jednej ostatniej, a także w nazwie opcji widoczny jest pełny (czterocyfrowy) kurs wykonania opcji. Zmiany te były przygotowaniem do kolejnego „zagęszczenia” kursów wykonania, które nastąpiło w sierpniu tego samego roku decyzją zarządu giełdy w uchwale z dnia 14 lipca 2014 roku<sup>9</sup>. W tej samej uchwale zmieniony został również cykl wygasania opcji, wprowadzono nowe terminy ich wygaśnięcia. Pojawiły się tzw. opcje miesięczne, chociaż jest to do pewnego stopnia „skrót myślowy”. W momencie wprowadzania nowych serii opcji do obrotu giełdowego po wygaśnięciu poprzednich, mają one terminy 3- lub 12-miesięczne, w zależności od miesiąca wygaśnięcia opcji<sup>10</sup>. Jednak jeśli spojrzeć na opcje o najbliższym terminie wygaśnięcia, to będą one wygasły maksymalnie za miesiąc, stąd stosowane określenie „opcje miesięczne”.

Zmniejszono także różnice pomiędzy kursami wykonania dla opcji o najbliższym (miesięcznym) terminie wygaśnięcia, obecnie wynoszą one 25 punktów dla kursów wykonania przekraczających 1000 punktów. Dla opcji o kolejnych dwóch terminach wygaśnięcia kursy wykonania różnią się o 50 punktów dla kursów wykonania przekraczających 1000 punktów. Dla pozostałych terminów wygaśnięcia różnice wynoszą, tak jak poprzednio, 100 punktów.

Ostatnie zmiany z 2014 roku doprowadziły do znaczącego zwiększenia się ilości serii w obrocie. Dla opcji o najbliższym terminie wygaśnięcia w obrocie znaj-

<sup>8</sup> Było to tylko oznaczenie, a nie pełny kurs wykonania, np. kurs wykonania 2500 miał oznaczenie 250, a kurs wykonania 2350 miał oznaczenie 235. W sytuacji, gdy kolejne kursy wykonania były ustalane co 100, a później także co 50 punktów (więc zawsze kończyły się zerem), ostatnia cyfra była pomijana.

<sup>9</sup> Uchwała Nr 804/2014 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 14 lipca 2014 r.

<sup>10</sup> W przypadku opcji wygasających w marcu, czerwcu, wrześniu i grudniu, wprowadzane są opcje o 12-miesięcznym terminie wygaśnięcia, a w przypadku opcji wygasających w pozostałych miesiącach, czyli w styczniu, lutym, kwietniu, maju, lipcu, sierpniu, październiku i listopadzie, wprowadzane są opcje o 3-miesięcznym terminie wygaśnięcia.

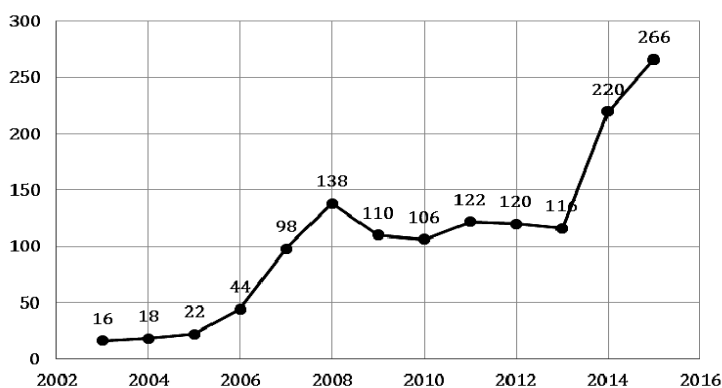


duje się 1 seria opcji ATM, co najmniej 16 serii ITM, 16 serii OTM, dla opcji o dwóch kolejnych terminach wygaśnięcia 1 seria ATM, co najmniej 8 serii ITM i 8 serii OTM, zaś dla trzech kolejnych terminów 1 seria ATM, 4 serie ITM i 4 serie OTM.

## WYNIKI BADAŃ

Większość spośród wprowadzanych zmian miała na celu zwiększenie ilości serii w obrocie, np. wprowadzenie dodatkowych terminów wygaśnięcia opcji czy zmniejszanie różnic pomiędzy kursami wykonania opcji z najbliższymi terminami wygaśnięcia. Początkowo minimalna liczba serii w obrocie wynosiła 16 (po 4 serie opcji kupna i sprzedaży dla każdego z dwóch terminów wygaśnięcia). Kolejne zmiany zwiększały minimalną liczbę serii w obrocie kolejno do 36, 72, 88, a wskutek ostatnich modyfikacji z 2014 roku do 188.

Na rysunku 1 zaprezentowane zostały dane dotyczące liczby serii opcji indeksowych znajdujących się w obrocie na koniec kolejnych lat. Z wyjątkiem 2003 roku liczba serii jest większa od minimalnej, co ma związek ze zmianami wartości instrumentu bazowego, które skutkują wprowadzaniem kolejnych serii tak, aby zawsze inwestorzy mieli dostęp od określonej liczby opcji *in-the-money* i *out-of-the-money*. Dane dotyczące 2008 roku obrazują tę zasadę. W latach 2007–2008 wartość indeksu WIG20 zmieniała się znacząco w krótkim czasie, więc konieczne było wprowadzanie nowych serii opcji z dodatkowymi kursami wykonania, podążającymi za tymi zmianami. Największy wzrost liczby serii opcji w obrocie miał miejsce w 2014 roku, kiedy to jednocześnie wprowadzono opcje z nowymi terminami wygaśnięcia i z dodatkowymi kursami wykonania. Minimalna liczba serii wzrosła skokowo z 88 do 188. To potwierdza, że działania giełdy w tym zakresie przyniosły oczekiwane efekty. Nastąpił wzrost liczby serii opcji w obrocie.

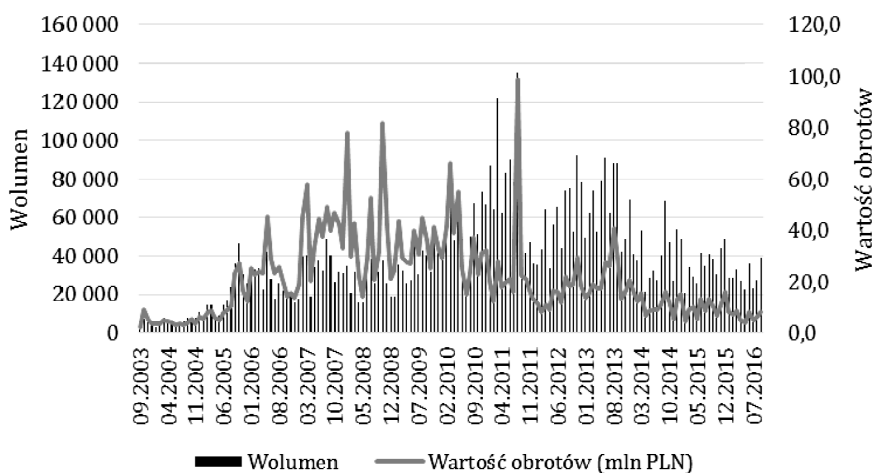


**RYSUNEK 1.** Liczba serii opcji w obrocie na koniec roku

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z Roczników Giełdowych z lat 2004–2016.

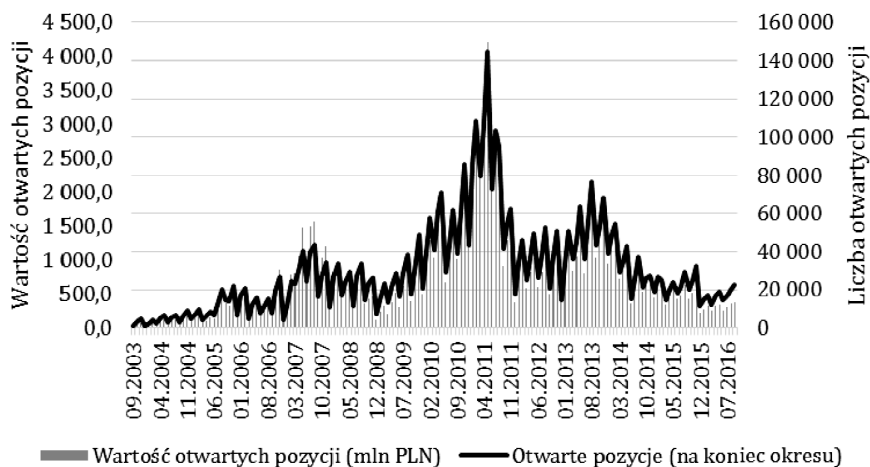


Rysunki 2, 3 i 4 prezentują miesięczne wahania wolumenu, wartości obrotu, liczby otwartych pozycji i ich wartości, a także średnią liczbę transakcji oraz średnią liczbę kontraktów na transakcję opcjami indeksowymi na GPW w Warszawie. Czarne pionowe linie zaznaczają miesiące wprowadzenia zmian w standardach. Analiza tych danych nie wskazuje na istnienie wyraźnej zależności pomiędzy



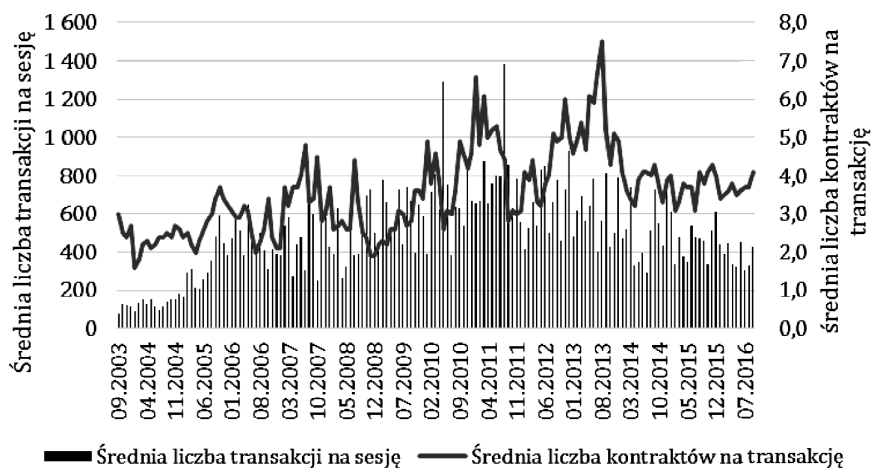
**RYSUNEK 2.** Miesięczny wolumen i wartość obrotu opcjami indeksowymi na GPW w Warszawie od września 2003 roku do września 2016 roku

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW.



**RYSUNEK 3.** Liczba otwartych pozycji i ich wartość w ujęciu miesięcznym opcji indeksowych na GPW w Warszawie od września 2003 roku do września 2016 roku

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW.



**RYSUNEK 4.** Średnia liczba transakcji na sesję i średnia liczba kontraktów na transakcję w ujęciu miesięcznym opcji indeksowych na GPW w Warszawie od 2003 roku do 2016 roku  
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW.

momentem wprowadzenia zmian w standardach opcji a znaczącym wzrostem bądź spadkiem badanych wielkości w miesiącu następującym po wprowadzeniu zmian. Największy procentowy, miesięczny wzrost wolumenu obrotu, liczby otwartych pozycji i ich wartości miał miejsce w październiku 2003 roku, czyli tuż po wprowadzeniu tego instrumentu do obrotu. Największą dodatnią (miesięczną, procentową) zmianę wartości obrotów całkowitych i średnich na sesję odnotowano w sierpniu 2011 roku, a największy spadek tych wielkości – w następnym miesiącu – we wrześniu 2011 roku, nie było to jednak związane ze zmianami standardów. Na przestrzeni 13 lat, analizowane wielkości rosły (czasem o ponad 100% z miesiąca na miesiąc) i spadały (nieraz nawet o 80%). Zmiany te jednak były spowodowane innymi czynnikami niż modyfikacje standardów.

Wyniki badań porównujących 24-miesięczne średnie wielkości badanych parametrów przed i po wprowadzeniu zmian w standardach w latach 2007–2012 są niejednoznaczne. W niektórych przypadkach badane wielkości rosły, w innych spadały, czasami średnie przed i po zmianach różniły się istotnie statystycznie<sup>11</sup>, czasem nie (tabela 2). Badania dotyczące wspomnianych lat obejmowały okres kryzysu finansowego, dlatego należy interpretować je z dużą ostrożnością.

Szczególną uwagę warto zwrócić na dwie ostatnie zmiany standardów, które miały miejsce w 2014 roku. Spośród wszystkich zmian były one najbardziej znaczące, wprowadzały tzw. opcje miesięczne. Jednocześnie w ich przypadku

<sup>11</sup> Przy poziomie istotności 0,05.



**TABELA 2.** Dwudziestoczeromiesięczne średnie wielkości badanych parametrów przed wprowadzeniem i po wprowadzeniu zmian w standardach oraz istotność różnic tych średnich

	Wielkość charakteryzująca rynek opcji	Wolumen	Wartość obrotów (mln PLN)	Średnia liczba transakcji na sesję	Średnia liczba kontraktów na transakcję	Otwarte pozycje (na koniec okresu)	Wartość otwartych pozycji (mln PLN)
03.2007	przed	25 070	19,68	419,13	2,78	12 978	361,88
	po	29 786	37,86	495,00	3,05	24 710	735,38
	różnica jest istotna*	nie	tak	nie	nie	tak	tak
	p-value	0,099113	0,000198	0,076459	0,201215	0,000102	0,001017
10.2007	przed	30 416	28,52	470,71	3,11	19 084	627,28
	po	30 129	36,20	535,29	2,76	23 022	550,83
	różnica jest istotna*	nie	nie	nie	nie	nie	nie
	p-value	0,914069	0,088773	0,102966	0,074279	0,189828	0,477816
02.2009	przed	30 284	39,13	481,92	3,15	25 156	780,39
	po	49 704	32,70	646,79	3,70	45 462	1 111,88
	różnica jest istotna*	tak	nie	tak	nie	tak	nie
	p-value	0,000103	0,152324	0,002822	0,057087	0,001157	0,058977
03.2012	przed	64 985	28,06	731,83	4,22	66 180	1 727,85
	po	63 039	19,13	637,25	4,87	44 218	1 053,36
	różnica jest istotna*	nie	nie	nie	tak	tak	tak
	p-value	0,772790	0,057263	0,113763	0,049594	0,004792	0,003187
03.2014	przed	63 495	18,93	633,79	4,91	44 051	1 047,38
	po	36 488	9,89	465,17	3,75	23 510	535,56
	różnica jest istotna*	tak	tak	tak	tak	tak	tak
	p-value	0,000003	0,000014	0,000355	0,000040	0,000006	0,000007
08.2014	przed	59 303	18,31	580,25	4,91	42 886	1 035,13
	po	35 913	9,23	459,78	3,71	20 664	445,03
	różnica jest istotna*	tak	tak	tak	tak	tak	tak
	p-value	0,000151	0,000044	0,012482	0,000021	0,000002	0,000001

\* przy poziomie istotności 0,05.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW.

porównanie średnich wolumenów czy liczby otwartych pozycji, a także innych badanych parametrów przed i po zmianach standardów wskazuje na statystyczną istotność wszystkich różnic pomiędzy średnimi. Niestety wszystkie wielkości po wprowadzeniu standardów spadły, co wskazuje na wycofanie się inwestorów z rynku opcji indeksowych.

## WNIOSKI

Płynność obrotu jest jednym z głównych czynników decydujących o możliwości zbudowania strategii opcyjnych. Władze Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie podejmują działania mające na celu zwiększenie płynności obrotu opcjami indeksowymi, np. modyfikując standardy opcji, dopasowując je do potrzeb inwestorów i wychodząc naprzeciw ich oczekiwaniom. Celem niniejszej pracy było określenie, czy działania władz giełdy przełożyły się na zwiększone zainteresowanie inwestorów tym instrumentem.

Analiza podstawowych wielkości giełdowego rynku opcji pokazała, że w miesiącu następującym bezpośrednio po wprowadzaniu modyfikacji w standardach nie można zauważyć znaczących zmian wolumenu obrotu czy liczby otwartych pozycji w porównaniu z okresami, gdy standardy nie były zmieniane. Wyraźne i istotnie statycznie zmiany 24-miesięcznych średnich analizowanych parametrów można zaobserwować w przypadku wprowadzania ostatnich zmian w standardach w 2014 roku. Wprowadzane wtedy zmiany wydają się najbardziej znaczące w porównaniu z wcześniejszymi (np. wprowadzenie tzw. opcji miesięcznych). Niestety wszystkie analizowane wielkości (m.in. wolumen czy liczba otwartych pozycji) odnotowały spadek po zmianach w 2014 roku, co wskazuje na wycofanie się inwestorów z rynku opcji indeksowych.

Widoczną zmianą, którą należy wiązać ze zmianami standardów jest wyraźny wzrost liczby serii pozostających w obrocie. Niestety nie przekłada się to na wzrost obrotów, gdyż inwestorzy skupiają się na opcjach o najbliższych terminach wygaśnięcia, prawie nie handlując (lub w niewielkim zakresie) opcjami z dłuższymi terminami wygaśnięcia lub opcjami będącymi głęboko *in-the-money* lub głęboko *out-of-the-money*. Nasz rynek nie jest jednak odosobniony w tym problemie, dotyka on również inne giełdy np. paryską i opcje na indeks CAC40 [François-Heude i Yousfi 2014].

## Spis literatury

- ACKERT L.F., TIAN Y.S. 2000: Evidence on the Efficiency of Index Options Markets, *Economic Review* 85, 1, s. 40–52.
- CHOU R.K., CHUNG S., HSIAO Y., WANG Y. 2011: The impact of liquidity on option prices, *Journal of Futures Markets* 31, 12, s. 1116–1141.



