

# Pokusa nadużycia w działalności kredytowej banków a stabilność finansowa\*

## Moral Hazard in Banks' Credit Activity and Financial Stability

*Paweł Niedziółka\*\**

pierwsza wersja: 17 lipca 2008 r., ostateczna wersja: 21 listopada 2008 r., akceptacja: 17 grudnia 2008 r.

### Streszczenie

Celem artykułu jest analiza pokusy nadużycia w działalności kredytowej banków, zwłaszcza w procesie transferu ryzyka kredytowego. Zaproponowano również metody jej pomiaru oraz techniki zarządzania nią, a także zbadano związki pokusy nadużycia ze stabilnością finansową. Analiza cech pokusy nadużycia oraz jej przyczyn i potencjalnych skutków pozwala na przedstawienie rozwiązań, które mogą ograniczyć skalę pokusy nadużycia przy jednoczesnym zachowaniu mechanizmów stabilizujących rynek finansowy. Istnienie pokusy nadużycia jest wyrazem swego rodzaju paradoksu. Indywidualna i instytucjonalna dbałość o stabilność powoduje bowiem zmianę zachowań podmiotów objętych ochroną tak, że katalizują one wzrost ryzyka destabilizacji finansowej. W tym kontekście pokusa nadużycia jest jednocześnie przyczyną i skutkiem niestabilności finansowej. Dlatego konieczne jest znalezienie złotego środka między inicjatywami zmierzającymi do wzmocnienia stabilności finansowej a eskalacją zjawiska pokusy nadużycia.

**Słowa kluczowe:** pokusa nadużycia, transfer ryzyka kredytowego, ekonomia informacji

### Abstract

The purpose of this article is an analysis of moral hazard in banks' credit activity (especially connected with a process of credit risk transfer). The other aim concentrates on proposals of quantification and management of moral hazard. Apart from this the article focuses on identification of relation between moral hazard and financial stability. The analysis of features of moral hazard, its reasons and potential consequences allows drawing conclusions referring to solutions which reduce a scale of moral hazard simultaneously maintaining mechanisms of financial market stabilization. Existence of moral hazard is a kind of paradox stating that individual and institutional care of stability in fact changes behaviour of entities being subject to potential bailout so that they become a kind of an accelerator of an increase of financial instability risk. In this context moral hazard is at the same time reason and effect of financial instability. That is why it is needed to find a consensus between initiatives aiming at strengthening of financial stability and escalation of moral hazard.

**Keywords:** moral hazard, credit risk transfer, economics of information

**JEL:** G21, G28, G32

\* Artykuł jest rozwinięciem referatu pod tytułem „Pokusa nadużycia jako przyczyna i skutek niestabilności finansowej”, wygłoszonego podczas posiedzenia Rady Naukowej NBP 2.07.2008 r.

\*\* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Katedra Bankowości; e-mail: pniedz@sggw.edu.pl

## 1. Wprowadzenie

Celem artykułu jest analiza pokusy nadużycia w działalności kredytowej banków, zwłaszcza w procesie transferu ryzyka kredytowego. Zaproponowano ponadto metody jej pomiaru oraz techniki zarządzania nią, a także zbadano związki pokusy nadużycia ze stabilnością finansową z punktu widzenia jej wpływu na ryzyko destabilizacji finansowej. W niniejszym opracowaniu pokusa nadużycia rozumiana jest jako zachowanie obciążone nadmiernym ryzykiem podejmowana w nadziei, że jego konsekwencje nie zostaną poniesione ani przez decydentów, ani przez zarządzaną instytucję, gdyż ewentualne straty będą pokryte przez podmiot trzeci. Istota pokusy nadużycia wiąże się zatem ze zmianą zachowania danego podmiotu, gdy świadomy przewagi informacyjnej nad drugą stroną kontraktu podejmuje działania obciążone ryzykiem, które nie byłoby przez ten podmiot akceptowane w przypadku braku potencjalnej i (lub) faktycznej ochrony ze strony osoby trzeciej (Solarz 2008, s. 117). Pokusa nadużycia obecna jest również w innych obszarach systemu finansowego (sektor ubezpieczeniowy, system gwarantowania depozytów, działalność banku centralnego jako pożyczkodawcy ostatniej instancji). Wybór działalności kredytowej banków w niniejszym artykule wynika z intencji zwrócenia szczególnej uwagi na erozję kapitału regulacyjnego, obniżenie się standardów oceny zdolności kredytowej wskutek przeświadczenia o łatwości transferu ryzyka oraz na coraz większe uzależnienie banków od pozyskiwania środków na akcję kredytową na rynku międzybankowym. Zjawiska te należy zaliczyć do istotnych przyczyn kryzysu amerykańskiego, którym „zarażyły się” inne gospodarki.

Pierwsza część pracy obejmuje charakterystykę pokusy nadużycia oraz prezentację jej związków z teorią ekonomii informacji, a także propozycję kwantyfikacji pokusy nadużycia występującej w działalności kredytowej banków. Druga część została poświęcona związkom pokusy nadużycia ze stabilnością finansową. Obiektywną trudność w tej analizie stanowi definicja stabilności finansowej – w niniejszym opracowaniu wykorzystuje się podejście funkcjonalne, formułowane z perspektywy zakresu i efektywności funkcji realizowanych przez system finansowy. W świetle tej definicji system finansowy jest stabilny, gdy „...prawidłowo spełnia swoje podstawowe funkcje, to znaczy zapewnia:

- sprawny przepływ środków pomiędzy jego uczestnikami – od dysponujących nadwyżkami (oszczędzających) do pożyczających na inwestycję lub konsumpcję,
- prawidłową wycenę aktywów, co przejawia się brakiem gwałtownych zmian cen aktywów lub ich przewidywalnymi zmianami,
- bezpieczny i sprawny przebieg płatności” (Szczępańska, et al. 2004, s. 84).

## 2. Istota pokusy nadużycia

Pokusa nadużycia (*moral hazard*) to jeden z najważniejszych problemów współczesnej bankowości zarówno w wymiarze krajowym, jak i międzynarodowym. W sferze instytucjonalnej pokusa nadużycia występuje nie tylko w czasie budowy tzw. zrównoważonej sieci bezpieczeństwa finansowego, ale również w trakcie jej funkcjonowania (Ruding 2002, s. 15). Pokusa nadużycia ujawnia się, gdy priorytetami instytucji finansującej i finansowanej przestają być takie naturalne zachowania ekonomiczne, jak:

- awersja do ryzyka, powodująca dążenie do optymalizacji metod pomiaru, zasad akceptacji i sposobów zarządzania (postawa kredytodawcy),
- obawa przed zbyt wysokimi kosztami finansowania i możliwością obsługi długu w przypadku pogorszenia się standingu finansowego (postawa kredytobiorcy),
- odpowiedzialność za zaciągnięte zobowiązania i podjęte decyzje (postawa zarówno kredytodawcy, jak i kredytobiorcy)

Z punktu widzenia podmiotu finansowanego transferu ryzyka oznacza mniejszą skłonność do monitorowania sytuacji ekonomiczno-finansowej przez pierwotnego kredytodawcę (podmiot, który udzielił kredytu lub pożyczki, a następnie wytransferował ryzyko kredytowe). Opisane powyżej zachowanie pierwotnego kredytodawcy teoria racjonowania kredytów określa mianem „negatywnych bodźców” (Matthews, Thompson, 2008, s. 119–120). W tym przypadku dotyczy to jednak nie kredytobiorcy, ale kredytodawcy, który zmienia swoje dotychczas racjonalne działanie pod wpływem uzyskania ochrony wierzytelności, co *de facto* oddziałuje na ryzyko w systemie finansowym. Wzrost mobilności ryzyka kredytowego powoduje również eliminację efektu uwierzytelnienia. Efekt uwierzytelnienia (*certification effect*), zazwyczaj obniżający łączny koszt finansowania, polega na poddaniu się przez kredytobiorcę procedurze wnikliwego badania przez bank, który następnie finansuje go, lecz nie jest to dla kredytobiorcy główne (pod względem wartości) źródło finansowania zewnętrznego. Ewentualna pozytywna ocena sytuacji ekonomiczno-finansowej kredytobiorcy i (lub) przedsięwzięcia, które zamierza on zrealizować, obniża koszt finansowania zewnętrznego i jednocześnie buduje wiarygodność danego podmiotu. Efekt cenowy oraz kapitał wiarygodności są następnie wykorzystywane w procesie pozyskiwania finansowania na rynkach kapitałowych, które stanowią podstawowe źródło finansowania planowanych projektów.

Powierzchnowa ocena ryzyka kredytowego, wynikająca z możliwości jego szybkiego transferu, może okazać się szkodliwa, ponieważ grozi utratą wzajemnego zaufania między instytucjami finansowymi. Z punktu widzenia kredytobiorcy można mówić o zjawisku nazywanym „ryzykiem nadużycia substytucji aktywów”

(*asset-substitution moral hazard*), co oznacza możliwość zainwestowania pożyczonych środków w bardziej ryzykowne przedsięwzięcia, niż wynika to z oczekiwań kredytodawcy i jego wiedzy na temat projektu (BIS 2003, s. 41).

Ważnym aspektem pokusy nadużycia jest ograniczona możliwość weryfikowania przez kredytodawcę cech kredytobiorcy (np. jego zdolności płatniczej, systemu zarządzania ryzykiem). Powoduje to błędy w estymacji i wycenie ryzyka (Gruszczyński 2002, s. 101). Pokusa nadużycia obniża przejrzystość rynku. Prowadzi do działań o charakterze arbitralnym i subiektywnym i zwiększa poziom niepewności. Pokusa nadużycia częściowo lub całkowicie chroni inwestorów przed konsekwencjami ich błędów, podważając zaufanie do zasady odpowiedzialności. Pokusa nadużycia w większym stopniu dotyka sektora prywatnego niż publicznego. Wynika to z faktu, że w przypadku podmiotów sektora publicznego mechanizmy pokusy nadużycia są lepiej rozpoznane i dość przewidywalne. Pokusa nadużycia w sektorze publicznym wiąże się z takimi zjawiskami jak: korupcja, nieodpowiedzialna polityka gospodarcza, niezgodne z założeniami wydatkowanie środków publicznych i (lub) pomocowych (*bailout policy*) oraz upolitycznienie decyzji gospodarczych. Decydenci, kierujący się interesem politycznym i (lub) prywatnym, świadomie dokonują nieoptymalnych wyborów, oczekując pomocy ze strony instytucji międzynarodowych. Pokusa nadużycia w przypadku podmiotów prywatnych sukcesywnie narasta wskutek eskalacji procesów konsolidacyjnych, zmniejszania przejrzystości dokonywanych operacji, powstawanie holdingów finansowych oraz rozwoju rynku transferu ryzyka, szczególnie rynkowego i kredytowego (Vaknin 2006)<sup>1</sup>.

Immanentnymi cechami pokusy nadużycia są (Zaleska 2007, s. 72):

- dążenie do maksymalizacji własnych korzyści kosztem interesu drugiej strony transakcji,
- podejmowanie nadmiernego (ponadprzeciętnego) ryzyka, wykraczającego poza profil ryzyka charakterystyczny dla danego typu instytucji i (lub) przedsięwzięcia,
- świadomość małego prawdopodobieństwa upadłości zarządzanej instytucji ze względu na spodziewaną pomoc ze strony podmiotu trzeciego lub przejęcie przez ten podmiot ryzyka związanego z portfelem aktywów.

### 3. Pokusa nadużycia jako komponent teorii ekonomii informacji

Pokusa nadużycia jest jednym z głównych pojęć ekonomii informacji, ukierunkowanej na badanie przyczyn

i skutków asymetrii informacyjnej. Teoria asymetrii informacyjnej koncentruje się wokół zagadnienia relacji między własnością a systemem decyzyjnym, którego konsekwencją jest tzw. problem agencji. Teoria agencji opiera się na tezie, że zarządzanie instytucją finansową jest wypadkową sił i oczekiwań różnych grup interesariuszy wewnętrznych i zewnętrznych (Iwanicz-Drozdowska 2005, s. 21).

Asymetria informacyjna nie może być identyfikowana z pokusą nadużycia, gdyż zarówno negatywną selekcję, jak i pokusę nadużycia uznaje się za przejawy asymetrii informacyjnej, będącej główną przyczyną niedoskonałości rynku. Asymetria informacyjna traktowana jest jako proces trójfazowy (Freixas, Rochet 2007, s. 37):

- *ex ante* (negatywna selekcja),
- w trakcie procesu transakcyjnego (pokusa nadużycia),
- *ex post* (koszty audytu).

Selekcja negatywna oznacza sytuację, w której podmioty lepiej poinformowane, ale odznaczające się mniejszą wiarygodnością, wypierają z rynku innych uczestników, uniemożliwiając zawarcie optymalnych transakcji (Saczuk 2003, s. 27). Przejawem negatywnej selekcji jest wzmożona aktywność podmiotów o niskiej wiarygodności kredytowej, które sprawiają wrażenie solidnych kredytobiorców. Wzrost oprocentowania silniej oddziałuje na wiarygodne przedsiębiorstwa, które pod wpływem tego impulsu częściej rezygnują z finansowania niż podmioty o wątpliwej zdolności do obsługi długu (Polański 1997, s. 22). Monopol informacyjny, determinowany przez tzw. *relationship banking* (długoterminowe relacje biznesowe między bankami a ich klientami korporacyjnymi, oparte na zasadzie wzajemnych preferencji), osłabia konkurencję z powodu ryzyka wystąpienia negatywnej selekcji (Zalega 2004, s. 98). Z drugiej strony negatywna selekcja wiąże się z mechanicznym (automatycznym) weryfikowaniem transakcji (klientów), które prowadzi do odrzucenia pewnej części populacji, niespełniającej zadanych kryteriów. Źródłem negatywnej selekcji są wysokie realne stopy procentowe, co sprawia, że o kredyt ubiegają się głównie podmioty chcące realizować wysoce ryzykowne przedsięwzięcia. Banki, obawiając się tego efektu, zachowują się zbyt ostrożnie i odrzucają również akceptowalne projekty (podejście konserwatywne) lub decydują się na transakcje subiektywnie ocenione jako najmniej ryzykowne, jednak obiektywnie obciążone wysokim ryzykiem (Mishkin 1994, s. 9; Żywiecka 2002, s. 35). Skutkiem podejścia liberalnego może być wzrost liczby klientów chcących poprawić swą sytuację ekonomiczno-finansową dzięki bardziej dochodowym, ale również bardziej ryzykownym transakcjom. Klienci ci określane są w literaturze anglosaskiej jako *gambling for redemption* (Gruszczyński 2002, s. 102).

Negatywna selekcja jest centralnym pojęciem teorii Stiglitz-Weissa (Stiglitz, Weiss 1981, s. 393–410).

<sup>1</sup> W niniejszym opracowaniu ryzyko rynkowe rozumiane jest jako ryzyko poniesienia strat z tytułu oddziaływania zmian cen rynkowych na pozycje bilansowe i (lub) pozabilansowe (BIS 2005, s. 1).

Model Stiglitz-Weissa wiąże zjawisko negatywnej selekcji z krzywą podaży kredytów wygiętą w dół. Podstawowym założeniem tej teorii jest znajomość własnego parametru ryzyka wyłącznie przez kredytobiorcę. Kredytodawca zna jedynie rozkład parametrów ryzyka odnoszący się do danej populacji kredytobiorców. Wszyscy kredytobiorcy wnoszą takie same zabezpieczenia, co oznacza, że nie mogą być one wykorzystane jako narzędzie selekcji (dyskryminowania) dłużników. W rezultacie kredytodawca narażony jest na ryzyko podjęcia niewłaściwej decyzji kredytowej. Uproszczona i obciążona błędami weryfikacja prowadzi niekiedy do przeszacowywania ponoszonego ryzyka. Przeszacowanie ryzyka rynkowego jest konsekwencją negatywnej selekcji metod jego pomiaru (Ewerhart 2002, s. 1). W tym przypadku występuje analogia do opisanego powyżej podejścia konserwatywnego – brak pełnej informacji na temat ponoszonego ryzyka (asymetria informacyjna) skłania do nieoptymalnego wyboru metod kwantyfikacji ryzyka. Przeszacowanie ryzyka rzutuje na cały sektor bankowy, którego uczestnicy muszą stosować się do bardziej konserwatywnych regulacji, co z kolei obniża efektywność funkcjonowania. Dlatego Ch. Ewerhart, reprezentujący Bank Rozrachunków Międzynarodowych proponuje wprowadzenie tzw. *2-side Back Testing*, który będzie przewidywał „kary” w postaci dodatkowego wymogu kapitałowego dla instytucji nieprecyzyjnie mierzących ponoszone ryzyko i zawiązujących je w stosunku do rzeczywistości (Ewerhart 2002, s. 27).