- FRANCIS J.C. 2000: Inwestycje. Analiza i zarządzanie, WIG-Press, Warszawa.
- FRANÇOIS-HEUDE A., YOUSFI O. 2014: On the liquidity of CAC 40 index options market. *Journal of Derivatives & Hedge Funds* 20, 3, s. 177–198.
- HASBROUCK J., SCHWARTZ R.A. 1988, Liquidity and execution costs in equity markets, *Journal of Portfolio Management* 14, 3, s. 10–16.
- KRÓLIK-KOŁTUNIK K. 2010a: Wycena opcji na WIG20 notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w oparciu o parytet kupna-sprzedaży [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy – nowe perspektywy Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H: Oeconomia, Lublin-Polonia, tom XLIV, Lublin, 2, s. 675–688.*
- KRÓLIK-KOŁTUNIK K. 2010b: Zastosowanie strategii arbitrażowej *box* na przykładzie opcji indeksowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie [w:] M. Kalinowski, M. Pronobis (red.), *Innowacje na rynkach finansowych, CeDeWu, Warszawa, s. 167–180.*
- KRÓLIK-KOŁTUNIK K. 2012: *Efektywność strategii inwestycyjnych na rynku opcji indeksowych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, rozprawa doktorska, nieopublikowana.*
- MO C. 2015: Option Bid-Ask Spread and Liquidity, *Journal of Trading*, 10, 3, s. 44–56.
- OSTROWSKA E. 2011: *Portfel inwestycyjny klasyczny i alternatywny, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.*
- Roczniki Giełdowe z lat 2004–2016, [www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc\\_id=10](http://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=10)

### THE INFLUENCE OF OPTIONS STANDARDS CHANGES ON THE INDEX OPTIONS MARKET ON WARSAW STOCK EXCHANGE

**Abstract.** Options are derivative financial instruments that allows the construction of a number of investment strategies. The condition of the building is adequate variety of instruments and liquidity. The authorities of the Warsaw Stock Exchange modify the standard options responding to the needs of investors. The aim of this study is to verify if the actions in this area resulted in increased interest in index options on the Warsaw Stock Exchange. The studies analyzed the various parameters of options market include the number of series, the volume and value of trading and the number of open positions.

**Key words:** index options, derivatives, stock exchange, capital market





## ROZWÓJ RYNKU LISTÓW ZASTAWNYCH W POLSCE W KONTEKŚCIE NOWYCH ZMIAN REGULACYJNYCH

Małgorzata Frańczuk  
Katedra Finansów i Rachunkowości  
Politechnika Lubelska

**Abstrakt.** Listy zastawne są papierami wartościowymi, których celem emisji ma być refinansowanie kredytów hipotecznych udzielanych przez banki. W Polsce listy zastawne są wciąż mało popularne pomimo, że regulacje prawne w tym zakresie istnieją od 1997 roku. W artykule zwrócono uwagę na problem niewielkiego rozwoju listów zastawnych w Polsce oraz na szanse ich rozwoju w kontekście znowelizowanej ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz nowo wprowadzonych do polskiego porządku prawnego unijnej dyrektywy CRD IV oraz rozporządzenia CRR (tzw. pakietu CRD IV/CRR). W artykule opisano także sposób funkcjonowania listów zastawnych, banków hipotecznych i kredytu hipotecznego.

**Słowa kluczowe:** listy zastawne, banki hipoteczne, kredyty hipoteczne, płynność długoterminowa

### WSTĘP

Rynek nieruchomości jest niezwykle istotny nie tylko w polskiej gospodarce, ale praktycznie w każdej gospodarce na świecie. W Polsce od wielu lat istnieje bardzo duże zainteresowanie tym rynkiem, m.in. ze względu na niezaspokojone potrzeby mieszkaniowe. Szacuje się, że w Polsce brakuje prawie 5 mln mieszkań [Kowalik 2016].

Z uwagi na konieczność poniesienia jednorazowych wysokich nakładów finansowych na zakup mieszkania, pojawia się problem jego finansowania. Jednym z najczęściej wykorzystywanych źródeł finansowania na rynku nieruchomości w Polsce jest kredyt hipoteczny udzielany przez banki na długie terminy. Środki na jego udzielenie banki pozyskują z krótkoterminowych depozytów. Powstaje w ten sposób problem z zachowaniem długoterminowej płynności w sektorze

bankowym. Banki w Polsce już niedługo będą musiały poradzić sobie z tym tematem, gdyż od 1 stycznia 2018 roku zostaną zobowiązane do zachowania wskaźnika płynności długoterminowej w 100%. Jest to związane z wprowadzeniem do polskiego porządku prawnego tzw. pakietu CRD IV/CRR w formie nowelizowanej ustawy o zmianie ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym oraz niektórych innych ustaw z dnia 5 sierpnia 2015 roku<sup>1</sup>. Dyrektywa CRD IV oraz rozporządzenie CRR zostały opracowane w Parlamencie Europejskim w odpowiedzi na zaistniały kryzys finansowy zapoczątkowany w 2008 roku. Nowe regulacje prawne zakładają wiele zmian w sektorze bankowym m.in. konieczność zachowania przez banki wskaźnika płynności długoterminowej<sup>2</sup>. Rozwiązaniem w tym zakresie mogą być listy zastawne, które emitowane na długie terminy, pozwalają pozyskać środki na refinansowanie kredytów hipotecznych.

W Polsce listy zastawne są emitowane, jednak biorąc pod uwagę liczbę emitentów i wartość emisji można stwierdzić, że rynek ten jest nadal nierozwinięty m.in. przez niedopracowane regulacje prawne z 1997 roku dotyczące listów zastawnych. Dlatego też od 1 stycznia 2016 roku wprowadzono nowelizację ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 roku o listach zastawnych i bankach hipotecznych.

## CEL I METODY BADAŃ

Celem artykułu jest przedstawienie uwarunkowań rozwoju rynku listów zastawnych w Polsce w latach 1997–2016 oraz ich zmian w kontekście nowych regulacji prawnych dotyczących sektora bankowego (pakiet CRD IV/CRR) i listów zastawnych (ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych).

Dla osiągnięcia zamierzonego celu w pracy zastosowano analizę regulacji prawnych dotyczących funkcjonowania listów zastawnych i banków hipotecznych oraz pakiet CRD IV/CRR ze szczególnym uwzględnieniem wskaźnika stabilnego finansowania (NSFR). Dokonano również analizy danych liczbowych ukazujących skalę finansowania przez sektor bankowy zakupu nieruchomości mieszkalnych, wysokości oprocentowania kredytów hipotecznych w Polsce oraz wartości emisji listów zastawnych w Polsce, a także w wybranych krajach Unii Europejskiej. Analiza danych liczbowych obejmuje lata 2011–2015. Ponadto przeprowadzono przegląd literatury przedmiotu, raportów, prasy oraz źródeł internetowych opisujących problematykę poruszaną w artykule.

<sup>1</sup> Ustawa z dnia 12 czerwca 2015 r. o zmianie ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym oraz niektórych innych ustaw. Dz.U. 2015 nr 0, poz. 1260 2015.11.01

<sup>2</sup> Komisja Nadzoru Finansowego, [https://www.knf.gov.pl/crd/pakiet\\_crd4\\_zmiany\\_polskich\\_regulacji.html](https://www.knf.gov.pl/crd/pakiet_crd4_zmiany_polskich_regulacji.html), [dostęp: 1.10.2016].



## CHARAKTERYSTYKA LISTÓW ZASTAWNYCH I BANKÓW HIPOTECZNYCH

Listy zastawne są papierami wartościowymi imiennymi lub na okaziciela, których emisja może być dokonana wyłącznie przez banki hipoteczne. Podstawę emisji i zabezpieczenie listów zastawnych stanowią wierzytelności banku z tytułu udzielonych kredytów hipotecznych<sup>3</sup>. Emisja listów zastawnych ma służyć refinansowaniu portfela kredytów hipotecznych, co w konsekwencji prowadzi do poprawy struktury bilansu banku.

Emitując listy zastawne bank hipoteczny zobowiązuje się wobec posiadacza tych instrumentów finansowych do spełnienia danych świadczeń pieniężnych w postaci wypłaty odsetek i ich wykupu w określonym terminie. Stąd listy zastawne można określić jako instrumenty o charakterze wierzyielskim (dłużnym) [Kaszubski i Olszak 2000]. Pojęciami stosowanymi w odniesieniu do listów zastawnych są: wartość nominalna, termin wykupu, oprocentowanie oraz terminy płacenia odsetek. Od wartości nominalnej naliczane są odsetki i jest ona zwracana inwestorowi w terminie wykupu listu zastawnego. Spłata zadłużenia wobec posiadacza listu zastawnego następuje w terminie wykupu. Oprocentowanie listu zastawnego określa wartość odsetek, która jest wypłacana z tytułu posiadania listu zastawnego w danych terminach. Odsetki płacone są inwestorom najczęściej raz w roku lub raz na pół roku. Oprocentowanie listu zastawnego może być stałe lub zmienne. W pierwszym przypadku jest ono niezmienne aż do terminu wykupu i znane już w momencie emisji. Przy zmiennym oprocentowaniu, wysokość odsetek wypłacanych w określonych terminach jest uzależniona od danej stopy referencyjnej np. WIBOR [Jajuga 2010].

Listy zastawne mogą być denominowane w złotych lub w walucie obcej. Mogą występować w postaci dokumentu lub w formie zdematerializowanej. Wyróżnia się dwa rodzaje listów zastawnych: hipoteczne i publiczne. Hipoteczny list zastawny jest papierem wartościowym, gdzie podstawą emisji są wierzytelności banku hipotecznego zabezpieczone hipotekami. Publiczny list zastawny jest papierem wartościowym, którego podstawę emisji stanowią wierzytelności banku hipotecznego z tytułu: kredytów zabezpieczonych gwarancją czy poręczeniem Skarbu Państwa, Narodowego Banku Polskiego, Europejskiego Banku Centralnego, rządów, banków centralnych państw członkowskich Unii Europejskiej, Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, jednostek samorządu terytorialnego lub kredytów udzielonych tym podmiotom<sup>4</sup>.

Listy zastawne uważa się za instrumenty bezpieczne min. dzięki tworzonym przez ustawodawcę regulacjom zabezpieczającym interesy nabywców tych papie-

<sup>3</sup> Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych, Dz.U. 1997 nr 140, poz. 940, z późn. zm., art. 3, ust. 1–2.

<sup>4</sup> Ibidem, art. 3, ust 1–2, art. 5.



rów wartościowych. Kryzys finansowy zapoczątkowany w 2008 roku potwierdził wysoki poziom bezpieczeństwa listów zastawnych [Cyburt 2010].

Wyłączne prawo do emisji hipotecznych i publicznych listów zastawnych mają banki hipoteczne. Polska bankowość hipoteczna swoimi początkami sięga XVIII w., kiedy pojawiło się zapotrzebowanie na długoterminowy kredyty udzielane na nieruchomości, które były jednocześnie ich zabezpieczeniem [Heropolitańska i Michalski 2001]. Banki hipoteczne są instytucjami specjalistycznymi, które w swojej działalności skoncentrowane są na finansowaniu rynku nieruchomości. Emitując listy zastawne pozyskują one środki pieniężne na finansowanie działalności kredytowej. Kredyt hipoteczny definiowany jest jako rodzaj kredytu, gdzie zabezpieczenie stanowi hipoteka na nieruchomości. Zwykle z udziałem kredytu hipotecznego następuje finansowanie zakupu nieruchomości czy inwestycji budowlanej. Na rynku bankowym można spotkać się również z przypadkami refinansowania wydatków na wyżej wymienione cele czy zamiany nieruchomości [Liberadzki i Palimąka 2007]. Poza kredytami hipotecznymi bank hipoteczny może udzielać kredytów zabezpieczonych gwarancją czy poręczeniem Skarbu Państwa, Narodowego Banku Polskiego, Europejskiego Banku Centralnego, rządów, banków centralnych państw członkowskich Unii Europejskiej, Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, jednostek samorządu terytorialnego, mogą udzielać kredytów wyżej wymienionym podmiotom, mogą nabywać wierzytelności innych banków z tytułu kredytów hipotecznych oraz zabezpieczonych gwarancją czy poręczeniem wymienionych podmiotów. Poza tym banki hipoteczne mogą m.in. przyjmować lokaty terminowe, zaciągać kredyty i pożyczki, emitować obligacje, przechowywać papiery wartościowe, prowadzić rachunki bankowe do obsługi inwestycji realizowanych z kredytów udzielonych przez bank hipoteczny.

Bank hipoteczny prowadzi rejestr zabezpieczenia oddzielnie dla hipotecznych i publicznych listów zastawnych. Działalność banku hipotecznego podlega nadzorowi. Instytucją nadzorczą w tym zakresie jest Komisja Nadzoru Finansowego (KNF). W celu zwiększenia bezpieczeństwa funkcjonowania banku hipotecznego przy każdym z nich powoływany jest przez KNF powiernik i co najmniej jeden jego zastępca, którzy nie mogą być pracownikami banku. Liczba zastępców uzależniona jest od skali działalności banku hipotecznego<sup>5</sup>.

## **ZMIANY W REGULACJACH PRAWNYCH DOTYCZĄCYCH LISTÓW ZASTAWNYCH I BANKÓW HIPOTECZNYCH W POLSCE**

Listy zastawne zostały wprowadzone do polskiego porządku prawnego ustawą z dnia 29 sierpnia 1997 roku o listach zastawnych i bankach hipotecznych, która weszła w życie w 1998 roku. Pierwsze listy zastawne wyemitowano w 2000 roku.

<sup>5</sup> Ibidem, art. 12 i 15 ust. 1, art. 24 ust. 1, art. 27 ust. 1



W porównaniu z większością krajów Unii Europejskiej polski rynek tych instrumentów można uznać za nierozwinięty. Na taki stan rzeczy wpłynęło kilka czynników, ale przede wszystkim niedopracowane przepisy prawne, które stworzyły bariery dla rozwoju tego rynku w Polsce. Można tu wymienić m.in. zbyt małą ustawową ochronę praw wierzycieli listów zastawnych, czy to, że banki uniwersalne, tak jak hipoteczne, mogły udzielać kredytów hipotecznych, jednak obowiązywały je mniejsze wymogi ostrożnościowe. Stąd proponowały one kredyty hipoteczne na korzystniejszych warunkach, niż mogły to robić banki hipoteczne. Wysokość kredytów udzielana przez banki uniwersalne sięgała nawet do 120% wartości nieruchomości, podczas gdy banki hipoteczne mogły kredytować maksymalnie 70% wartości nieruchomości. Poza tym banki uniwersalne dysponowały tanim refinansowaniem kredytów pochodzącym od zagranicznych właścicieli, co spowodowało obniżenie marży na kredytach hipotecznych i wpłynęło na gwałtowny wzrost sprzedaży tych produktów oraz rozwój bankowości detalicznej [Raport z prac... 2013].

W związku ze znikomym funkcjonowaniem listów zastawnych w Polsce 31 sierpnia 2015 roku została podpisana nowelizacja ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 roku o listach zastawnych i bankach hipotecznych, która weszła w życie 1 stycznia 2016 roku. Wprowadziła ona rozwiązania, które mają przyczynić się do rozwoju rynku listów zastawnych m.in. poprzez poprawę bezpieczeństwa funkcjonowania banków hipotecznych i samych posiadaczy listów zastawnych. Wśród wprowadzonych zmian jest m.in. określenie sposobu postępowania w sytuacji upadłości banku hipotecznego oraz w procesie zaspokajania jego wierzycieli. Trzeba nadmienić, iż roszczenia wierzycieli banku hipotecznego w sytuacji jego upadłości są zaspokajane w pierwszej kolejności i mają oni takie same prawa względem odrębnej masy upadłości. Kolejną zmianą w przepisach zwiększającą bezpieczeństwo nabywców listów zastawnych oraz samych banków hipotecznych jest konieczność utrzymywania zabezpieczenia listów zastawnych w wysokości co najmniej 110% wartości emisji, co oznacza, że zastosowano 10% nadzabezpieczenie listów zastawnych. Wprowadzono także zabezpieczenie wypłaty odsetek od listów zastawnych znajdujących się w obrocie w okresie kolejnych 6 miesięcy. Ponadto bank hipoteczny nadal ma obowiązek prowadzić rejestr zabezpieczenia listów zastawnych, gdzie wpisywane są wierzytelności banku hipotecznego, ale zgodnie z nowelizacją ustawy do rejestru wpisywane są dodatkowo środki na pokrycie wypłaty odsetek. Nowością jest również konieczność przeprowadzania przez bank hipoteczny w każdym dniu roboczym rachunku zabezpieczenia listów zastawnych, aby sprawdzać czy wymogi w zakresie zabezpieczeń są wypełniane w długim okresie czasu. Ponadto według nowych przepisów bank hipoteczny przeprowadza tzw. test równowagi pokrycia polegający na określeniu czy wierzytelności wpisane do rejestru zabezpieczeń pokrywają w pełni nabywców listów



zastawnych oraz test płynności polegający na ustaleniu czy te wierzycelności wystarczą na pokrycie zobowiązań wobec posiadaczy listów zastawnych w sytuacji upadłości banku hipotecznego, gdy terminy wymagalności jego zobowiązań są wydłużone do roku. Nowe przepisy wprowadzają również podwyższenie limitu refinansowania kredytów na nieruchomości mieszkalne ze środków pozyskanych w ramach emisji listów zastawnych z poziomu 60 do 80% bankowo-hipotecznego wartości nieruchomości<sup>6</sup>.

W warunkach poprzednich regulacji prawnych od 1999 roku funkcjonowały w Polsce dwa banki hipoteczne: Pekao Bank Hipoteczny S.A. z 70% udziałem w rynku oraz mBank Hipoteczny S.A. (wcześniej BRE Bank Hipoteczny). Jednak już zapowiedź wprowadzenia nowych przepisów prawnych w zakresie funkcjonowania listów zastawnych i banków hipotecznych poskutkowało złożeniem przez kilka banków uniwersalnych wniosku do KNF o wydanie zezwolenia na utworzenie banków hipotecznych. Jako pierwszy z wnioskiem wystąpił Bank PKO BP S.A. i od 1 kwietnia 2015 roku rozpoczął swoją działalność PKO Bank Hipoteczny S.A. W marcu 2015 roku chęć utworzenia banku hipotecznego zadeklarował: Raiffeisen Polbank S.A., a w kwietniu 2015 roku. Getin Noble Bank S.A., składając stosowne wnioski do KNF. Według informacji podanych przez Getin Noble Bank S.A., jego bank hipoteczny rozpocznie działalność w 2017 roku<sup>7</sup>.