Skutkiem negatywnej selekcji jest zwiększenia ryzyka powstania pokusy nadużycia. Dopiero uświadomienie sobie przez bank dokonania negatywnej selekcji oraz materializacja pokusy nadużycia uruchamiają mechanizmy kontroli i ograniczania ryzyka, co jednak wiąże się z podwyższonymi kosztami (koszty audytu).

#### 4. Pokusa nadużycia w działalności kredytowej banku

Problem pokusy nadużycia w relacjach między kredytodawcą a kredytobiorcą można powiązać z teorią agencji, która opiera się na tezie, że zarządzanie instytucją finansową jest wypadkową sił i oczekiwań (konfliktów interesu) różnych grup interesariuszy (Iwanicz-Drozdowska 2005, s. 21). Problem agencji w szczególności sposób ujawnia się w przypadku asymetrii informacyjnej, gdy koszty własne agentów współpracujących z pryncypałem nie są znane temu drugiemu, wskutek czego nie może on dokonać podziału na lepszych i gorszych agentów (Staniek 2008, s. 70–73). Kredytobiorcy, znając sposób oceny ryzyka przez bank, starają się tak przeprowadzić transakcję, aby odpowiadała preferencjom instytucji finansującej. Faktyczne ryzyko finansowanego przedsięwzięcia może być jednak wyższe niż w ocenie banku, gdyż nie wszystkie istotne informacje zo-

staną ujawnione. Pokusa nadużycia, charakteryzująca w tym przypadku kredytobiorcę, wiąże się z przeświadczeniem, że bank nie wstrzyma finansowania, nawet jeśli uzna, że ryzyko jest wyższe niż szacowane. Wynika to z tego, że od momentu udzielenia finansowania bank ponosi ryzyko projektu wspólnie z dłużnikiem (zawieszenie wypłat może spotęgować ryzyko). Założenie, że bank będzie kontynuować finansowanie, powoduje również podpisanie przez dłużnika umowy kredytowej, której niektórych warunków kredytobiorca nie będzie w stanie wypełnić w przyszłości (o czym wie już w dniu podpisania kontraktu). Pokusa nadużycia wiąże się również z oczekiwaniem kredytobiorcy na pomoc banku w ewentualnej restrukturyzacji zadłużenia lub nawet restrukturyzacji przedsiębiorstwa. Wszystkie powyższe przesłanki powstania i eskalacji pokusy nadużycia w relacjach między kredytobiorcą a kredytodawcą wynikają z przyjętego przez kredytobiorcę założenia, że windykacja jest procesem długotrwałym i rzadko kiedy efektywnym, wskutek czego bank wykazuje większą skłonność do restrukturyzacji długu niż do jego windykacji. Pokusa nadużycia występuje również po stronie kredytodawcy, który nierównomiernie rozkłada akcenty między oceną zdolności kredytowej i zabezpieczenia. Powyższej tezy dowodzi przebieg kryzysu *subprime*, którego jedną z przyczyn była liberalizacja polityki kredytowej, wynikająca z założenia, że źródłem środków na spłatę wierzytelności będzie ewentualnie sprzedaż nieruchomości, których ceny systematycznie rosły. Innym przejawem pokusy nadużycia po stronie kredytodawcy jest nadmierne zaufanie, że klauzule umów kredytowych wystarczająco pełnią funkcję zabezpieczenia oraz sygnałów wczesnego ostrzegania. Niekiedy monitorowanie wypełniania warunków umowy kredytowej przez kredytobiorcę zastępuje monitoring sytuacji ekonomiczno-finansowej dłużnika oraz jego otoczenia biznesowego, co może stać się przyczyną pogorszenia jakości portfela kredytowego. Innym przejawem pokusy nadużycia jest realizacja koncepcji, polegającej na warunkowaniu pozytywnych decyzji kredytowych adekwatną ceną, co *de facto* oznacza ograniczenie udziału negatywnych decyzji kredytowych. Pomocne w tym zakresie jest uwzględnienie wniosków płynących z teorii racjonowania kredytów, autorstwa Stiglitz i Weissa, zgodnie z którą celem banku powinno być znalezienie optymalnego poziomu akceptowanego ryzyka zapewniającego maksymalizację dochodu.

Analiza pokusy nadużycia na rynku kredytowym wymaga zdefiniowania pierwotnego i wtórnego rynku ryzyka kredytowego. Rynek pierwotny ryzyka kredytowego to zespół mechanizmów, instytucji, regulacji oraz transakcji finansowych obciążonych ryzykiem kredytowym, które prowadzą do zmiany struktury bilansu i (lub) zaangażowania pozabilansowego dłużnika. Transakcja obciążona ryzykiem kredytowym na rynku wtórnym nie wpływa na strukturę bilansu i (lub) zaangażo-

wanie pozabilansowe dłużnika. Istotą rynku wtórnego ryzyka kredytowego jest zatem transfer całości lub części ryzyka kredytowego przez pierwotnego kredytodawcę (Niedziółka 2004, s. 43–48). Wśród transakcji rynku wtórnego ryzyka kredytowego można wyróżnić:

- kredytowy instrument pochodny,
- sekurytyzację,
- syndykację.

Świadomość płynności wtórnego rynku ryzyka kredytowego prowadzi do nieadekwatnego monitorowania sytuacji ekonomiczno-finansowej emitentów długu przez tzw. pierwotnego kredytodawcę, czyli ten bank, z którym dłużnik (kredytobiorca) podpisał umowę. Z chwilą transferu ryzyka kredytowego lub nawet w sytuacji dużej pewności co do jego skutecznego transferu w przyszłości zanikają bodźce do monitorowania bieżącej kondycji ekonomiczno-finansowej dłużnika, zgodności wyników z projekcjami oraz wartości zabezpieczeń. Szczególnie ważna jest negatywna korelacja między bodźcami do monitorowania w formie bezpośredniej lub tzw. delegowanej, czyli za pośrednictwem agencji ratingowej i (lub) wyspecjalizowanych doradców (Diamond 1984)<sup>2</sup> a płynnością instrumentu transferu ryzyka kredytowego. Instrumenty transferu ryzyka kredytowego o wysokiej płynności (np. papiery dłużne emitowane w transakcjach sekurytyzacyjnych oraz CDS) traktowane są identycznie jak instrumenty, których wartość zależy od kształtowania się czynników ryzyka rynkowego (stóp procentowych, kursów walutowych oraz cen papierów wartościowych). Oznacza to „urynkowienie” ryzyka kredytowego, a co za tym idzie zastosowanie zasad oceny ryzyka rynkowego w odniesieniu do instrumentów, których wartość zależy *stricte* od sytuacji ekonomiczno-finansowej dłużnika (w tym jego zdolności płatniczej), a nie np. od relacji popytu na dany instrument i jego podaży (te mogą bowiem zależeć od innych czynników, takich jak płynność sektora bankowego, wprowadzenie nowych regulacji kapitałowych, przyjęta forma rozliczenia kredytowych instrumentów pochodnych, wnioski z analizy technicznej). Świadomość płynności wtórnego rynku ryzyka kredytowego (tj. możliwości sprzedaży długu i uzyskania planowanej marży) wpływa negatywnie na jakość monitoringu<sup>3</sup>. Brak mechanizmów transferu ryzyka kredytowego prawdopodobnie determinowałby zatem inne decyzje inwestycyjne. Kryzys na rynku kredytów subprime, systematycznie przekształcający się w kryzys globalny, doprowadził m.in. do utraty zaufania

<sup>2</sup> Monitoring delegowany opiera się na trzech fundamentalnych założeniach:  
– efekcie skali w monitorowaniu (instytucja kredytowa monitoruje najczęściej więcej niż jeden projekt, co pozwala na proporcjonalne rozłożenie kosztów stałych monitoringu),  
– niskich zasobach inwestorów, co oznacza możliwość monitorowania przy wykorzystaniu zasobów wielu inwestorów,  
– niskich kosztach delegacji monitoringu

<sup>3</sup> W przypadku niedostatecznego monitoringu pojawić może się tzw. efekt bodźcowy (*incentive effect*), polegający na tym, że kredytobiorcy, którzy już otrzymali finansowanie, będą dążyć do zmiany profilu realizowanego przedsięwzięcia na bardziej ryzykowne i potencjalnie dochodowe (Gruszczyński 2002, s. 102).

do instrumentów finansowych transferujących ryzyko kredytowe. Dodatkowo znacznie utrudnił transformację terminów (oznacza to m.in. trudność z rolowaniem papierów dłużnych emitowanych w transakcjach sekurytyzacyjnych finansujących długoterminowe kredyty hipoteczne) i przyczynił się do kryzysu płynności. Błędne okazało się zatem założenie, leżące u podstaw zachowań odznaczających się pokusą nadużycia, dotyczące łatwości „uplasowania” ryzyka kredytowego na płynnych rynkach finansowych. Miało to negatywne konsekwencje o zasięgu globalnym.

Ograniczenie pozytywnych skutków efektu uwierzytelnienia wskutek rozwoju rynku kredytowych instrumentów pochodnych potwierdzają wyniki badań A.D. Morrisona. Zauważył on, że zanim pojawił się terminowy rynek transferu ryzyka kredytowego, kredytobiorcy korzystali z kredytów bankowych, aby dzięki efektowi uwierzytelnienia uzyskać tanie finansowanie na rynku kapitałowym (emisja obligacji) i w ten sposób sfinansować najbardziej efektywne projekty (tzw. *first best projects*). Obecnie skutek oddzielenia finansowania od ponoszenia ryzyka sam fakt finansowania nie wywołuje efektu uwierzytelnienia. Powoduje to, że kredytobiorcy przestają korzystać z finansowania bankowego i emitują papiery dłużne o niższej jakości kredytowej, służące do finansowania mniej efektywnych projektów (tzw. *second best projects*). Antidotum na to zjawisko mogłoby stać się wprowadzenie wymogów informacyjnych co do instrumentów transferu ryzyka kredytowego. Jednocześnie należy zauważyć, że opisany powyżej mechanizm sprzyja odpośredniczeniu (dążeniu do pozyskiwania finansowania na rynku kapitałowym). Morrison sceptycznie podchodzi natomiast do zastąpienia monitoringu kredytowego oceną ratingową, co argumentuje następująco (Morrison 2003, s. 1–2 oraz 16):

- gwarancja poufności sprawia, że kredytobiorcy są skłonni ujawniać bardziej szczegółowe dane bankowi niż agencji ratingowej,
- banki są lepiej przygotowane niż rozproszeni obligatariusze do renegegowania warunków finansowania, tak aby odpowiadały rzeczywistej sytuacji ekonomiczno-finansowej dłużnika.

Instrumenty transferu ryzyka kredytowego mogą w następujący sposób wpływać na pokusę nadużycia (Jackowicz 2001, s. 40):

- Źródłem pokusy nadużycia mogą być ryzykowne decyzje inwestycyjne kierownictwa banku zabezpieczone prywatnie nabywanymi kredytowymi instrumentami pochodnymi (zakup zabezpieczenia). Jeśli ryzykowne decyzje przyniosą duże zyski, wysokie będą premie kierownictwa. W przeciwnym razie bank poniesie stratę, co znajdzie odzwierciedlenie w kwotowaniu kredytowych instrumentów pochodnych i rekompensacie dla nabywców zabezpieczenia (w tym dla zarządzających). Kredytowe instrumenty pochodne mogą być zatem bodźcem do podejmowania ryzykownych

decyzji, które nie mają negatywnych skutków finansowych dla osób je podejmujących.

- Przeniesienie ryzyka kredytowego w formie kredytowych instrumentów pochodnych na podmioty trzecie osłabia bodźce do monitorowania sytuacji ekonomiczno-finansowej dłużnika referencyjnego<sup>4</sup>. Tezy tej nie potwierdzają w pełni wyniki badań S. Arpinga przeprowadzonych w 2002 r. Autor rozróżnił dwa typy działań banku, który korzysta z ochrony w formie kredytowych instrumentów pochodnych: monitoring i interwencję. Monitoring jest identyfikowany z pozyskiwaniem informacji na temat decyzji zarządu oraz czynników zewnętrznych determinujących sytuację dłużnika. Interwencja wiąże się z wpływem na decyzje zarządu. Badanie Arpinga dowodzi, że krótkoterminowa ochrona ekspozycji kredytowych wzmacnia bodźce do monitoringu zabezpieczonej transakcji oraz do interwencji w krótkim okresie. Wynika to z realności wykorzystania przez bank możliwości wypowiedzenia finansowania, determinującego niewypłacalność dłużnika, co z kolei przyniosłoby bankowi rekompensatę z tytułu zabezpieczenia kredytowego. Wyżej opisane zagrożenie motywuje kredytobiorcę do poprawy efektywności, co obniża prawdopodobieństwo niewypłacalności. Zmiany w przedsiębiorstwie dłużnika są z kolei przesłanką do bardziej wnikliwego monitoringu ze strony banku, który stoi w obliczu ewentualnego wypowiedzenia finansowania. W przypadku długoterminowej ochrony spada motywacja do interwencji, co wynika z większej niepewności co do skutku ewentualnego wypowiedzenia finansowania (Arping 2002, s. 2–5).

- Kredytodawcy korzystający z ochrony w postaci kredytowych instrumentów pochodnych dość chętnie godzą się na wydłużenie okresu finansowania, licząc na rekompensatę z tytułu kredytowych instrumentów pochodnych.

- Inwestując w kredytowe instrumenty pochodne oraz uzyskując zabezpieczenie w tej formie, banki korzystają z modeli wyceny ryzyka kredytowego i modeli wyceny kredytowych instrumentów pochodnych zamiast indywidualnej oceny ryzyka kredytowego. Zbyt duże zaufanie do modeli wyceny instrumentów finansowych ujawniło się podczas kryzysu *subprime*. Podważył on wiarygodność ocen ratingowych, ekonometryczne sposoby szacowania prawdopodobieństwa niewypłacalności i stóp odzysku oraz dowiódł, że takie czynniki, jak ryzyko zarażenia oraz gwałtowne wahania płynności nie zostały dostatecznie uwzględnione w modelach.

- Transfer ryzyka kredytowego za pomocą technik sekurytyzacyjnych miał służyć realizacji dodatkowych dochodów z tytułu przyspieszenia rotacji aktywów w portfelu (poprzez sprzedaż wierzytelności

do spółki celowej). Wiąże się on jednak z ryzykiem płynności, wynikającym z finansowania aktywów długoterminowych krótkoterminowymi, rolowanymi emisjami spółki celowej. W tym przypadku należy mówić o pokusie nadużycia, przejawiającej się nadzieją na wykorzystanie transzowania do efektywnego „przepakowania” portfela ekspozycji kredytowych o podwyższonym ryzyku (najczęściej hipotecznych) w instrumenty dłużne emitowane przez spółkę celową i nabywane przez inne instytucje finansowe (najczęściej z zachowaniem tranzytu kapitałowej w bilansie inicjatora).

Negatywna ocena instrumentów transferu ryzyka kredytowego w kontekście kreowania pokusy nadużycia została przedstawiona w pracy S. Vaknina. Uważa on, że zastosowanie instrumentów transferu ryzyka kredytowego niszczy dyscyplinę rynkową i podkopuje takie fundamenty kapitalizmu, jak: traktowanie cen jako sygnałów ewentualnych zagrożeń, tradycyjne sposoby transmisji impulsów rynkowych oraz relację zysk – ryzyko. Kredytowe instrumenty pochodne, zwłaszcza w formie syntetycznej, kreują sztuczną rzeczywistość, niezwiązaną z ryzykiem działalności gospodarczej w sferze realnej (Vaknin 2006).