Pierwsza emisja listów zastawnych zorganizowana przez PKO BH S.A. w grudniu 2015 roku poskutkowało sprzedażą listów zastawnych w wysokości 30 mln zł. Druga emisja listów zastawnych przeprowadzona przez ten bank miała miejsce w kwietniu 2016 roku. Była to pierwsza w Polsce emisja listów zastawnych przeprowadzona według znowelizowanej ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz pierwsza w Polsce emisja zabezpieczona wyłącznie wysokiej jakości kredytami mieszkaniowymi. Przeprowadzona emisja o wartości 500 mln zł pokazała, że istnieje duże zainteresowanie inwestorów listami zastawnymi. Budując księgę popytu bank ten uzyskał deklaracje nabycia listów zastawnych od inwestorów w kwocie 1,24 mld zł<sup>8</sup>.

<sup>6</sup> Ibidem, art. 14, art. 18 ust. 1 i 3a, art. 24 ust. 1, art. 25 ust. 1 i 2, Dz.U. 2003 Nr 60 poz. 535 z późn. zm., art. 446 ust. 1.

<sup>7</sup> PKO Bank Hipoteczny S.A., <http://www.pkobh.pl/o-banku/aktualnosci/nowy-gracz-na-rynku-kredytow-mieszkaniowych/>, [data dostępu: 12.10.2016], Pekao Bank Hipoteczny S.A., <http://www.pekaobh.pl/u235/navi/31467>, [data dostępu: 12.10.2016], Raiffeisen Polbank S.A., <http://raiffeisenpolbank.com/serwis-korporacyjny/aktualnosci/-/article/raiffeisen-polbank-zlozyl-wniosek-o-licencje-na-bank-hipoteczny>, [data dostępu: 12.10.2016], <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Getin-Noble-Bank-chce-do-banku-hipotecznego-przeniesc-portfel-kredytow-o-wartosci-kilku-mld-zl-3322206.html>

<sup>8</sup> PKO Bank Hipoteczny S.A., <http://www.pkobh.pl/o-banku/aktualnosci/sukces-pierwszej-benchmarkowej-emisji-listow-zastawnych-pko-banku-hipotecznego>, [data dostępu: 12.10.2016].

## NOWE REGULACJE OSTROŻNOŚCIOWE W SEKTORZE BANKOWYM

Kryzys finansowy zapoczątkowany w 2008 roku pokazał, że pomimo funkcjonujących w bankach standardów zarządzania ryzykiem wypracowanych przez Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego (BCBS) w ramach tzw. Bazylei II, nie udało się zapobiec problemom, które pojawiły się w sektorze bankowym. W odpowiedzi na te wydarzenia BCBS pod koniec 2009 roku opublikował propozycje zmian w dotychczasowych regulacjach zawartych w nowej umowie kapitałowej, które w 2010 roku m.in. po zatwierdzeniu przez państwa należące do G20 stały się nowymi regulacjami w zakresie zarządzania ryzykiem w sektorze bankowym zwanymi Bazyleą III. W tym samym czasie Parlament Europejski pracował nad rozwiązaniami mającymi na celu wzmocnienie bezpieczeństwa systemu finansowego w państwach Unii Europejskiej w postaci tzw. pakietu CRD IV/CRR, w którym dokonano implementacji reguł Bazylei III. Obejmuje on znowelizowaną dyrektywę CRD oraz rozporządzenie CRR<sup>9</sup>. Wśród wprowadzonych zmian można wymienić m.in. bardziej restrykcyjne definicje elementów składowych funduszy własnych, dwa nowe rodzaje współczynników wypłacalności CET1 i Tier1 (oprócz dotychczasowego), koncepcje dwóch buforów kapitałowych: bufora ochrony kapitału i bufora antycyklicznego, ograniczenie współczynnika dźwigni, czy dwie nowe normy płynności mające na celu poprawę płynności w sektorze. Jednym z nowych wskaźników płynności jest wskaźnik pokrycia płynności (Liquidity Coverage Ratio – LCR) obrazujący płynność w ujęciu miesięcznym, a drugim wskaźnik stabilnego finansowania (Net Stable Funding Ratio – NSFR) ukazujący czy w banku istnieje stabilne, długoterminowe finansowanie (powyżej roku). Oblicza się go jako stosunek dostępnej wartości stabilnego finansowania do wartości wymaganej. W celu określenia dostępnej wartości finansowania stabilnego danym pozycjom po stronie pasywów przypisuje się określone wagi, co ma na celu ustalenie, które z nich będą dostępne po roku. Wyznaczając wymagany poziom finansowania stabilnego, podobnie jak w przypadku pasywów, aktywom i pozycjom pozabilansowym nadawane są wagi. Wyższą wagę otrzymują pozycje mniej płynne. Wskaźnik NSFR powinien kształtować się na poziomie powyżej 100%. Wprowadzenie tego wskaźnika wymusza na bankach dokonanie zmian w procesie zarządzania płynnością finansową [Bazylea III... 2012].

To właśnie finansowanie w długim czasie i osiągnięcie wymaganego poziomu tego wskaźnika może stanowić problem dla banków w Polsce, które finansują długoterminowe kredyty za pomocą krótkoterminowych depozytów. Wynika to

<sup>9</sup> Komisja Nadzoru Finansowego, [https://www.knf.gov.pl/crd/pakiet\\_crd4\\_historia.html](https://www.knf.gov.pl/crd/pakiet_crd4_historia.html), [data dostępu: 12.10.2016].



z faktu, że kredyty długoterminowe, w tym hipoteczne są udzielane przez banki komercyjne, które nie mają możliwości emitowania długoterminowych papierów wartościowych tj. list zastawnych. Banki od 2015 roku musiały wykazać spełnienie wymogu płynności w 60%, w 2016 roku w 70%, w 2017 roku w 80%, a już od 2018 roku nowe wskaźniki płynności będą musiały być na poziomie powyżej 100% [Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego... 2013].

## ANALIZA DANYCH LICZBOWYCH DOTYCZĄCYCH KREDYTÓW I LISTÓW ZASTAWNYCH

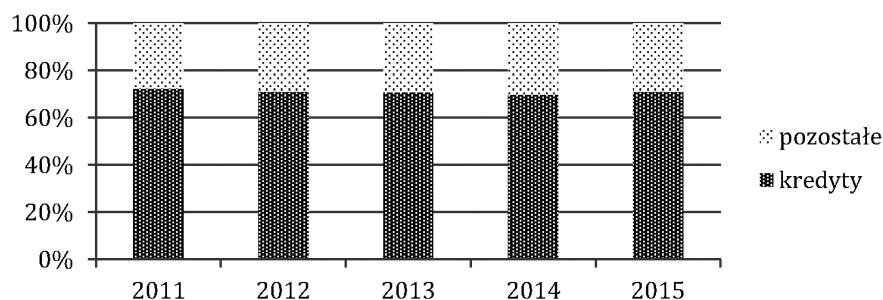
Na podstawie danych zaprezentowanych w tabeli 1 wyraźnie widać, że następuje systematyczny wzrost sumy bilansowej w polskim sektorze bankowym w latach 2011–2015 do poziomu prawie 1,6 bln zł w 2015 roku. Widoczny jest również systematyczny wzrost akcji kredytowej banków, a wartość udzielonych kredytów w 2015 roku wyniosła ponad 1,1 bln zł.

**TABELA 1.** Wartość kredytów w aktywach banków w latach 2011–2015 (w mld zł)

Wyszczególnienie	2011	2012	2013	2014	2015
Kredyty	936,5	957,9	995,8	1065,8	1135,3
Pozostałe pozycje bilansowe	357,4	391,6	408,9	463,5	459,7
Suma bilansowa	1293,9	1349,5	1404,7	1529,3	1595,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Aktywa sektora bankowego, Narodowy Bank Polski, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl), [dostęp: 2.10.2016].

W strukturze aktywów sektora bankowego w latach 2011–2015 dominują kredyty. Można zauważyć ich stabilny udział w aktywach banków w granicach 70% (rysunek 1).



**RYСУNEK 1.** Struktura aktywów banków w latach 2011–2015

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Aktywa sektora bankowego, Narodowy Bank Polski, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl), [dostęp: 2.10.2016].

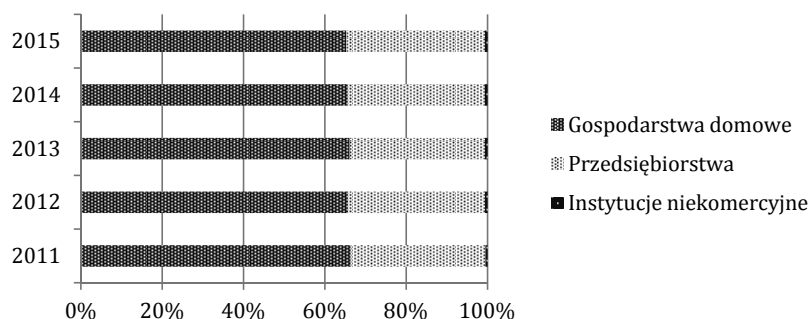
W ramach największej grupy spośród aktywów sektora bankowego, czyli kredytów dominują kredyty dla sektora niefinansowego, które w latach 2011–2015 powiększają swoją wartość. W 2015 roku osiągnęły one poziom 956,6 mld zł. Wśród kredytów dla sektora niefinansowego przeważają kredyty dla gospodarstw domowych, które również systematycznie rosną w badanych latach do poziomu blisko 625 mld zł (tabela 2).

**TABELA 2.** Wartość kredytów dla podmiotów sektora niefinansowego w latach 2011–2015 (w mld zł)

Wyszczególnienie	2011	2012	2013	2014	2015
Gospodarstwa domowe	530,2	531,4	552,4	585,9	624,6
Przedsiębiorstwa	264,3	272,1	278	300,9	326
Instytucje niekomercyjne	4,2	4,9	5,2	5,6	6
Sektor niefinansowy	798,7	808,4	835,6	892,4	956,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Aktywa sektora bankowego, Narodowy Bank Polski, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl), [dostęp: 2.10.2016].

W latach 2011–2015 można zwrócić uwagę na przewagę finansowania gospodarstw domowych przez banki spośród wszystkich podmiotów sektora niefinansowego. Udział kredytów dla gospodarstw domowych w strukturze kredytów dla sektora niefinansowego był stabilny we wszystkich badanych latach i wynosił około 66% (rysunek 2).



**RYSunEK 2.** Struktura kredytów dla sektora niefinansowego w latach 2011–2015

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Aktywa sektora bankowego, Narodowy Bank Polski, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl), [dostęp: 2.10.2016].

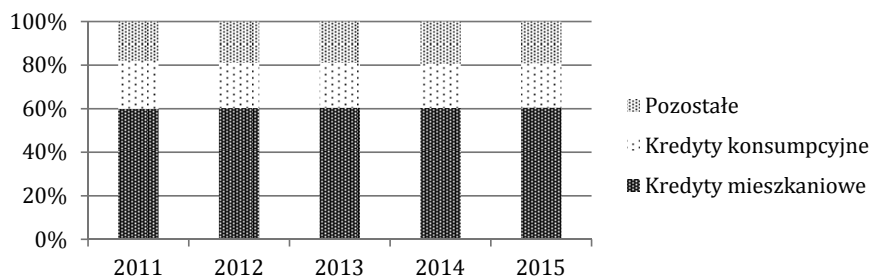
Analizując dane dotyczące kredytowania gospodarstw domowych przez banki można zauważyć, że najwięcej udzielają one kredytów mieszkaniowych. Ich udział w strukturze kredytów dla gospodarstw domowych w latach 2011–2015

wynosił ponad 60%. Widoczny jest również wzrost wartości długoterminowych kredytów mieszkaniowych w badanych latach, które w 2015 roku osiągnęły wartość ponad 378 mln zł (tabela 3, rysunek 3).

**TABELA 3.** Wartość kredytów dla gospodarstw domowych z uwzględnieniem kredytów mieszkaniowych w latach 2011–2015 (w mld zł)

Wyszczególnienie	2011	2012	2013	2014	2015
Kredyty mieszkaniowe	317,7	320,3	333,9	353,5	378,1
Kredyty konsumpcyjne	116,4	110,5	113,8	118,4	126,5
Pozostałe	96,1	100,6	104,7	114,0	119,9
Kredyty dla gospodarstw domowych ogółem	530,2	531,4	552,4	585,9	624,5

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Aktywa sektora bankowego, Narodowy Bank Polski, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl), [dostęp: 2.10.2016].

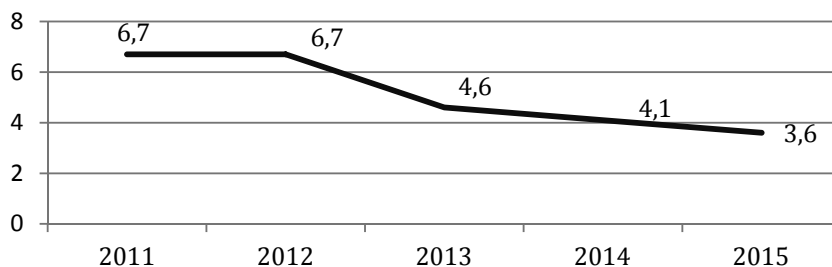


**RYСУNEK 3.** Struktura kredytów dla gospodarstw domowych w latach 2011–2015

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Aktywa sektora bankowego, Narodowy Bank Polski, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl), [dostęp: 2.10.2016].

Warto zwrócić uwagę na poziom średniego oprocentowania kredytów hipotecznych w badanych latach. Widoczny jest trend spadkowy (rysunek 4). Wynika on głównie z systematycznego obniżania stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej, co oznacza niższe raty kredytów denominowanych w złotych. Jednak z uwagi na to, że kredyty hipoteczne udzielane są na podstawie zmiennych stóp procentowych, to wzrost ich będzie oznaczał m.in. droższe kredyty hipoteczne. Jest to tzw. ryzyko stopy procentowej, które dzięki listom zastawnym może zostać ograniczone.

Listy zastawne są emitowane w Polsce od 2000 roku, jednak rynek ten nadal można uznać za mało rozwinięty, co potwierdzają dane zawarte w tabeli 4. Wartość polskich listów zastawnych zwiększała się z roku na rok przez ostatnich 5 lat osiągając wartość blisko 1,3 mld EUR w 2015 roku, co stanowiło ponad 31% wzrost w stosunku do roku poprzedniego (tabela 5).



**RYSUNEK 4.** Średnie oprocentowanie kredytów hipotecznych w latach 2011–2015 (w %)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Statystyki stóp procentowych, Narodowy Bank Polski, www.nbp.pl, [dostęp: 2.10.2016].

**TABELA 4.** Wartość polskich listów zastawnych w latach 2011–2015 (w mln EUR)

Wyszczególnienie	2011	2012	2013	2014	2015
Hipoteczne listy zastawne	527,1	657,1	706,5	882,0	1 230,3
Publiczne listy zastawne	112,2	110,4	84,0	81,9	35,2
Suma	639,30	767,5	790,5	963,9	1 265,5

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych: The European Covered Bond Council (ECBC), www.ecbc.hypo.org, [dostęp: 8.10.2016].

**TABELA 5.** Dynamika wartości listów zastawnych w Polsce w latach 2012–2015 (w %)

Wyszczególnienie	Rok poprzedni =100%			
	2012	2013	2014	2015
Hipoteczne listy zastawne	124,7	107,5	124,8	139,5
Publiczne listy zastawne	98,4	76,1	97,5	43,0
Suma	120,1	103,0	121,9	131,3

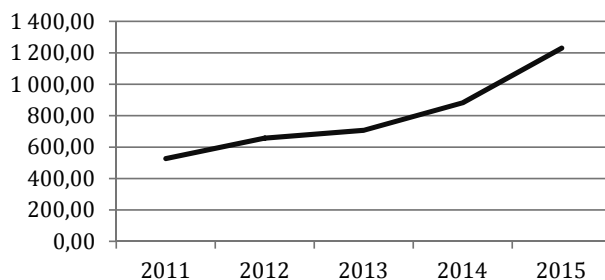
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych: The European Covered Bond Council (ECBC), www.ecbc.hypo.org, [dostęp: 8.10.2016].

W Polsce emitowane są przede wszystkim hipoteczne listy zastawne. Ich wartość w 2015 roku wyniosła ponad 1,2 mld EUR (tabela 4). Udział hipotecznych listów zastawnych w listach zastawnych ogółem w latach 2011–2015 był coraz większy, a w 2015 roku wyniósł aż ponad 97% (tabela 6). Widoczny jest również wzrost wartości polskich hipotecznych listów zastawnych w badanych latach (rysunek 5). W 2015 roku ich wartość wzrosła o prawie 40% w stosunku do roku poprzedniego (tabela 5).

**TABELA 6.** Struktura polskich listów zastawnych w latach 2011–2015 (w %)

Wyszczególnienie	2011	2012	2013	2014	2015
Hipoteczne listy zastawne	82,4	85,6	89,4	91,5	97,2
Publiczne listy zastawne	17,6	14,4	10,6	8,5	2,8
Suma	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych: The European Covered Bond Council (ECBC), [www.ecbc.hypo.org](http://www.ecbc.hypo.org), [dostęp: 8.10.2016].

**RYСУNEK 5.** Wartość hipotecznych listów zastawnych w latach 2011–2015 (w mln EUR)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych: The European Covered Bond Council (ECBC), [www.ecbc.hypo.org](http://www.ecbc.hypo.org), [dostęp: 8.10.2016].

W celu określenia poziomu rozwoju listów zastawnych w Polsce dokonano porównania ich wartości do listów zastawnych emitowanych w wybranych krajach Unii Europejskiej (tabela 7). W 2015 r. największy udział pod względem wartości listów zastawnych wykazywały Niemcy, w których wartość listów za-

**TABELA 7.** Wartość oraz struktura listów zastawnych w wybranych krajach Unii Europejskiej w 2015 roku

Wyszczególnienie	Wartość (w mln EUR)	Struktura (%)
Niemcy	384 414	18,26
Dania	383 124	18,20
Francja	323 072	15,34
Austria	44 965	2,14
Czechy	11 656	0,55
Słowacja	4 198	0,20
Węgry	3 022	0,14
Polska	1 266	0,06
Cypr	650	0,03
Łotwa	-	-
Suma wszystkich krajów UE	2 105 421	100,00

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych: The European Covered Bond Council (ECBC), [www.ecbc.hypo.org](http://www.ecbc.hypo.org), [dostęp: 8.10.2016].



stawnych to kwota ponad 384 mld EUR. Na drugim miejscu znalazła się Dania z wartością listów zastawnych ponad 383 mld EUR, a na trzecim Francja, gdzie ich wartość wyniosła ponad 323 mld EUR. Polski rynek listów zastawnych na tle wybranych krajów Unii Europejskiej jest jednym z najmniej rozwiniętych. Udział wartości polskich listów zastawnych w ogólnej ich wartości we wszystkich krajach Unii Europejskiej to 0,06%. Niższą wartość listów zastawnych wykazywał jedynie Cypr, a Łotwa w ogóle nie emitowała listów zastawnych.

## WNIOSKI

Na podstawie zaprezentowanych zmian w regulacjach prawnych dotyczących listów zastawnych i banków hipotecznych oraz pakietu CRD IV/CRR, a także bazując na przedstawionych badaniach można sformułować następujące wnioski:

1. Obowiązująca od 1 stycznia 2016 roku znowelizowana ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych wprowadza wiele rozwiązań, które zwiększają bezpieczeństwo banków hipotecznych i posiadaczy listów zastawnych. Wysoki poziom bezpieczeństwa może zwiększyć skłonność do inwestowania w te papiery wartościowe, których wartość w Polsce według zaprezentowanych danych liczbowych jest wciąż niska, w porównaniu z innymi krajami Unii Europejskiej.
2. Kredyty stanowią główną pozycję aktywów w sektorze bankowym, a wśród nich dominują te dla gospodarstw domowych, które zaciągają przede wszystkim kredyty mieszkaniowe. Obserwuje się również przyrost kredytów, w tym mieszkaniowych udzielanych przez banki w latach 2011–2015. Biorąc pod uwagę te zależności aktualny staje się problem poszukiwania przez banki źródeł długoterminowego finansowania aktywności kredytowej. Listy zastawne wydają się odpowiednim instrumentem w tym zakresie.
3. Wprowadzenie unijnej dyrektywy CRD IV i rozporządzenia CRR do polskiego porządku prawnego, których jednym z najważniejszych elementów jest konieczność zapewnienia przez banki płynności długoterminowej, czyli utrzymanie wskaźnika NSFR na poziomie powyżej 100% już od 1 stycznia 2018 roku, powoduje konieczność zmiany polityki zarządzania płynnością finansową. Potwierdzeniem możliwych zmian w sektorze bankowym prowadzących do rozwoju rynku listów zastawnych jest utworzenie PKO Banku Hipotecznego S.A. w 2015 roku i prowadzenie przez niego skutecznych emisji listów zastawnych oraz złożenie wniosków do Komisji Nadzoru Finansowego o utworzenie banków hipotecznych przez Getin Noble Bank S.A. i Raiffeisen Polbank S.A.



Podsumowując powyższe wnioski można stwierdzić, że listy zastawne jako instrumenty refinansowania kredytów hipotecznych mają realne szansę na rozwój w Polsce w najbliższych latach i mogą przyczynić się do poprawy bezpieczeństwa sektora bankowego.

## Spis literatury

- Aktywa sektora bankowego, Narodowy Bank Polski, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl), [dostęp: 2.10.2016].
- Bazylea III – miary płynności i bufory kapitałowe 2012: Nowoczesny Bank Spółdzielczy, 1, 46, 51–52.
- CYBURT P. 2010: Polski list zastawny – bilans po 10 latach, Finansowanie Nieruchomości, nr 07-09, s. 4–5.
- HEROPOLITAŃSKA I., MICHALSKI M. 2001: Hipoteka, listy zastawne, obligacje hipoteczne, TWIGGER, Warszawa.
- JAJUGA K. 2010: Instrumenty zabezpieczone hipotecznie, [w:] A. Szelałowska (red.), Współczesna bankowość hipoteczna, CeDeWu, Warszawa, s. 95.
- KASZUBSKI R. W., OLSZAK M. 2000: Bank hipoteczny. Zagadnienia prawne, Difin, Warszawa.
- LIBERADZKI M., PALIMĄKA A. 2007: Bankowość hipoteczna, [w:] M. Zaleska (red.), Współczesna bankowość, Difin, Warszawa, s. 203.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz.U. L 176/1 z 27.6.2013.
- Raport z prac Grupy ds. emisji listów zastawnych przez banki 2013, Komisja Nadzoru Finansowego.
- KOWALIK F. 2016: Narodowy Program Mieszkaniowy ma rozwiązać odwieczny polski problem. Czy się uda?, <http://www.forbes.pl/narodowy-program-mieszkaniowy-ma-rozwiazac-odwieczny-polski-problem-czy-sie-uda-,artykuly,206155,1,4.html>, [dostęp: 13.09.2016].
- Statystki stóp procentowych, Narodowy Bank Polski, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl), [dostęp: 2.10.2016].
- The European Covered Bond Council (ECBC), [www.ecbc.hypo.org](http://www.ecbc.hypo.org), [dostęp: 8.10.2016].

### THE COVERED BONDS MARKET DEVELOPMENT PERSPECTIVES IN THE CONTEXT OF NEW REGULATIONS

**Abstract.** Covered bonds are securities which purpose of the issue is to be the refinancing of mortgage loans granting by banks. In Poland, covered bonds are still undeveloped, although the legislation in this area has existed since 1997. The article draws attention to the problem of a small development of covered bonds in Poland and the chances of their development in



the context of the amended Act on Covered Bonds and Mortgage Banks and the newly introduced into the Polish legal order of the EU directive CRD IV and CRR regulation (called CRD IV/CRR package). In the article it is also described the way of functioning of covered bonds, mortgage banks and mortgage loan.

**Key words:** covered bonds, mortgage banks, mortgage loans, long-term liquidity





## ZMIANY OPROCENTOWANIA I WOLUMENU KREDYTÓW DLA PRZEDSIĘBIORSTW A ZMIANY STÓP PROCENTOWYCH NBP W LATACH 2008–2015

Sławomir Juszczak

Rafał Balina

Katedra Finansów

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

**Abstrakt.** Celem badań było ustalenie kształtowania się podstawowych stóp procentowych NBP i ich wpływu na zmianę wolumenu kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w latach 2008–2015. W trakcie analiz przedstawiono kształtowanie się zależności między wybranymi stopami procentowymi NBP, wolumenem kredytów udzielonych dla przedsiębiorstw niefinansowych oraz przeciętnego oprocentowania tych kredytów. W części badawczej za pomocą narzędzi statystycznych podjęto próbę ustalenia związków między zmiennymi. Uzyskane wyniki wskazały na występowanie silnej zależności między zmianami stóp procentowych NBP a oprocentowaniem kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych. Dodatkowo badania wykazały, że zmianom stóp procentowych odpowiadał nieadekwatny poziom zmian wolumenu udzielonych kredytów dla przedsiębiorstw sektora niefinansowego.

**Słowa kluczowe:** polityka pieniężna, stopy procentowe NBP, kredyty dla przedsiębiorstw

### WSTĘP

Suma kredytów udzielonych przedsiębiorstwom niefinansowym przez banki może być cennym wskaźnikiem zmian gospodarczych w Polsce [Flejterski, Marcinkowska i Wdowiński 2014]. Wielkość akcji kredytowej skierowana do przedsiębiorstw może wpływać znacząco na ich rozwój, a to może wiązać się z powstawaniem nowych miejsc pracy oraz wzrostem PKB. Kredytowanie roz-

woju przedsiębiorstw przez banki ściśle związane jest z kosztem kredytu, w tym z jego oprocentowaniem, które z kolei ustalane jest przez banki na podstawie stóp procentowych NBP oraz sytuacji na rynku [Iwanicz-Drozdowska, Jaworski i Zawadzka 2010]. Ponadto kluczowy wpływ na sytuację na rynku międzybankowym ma właśnie bank centralny, który za pomocą Rady Polityki Pieniężnej i posiadanych instrumentów oddziałuje na ten rynek i realizuje przy tym założone cele polityki pieniężnej. Po kryzysie z 2008 roku, polityce pieniężnej prowadzonej przez większość banków centralnych, w tym Narodowy Bank Polski, towarzyszy spowolnienie gospodarcze i tendencja do obniżania stóp procentowych w celu spowodowania ożywienia gospodarczego. Powinno to dawać szanse na rozwój przedsiębiorstw, gdyż powinno to się wiązać między innymi z obniżaniem stóp przez banki komercyjne i spółdzielcze a w konsekwencji zwiększać dostępność kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych [Juszczyk 2008]. Jednak w praktyce współzależność ta nie zawsze jest natychmiastowa i taka sama co do wielkości zmian oprocentowania. W związku z tym zagadnienie wydaje się być ważne i ciekawe, również z poznawczego względu. Nasuwa się również pytanie – czy można przewidzieć, w jakim stopniu i po jakim czasie obniżenie podstawowych stóp banku centralnego wpłynie na obniżenie oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw oraz wzrost sumy tych kredytów. W tym artykule, na podstawie informacji rynkowych i literatury zagadnienia, podjęto próbę znalezienia odpowiedzi na powyższe pytanie.

## METODY BADAŃ

W artykule przedstawiono kształtowanie się poziomu stóp procentowych NBP w latach 2008–2015 oraz sumy kredytów w walucie polskiej dla przedsiębiorstw niefinansowych a także ich średnie oprocentowanie w latach 2008–2015. Dane niezbędne do wykonania badań pochodziły m.in. z raportów Narodowego Banku Polskiego. Dotyczyły one kształtowania się stóp procentowych NBP, oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych oraz skumulowanej wartości kredytów udzielonych przedsiębiorstwom niefinansowym w walucie polskiej. Wykorzystano również informacje pochodzące z biuletynów informacyjnych NBP, portalów banków oraz publikacji Głównego Urzędu Statystycznego.

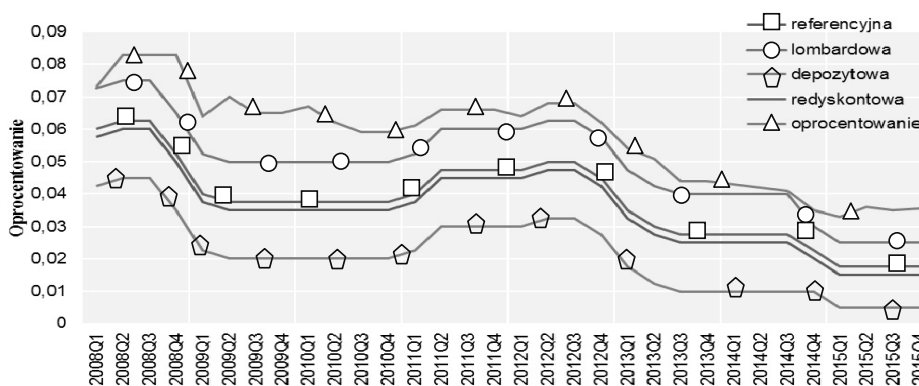
Mając na uwadze realizację celu głównego posłużono się rachunkiem korelacji linowej Pearsona [Chai i Draxler 2014] oraz zastosowano regresję liniową [Aleksander i Grabowski 2003]. Stopień dopasowania funkcji regresji zaś sprawdzono wykorzystując współczynnik determinacji [Trzesiok 2014]. W celu uzyskania przejrzystości wyników wykorzystano również metodę opisowo-tabelaryczną.



Kluczowe zmienne w badaniu to zmienne objaśniane, takie jak oprocentowanie kredytów oraz wolumen kredytów udzielonych przedsiębiorstwom niefinansowym [Kufel 2011]. Ponadto wykorzystano stopy procentowe NBP jako zmienne objaśniające, tj.: referencyjna, lombardowa, redyskontowa i depozytowa.

## WYNIKI BADAŃ

Analizę statystyczną przeprowadzono na podstawie danych historycznych dotyczących oprocentowania kredytów, stóp procentowych i sumy kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce. W badaniu sprawdzono zależność oprocentowania kredytów i sumy kredytów, od stóp procentowych NBP. Z tego względu poziomy stóp procentowych zaklasyfikowano do predyktorów sumy kredytów w kwartalnych przedziałach czasowych obejmujących lata 2008–2015 (rysunek 1).

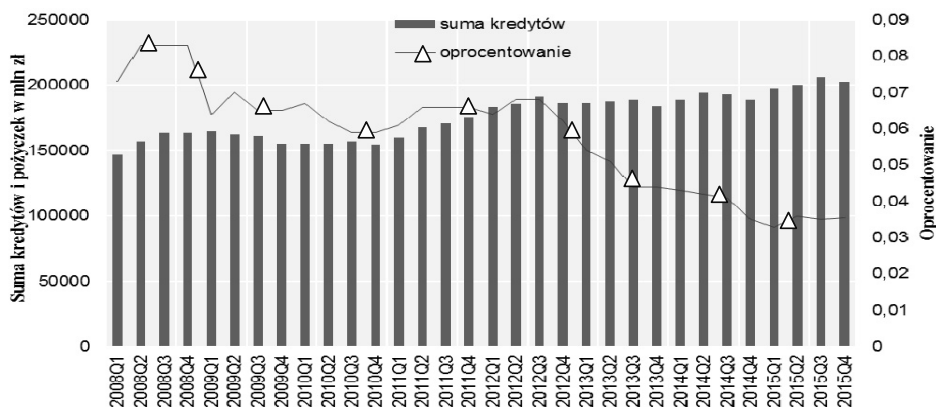


**RYСУNEK 1.** Stopy procentowe NBP oraz średnie oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w latach 2008–2015, dane kwartalne

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z comiesięcznych Biuletynów Informacyjnych przygotowanych przez NBP [dostęp: 20.02.2016].

Wstępna obserwacja zmienności oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw wykazała podobny charakter zmienności w relacji do stóp procentowych. Zmiany oprocentowania w poszczególnych kwartałach tych kredytów miały podobne tendencje, jak w przypadku stóp procentowych NBP.

W okresie badawczym można było zaobserwować spadek średniego oprocentowania kredytów o 2,7% kwartalnie (rysunek 2). Podobne tendencje występowały w zmienności stóp procentowych, tj.: stopy referencyjnej o 3,4%, stopy lombardowej 2,8%, stopy depozytowej 6,1%, stopy redyskontowej 3,3%. Suma omawianych kredytów wykazywała wzrost o ok. 1,0% kwartalnie. Zbliżone zmienności oprocentowania kredytów i stóp procentowych NBP mogą świadczyć



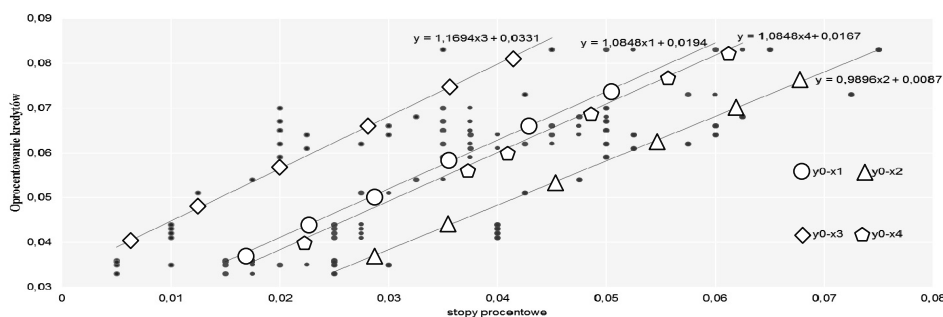
**RYSUNEK 2.** Wolumen kredytów udzielonych przez banki przedsiębiorstwom niefinansowym i ich przeciętne oprocentowanie w Polsce w latach 2008–2015

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z comiesięcznych Biuletynów Informacyjnych przygotowanych przez NBP [dostęp online 20.02.2016].

o współliniowości zmiennych. Związki między zmiennymi opisano na podstawie współczynników korelacji dla wszystkich par zmiennych. Uzyskane wartości współczynnika korelacji między stopami procentowymi NBP a oprocentowaniem kredytów mają charakter zależności dodatniej, ponieważ stopy procentowe NBP w dużym stopniu kształtują stopy oprocentowania kredytów. Suma kredytów udzielonych przedsiębiorstwom niefinansowym wzrastała, podczas gdy poziom oprocentowania tych kredytów oraz stóp procentowych NBP malał. Zależności między sumą kredytów a stopami procentowymi NBP wykazują relacje ujemne, co potwierdza, że gdy następuje wzrost stopy procentowej, zmniejszeniu ulega suma zaciąganych kredytów przez przedsiębiorstwa. Zależność korelacyjną między stopą referencyjną a stopą lombardową oraz stopą lombardową a stopą dyskontową wyniosła 100%. Podobna wartość występuje między stopą dyskontową a stopą referencyjną. Pozostałe zależności między stopami procentowymi wyniosły od 98 do 99%. Zależność na tak wysokim poziomie wynika w praktyce z tego, że ich zmiana dokonywana jest przez ten sam organ (RPP), ponadto zmiany te dokonywane są w tym samym okresie, a kierunek zmian dokonywany jest o tym samym wektorze. Zależność oprocentowania kredytów od stopy referencyjnej, stopy dyskontowej, stopy lombardowej wyniosła 94%. Zależność oprocentowania od stopy depozytowej wyniosła natomiast 93%. Wyniki w tym zakresie oznaczają w praktyce ograniczone możliwości stosowania klasycznych metod analizy regresji na podstawie modeli z dużą liczbą zmiennych objaśniających. Wartości współczynnika korelacji występujące między oprocentowaniem kredytów a stopami procentowymi NBP świadczą o bardzo silnym związku między zmiennymi



[Kufel 2011, Trzesiok 2014]. Ponadto silna korelacja między stopami procentowymi może wskazywać na istnienie wariacji estymatorów, zatem zjawisko to wymaga wyeliminowania zmiennych skorelowanych w metodzie regresji wielorakiej, zatem estymacji parametrów modelu określającego relacje między oprocentowaniem kredytów a stopami procentowymi NBP oraz między sumą kredytów a oprocentowaniem kredytów i stopami procentowymi NBP dokonano przy wykorzystaniu funkcji regresji grzbietowej.