Problem pokusy nadużycia w odniesieniu do kredytowych instrumentów pochodnych wiąże się z możliwością podjęcia działań przez banki kredytujące, a jednocześnie transferujące ryzyko kredytowe w celu rozliczenia kredytowej transakcji pochodnej, aby uzyskać rekompensatę z tytułu nabycia zabezpieczenia. Wyżej opisane zjawisko ma znamiona pokusy nadużycia – antidotum na nie może być pozostawienie części ryzyka w portfelu nabywcy zabezpieczenia lub wyłączenie restrukturyzacji z katalogu zdarzeń kredytowych. Innymi czynnikami ograniczającymi ryzyko powstania pokusy nadużycia są dążenie do niepogorszenia relacji z dłużnikiem referencyjnym (co jednak nie ma zastosowania, jeśli dłużnik bankrutuje) oraz ryzyko reputacyjne (Polack 2003, s. 45–47).

Pokusa nadużycia, związana z liberalizacją polityki kredytowej wynikającą ze świadomości szybkiego transferu ryzyka kredytowego z wykorzystaniem sekurytyzacji oraz kredytowych instrumentów pochodnych, stała się jedną z przyczyn kryzysu *subprime* na rynku amerykańskim. W sytuacji niskich stóp procentowych, hossy na rynku nieruchomości i optymizmu co do przyszłych warunków gospodarowania instytucje finansowe udzielały długoterminowych kredytów, których zwrot *de facto* zależał wyłącznie od wartości zabezpieczenia (kredyty udzielane były nawet osobom określanym jako NINJA – *No Income, No Job, No Assets*). Warunkiem eskalacji akcji kredytowej, utrzymania płynności oraz zachowania wskaźników adekwatności na wymaganym poziomie była natomiast sprzedaż wierzytelności w drodze sekurytyzacji, jednak z zatrzymaniem w portfelu tranzytu kapitałowej odznaczającej się największym ryzykiem kredytowym. Spadek popytu na rynku nieruchomości

<sup>4</sup> W niektórych opracowaniach twierdzi się nawet, że bank, uzyskując ochronę w postaci kredytowego instrumentu pochodnego, podejmuje działania w kierunku pogorszenia sytuacji ekonomiczno-finansowej dłużnika referencyjnego, tak aby stał się niewypłacalny. Wówczas bank maksymalizuje kwotę wypłaty z tytułu zabezpieczenia (Scott-Quinn 1998, s. 46; Arping 2002, s. 2).

Tabela 1. *Pokusa nadużycia w działalności kredytowej banków – propozycja metod pomiaru*

Relacja	Miernik	Opis
Kredytodawca – kredytobiorca	$\frac{D_D - H}{R_P}$	Jeśli faktyczny dochód dyspozycyjny, który może być przeznaczony na obsługę długu ( $D_D$ ), skorygowany o ryzyko stopy procentowej, kursu walutowego oraz zmienności dochodu dyspozycyjnego ( $H$ ) jest niższy od raty płatności kredytu ( $R_P$ ), to faktycznym źródłem spłaty jest zabezpieczenie, co w kontekście doświadczeń kryzysu <i>subprime</i> oznacza pokusę nadużycia.
	$\frac{Z_F}{Z_B}$	Jeśli oczekiwana przez inwestora (dłużnika) zmienność stopy zwrotu z przedsięwzięcia finansowanego kredytem ( $Z_F$ ) jest niższa od zmienności wynikającej z biznesplanu ( $Z_B$ ), kredytobiorca naraża kredytodawcę na ryzyko większe niż szacowane przez kredytodawcę, co świadczy o pokusie nadużycia.
Sprzedawca zabezpieczenia przed ryzykiem kredytowym – nabywca zabezpieczenia	$\frac{PD}{SPREAD}$	Wskaźnik, którego wartość jest mniejsza od jedności (prawdopodobieństwo niewypłacalności jest mniejsze od marży na rynku kredytowych instrumentów pochodnych), wskazuje na pokusę nadużycia (przeświadczenie o łatwości transferu ryzyka kredytowego w krótkim czasie).

Źródło: opracowanie własne.

wpłynął na pogorszenie się koniunktury gospodarczej i ograniczenie możliwości regulowania zobowiązań wobec banków, przyczyniając się do strat, pokrywanych przez transze kapitałowe. Pokusa nadużycia charakteryzująca kryzys na rynku amerykańskim dotyczy jednak nie tylko kredytodawców, którzy udzielali ryzykownych kredytów, często pozbawieni właściwego nadzoru korporacyjnego, w nadziei na efektywny i nieodwracalny transfer ryzyka kredytowego oraz prawdopodobnie również pomoc banku centralnego i (lub) rządu. Pokusą nadużycia cechowali się również kredytobiorcy, którzy świadomi swoich dochodów do dyspozycji oraz ich stabilności zaciągali zobowiązania wielokrotnie przekraczające ich możliwości płatnicze. W tym jednak przypadku instytucja kredytowa jako podmiot zaufania publicznego, dysponująca profesjonalną wiedzą powinna przestrzec klienta przed podejmowaniem nadmiernego ryzyka, a nie zachęcać go do tego. Podobne zastrzeżenia można mieć do działań organów nadzorczych, które niedostatecznie wpływały na charakter polityki kredytowej, rządu zamierzającego w krótkim czasie urzeczywistnić ideę społeczeństwa właścicieli oraz banku centralnego, zgodnie z doktryną Greenspana–Bernanke uznającego, że nie jest jego rolą angażowanie się w likwidację bąbli spekulacyjnych, o ile nie mają one wpływu na stabilność cen (Bernanke, Gertler 2000).

Kolejnym etapem (po identyfikacji zjawiska) w procesie zarządzania ryzykiem pokusy nadużycia jest jej kwantyfikacja. W tabeli 1 zaprezentowano mierniki pokusy nadużycia w działalności kredytowej banku.

Kierując się perspektywą mikroekonomiczną można określić mechanizmy redukcji pokusy nadużycia w relacjach między kredytodawcą a kredytobiorcą. Czynniki powstrzymujące kredytobiorcę przed realizacją przedsięwzięć o wyższym ryzyku niż uświadomione przez bank finansujący są: żądanie przez bank

adekwatnego udziału własnego, ścisły monitoring działań klienta (zarówno finansowy, jak i techniczny) oraz precyzyjne sformułowanie w umowie kredytowej odpowiedzialności kredytobiorcy za nieujawnianie istotnych informacji. Z kolei ograniczenie pokusy nadużycia po stronie kredytodawcy, związanej z zachwianiem relacji między oceną zdolności kredytowej i wartości zabezpieczenia, należy do nadzoru bankowego (określenie standardów oceny zdolności kredytowej), a jednocześnie jest domeną dyscypliny rynkowej (nacisk na prowadzenie stabilnej i bezpiecznej polityki kredytowej).

Ograniczenie pokusy nadużycia związanej z funkcjonowaniem rynków instrumentów transferu ryzyka kredytowego może być wynikiem działań o dwojakim charakterze:

- oddolnym – intensyfikacja stosowania narzędzi dyscypliny rynkowej wobec banków wykorzystujących pozycję jednoczesnego kredytodawcy i nabywcy zabezpieczenia, pozostawienie części finansowania w portfelu nabywcy zabezpieczenia kredytowego, a także wzrost znaczenia ryzyka reputacyjnego,
- odgórnym (regulacyjnym) – wprowadzenie rozwiązań ograniczających możliwość arbitrażu regulacyjnego oraz uwzględnienia w rachunku adekwatności kapitałowej zabezpieczenia ze strony podmiotów szczególnie narażonych na ryzyko systemowe.