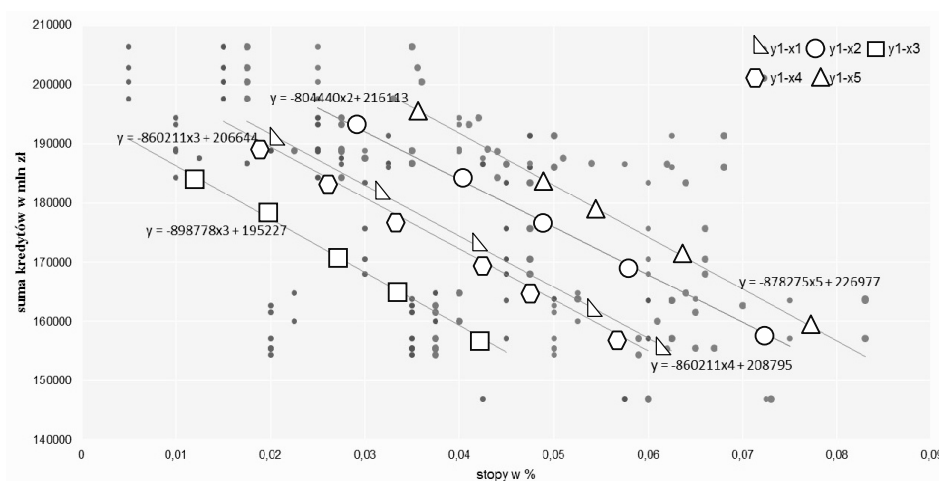
x1-y0 – oprocentowanie względem stopy referencyjnej, x2-y0 – oprocentowanie względem stopy lombardowej, x3-y0 – oprocentowanie względem stopy depozytowej, x4-y0 – oprocentowanie względem stopy redyskontowej, postać linii trendu ma charakter liniowy.

**RYSUNEK 3.** Korelacja oraz modele regresji grzbietowej między oprocentowaniem kredytów a stopami procentowymi NBP

Źródło: Badania własne w R-Project.

Zgodnie z oczekiwaniami suma kredytów wykazała odwrotną współzmiennność w stosunku do oprocentowania kredytów i stóp procentowych NBP. Oznacza to, że spadek stóp procentowych NBP powodował wzrost popytu na kredyt wśród przedsiębiorstw niefinansowych. Charakter zależności między sumą kredytów a stopami procentowymi sprawdzono testem na liniowość zależności. Hipoteza mówiąca o występowaniu liniowej zależności w danym przypadku została odrzucona na rzecz hipotezy alternatywnej [Marek i Gatnar 2009].

Wynik testu istotności wartości współczynnika korelacji sumy kredytów i reszty zmiennych wykazał zależność istotną. W związku z tym hipoteza zerowa została odrzucona na rzecz hipotezy alternatywnej. A zatem takie zmienne jak stopy procentowe NBP i oprocentowanie kredytów kształtują sumę kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych.



x1-y1 – suma kredytów względem stopy referencyjnej, x2-y1 – suma kredytów względem stopy lombardowej, x3-y1 – suma kredytów względem stopy depozytowej, x4-y1 – suma kredytów względem stopy redyskontowej, postać linii trendu ma charakter liniowy.

**RYSUNEK 4.** Korelacja oraz modele regresji grzbietowej między sumą kredytów a stopami procentowymi NBP

Źródło: Badania własne w R-Project.

## WNIOSKI

Oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw w latach 2008–2015 wykazało zależność względem kształtowania się podstawowych stóp procentowych NBP. Ustalono, że oprocentowanie kredytów zmienia się względem stóp procentowych NBP niemal bez opóźnień. Od czwartego kwartału 2008 roku do trzeciego kwartału 2009 roku, kiedy to zmiany stóp procentowych NBP wykazywały spadki, oprocentowanie zaczęło notować spadki z opóźnieniem jednego kwartału. W okresach stabilizacji stóp procentowych NBP, oprocentowanie kredytów na ogół nie zachowywało stabilności notując spadki swojego poziomu. Pozwala to uznać, że oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw w analizowanym okresie zmieniało się w tym samym kierunku i mniej więcej w tym samym czasie, co stopy procentowe NBP.

Suma kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych w okresie badawczym nie podążała z taką samą dynamiką jak zmienność stóp procentowych NBP. Badanie zależności zmiennych wykazało, że suma kredytów jest w mniejszym stopniu zależna od zmian stóp procentowych NBP niż oprocentowanie kredytów od stóp procentowych banku centralnego oraz że zależność ta jest ujemna, tzn. kierunek zmian sumy kredytów jest przeciwny kierunkowi zmian stóp procentowych.



Dynamika analizowanych zmiennych wskazuje, że trudno jest jednoznacznie stwierdzić, po jakim czasie od spadku stóp procentowych NBP nastąpi wyraźny wzrost sumy kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych. Problem określenia zależności między sumą kredytów a stopami procentowymi NBP w analizowanym okresie mógł być spowodowany kryzysem finansowym i innymi czynnikami zarówno po stronie banków jak i przedsiębiorstw niefinansowych. Spadek poziomu stóp procentowych NBP w okresie badawczym wyniósł około 70% w przypadku każdej z podstawowych stóp. Oprocentowanie kredytu w tym samym czasie obniżyło swój poziom średnio o 51%. Suma kredytów zaś wzrosła w analogicznym okresie o około 40%. Może to świadczyć o popycie na kredyt nieadekwatnym do zmiany oprocentowania, mimo wyraźnych zachęt ze strony polityki Narodowego Banku Polskiego.

Od końca 2008 roku NBP utrzymuje tendencję spadających stóp procentowych. Jednak stopy te w Polsce nie osiągnęły wartości ujemnych, co należy ocenić pozytywnie. Niemniej istnieje prawdopodobieństwo, że korzyści z niskich stóp procentowych w postaci większego angażowania kapitału obcego przez przedsiębiorstwa sfery realnej w Polsce będą wraz z upływem czasu coraz większe.

## Spis literatury

- ALEKSANDER W., GRABOWSKI W. 2003: *Ekonometria. Zbiór zadań*, PWE, Warszawa.
- CHAI, T., DRAXLER R. 2014: Root mean square error (RMSE) or mean absolute error (MAE), *Geoscientific Model Development Discussions* no. 7.
- FLEJTERSKI S., MARCINKOWSKA M., WDOWIŃSKI P. 2014: Wpływ regulacji sektora bankowego na wzrost gospodarczy – wnioski dla Polski, *Materiały i studia* nr 305, Instytut Ekonomiczny, Warszawa.
- IWANICZ-DROZDOWSKA M., JAWORSKI W., ZAWADZKA Z., 2010: *Bankowość, zagadnienia podstawowe*, POLTEXT, Warszawa.
- JUSZCZYK S. 2008: Zdolność kredytowa w ocenie banku na przykładzie małych i średnich przedsiębiorstw [w:] *Zeszyty Naukowe SGGW – Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, nr 66, Warszawa.
- KUFEL T. 2011: Charakterystyka procesów ekonomicznych [w:] *Ekonometria. Rozwiązywanie problemów z wykorzystaniem programu GRETL*, PWN, Warszawa.
- MAREK W., GATNAR E. 2009: *Statystyczna analiza danych z wykorzystaniem programu R*, PWN, Warszawa.
- TRZĘSIOK J. 2014: Porównanie zdolności predykcyjnych modelu regresji grzbietowej z wybranymi nieparametrycznymi modelami regresji [w:] *Zastosowanie metod matematycznych w ekonomii i zarządzaniu*, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katowice.



### **CHANGES IN INTEREST RATES AND VOLUME OF LOANS VERSUS CHANGES IN INTEREST RATES OF NBP IN YEARS 2008–2015**

**Abstract.** The aim of this study was to determine the evolution of the basic NBP interest rates and their impact on the change in the volume of loans to the non-financial corporations granted in Poland in the years 2008–2015. The analysis shows formation of the relationship between selected NBP interest rates, the volume of loans to non-financial corporations and the average interest rate on these loans. In the research were used statistical tools to establish relationships between variables. The results indicated presence of a strong relationship between changes in NBP interest rates and interest rate on loans to non-financial corporations. In addition, studies have shown that changes in interest rates has corresponded whit inadequate level of changes in the volume of loans to non-financial corporate sector.

**Key words:** monetary policy, the NBP interest rates, loans to businesses

## **INSTITUTIONAL THEORY OF ACCOUNTING: NEW OPPORTUNITIES AND SCALES OF PROFESSION**

Valeriy Zhuk

The National Agrarian Science Academy of Ukraine

**Abstract.** The article evaluates the processes of formation of contemporary accounting theories by scholars in developed countries. Principles of the new institutional theory of accounting are elaborated. The need to transform accounting activities from a functional management subsystem into a social institution in the economic space is substantiated. The components and processes that characterize the state and influence accounting activities are described. Mechanisms to manage processes of the accounting institution are proposed. Concepts of the classification, hierarchy and interaction of the accounting institution, accounting engineering, accounting imperialism and engineering theory of management accounting are explained.

**Key words:** theory of accounting, institutional theory of accounting, accounting institution, accounting system, accounting engineering, accounting imperialism.

### **PROBLEM DEFINITION**

Contemporary accounting activities face a serious problem: inconsistency between accounting practice and theory. In today's practice, accounting occupies an important place not only in the management of business entities, but also in state decision-making, decisions on the capital market. Accounting emerged from an information system at the enterprise level and reached the peak as an important, integral part of the socio-economic space within states and global business world. Accounting specialization significantly increased the number and quality of proposals for the development of modern economic professions.

Instead, accounting theory lags behind this growth of practice. The description of the functions, subject and object of accounting is limited. Methodological innovations, e.g. in terms of assessment, reporting, processing of information lack adequate fundamental rationale.

Inconsistency between practice and theory is primarily a problem of accounting science, which remains with a weak version of the theory.

Development of the accounting science is logically associated with that of economics. Economic science today also has a weak version of the theory. Yet, it is more efficient in solving this problem than accounting, due to generation of new approaches and visions.

The institutional approach has taken an important place in the development of the economic science. The institutional theory formed by economists is recognized in the international scientific community and applied in practice. Scholars in the field of accounting also have incoherent research in institutional areas. However, no paradigms, which would allow to speak about the new – institutional theory of accounting, have been formed up to this day.

The objective of the article is to substantiate the selection and application of institutional approaches to solving problems in the accounting science, and hence, to identify bases of the new institutional theory of accounting, unveiling new opportunities and scales of the profession.

## REVIEW OF PREVIOUS STUDIES

Until recently, Ukrainian scientists believed that the adoption of the pro-Western Law of Ukraine On Accounting (Verkhovna Rada of Ukraine 1999), relevant government Programs (Cabinet of Ministers of Ukraine 2007), implementation of international accounting and financial reporting standards (IAS, IFRS) into practice is sufficient to reform the national accounting system to the needs of development of the market economy. Scientific research programs have been focused on this area. Yet, the expectations have not materialized, and the causes of “limited results” have never been deeply studied.

The basic nature of the updated theoretical justification for reform of the national accounting system was first announced in Ukraine in 2008, in the Concept of Development of Accounting in the Agricultural Sector of Ukraine [Zhuk 2008]. This Concept required from the academic circles to develop a new theory effective for domestic needs. It was found that the main reason for weak performance of the reforms is the attitude to the accounting system as to limited standard, technical information management process, not as a separate phenomenon with greater impact on the economy, the effectiveness of which primarily depends on sociocul-

tural psychotypes of accountants, the level of their ability for self-organization, and effect on the performance and formation of the “rules of the game”.

Figuring out the importance of the social impact on the accounting practices and science has led us to develop the theory of accounting based on the institutional economic theory. This direction of research has also been selected because it is close to the views of a number of leading scholars of the Western accounting research schools.

Thus, during the last half-century scientists observed increased importance of accounting in the socio-economic growth of the developed world, support of globalization processes through international standardization. These and other achievements have promoted the change of the theoretical concepts of accounting in the Western countries.

In publication “The Roles of Accounting in Organizations and Society” S. Burchell, C. Clubb, A. Hopwood, J. Hughes, J. Nahapiet [1980] insist that accounting can no longer be represented as a set of techniques for the assessment of individual economic variables. Scientists declare a new perception of accounting as a larger, integrated and powerful mechanism of economic and social growth.

It is important to stress that changes in accounting are increasingly arising from the interaction between institutions that have social significance [Burchell et al. 1980]. It is explained that government regulators, professional accounting and other institutions set the tone for accounting innovations, as they are more open to the influence of political, social and economic pressures than directly business structures. At the same time, Western scholars have expressed regret at the small number of studies related to the identification of the social nature of the accounting theory and practice, and studies of interactions between the accounting system and the society.

In their publication “The Demand for and Supply of Accounting Theories: The Market for Excuses” Ross L. Watts and Jerold L. Zimmerman [1979] insisted that the world is dominated by normative theories, which is tracked in the formal approach to the development of accounting methodology. Traditional accounting theories, which are called regulations, are focused on prescription of regulated operations of accountants and are screened by stringent accounting standards. However, this one-sided orientation of research, as noted by Charles Horngren in his “Marketing of Accounting Standards” [Horngren 1973], is rather a product of political dependence than result of logical and empirical research, making accounting methodology lose its practical effectiveness.

These findings are also supported by practitioners. In particular, Watts and Zimmerman quote a conclusion from the annual report of the American Association



of Accountants, which states that “currently there is no single universal common accounting theory” [Watts and Zimmerman 1990].

However, in contrast or in addition to standard accounting approaches, there develop theoretical concepts that are intended to forecast and explain the nature of selection of certain procedures and accounting rules by accountants. These approaches have formed the theoretical basis of the modern positive accounting theory.

In their fundamental paper “Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective” Ross L. Watts and Jerold L. Zimmerman associate the onset of development of the theoretical platform of positive accounting theory with initiatives to use empirical research in accounting [Watts and Zimmerman 1990].

It appears that another positive catalyst for theoretical innovation is the concept of a firm’s contractual nature developed by Robert Coase [2007] and the neo-institutional economic theory further substantiated by him and subsequent authors.

Limits of correlation of positivist ideas in accounting with neoinstitutionalism as follows: positive accounting theory, similarly to the neo-institutional economic theory, draws attention to the firm’s contractual nature and attempts to position generally accepted sets of accounting procedures as part of “contracts” to manage it. That said, positivists assume that developers and users of information conclude an “agreement”, whereby the first provide the latter with corresponding sets of data according to certain rules.

Modern positivist researchers (a reference example is the book “Accounting, Organizations and Institutions”, edited by C. Chapman, D. Cooper and P. Miller) analyze the transformation of institutional mechanisms governing the field of accountants’ activities [Hopwood et al. 2009]. Positivist studies of these authors, as claimed by them, explore the ways in which accounting would fit not only in the ruling ideology, but also in the mechanisms that control the international economy and have social significance. Attention is focused on the relationship between accounting and the environment in which it operates [Waymire and Basu 2007]. Effects of groups developing international and regional standards that are reflected in texts of regulations on accounting are studied.

To some extent, Samuel DiPiazza and Robert Eccles can be considered supporters of the ideas of institutional theory and positive theory of accounting. In their book “Building Public Trust: The Future of Corporate Reporting” [DiPiazza and Eccles 2002] they raise the issue of socio-economic impact, influence of sociocultural psychotypes of accountants on their professionalism in preparing the financial statements, effect of the accounting profession on the prevention of financial disasters.



This certainly confirms new theoretical concepts of accounting, which is organized and operates not only by normative rules, but also by motives of people who set, distribute and implement these rules.

## PRESENTATION OF BASIC FINDINGS

Addressing the problem of reform and development of accounting requires significant updating of its theories. Exploring the Western positivist trend of accounting theory, we saw that the theory of accounting can be developed on the fundamental platform of institutionalism as well. The more so as both institutionalism and the positive accounting theory are based on the philosophical positivist platform.

The combination of the basic provisions of the positivist theory of accounting with the institutional theory is motivated by several factors. First of all, the institutional theory is already a classic of modern economic thought. Not only it is able to explain the success or failure of various kinds of economic systems, including accounting – it can also identify factors and ways to overcome problems created by institutions in systems. It focuses the practice on changing of institutions to achieve desired results.

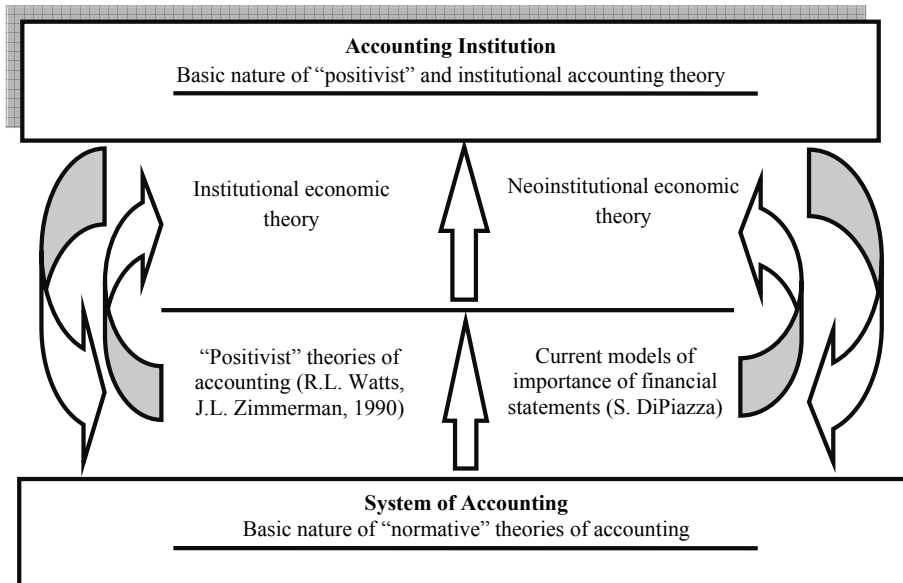
Besides, the institutional platform for changes in the accounting theory will be understandable to the general public in economic science. For profession, it is important that the image of accounting as a conservative part of the economics become the matter of the past.