## 5. Oddziaływanie pokusy nadużycia na stabilność finansową

Pokusa nadużycia oddziałuje nie tylko na pojedyncze podmioty, ale również na system finansowy. Wynika to z jednej strony z potencjalnego pogorszenia się sytuacji ekonomiczno-finansowej podmiotów o znaczeniu systemowym (ang. *Large and Complex Financial Institutions*,

LCFI), a z drugiej strony z możliwości „zarażania się” instytucji finansowych problemami z płynnością i niewypłacalnością. Pokusa nadużycia występuje w dwóch wymiarach, związanych z zarządzaniem ryzykiem kredytowym:

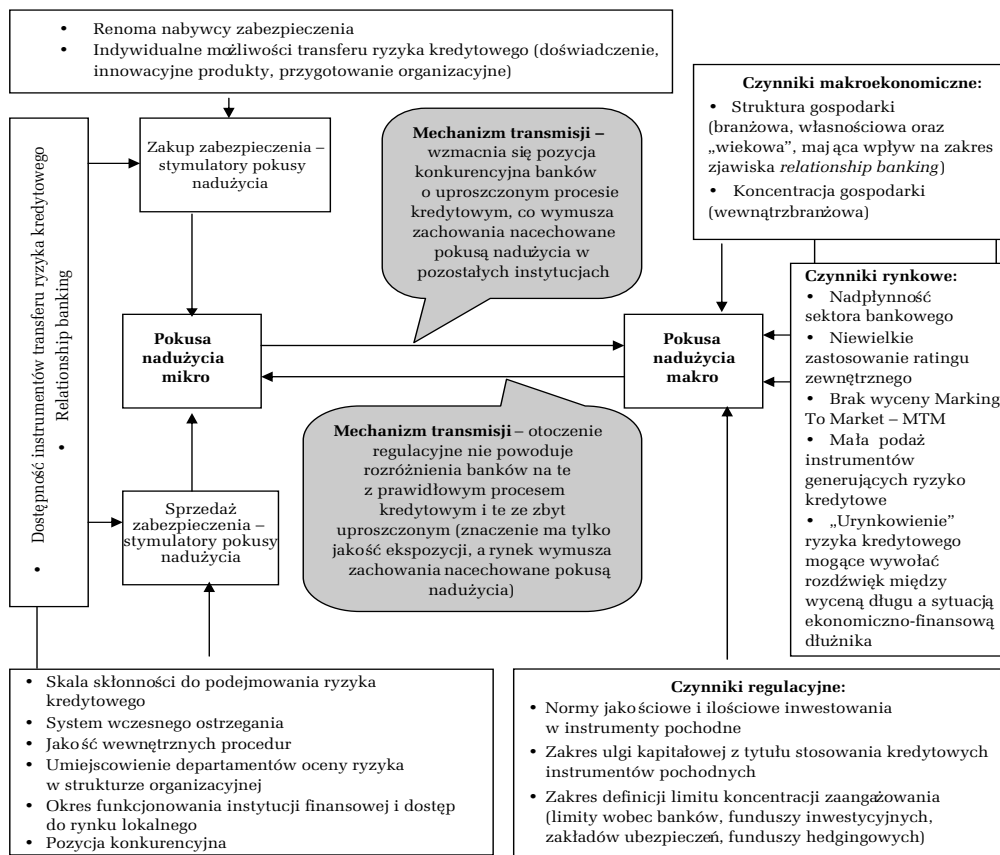
- Wymiar mikro. Produkty quasi-ubezpieczeniowe w bankowości (gwarancje, poręczenia oraz instrumenty pochodne) mogą wywoływać u beneficjenta zachowania bardziej ryzykowne ze względu na oczekiwanie rekompensaty w przypadku niepowodzenia będącego skutkiem tych zachowań. Zachowania te mogą występować zarówno w sferze realnej gospodarki (np. gwarancje dobrego wykonania, choć w tym przypadku występuje najczęściej regres do zleceniodawcy gwarancji), jak i finansowej (gwarancje kredytowe oraz pochodne kredytowe).

- Wymiar makro. Rozwiązania systemowe, m.in. gwarantowanie depozytów bankowych, ograniczają monitorowanie sytuacji ekonomiczno-finansowej banków

przez deponentów, którzy w zamian za bezpieczeństwo nie żądają zdywersyfikowanych stawek procentowych (w zależności od standingu banku). Stawki te, również ze względu na bezpieczeństwo, pozostają relatywnie niskie, co umożliwia bankom finansowanie przedsięwzięć obarczonych wysokim ryzykiem znacznie taniej, niż wynikałoby z analizy ryzyka podobnych projektów.

Koncentrując się na procesie zarządzania ryzykiem kredytowym i analizując pokusę nadużycia w wymiarze mikro, należy zwrócić uwagę, że jest ona wypadkową zachowań nabywcy zabezpieczenia oraz jego sprzedawcy. W każdym jednak przypadku inne są przesłanki decyzyjne, choć warunkiem ewentualnej eskalacji pokusy nadużycia jest rozwinięty rynek instrumentów transferu ryzyka kredytowego, gwarantujący płynność obrotu, oraz małe ryzyko prawne. Sprzedaż zabezpieczenia jest funkcją stopnia akceptacji dla ryzyka kredytowego – im większą awersją do ryzyka kredytowego odznacza się instytucja finansowa, tym większa będzie oczekiwana

Schemat 1. Pokusa nadużycia w wymiarze mikro oraz makro



\* Niewielkie zastosowanie ratingu dotyczy systemów finansowych opartych na sektorze bankowym i jedynie w ograniczonym stopniu systemów bazujących na rynkach finansowych. Kryzys *subprime* oraz wyniki kontroli przeprowadzonych przez SEC w niektórych agencjach ratingowych ograniczyły zaufanie do oceny ratingowej (Khasawneh 2008, s. 13).



krańcowa rentowność inwestycji. Wynika to nie tylko z odrzucenia pewnych ekspozycji jako zbyt ryzykownych, ale również z wolumenu. Im bardziej liberalne podejście do ryzyka, tym większa pokusa nadużycia. O faktycznym zaangażowaniu na wtórnym rynku ryzyka kredytowego i skali ewentualnej pokusy nadużycia decydują również: jakość wewnętrznych procedur kredytowych, kwalifikacje personelu oceniającego ryzyko oraz możliwość dalszego transferu ryzyka. Inną ważną przesłanką aktywności instytucji zainteresowanych sprzedażą zabezpieczenia jest obecność na danym rynku lokalnym oraz charakter współpracy z konkretnymi dłużnikami – niski stopień reprezentacji, dążenie do dywersyfikacji portfela przez zaangażowanie na nowych rynkach oraz słaba pozycja konkurencyjna, wynikająca z braku bezpośrednich, długoletnich relacji z pożądanymi dłużnikami, sprzyjają zawieraniu kredytowych transakcji pochodnych. Z kolei nabywcę zabezpieczenia do transferu ryzyka kredytowego skłaniają: dążenie do dywersyfikacji portfela, redukcja ryzyka, możliwość uwolnienia limitów kredytowych oraz dochód arbitrażowy. Pokusa nadużycia może się w tym przypadku objawić przez ograniczenie funkcji monitoringu ryzyka wskutek przeświadczenia o łatwości jego transferu – czynnikiem dyscyplinującym jest natomiast ryzyko reputacyjne.

W wymiarze makro funkcjonowanie określonych regulacji, mechanizmów oraz instytucji może sprzyjać pokusie nadużycia, jeśli uczestnicy obrotu uznają, że istnienie rozwiązań instytucjonalnych, ukierunkowanych na stabilność finansową, zdejmuje z nich choćby część odpowiedzialności za błędne decyzje. Przyczynami pokusy nadużycia mogą się okazać struktura gospodarki oraz koncentracja podmiotów w danej branży. Wiążą się one z pojęciem *relationship banking*, które oznacza strategię współpracy z klientami korporacyjnymi opartą na długotrwałych więziach, znajomości specyfiki ich działalności oraz ofercie produktowej dostosowanej ściśle do potrzeb klienta. *Relationship banking* jest przeciwieństwem koncepcji *arm's length finance*, zorientowanej na krótkoterminową maksymalizację dochodu ze współpracy z klientem, opartej na polityce cenowej dopasowanej do bieżącej sytuacji rynkowej i kondycji ekonomiczno-finansowej klienta. Przykład niektórych systemów bankowych (np. niemieckiego i francuskiego) wskazuje na bliskie i długoterminowe relacje między bankami a korporacjami, nasilone w pewnych branżach gospodarki (np. branża spożywcza we Francji). Praktyczna realizacja koncepcji *relationship banking* w tych obszarach jest naturalną przesłanką rozwoju rynku transferu ryzyka kredytowego, gdyż banki zaangażowane we współpracę z określonymi klientami ograniczają ryzyko i dążą do zmniejszenia ekspozycji, a banki, które nie współpracują z pożądanymi kredytobiorcami, mogą syntetycznie przejąć ryzyko. Od zakresu *relationship banking* w gospodarce zależy zatem potencjał dla rynku transferu ryzyka kredytowego, a ten oddziałuje na si-