Shaping the philosophical platform for the development of the institutional theory of accounting, we have made allowance of current trends and practices, and fundamental achievements of advanced scientific schools that explore and lead the progress of accounting from a “closed” information and technical system to an important phenomenon of national and global socio-economic spaces.

Figure 1 summarizes the basis of the hypothesis of our research: classical and modern regulatory accounting theories have shaped the basic nature of the perception of accounting as a cameral and economic “System”, while positivist and institutional theoretical innovations are to explain its today’s rise to the level of a socio-economic “Institution”.

The institutional theory of accounting substantiates the growth of accounting from one of the management functions to a more important and independent phenomenon in economics and society. The normative theories do not provide an explanation for the development of the socio-economic nature of accounting existing in practice; moreover, they are restricted to theoretical dogmas. Having applied the methods of analysis and synthesis to examine the contemporary phenomenon of accounting, we came to a conclusion that it meets all theoretical criteria of both the social and economic institution.





**FIGURE 1.** Theoretical components of the progress of accounting from the “System” to the “Institution” (hypothesis of the research)

Source: Own elaboration.

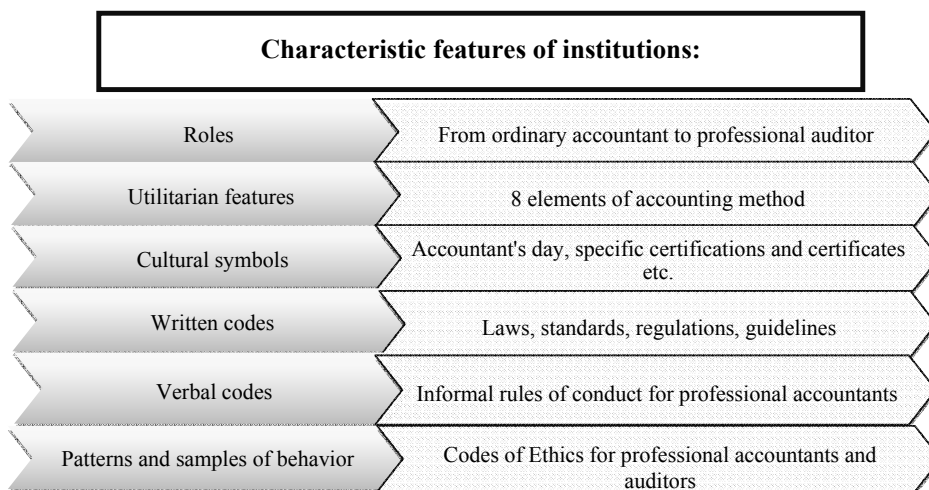
Figure 2 shows the basic criteria for institutions in these theories, each of which is fully consistent with the phenomenon of accounting.

<b>Basic criteria for institutions in theories:</b>	
<p style="text-align: center;"><b>Sociology:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Formation of relationships between people within the “economic society”.</li> <li>2. Social practice is regular and long-term (perpetual).</li> <li>3. Depersonalized system.</li> <li>4. Regulatory and stable but complex practice subject to broad social control.</li> </ol>	<p style="text-align: center;"><b>Economics:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Maximization of utility of functioning.</li> <li>2. Reducing uncertainty (through the formation of an information field).</li> <li>3. Impact on economic phenomena.</li> <li>4. Clear range of functions, tasks.</li> <li>5. Complexity of the phenomenon – a set of institutions and organizational forms that have historically operated as a whole.</li> </ol>

**FIGURE 2.** Conformity of the phenomenon of accounting to criteria of institutions in economic and social theories

Source: Own elaboration.

Moreover, the phenomenon of accounting meets all the characteristic features of social institutions as well (Figure 3). Therefore, we can say that accounting as a special activity, special phenomenon in the socio-economic space is a separate institution of this space.



**FIGURE 3.** Conformity of the accounting to identification criteria of social institutions

Source: Own elaboration.

Scientific literature widely uses the term “institution of education”, “institution of justice” and others. Now it is time to explain and apply the concept of the “accounting institution”.

In social and economic theories the term “Institution” is a complex and multi-faceted phenomenon. Each scientific field of the institutional theory (“old”, “new” institutionalism, its various doctrines) complement and deepen the concept of the Institution. One of the most comprehensive and clear definitions is given by G. Hodgson, the founder of this theory: “institutions are simultaneously both objective structures “out there” and subjective springs of human agency “in the human head” [Hodgson 2003].

In simplified terms, “the model of social-economic institution” can be examined as a bipolar phenomenon. On the one hand, these are stable socio-cultural psychotypes of people involved in it, called in the theory “informal institutions” (“in human head”). On the other pole are *formal institutions* – so-called “rules of the game” that are formalized in legislation, codes and other adopted documents. According to the theory, the informal component is crucial to characterize the In-



stitution, to develop it. It is difficult to change and has the greatest influence on the overall condition of the Institution.

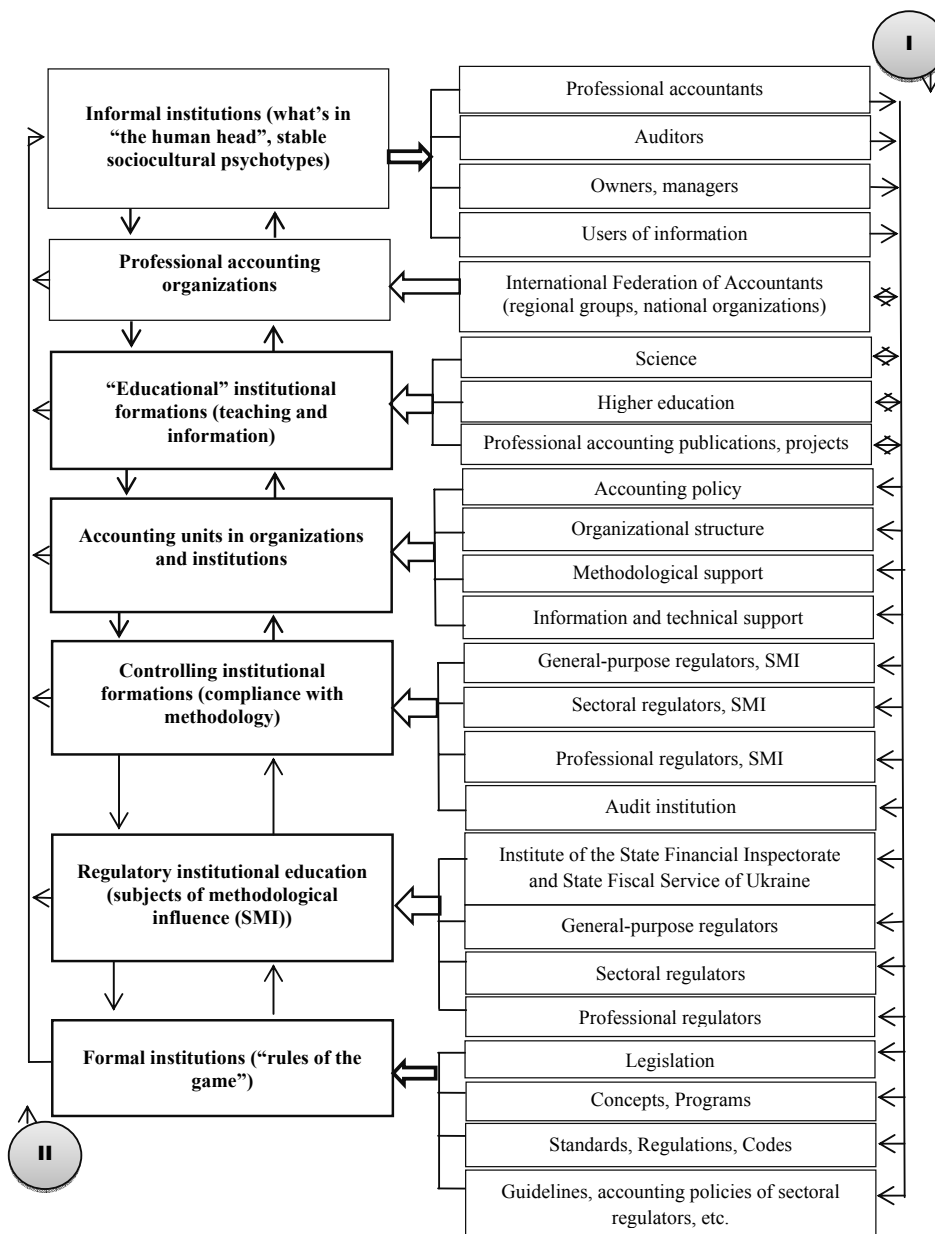
The interaction of these polarized components of the Institution forms certain *organizations* inside it (*institutional formations* “out there”). The success of the latter is based on maturity and mutual conformity of the formal and informal institution. Together, this is a single system that creates the social and economic institution. Subject to a balanced and mature condition of all components this Institution is successful, and vice versa.

Thus, the institutional economic theory explains the success or decline of certain countries in the global economy, certain institutions in the country. Accordingly, our proposed theory explains the effectiveness of accounting institutions in different countries, different economic systems.

The model of accounting institution (developed from the perspective of the institutional theory) also highlights “polarized” informal and formal components and organizations formed under their influence (institutional formations – Figure 4). The proposed Model classifies, establishes a hierarchy and interaction of all components of the Institution. Of course, the crucial role belongs to the component of an informal institution as stable socio-cultural psychotypes, first of all, accountants themselves as well as people who influence their work and performance (accounting information).

In this Model, the evolutionary impetus comes from an informal institution and through (or using) organizations (institutional formations) forms the “rules of the game” – formal institution (path I, Figure 4). With this approach, all components of the Institution (first of all, accountants) are ready for the new “rules of the game”. Under these conditions, the “rules of the game” will be observed. In the institutional theory this phenomenon is called “path dependence” – dependence on traditions, mentality, and stable socio-cultural psychotypes. That is what we use to explain the existence and differences of Anglo-Saxon, German, Arabic and other systems (institutions) of accounting.

On the other hand, the institutional theory does not reject the revolutionary impetus by stimulating the necessary development of the Institution through the adoption and planting of desirable “rules of the game” (path II, Figure 4). However, this path has to be weighed on the existing potential for changes in the informal component (its neglect explains the poor performance of accounting reforms in modern Ukraine). Therefore, a skillful combination of evolutionary and revolutionary approaches of the institutional model forms and provides efficiency of accounting policies of individual countries or economic systems. Thus, unlike the classical normative theories, the institutional theory of accounting creates a scientific basis to ensure effective reform and development of accounting through the use of knowledge on the state, hierarchy and interaction of all its components.



**FIGURE 4.** Functional model of accounting institution (classification, hierarchy and interaction of components)

Source: Own elaboration.



The new theory considers accounting activities not as a limited, “cameral-economic” or “normative and technical” System, but as a multifaceted public social and economic Institution, which, unlike the theoretical concepts of the “Accounting system”, is enriched by not only new, but also crucial organizational and social components.

Russian scientist YA. Sokolov divided the “Accounting system” into only three levels: methodological, technical and organizational [Sokolov and Paliy 1981] (methodical – rules of reflecting facts of economic life; technical – use of elements of method; organizational – interaction of accounting workers). Most Ukrainian scholars believe that components of the accounting system are its elements of method, registers, accounting forms, accounting policies etc., locked at the enterprise level.

At the same time, as early as in the 19<sup>th</sup> century a number of scientific accountants, such as J. Dumarchey, G. Cerboni, L. Gomber argued that the nature of accounting activities is broader than the mere order of entries in accounts and registers, that accounting is a social phenomenon and part of social life [Sokolov and Paliy 1981]. In today’s realities their arguments are even more justified by practice and economic theory.

In 1993, the renowned economist Stiglitz noted that the accounting system in the West is perceived as an integral part of the management mechanism in the market economy, ensuring representation of the diversity of corporate activities, and stressed the importance of professional and social organization of accountants in this mechanism [Stiglitz 1993].

Again, the institutional theory emphasizes: the crucial part of the Institution is always its informal component. When considering accounting as a “System”, previous theories did not consider this determining factor of accounting activities. Attention was not focused on the classification, hierarchy and interaction of a wide variety of organizational components of accounting. At best, the range of these components was expanded by state (normative and administrative) regulation.

Followers of normative theories may perceive our institutional innovations as certain enrichment of the contemporary essence of the Accounting system. However, this theoretical and practical enrichment essence of the phenomenon of accounting is extremely significant and important to examine accounting as an Institution rather than a System.

Of course, we do not deny the presence of basic system foundations of the organization of accounting on the macro- and micro-levels of management. Yet, for us it is more important that the phenomenon of accounting progresses from its closed subject and economic to social and economic plane, and thus is recognized in the theory as a socio-economic institution.

Life changes the perception of accounting, extending its constituents beyond corporations, beyond the organizational, methodological, technical and legal area to social, professional and psychological field. This increased quality of the components of accounting is explained only by the institutional theory of accounting – the theory, which, above all, positions its essence with the discovery and explanation of the phenomenon of accounting institution.

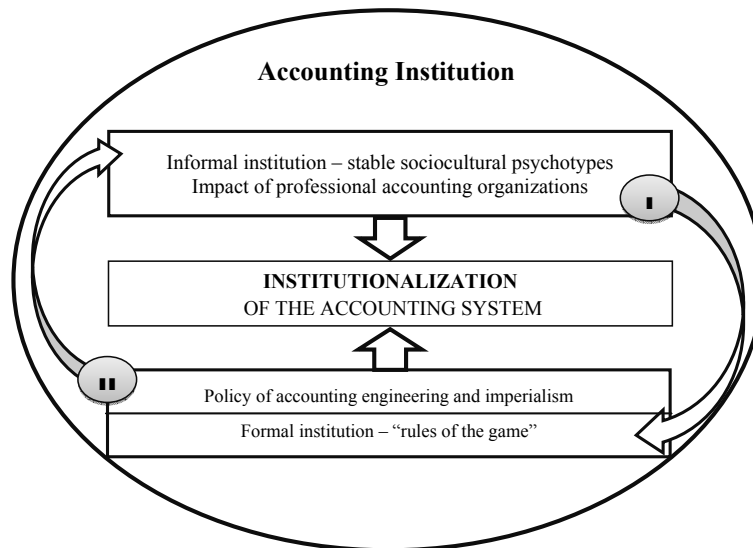
Therefore, accounting activities (accounting) are a social and economic institution that provides trust, understanding and regulation in the socio-economic environment through professional processing, presentation and interpretation of information about facts and processes in organizations (companies). In the narrow perception, accounting is an Institution transforming facts of economic life into the language of numbers using specific methods, rules (formal component) and professional skills and judgment (informal component), in order to ensure the understanding and regulation of all subjects of socio-economic space. In broader terms, accounting activities as the Institution generate a certain language (face) of business structures, government agencies, public and other organizations that keep records and provide important informational content in national and global socio-economic spaces. Thus, we prove that the phenomenon of the Institution encompasses the phenomenon of the accounting “System” (Figure 5).

Outwardly, it looks like the process of absorption. At the same time, institutionalization of the methodical, technical and organizational levels of the “System” occurs through improvement of their quality. This is due to a synergy of opportunities of a greater set of components in the “Institution” compared to the “System”.

The accounting institution is primarily characterized by the state of its informal component, its ability to influence the acceptance and compliance with the “rules of the game” through “organizations” (first of all, associations of professional accountants), to influence the effective presentation of economic activity in the society (combination I, Figure 5). This growth of theoretical concepts unveils new ways for the development of accounting. Its scientific and normative and legal components (“rules of the game”) are increasingly based on ideas, influence of professional environment that becomes more and more unified in organizational terms. On the other hand, the institutional theory presents the opportunity and justifies the necessity to use the ideology of “accounting engineering” and “accounting imperialism” in accounting policies of regulatory agencies, academic circles, and professional associations of accountants (combination II, Figure 5).

The UN Economic Commission for Europe connects engineering with innovative development of any activity. The practice of consulting and financial engineering is already scientifically proven in economic activity. The application of innovative technologies in the work of accounting and information units of modern advanced





**FIGURE 5.** Transformation of the “System” into accounting “Institution”

Source: Own elaboration.

companies is nothing but accounting engineering. Thus, in the institutional theory we distinguish accounting engineering as the process of using of new methods and tools from related sciences and practices in the modeling and organization of accounting. Again, one cannot but notice this in practical accounting. Also, we are bound to announce the development of a new, engineering, theory of accounting management and a new theoretical framework of accounting in general.

The ideology and practice of accounting engineering can be explained within traditional theories (the “System”) as well. However, only the institutional theory of accounting reveals the nature of the synergy of all its components in the assimilation of innovations. We emphasize that the introduction of new technologies in information and accounting activities largely depends on the change of accountants’ perception of the functions and mission of our activity in socio-economic environment. The greater the proportion of professional accountants who will see themselves as managers of information flows instead of “computer accessories”, the stronger the informal part will encourage innovative development of the accounting Institution as a whole.

The potential of the accounting engineering policy in the field of science, education, impact of professional associations of accountants should be complemented by the policy of accounting imperialism. Similarly, to economic imperialism, already recognized by the science (practice of the economic theory’s expansion in related areas of social science, application of economic and mathematical methods



and models in sociology, political science, history, law and other areas), we interpret accounting imperialism as a practice of creation of offensive accounting theories (usually at the junction of related sciences), which extend the subject and functions of accounting to related activities (management, finance, information technology, etc.), thereby enhancing the status and position of accountants in the company and the Institution of accounting in socio-economic environment in general.

Therefore, the new theory is not a mere volatile change of “signs” in the accounting science. Emerging from the “System” or one of the functions of management, our activity grows to a separate important segment in the economic space – the socio-economic “Institution”. This occurs to reflect the demands of modern accounting practices and other challenges of the global economy.

## CONCLUSIONS

Obviously, accounting activities have a strong need to review the fundamental reference points for further development. Changes in theoretical ideas are motivated by the need for adequate scientific response to the growing importance of accounting activities in today’s socio-economic space.