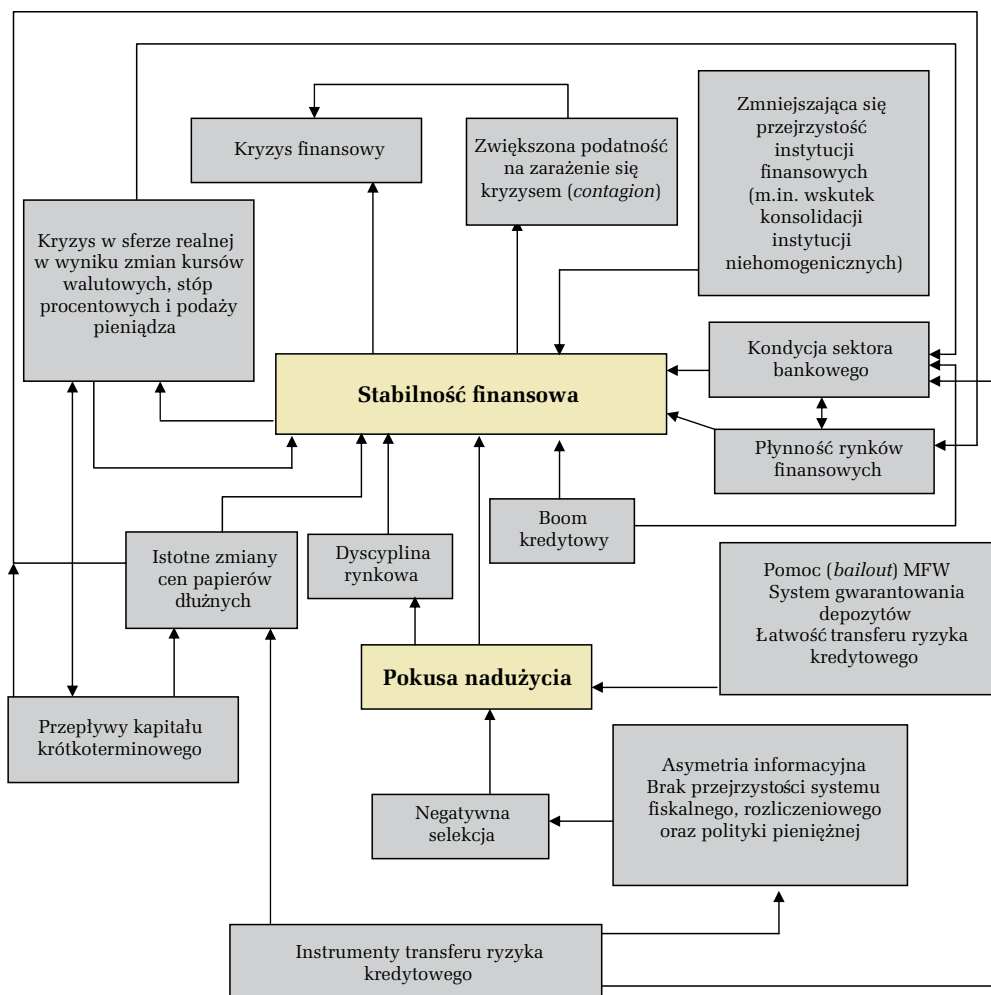
łę pokusy nadużycia. Katalizatorem pokusy nadużycia mogą być także uwarunkowania rynkowe. Nadpłynność sektora bankowego, objawiająca się popytem na ryzyko kredytowe, prowadzi do liberalizacji polityki kredytowej oraz kształtowania się cen na poziomie niekiedy nie w pełni odzwierciedlającym ponoszone ryzyko, co łącznie należy uznać za istotną przesłankę pokusy nadużycia. Podobny jest efekt niedostatecznej podaży instrumentów generujących ryzyko kredytowe. Z kolei niewielkie zastosowanie zewnętrznej oceny ratingowej oraz brak możliwości codziennej wyceny ekspozycji przyczyniają się do subiektywizacji oceny ryzyka i braku możliwości skonfrontowania tej oceny z obiektywną informacją. Sprzyja to działaniom obciążonym pokusą nadużycia, polegającym na akceptacji zbyt wysokiego ryzyka w nadziei na jego wytransferowanie.

Na eskalację pokusy nadużycia w wymiarze makro mogą też wpływać sposób uregulowania zaangażowania instytucji finansowych na rynku instrumentów pochodnych oraz spójność rozwiązań z zakresu adekwatności kapitałowej. Jeśli regulacje sprzyjają rozwojowi technik transferu ryzyka kredytowego, pojawia się pokusa nadużycia związana z dążeniem do maksymalizacji stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału regulacyjnego, którego wysokość na poziomie konglomeratu finansowego może okazać się niższa od kapitału ekonomicznego niezbędnego do ewentualnego pokrycia strat. Regulacje nie nadążają za innowacyjnością rynków finansowych, a niekiedy przez swą restrykcyjność zachęcają do transferu ryzyka do podmiotów podlegających bardziej liberalnym regulacjom, ale gorzej przygotowanym do zarządzania ryzykiem. Łatwość transferu oraz korzyści regulacyjne z tego tytułu wywołują pokusę nadużycia i aprobatę ryzyka, które nie byłoby zaakceptowane, gdyby obciążało księgi banku do terminu spłaty.

Pokusa nadużycia w wymiarze mikro oraz pokusa nadużycia w wymiarze makro wzajemnie oddziałują na siebie. Z jednej strony regulacje koncentrują się nie na jakości procesu kredytowego, ale na jego efekcie w postaci stopnia dywersyfikacji portfela, a rynek wymusza zachowania nacechowane pokusą nadużycia, gdyż wysoka konkurencja prowadzi do liberalizacji wymogów kredytowych. W ten sposób otoczenie regulacyjne oddziałuje na zachowania pojedynczych instytucji finansowych, w tym zachowania nacechowane pokusą nadużycia. Z drugiej strony wzmacnia się pozycja konkurencyjna banków stosujących uproszczone i bardziej liberalne procedury kredytowe, co wymusza zachowania nacechowane pokusą nadużycia w pozostałych instytucjach. Efekt ten, ze względu na wymiar systemowy, można uznać za jedno ze zjawisk kreujących pokusę nadużycia w wymiarze makro.

Zależności przedstawione na schemacie 2 należy traktować jako potencjalne. Brak stabilności finansowej nie musi prowadzić do kryzysu finansowego, jeśli stymulowana przez sieć bezpieczeństwa finansowego re-

Schemat 2. Wpływ pokusy nadużycia na stabilność finansową



Źródło: opracowanie własne.

akcja rynku i (lub) interwencja sieci bezpieczeństwa finansowego okazały się skuteczne. Podobne uwarunkowania dotyczą możliwości przekształcenia się niestabilności finansowej w kryzys w sferze realnej, choć należy zauważyć, że katalizatorem kryzysu w sferze realnej jest również kryzys finansowy. Niestabilność finansowa ma wymiar systemowy i ze względu na liczne, skomplikowane powiązania między instytucjami finansowymi może prowadzić do efektu zarażania się, którego skutkiem jest kryzys finansowy. Uznając pokusę nadużycia za przyczynę niestabilności finansowej, trzeba uwzględnić dwa podstawowe kanały oddziaływania. Kanał bezpośredni wiąże się z pogorszeniem się sytuacji ekonomiczno-finansowej instytucji finansowych, których działania nacechowane są pokusą nadużycia. Dzia-

łania te wynikają z oczekiwania pomocy, jeśli podmiot podejmujący ryzykowne decyzje utraci płynność lub nawet wypłacalność. Pokusie nadużycia sprzyja asymetria informacyjna oraz brak przejrzystości funkcjonowania głównych mechanizmów rynkowych, które mogą prowadzić do negatywnej selekcji kredytobiorców. Pokusa nadużycia w tym przypadku związana jest z podejmowaniem istotnych decyzji w warunkach braku obiektywnej i pełnej informacji. Kanał pośredni oznacza możliwość oddziaływania pokusy nadużycia wynikającej z przesłanek regulacyjnych i rynkowych na dyscyplinę rynkową. Gwarancje dla deponentów ze strony systemu gwarantowania depozytów oraz dla instytucji finansowych ze strony sieci bezpieczeństwa finansowego osłabiają dyscyplinę rynkową i stabilność finansową. Wpływ pokusy nadużycia

na stabilność finansową w dużym stopniu zależy od instrumentów transferu ryzyka kredytowego, które dodatkowo mogą wpływać na relację między wartością fundamentalną instrumentów finansowych a ich wyceną rynkową. Rozdzwięk między wyżej wymienionymi kategoriami prowadzi do powstania bąbli spekulacyjnych, których skutki dla sfery realnej są szczególnie widoczne w przypadku kryzysu *subprime*. Narastanie nierównowagi na rynku instrumentów finansowych prowadzi do napływu kapitału krótkoterminowego, który może spowodować nierównowagę na rynku pieniężnym i walutowym. Może to wywołać kryzys w sferze realnej, spotęgowany pęknięciem bańki spekulacyjnej, determinującej erozję wartości pakietów zabezpieczeń banków, zaostrzeniem polityki kredytowej, spadkiem popytu na aktywa oraz spadkiem siły nabywczej.