It is difficult to explain these processes, predict their development and, moreover, to provide evidence-based advice on their management within the framework of the classical theories (including interpretation of accounting as a “System”). The institutional theory of accounting addresses these issues. It reveals new opportunities and scales for accounting. Considering accounting activities as a socio-economic “Institution”, the new theory describes mechanisms for reform of accounting and maximum socio-economic benefits from such reform.

An intermediate summary of work in this area has announced by us in the relevant monograph [Zhuk 2013] and at the meeting of the Presidium of the National Academy of Agrarian Sciences of Ukraine on 27 November 2013.

## References

- BURCHELL S., CLUBB C., HOPWOOD A., HUGHES J., NAHAPIET J. 1980: The roles of accounting in organizations and society. *Accounting, Organizations and Society*, 5 (1), p. 5–27.
- Cabinet of Ministers of Ukraine 2007: The strategy of applying IFRS in Ukraine. Retrieved from <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/911-2007-p>, [data dostępu 01.10.2016].
- CHAPMAN C. S., COOPER D., MILLER, P. 2009: *Accounting, organizations, and institutions: Essays in honour of Anthony Hopwood*, Oxford University Press, Oxford.
- COASE R. 2007: *The Firm, the Market, and the Law*. New publication. (in Russian) Moscow.
- DiPIAZZA S., ECCLES R. 2002: *Building public trust: The Future of Corporate Reporting*. John Wiley & Sons, New York.



- HODGSON G. 2003: Economics and Institutions: A Manifesto for a Modern Institutional Economics. Business. (in Russian) Moscow.
- HOPWOOD A.G., MILLER P. 1994: Accounting as social and institutional practice, Cambridge University Press, Cambridge.
- HORNGREN C. 1973: Marketing of accounting standards. Journal of Accountancy, 136.4, p. 61–66.
- SOKOLOV YA., PALIY V. 1981: Automated management systems and problems of accounting theory, Finance and Statistics, Moscow.
- STIGLITZ J. 1993: The Role of the State in Financial Markets. In The World Bank Annual Conference on Development Economics, Retrieved from [http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/IW3P/IB/1994/03/01/000009265\\_3970702134931/Rendered/PDF/multi\\_page.pdf](http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/IW3P/IB/1994/03/01/000009265_3970702134931/Rendered/PDF/multi_page.pdf), s. 19–52, [data dostępu: 01.08.2016].
- Verkhovna Rada of Ukraine 1999: Law of Ukraine “On Accounting and Financial Reporting in Ukraine”. Retrieved from <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/996-14>, [data dostępu: 01.08.2016].
- WATTS R.L., ZIMMERMAN J.L. 1979: The Demand for and Supply of Accounting Theories: The Market for Excuses. The Accounting Review, 54 (2), p. 273–305.
- WATTS R.L., ZIMMERMAN J.L. 1990: Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective, The Accounting Review, 65 (1), p. 131–156.
- WAYMIRE G. B., BASU S. 2007: Accounting is an Evolved Economic Institution. Foundations and Trends® in Accounting FNT in Accounting, 2 (1–2), p. 1–174.
- ZHUK V. 2008: The concept of accounting development in the agricultural sector of Ukraine (draft), Accounting and Finance of Agro-Industrial Complex, 3, p. 82–89.
- ZHUK V. 2013: Fundamentals of institutional accounting theory, Agricultural science, Kyiv.
- INSTYTUCJONALNY TEORIA RACHUNKOWOŚCI: NOWE MOŻLIWOŚCI I RANGA ZAWODU

## INSTYTUCJONALNA TEORIA RACHUNKOWOŚCI: NOWE MOŻLIWOŚCI I RANGA ZAWODU

**Abstrakt.** W artykule przeprowadzono ocenę procesów zmian we współczesnych teoriach rachunkowości analizując pracę badaczy w krajach rozwiniętych. Omówiono ponadto nową instytucjonalną teorię rachunkowości. Ocenie poddano przekształcenia działań księgowych w ramach funkcjonalnego zarządzania podsystemami w instytucjach społecznych i w przestrzeni gospodarczej. W artykule opisano składniki i procesy, które charakteryzują system rachunkowości przy uwzględnieniu wpływu państwa. Zaproponowano mechanizmy zarządzania procesami rachunkowości instytucji. Przedstawiono koncepcje klasyfikacji, hierarchii i współdziałania instytucji rachunkowości, inżynierii rachunkowości, imperializmu i teorii rachunkowości zarządczej.

**Słowa kluczowe:** teoria rachunkowości, teoria instytucjonalna rachunkowości, rachunkowości instytucji, system rachunkowości, inżynieria rachunkowości, imperializm rachunkowości.



## FINANSOWANIE POŁUDNIOWOKOREAŃSKIEGO CUDU GOSPODARCZEGO – W ŚWIETLE REKOMENDACJI KONSENSUSU WASZYNGTOŃSKIEGO

Marta Kightley

Instytut Ekonomii Politycznej, Prawa i Polityki Gospodarczej  
Szkoła Główna Handlowa

**Abstrakt.** W artykule podjęty został temat metod finansowania koreańskiego przyspieszonego rozwoju gospodarczego w II poł. XX w. Autorka opisując politykę państwa wobec inwestycji zagranicznych oraz politykę kredytową włącza się do dyskusji, pomiędzy neoklasykami i etatystami, dotyczącej mechanizmów koreańskiego cudu gospodarczego. Analizuje kwestię finansowania rozwoju przemysłu odnosząc się do neoklasycznych rekomendacji zawartych w konsensusie waszyngtońskim. Zauważa, że Korea Południowa nie tylko ich nie spełniała, ale zaprzeczenie ich stanowiło ważny element polityki państwa prorozwojowego. Autorka wykazuje, że decyzja bazująca na rozwoju gospodarczym na lokalnych podmiotach pozwoliła na planowe stworzenie silnej struktury przemysłowej i umożliwiła wysoki poziom wzrostu gospodarczego w kolejnych dekadach. Polityka kredytowa prowadzona za pośrednictwem państwowych banków stanowiła zaś podstawowe narzędzie koordynacji działań prywatnych południowokoreańskich przedsiębiorstw i egzekwowania oczekiwanych wyników.

**Słowa kluczowe:** gospodarka Korei Południowej, polityka kredytowa, zagraniczne inwestycje bezpośrednie, konsensus waszyngtoński, polityka rozwojowa

### WSTĘP

Rozwój gospodarczy Korei Południowej<sup>1</sup> jest przykładem najbardziej spektakularnego awansu ekonomicznego w XX w. Jeszcze w latach 60. XX w. kraj należał do najuboższych na świecie. PKB per capita na poziomie 80 USD usytuowało Koreę w rankingach międzynarodowych obok Bangladeszu, Etiopii czy Ugandy.

<sup>1</sup> Dalej Korea.

Gospodarka zdominowana była przez niewydolne rolnictwo. Przetrwanie ludności w dużej mierze zależne było od pomocy zagranicznej, która stanowiła jedną czwartą PKB. Dziś Korea jest jednym z największych producentów przemysłowych i siódmym eksporterem na świecie, a PKB per capita na poziomie 32.000 USD pozwala zakwalifikować ten kraj do grupy państw rozwiniętych. Koreańskie przedsiębiorstwa takiej jak Samsung, LG czy Hyundai należą do światowych liderów w produkcji między innymi elektroniki, sprzętu AGD, statków czy też samochodów.

Koreańska skuteczna walka ze skrajnym ubóstwem rozpoczęła się w I połowie lat 60. XX w. wraz z dojściem do władzy wojskowego dyktatora generała Park Chung Hee. W trakcie niespełna dwudziestolecia rządów dyktatora (lata 1961–1979) koreańska gospodarka zanotowała średnioroczny wzrost PKB na poziomie przekraczającym 8,4%. Z kraju głównie rolniczego, o niewielkim udziale przemysłu lekkiego w produkcji Korea stała się ważnym producentem przemysłowym, odnoszącym sukcesy w segmentach, które zarezerwowane były dotychczas dla krajów rozwiniętych. Eksport wzrósł w latach 1961–1977 z 40 mln do ponad 15 mld USD. Korea w tym czasie przesunęła się z 101 pozycji na świecie pod względem PKB per capita na pozycję 49, którą dawało 1510 USD.

Mechanizm koreańskiego cudu gospodarczego do dziś budzi kontrowersje. Dominująca w głównym nurcie ekonomii myśl neoklasyczna przypisuje sukces Korei siłom wolnego rynku, uniwersalnym i kluczowym w rozwoju wszystkich gospodarek na świecie. Na dogłębny interwencjonizm państwowy, jako źródło rozwoju koreańskiej gospodarki wskazuje grupa ekonomistów heterodoksyjnych w tym ekonomistów koreańskich. Podstawowy rozdzźwięk pomiędzy zaleceniami dotyczącymi prorozwojowej polityki gospodarczej, wynikającymi z doktryny neoklasycznej a koreańską praktyką gospodarczą wyraźnie zarysowuje się m.in. w odniesieniu do polityki wobec inwestycji zagranicznej oraz sektora finansowego. Wbrew zaleceniom neoklasyków państwo koreańskie bardzo ostrożnie podchodziło do zagranicznych inwestycji za cel stawiając sobie rozwój lokalnej wytwórczości. Zezwolenia na wybrane inwestycje zagraniczne obwarowane były licznymi warunkami, które miały zapewnić asymilację nowych metod wytwarzania. Przeciwna idei wolnorynkowej była też dokonana na początku lat 60 XX w. nacjonalizacja sektora bankowego, która pozwoliła na całkowite podporządkowanie polityki kredytowej planowemu rozwojowi przemysłu. Przykład Korei przeczy uniwersalności rekomendacji w zakresie polityki gospodarczej wpływających z neoklasycznego paradygmatu. Polityka prowadzona przez koreańskie państwo prorozwojowe wpisuje się sięgającą XIX w. tradycję heterodoksyjną uzależniającą dostosowywanie rozwiązań w tej sferze od etapów rozwoju kraju.

## NATURA MECHANIZMÓW ROZWOJOWYCH

W latach 80. XX w. Bank Światowy, Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Departament Skarbu Stanów przygotowały wytyczne dla polityki gospodarczej mającej zapewnić zrównoważony wzrost i w najefektywniejszy sposób doprowadzić do rozwoju gospodarczego. Rekomendacje bazujące na neoklasycznych podstawach zapisane zostały w dokumencie zwanym konsensusem waszyngtońskim. Pierwotnie skierowany był on do państw Ameryki Łacińskiej, będących w latach 80. XX w. w głębokim kryzysie gospodarczym. Ze względu na przekonanie twórców konsensusu o uniwersalnym charakterze zawarty w dokumencie narzędzi, rekomendowane były one następnie przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy w innych częściach świata.

Zalecenia konsensusu sprowadzają się do promowania konserwatywnej polityki fiskalnej, zwiększenia udziału mechanizmów rynkowych, liberalizacji wymiany handlowej, oraz otwarcia na inwestycje zagraniczne. Są one wynikiem negatywnego stosunku ekonomii neoklasycznej do zaangażowania państwa w gospodarkę. Neoklasycy uważają, że wolny rynek – taki, na którym regulacyjna rola państwa ogranicza się do zapewnienia warunków konkurencyjności – w najlepszy sposób rozporządza ograniczonymi zasobami. Proces alokacji czynników produkcji bazuje na rozproszonych informacjach zawartych w swobodnie kształtujących się cenach. Informacje przekazywane przez naturalny system cen nie mogą być nigdy w pełni dostępne władzom gospodarczym. Wynika to z naturalnie ograniczonej możliwości zbierania danych przez centralne organy oraz czasu potrzebnego na ich przetworzenie. Państwo pozbawione pełnej informacji nie jest w stanie podejmować optymalnych decyzji. Neoklasyczna koncepcja człowieka gospodarującego mówi dodatkowo, że jednostki w sposób racjonalny dążą do realizacji własnej korzyści materialnej, co oznacza, że w sytuacji wyboru pomiędzy dobrem publicznymi i prywatnym wybiorą to drugie. Wychodząc z takiego założenia państwo zamiast realizować interes społeczny będzie zawsze poddawało się presji grupowych interesów, którym służą politycy. Władza nad gospodarką oddana w ręce państwa będzie zatem źródłem różnych patologii wynikających z regulacji politycznej, pogoni za rentą, korupcji i tym podobnych. Gospodarka, aby sprawnie funkcjonować powinna wobec tego pozostawać jak najdalej od wpływów politycznych. Sytuację taką uzyskuje się poprzez redukcję zakresu władzy państwowej za pomocą liberalizacji – deregulacji i prywatyzacji.

Doświadczenie rozwojowe Korei Południowej zaprzecza uniwersalności podejścia neoklasycznego. Polityka gospodarcza kraju, który odniósł największy sukces rozwojowy w II połowie XX w. w wielu aspektach była sprzeczna z rekomendacjami zawartymi w konsensusie waszyngtońskim [Rodrik 1996]. Przykła-



dem są zalecenia pośrednio lub bezpośrednio odnoszące się do natury i sposobu finansowania rozwoju przemysłu. Są to: likwidacja barier dla zagranicznych inwestycji bezpośrednich, liberalizacja rynków finansowych, a także prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych i gwarancja praw własności.

## OGRANICZANIE NAPŁYWU INWESTYCJI ZAGRANICZNYCH

W myśl neoklasycznej teorii wzrostu konsensus waszyngtoński zaleca likwidację barier dla zagranicznych inwestycji zagranicznych. Wiąże to się z przekonaniem, że gospodarki otwarte wykazują większy wzrost niż gospodarki zamknięte, ponieważ zwiększenie nakładów kapitału zależy nie tylko od wzrostu oszczędności wewnętrznych, ale również od napływu kapitału z krajów bardziej rozwiniętych. Kapitał zagraniczny przesuwa się w naturalny sposób do krajów słabiej rozwiniętych, ponieważ tam stosunek nakładów kapitału do pracy jest mniejszy, co pozwala na wyższe zwroty z inwestycji. W efekcie kraje słabiej rozwinięte o otwartych gospodarkach nadrabiają zapóźnienia rozwojowe.

Korea nigdy nie otworzyła się na swobodny napływ kapitału zagranicznego. Partnerem w realizacji rządowych planów rozwojowych stały się nie korporacje międzynarodowe mające technologie i *know how* a rodzime prywatne przedsiębiorstwa – konglomeraty zwane czebolami. Niezbędne środki na realizację projektów rozwojowych czerpano z kredytów zagranicznych, które poprzez banki państwowe trafiały do wybranych przedsiębiorstw prywatnych. Rozwój bazujący na lokalnych podmiotach sterowanych przez państwo i ostrożny stosunek do obcych inwestorów uważany jest przez takich ekonomistów heterodoksyjnych jak: A.H. Amsden [1989], R. Wade [1990b] czy M. Woo-Cumings [1999] za jedno ze źródeł koreańskiego sukcesu. Uniknięto w ten sposób powszechnego w innych krajach rozwijających się problemu realizacji celów przedsiębiorstw zagranicznych kosztem interesu narodowego kraju przyjmującego kapitał. Chodzi tu między innymi o transfer zysków czy tłumienie lokalnej produkcji, wytwarzanej przez dany koncern międzynarodowy w innych częściach świata. W przypadku lokalnych producentów wspólnota celów z gospodarką narodową, choć nie pokrywa się w całości jest jednak znacznie większa. Państwo koreańskie udowodniło, że odpowiedni dobór narzędzi pozwala na stworzenie niezwykle efektywnej współzależności między wypełnianiem planów rozwojowych i sukcesem ekonomicznym prywatnych krajowych przedsiębiorstw bazującej na długookresowej strategii rozwoju. Stawiając na rozwój indukowało stały technologiczny postęp produkcji uzależniając od niego dostęp do preferencyjnych kredytów. Za pomocą tego samego narzędzia nakierowywano prywatne podmioty na preferowane obszary inwestowania tworząc w ten sposób strukturę konkurencyjnej gospodarki. Ta polityka prowadziła do stałego wysokiego wzrostu gospodarczego i tworzenia bardzo dobrych

perspektyw rozwojowych na przyszłość. Zarówno wprowadzenie w życie planów rozwojowych jak i stosowane narzędzie nie mogłoby być skuteczne wobec realizujących własne strategie inwestycyjne bazujące na innym horyzoncie czasowym, niezależnych finansowo zagranicznych korporacji.

W Korei wartość zagranicznych inwestycji bezpośrednich pozostawała znacznie poniżej 1% PNB (tabela 1), była ona wielokrotnie niższa od inwestycji zagranicznych w innych krajach rozwijających się [Amsden 1989]. Taka sytuacja wynikała przede wszystkim ze strachu przed zależnością od obcego – zwłaszcza japońskiego<sup>2</sup> – kapitału oraz przekonania, że swobodny napływ obcych inwestycji nie przyczynia się do rozwoju gospodarki przeciwnie na pewnym etapie może go hamować. Obserwacja polityki inwestycyjnej Japonii w innych krajach pozwalała formułować przekonanie, że inwestycje zagraniczne generują relatywnie prostą produkcję lub montaż gotowych elementów i nie stanowią podstawy dalszego rozwoju technologicznego przemysłu. Nie przyczyniają się również do formowania narodowego kapitału. Preferowano zatem oddzielenie transferów technologicznych i *know how* z zagranicy od własności środków produkcji.

Dla Koreańczyków inwestycje zagraniczne były ważne o tyle, o ile dostarczały nowych technologii ważnych dla realizacji planów gospodarczych, których innymi sposobami nie można było uzyskać [Amsden 1989, Mardon 1990]. Dbano przy tym, aby inwestycje zagraniczne przynosiły pozytywne efekty zewnętrzne w postaci asymilacji technologii i wiedzy produkcyjnej. W wielu przypadkach były one następnie wykorzystywane przez koreańskie podmioty. Stanowiły więc etap na długiej drodze do rozwoju narodowej wytwórczości. Inwestycje zagraniczne, na które państwo decydowało się były skrupulatnie dobierane celem wspierania rozwoju całego przemysłu. Regułą przyjętą przez koreański rząd był zakaz

**TABELA 1.** Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ) oraz zadłużenie zewnętrzne w RK w latach 1965–1979

Lata	BIZ w mln USD (w cenach bieżących)	BIZ (w % w stosunku do PNB)	Zadłużenie zewnętrzne w mln USD (w cenach bieżących)	Zadłużenie zewnętrzne (w % w stosunku do PNB)
1964	20,6	0,73	206	6,8
1970	13,6	0,16	2 245	25,5
1975	169,4	0,81	8 456	40,5
1979	107,3	0,17	20 500	31,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Amsden [1989].