Na schemacie 2 zaprezentowano również inne (niezwiązane bezpośrednio z pokusą nadużycia) przyczyny niestabilności. Należy do nich zaliczyć proces konglomeracji działalności finansowej, obniżający przejrzystość alokacji ryzyka, wahania płynności sektora bankowego, wywołane m.in. zmianami skłonności do oszczędzania, dostępnością finansowania w banku centralnym, przepływami kapitału krótkoterminowego oraz sytuacją na rynku międzybankowym, a także kondycją sektora bankowego, będącą funkcją płynności, koniunktury w sferze realnej oraz popytu na finansowanie zewnętrzne.

## 6. Uwagi końcowe

Pokusa nadużycia jest zjawiskiem zagrażającym stabilności finansowej. Przejawia się w decyzjach podmiotów gospodarujących na poziomie mikro: w niedostatecznym monitoringu i akceptacji ryzykownych projektów przez kredytodawców oraz realizacji przez kredytobiorców przedsięwzięć obarczonych ryzykiem wyższym niż uświadomione przez kredytodawców, a także w odznaczających się wysokim ryzykiem za-

chowaniach instytucji, w których strategię wpisany jest transfer ryzyka. Występuje też na poziomie makro, gdzie oznacza tworzenie systemów i instytucji, które wspierając stabilność finansową różnymi działaniami prewencyjnymi i sanacyjnymi, wzbudzają przeświadczenie o możliwości podejmowania nadmiernego ryzyka dzięki prawdopodobieństwu uzyskania pomocy od podmiotu trzeciego.

Istnienie pokusy nadużycia jest wyrazem swego rodzaju paradoksu, że indywidualna i instytucjonalna dbałość o stabilność powoduje zmianę zachowań podmiotów objętych ochroną tak, że katalizują one wzrost ryzyka destabilizacji finansowej. W tym kontekście pokusa nadużycia jest jednocześnie przyczyną i skutkiem niestabilności finansowej. Dlatego konieczne jest znalezienie złotego środka między inicjatywami, zmierzającymi do poprawy stabilności finansowej i eskalacją zjawiska pokusy nadużycia. Kryzys *subprime* jest wyrazem zachwiania relacji między oczekiwanym dochodem a ryzykiem, do czego niewątpliwie przyczynia się coraz większa trudność z obiektywną i pewną oceną ryzyka wielu innowacyjnych instrumentów finansowych. Kryzys *subprime* można również nazwać kryzysem dyscypliny rynkowej, którą zastąpiła pokusa nadużycia związana z agregacją wysokiego ryzyka kredytowego i przeświadczeniem o możliwości jego szybkiego transferu. Stała się ona bezpośrednią przyczyną problemów niektórych instytucji finansowych w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej. Jednocześnie tzw. plan Paulsona, zakładający dokapitalizowanie amerykańskiego sektora bankowego kwotą do 700 mld USD, będący *de facto* skutkiem kryzysu i próbą załagodzenia jego konsekwencji, również ma znamiona pokusy nadużycia. Wynika ona z wrażenia, że konsekwencji wyboru nieodpowiednich strategii nie poniosą ani instytucje, nieefektywnie zarządzające płynnością i budujące swoje portfele kredytowe zgodnie z zasadą *originate-and-distribute*, ani zarządzający nimi.

## Bibliografia

- Arping S. (2002), *Playing Hardball: Relationship Banking in the Age of Credit Derivatives*, University of Amsterdam.
- Bernanke B., Gertler M. (2002), *Monetary policy and asset price volatility*, "Working Paper", No. 7559, NBER, Cambridge.
- BIS (2003), *Credit Risk Transfer*, Committee on the Global Financial System, Basle.
- BIS (2005), *Amendment to the Capital Accord to incorporate market risks*, November, Basle.
- Diamond D. (1984), *Financial intermediation and delegated monitoring*, "Review of Economic Studies", Vol. 51, No 3, s. 393–414.
- Ewerhart Ch. (2002), *Banks, internal models and problem of adverse selection*, BIS, <http://www.bis.org/bcbs/events/b2eaewe.pdf>.
- Freixas X., Rochet J.Ch., (2007), *Mikroekonomia bankowa*, CeDeWu Wydawnictwa Fachowe, Warszawa.
- Gruszczyński M. (2002), *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Iwanicz-Drozdowska M. (2005), *Zarządzanie finansowe bankiem*, PWE, Warszawa.
- Jackowicz K. (2001), *Pochodne instrumenty kredytowe (II). Zastosowania pochodnych instrumentów kredytowych i związane z tym problemy*, „Bank i Kredyt”, nr 4, s. 33–45.
- Khasawneh R. (2008), *SEC rates rating agency practices*, "Risk", No. 8 (August).
- Matthews K., Thompson J. (2008), *The Economics of Banking, 2nd Edition*, John Wiley & Sons, Ltd, Chichester.
- Mishkin F.K. (1994), *Preventing Financial Crises: an International Perspective*, "Working Paper", No. 636, NBER, Cambridge.
- Morrison A.D. (2003), *Credit Derivatives, Disintermediation and Investment Decisions*, University of Oxford, Merton College and Said Business School, Oxford.
- Niedziółka P. (2004), *Zarządzenie ryzykiem kredytowym na rynku wtórnym – analiza porównawcza wybranych metod oraz perspektywy ich rozwoju w Polsce*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, nr 46.
- Polański Z. (1997), *System finansowy w: B. Pietrzak, Z. Polański (red.), System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Pollack E.R. (2003), *Assessing the Usage and Effect of Credit Derivatives*, Harvard Law School, [http://www.law.harvard.edu/programs/pifs/pdfs/emily\\_pollack.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/pifs/pdfs/emily_pollack.pdf).
- Ruding H.O. (2002), *The transformation of the financial services industry*, "Occasional Paper", No. 2, BIS, Financial Stability Institute, Basle.
- Saczuk K. (2003), *Wybrane zagadnienia ekonomii informacji a rynek pracy*, „Bank i Kredyt”, nr 5, s. 25–36.
- Scott-Quinn B., Walmsley J. (1998), *The Impact of Credit Derivatives on Securities Markets*, mimeo, International Securities Market Association, Zurich.
- Solarz J.K. (2008), *Zarządzanie ryzykiem systemu finansowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Staniek Z. (2008), *Ekonomia instytucjonalna a sektor przedsiębiorstw w: E. Mączyńska (red.), Bankructwa przedsiębiorstw. Wybrane aspekty instytucjonalne*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Stiglitz J., Weiss A. (1981), *Credit rationing in markets with imperfect information*, "American Economic Review", Vol. 71, No. 3, s. 393–410.
- Szczyńska O., Sotomska-Krzysztofik P., Pawliszyn M., Pawlikowski A. (2004), *Instytucjonalne uwarunkowania stabilności finansowej na przykładzie wybranych krajów*, „Materiały i Studia”, nr 173, NBP, Warszawa.
- Vaknin S. (2006), *Moral hazard and the Survival Value at Risk*, [www.samvak.tripod.com/pp150.html](http://www.samvak.tripod.com/pp150.html).
- Zalega K. (2004), *Relationship banking jako struktura pośrednictwa finansowego. Związki z konkurencyjnością banków i nadzorem korporacyjnym w sektorze*, „Bank i Kredyt”, nr 6, s. 94–99.
- Zaleska M. (2007), *System gwarantowania depozytów w: Zaleska M. (red.), Współczesna bankowość, Tom I*, Difin, Warszawa.
- Żywiecka H. (2002), *Przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych ze szczególnym uwzględnieniem znaczenia międzynarodowych przepływów kapitału*, „Materiały i Studia” nr 145, NBP, Warszawa.