<sup>2</sup> Niechęć Koreańczyków do Japonii ma uzasadnienie historyczne. Korea w latach 1910–1945 znajdowała się pod brutalną i mającą na celu wynarodowienie podbitego kraju okupacją japońską.



inwestycji zagranicznych w sektorach, w których miałyby one konkurować z rodzimą wytwórczością. W Korei nie dopuszczano ponadto do przejęć koreańskich przedsiębiorstw przez obcy kapitał. Inaczej niż w Europie Środkowowschodniej, Ameryce Łacińskiej czy Afryce Subsaharyjskiej korporacje międzynarodowe nie przejęły również lukratywnej produkcji dóbr dla bardziej zamożnych konsumentów krajowych.

Zezwolenia na zaangażowanie obcego podmiotu były ściśle koordynowane z planami rozwojowymi. Szczegółowo definiowano jakie technologie w danej gałęzi są niezbędne do realizacji przyjętych na danym etapie celów, sprawdzano zaawansowanie technologiczne produkcji realizowanej przez lokalnych producentów i ustalano poziom niezbędnego transferu technologii z zagranicy. Te dziedziny, w których technologie posiadane przez koreańskich przedsiębiorców były uznane za wystarczające zamykano na inwestycje zagraniczne. Te, w których brakowało odpowiednich technologii definiowano jako otwarte.

Nie oznaczało to jednak pełnego przyzwolenia na wkraczanie w otwarte dziedziny zagranicznych inwestorów. Obwarowane one były licznymi restrykcjami, a działalność inwestorów zagranicznych była szczegółowo monitorowana.

Kluczową polityką wspomagającą planowy długofalowy rozwój konkurencyjnego przemysłu była promocja eksportu. Tylko w przypadku inwestycji generujących produkcję w całości na rynek zagraniczny bądź dostarczających kluczowych dla rozwoju technologii, wyrażano zgodę na ponad 50% własność zagraniczną. Każdy inwestor zagraniczny zobowiązany był do negocjowania złożonego porozumienia z rządem, które definiowało warunki działalności w Korei. Porozumienie mogło zawierać takie elementy jak: utworzenie *joint venture* z koreańskim podmiotem, który po upływie określonego czasu przejmował kontrolę nad działalnością produkcyjną, zakres transferu technologicznego i dostępu do rynków zagranicznych zapewniane przez inwestora czy nawet zobowiązanie do odstąpienia własnych udziałów w przedsięwzięciu na rzecz koreańskiego podmiotu po upływie pewnego okresu. Wykorzystując tę formułę Koreańczykom udało się stworzyć w wielu sektorach skuteczną konkurencję wobec wcześniejszych partnerów z *joint venture*. Tak się stało między innymi w przypadku wielu produktów elektronicznych bazujących na japońskich technologiach takich firm, jak Sony czy Toshiba, czy też w przypadku sektora motoryzacyjnego. Im bardziej pożądana, ze względu na rozwój gospodarki, była technologia implementowana przez inwestora zagranicznego tym otrzymywał on korzystniejsze warunki działalności takie jak: zwolnienia podatkowe, różnego rodzaju zachęty finansowe, małe koszty działalności czy nawet wysoki gwarantowany poziom zysku. Rząd odstępował również od przyjętych restrykcyjnych zasad. Zdarzało się, że w przypadku inwestycji niosących ze sobą bardzo ważny transfer technologiczny produkcja z udziałem



inwestora zagranicznego miała nie tylko wyłączność na rynku wewnętrznym, ale ceny produktu były nawet kilkukrotnie wyższe niż na rynkach światowych.

Udział inwestycji wyłącznie z kapitałem zagranicznym wśród inwestycji zagranicznych ogółem wahał się na przestrzeni rządów Parka, ale nigdy nie przekroczył 22%. Pod koniec lat 60 XX w. poziom ten był najwyższy. Rząd w celu przyciągnięcia inwestorów do takich gałęzi jak: chemiczny, tekstylny, maszynowy czy elektroniczny złączył restrykcje nałożone na inwestycje w całości zagraniczne. Nie przynosiły one jednak oczekiwanych korzystnych dla całej gospodarki efektów zewnętrznych w postaci asymilacji nowych technologii. Zaczęto więc odstępować od tej formuły i pod koniec lat 70. XX w. jedynie 13% z wszystkich inwestycji zagranicznych nie miało udziałów podmiotów koreańskich. W badaniach przeprowadzonych w II połowie lat 70. XX w. wśród 66 krajów Korea zanotowała najniższy udział inwestycji ze 100% kapitałem zagranicznych przed Izraelem i Japonią. W latach 1962–1985 wartość zaakceptowanych przez państwo inwestycji wyniosła około 2,6 mld USD. Ostatecznie zrealizowano projekty na kwotę 1,9 mld USD. przy tym praktycznie wyeliminowano dostęp inwestorów zagranicznych do gałęzi produkujących dobra konsumpcyjne na rynek wewnętrzny oraz do połowy lat 70. XX w. do sektora usług finansowych.

## SEKTOR BANKOWY I POLITYKA KREDYTOWA

Realizacja strategii rozwojowej z udziałem czelboli wymagała odpowiednich narzędzi, które sprawiałyby, że przedsiębiorstwa nie tylko zgadzały się na uczestnictwo w państwowych programach, ale również efektywnie je wypełniały. W sferze instytucjonalnej jedną z pierwszych decyzji, jakie podjęła junta wojskowa była nacjonalizacja sektora bankowego i całkowite podporządkowanie decyzji kredytowych realizacji polityki przemysłowej. Poprzez udzielanie i przedłużanie dostępu do ogromnych preferencyjnych kredytów państwo nagradzało podmioty szybko reagujące na zmiany i co najważniejsze odnoszące sukcesy w realizacji wyznaczonych często bardzo ryzykownych projektów. Państwo odebrało dostęp do kredytów tym, którzy uchylali się od współpracy lub okazywali się nieefektywni i kosztowni.

Nacjonalizacja sektora bankowego to działanie całkowicie sprzeczne z konsensusem waszyngtońskim. Oznacza ona pogwałcenie takich zasad jak liberalizacja rynków finansowych, ochrona praw własności oraz prywatyzacja podmiotów państwowych. Pozwoliła jednak na mobilizację kapitału i za pomocą systemu preferencyjnych kredytów nakierowanie go do realizacji strategicznych projektów oraz na kontrolę nad przedsiębiorstwami uczestniczącymi w realizacji planów rozwojowych. Koreańscy ekonomiści H.J. Chang [1999] i M. Woo [1991] tłumacząc znaczenie polityki kredytowej realizowanej przez państwowe banki



powołują się na teorię etapów rozwoju gospodarczego Alexandra Gerschenkrona [1962]. Autor ten stawia tezę, że im bardziej zacofany kraj, tym większą rolę w jego rozwoju odgrywają czynniki instytucjonalne związane z mobilizacją kapitału. Gerschenkron zauważył, że w przeciwieństwie do Wielkiej Brytanii, która rozwinęła się dzięki akumulacji prywatnego kapitału, zapóźnione rozwojowo Niemcy musiały substytuować brak tego czynnika rozwojowego prywatną bankowością. W przypadku jeszcze bardziej zacofanej Rosji to państwo musiało podjąć się zadania mobilizacji środków i tworzenia przemysłu. Koreańscy badacze wskazują, że z podobną sytuacją jak w Niemczech miało do czynienia w Japonii gdzie prywatne banki powiązane z przemysłowymi konglomeratami finansowały ich rozwój przez państwową agencję pilotażową MITI. Korea na początku lat 60 XX w. nie tylko nie dysponowała prywatnym kapitałem, ale i istniejący prywatny system bankowy nie był w stanie poddźwignąć industrializacji. W tej sytuacji instytucją substytuującą stała się państwowa bankowość. Państwo przejęło odpowiedzialność nad zapewnieniem niezbędnych środków i tworzeniem przemysłu.

Wielu ekspertów podkreśla [m.in.: Wade 1990a, Chang 1993, World Bank 1993], że sukces koreańskiego państwa rozwojowego bazował między innymi na tym, że władza „nie wahała się” wycofać swojego wsparcia, wtedy gdy działania przedsiębiorstw były niezadowolające. Kontrola poprzez kredyt była tym skuteczniejsza, że ze względu na bardzo korzystne warunki kredytowania wskaźnik ogólnego zadłużenia największych przedsiębiorstw dochodził, w omawianym okresie, do bardzo wysokiego poziomu 300–400%. Przedsiębiorstwa, którym nie udawało się realizować uzgodnionych celów produkcyjnych czy eksportowych nie otrzymywały dostępu do dalszych kredytów co powodowało ich bankructwo, a majątek upadłych podmiotów przejmowały czebole odnoszące sukcesy międzynarodowe.

Stosowana na zachodzie analiza ekonomiczna kredytobiorcy rzadko była podstawą udzielania pożyczek [Pirie 2007]. Przedsiębiorstwa działające w sektorach priorytetowych niemal automatycznie uzyskiwały kredyty, podczas gdy nawet najbardziej rentowne przedsiębiorstwa z innych branż nie miały na nie praktycznie żadnych szans i musiały posilkować się finansowaniem w szarej strefie. Różnice pomiędzy preferencyjnymi stopami procentowymi zarezerwowanymi dla wybranych przedsiębiorstw a powszechnie dostępnymi czarnorynkowymi wahały się w granicach od 20 do 30%. Już jednak niewielkie zmiany oprocentowania w wybranym sektorze odgrywały ogromną rolę dla ukierunkowania funduszy. Zmieniały rachunek ekonomiczny przedsiębiorstw i pozwalały na realizację ważnych inwestycji, które przy braku takich zabiegów nigdy by nie powstały. Preferencyjnemu oprocentowaniu kredytów skierowanych do uprzywilejowanych branż towarzyszyła wysoka inflacja oscylująca wokół 20%, co sprawiało, że realne stopy procentowe były często ujemne. Prowadziło to z jednej strony do bardzo szybkiego

rozwoju aparatu produkcyjnego, z drugiej zaś strony do wspomnianego powyżej bardzo silnego zadłużania się przedsiębiorstw.

W Korei około 80% finansowania inwestycji prywatnych pochodziło z pożyczek bankowych [Johnson 1987]. Kredyt jako źródło finansowania przedsiębiorstw był preferowany zarówno przez państwo, jak i przedsiębiorstwa. Finansowanie inwestycji poprzez rozwój rynków giełdowych odbierało państwu podstawowe narzędzia kontroli nad przedsiębiorstwami i było postrzegane w kategoriach spekulacji i dążenia do krótkookresowego zysku. Właściciele czekali ze swojej strony niechętnie sięgali do finansowania przez giełdę nie chcąc stracić kontroli właścicielskiej nad swoimi przedsiębiorstwami<sup>3</sup>.

Wdrożenie ambitnych planów rozwoju przemysłu wymagało okazałych nakładów finansowych. Państwo podejmowało liczne wysiłki w celu zwiększenia oszczędności krajowych. Do połowy lat 70. XX w. stopa oszczędności w Korei nie przekraczała jednak 20% PNB (tabela 2) Niski poziom dochodu narodowego i mniejsza niż w innych krajach rozwijających się stopa oszczędności powodowały, że oszczędności wewnętrzne nie wystarczały na finansowanie planowanych inwestycji.

**TABELA 2.** Inwestycje i oszczędności w relacji do PNB w latach 1962–1978

Lata	Nakłady brutto na środki trwałe	Oszczędności krajowe	Saldo rachunku obrotów bieżących
1962	13,9	11,6	-1,9
1966	20,0	17,6	-2,7
1970	25,6	18,8	-7,6
1974	25,3	20,6	-10,9
1978	30,8	29,4	-2,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Amsden [1989].

Niechęć do obcych inwestorów nie oznaczała odrzucenia zewnętrznego finansowania rozwoju kraju. Przeciwnie państwo intensywnie zabiegało o kredyty zagraniczne. Skutkiem tego średniorocznie marginalne wartości kapitału zagranicznego napływającego do Korei stanowiły bezpośrednie inwestycje zagraniczne. Dzięki kredytom zagranicznym czekali mogli nabywać obce technologie i dobra inwestycyjne pozwalające na rozwój aparatu produkcyjnego i konkurencyjną wytwórczość. Dostęp do cennych pożyczek zagranicznych zarezerwowany był przy tym tylko dla najważniejszych projektów. Większość pożyczek zagranicznych tra-

<sup>3</sup> W latach 70. XX w., pod wpływem niezadowolenia opinii publicznej z akumulacji bogactwa w rękach najbogatszych rodzin, część czekali została skłonią do debiutu na lokalnej giełdzie papierów wartościowych. Zabezpieczano się wówczas przed utratą kontroli nad przedsiębiorstwami poprzez zawią strukturę krzyżowych własności wewnątrz grup biznesowych.



fiało do wybranych dużych przedsiębiorstw produkcyjnych, które miały również ułatwiony dostęp do tanich pożyczek krajowych.

Do głównych kredytodawców Korei należały Japonia i Stany Zjednoczone. Pozyskanie odpowiednich środków na rozwój wymagało od władz koreańskich podejmowania odważnych i niepopularnych w społeczeństwie decyzji. Japońskie kredyty okupione były nawiązaniem stosunków dyplomatycznych z byłym zniechęconym kolonizatorem. W zamian za wznowienie stosunków dwustronnych Korea otrzymała od Japonii 800 mln USD w tym 300 mln USD stanowiły granty zwrotne w ciągu 10 lat, 200 mln USD pożyczki państwowe oraz 300 mln USD pożyczki prywatne [Kim 2004]. Ogromny zastrzyk finansowy przyniósł też udział koreańskich wojsk w wojnie w Wietnamie. W okresie zaangażowania Korei w ten konflikt zewnętrzne zadłużenie kraju wzrosło kilkukrotnie w relacji do PNB z 6,8 do 31,5%, co w wartościach absolutnych oznaczało ponad dwudziestokrotny wzrost kwot zaciągniętych pożyczek [Amsden 1989].

## WNIOSKI

Ekonomia neoklasyczna propaguje rozwiązania wolnorynkowe wykazując, że mechanizm rynek doprowadza do najbardziej efektywnej alokacji czynników produkcji. Sukces rozwojowy Korei Południowej pokazuje, że założenia ekonomii neoklasycznej w niektórych aspektach na tyle odbiegają od rzeczywistości, że wnioski wynikające z modeli na nich opartych są błędne.

Projekt państwa prorozwojowego jest znacznie bardziej wymagający niż podejście wolnorynkowe – nie zwalnia z odpowiedzialności za przyszłość gospodarki, wymaga wizji oraz profesjonalnego i oddanego swojej misji aparatu urzędniczego. Sukces zależy od ogromnego wysiłku związanego ze stworzeniem architektury instytucjonalnej wspierającej wzrost i aktywnego przeciwdziałania niepożądanym zachowaniom podmiotów gospodarczych wynikających z dążenia do indywidualnego zysku. Może być zatem realizowany jedynie przez silne państwo. Przykład Korei pokazuje, że nie liberalizacja i przyjmowanie ogólnych zasad jak chce ekonomia neoklasyczna, a skrupulatne, dyskrecyjne dostosowywanie rozwiązań w sferze polityki inwestycyjnej i kredytowej do potrzeb gospodarki jest kluczem do sukcesu.

## Spis literatury

- AMSDEN A.H. 1989: *Asia's next Giant, South Korea and Late Industrialization*, Oxford University Press, New York.
- CHANG H.J 1993: *The political economy of industrial policy in Korea*, *The Cambridge Journal of Economics*, 2, s. 131-158.



- CHANG H.J. 1999: *The Developmental State*, (red.) M. Woo-Cumings, Cornell University Press, Ithaca, New York.
- GERSCHEKRON A. 1962, *Economic backwardness in historical perspective, a book of essays*, Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, MA.
- JOHNSON C.A. 1987, *The Political Economy of the New Asian Industrialism*, (red.) F. Deyo, Cornell University Press, Ithaca, NY.
- KIM H.A. 2004: *Korea's development under Park Chung Hee, Rapid industrialization, 1961–1979*, RoutledgeCurzon, New York.
- MARDON R. 1990: *The state and the effective control of foreign capital: the case of South Korea*, *World Politics*, 1, s. 111–138.
- PIRIE I. 2008: *The Korean Developmental State From dirigisme to neo-liberalism*, Routledge, London.
- RODRIK D. 1996: *Understanding Economic Policy Reform*, *Journal of Economic Literature*, 1, s. 9–41.
- WADE R. 1990a: *Economic theory and the role of government in east Asian industrialization*, Princeton University Press, Princeton.
- WADE R. 1990b: *Achieving industrialization in East Asia*, (red.) H. Hughes, Cambridge University Press, New York.
- WOO-CUMINGS M. 1999: *The Developmental state*, (red.) M. Woo-Cumings, Cornell University Press, Ithaca, NY.
- WORLD BANK 1993: *The east Asian miracle, economic growth and public policy*, Oxford University Press, New York.

### THE FINANCING OF THE SOUTH KOREAN MIRACLE – VERSUS THE WASHINGTON CONSENSUS

**Abstract.** This paper addresses the topic of the methods used to finance accelerated economic growth in South Korea during Park Chung Hee's rule (1961–1979). The author describes government policy concerning foreign direct investment and banking credit and takes a position in the dispute between neoclassical and statist economists concerning the mechanisms of the Korean economic miracle. Discussing the issue of financing Korean industrial development, she refers to the economic policy prescriptions described in the Washington Consensus. The author argues that not only did Korea not comply with these prescriptions, but contradictory measures constituted the building blocks of its developmental state policy. The decision to base economic development on local companies facilitated the creation of a comprehensive and strong industrial structure which enabled high economic growth for the following decades. Credit policy implemented by state-owned banks was the main tool for coordinating private-sector investment decisions and ensuring high performance.

**Key words:** South Korean economy, credit policy, foreign direct investment, Washington consensus, development policy



