

PRACE NAUKOWE

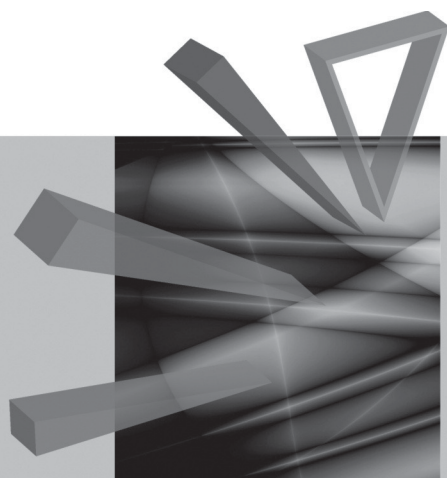
Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

246

Polityka ekonomiczna



pod redakcją

Jerzego Sokołowskiego

Michała Sosnowskiego

Arkadiusza Żabińskiego



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Recenzenci: Beata Filipiak, Kazimierz Krupa, Andrzej Miszczuk,
Krystyna Piotrowska-Marczak, Marzanna Poniatowicz,
Grażyna Wolska, Urszula Zagóra-Jonszta

Redakcja wydawnicza: Joanna Szynal, Aleksandra Śliwka

Redakcja techniczna i korekta: Barbara Łopusiewicz

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna na stronie www.ibuk.pl

Streszczenia opublikowanych artykułów są dostępne w międzynarodowej bazie danych
The Central European Journal of Social Sciences and Humanities <http://cejsh.icm.edu.pl>
oraz w The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon
http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania
znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawnictwa

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-209-3

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	11
Franciszek Adamczuk: Nowa strategia rozwoju Euroregionu Neisse-Nisa-Nysa (ERN) – jej uwarunkowania i ewaluacja	13
Piotr Adamczyk: Wykorzystanie rekomendacji w procesie inwestowania na rynku akcji	24
Agata Balińska: Jakość jako determinanta konkurencyjności agroturystyki	34
Przemysław Borkowski: Rola studium wykonalności w ocenie ryzyka projektu infrastrukturalnego	43
Marta Czyż, Dariusz Cichoń: Wybrane zagadnienia gospodarowania nieruchomościami w procesie rozwoju zrównoważonego	53
Paulina Filip: Franczyza jako system współpracy i finansowania przedsiębiorstw	65
Małgorzata Fronczek: Znaczenie Rosji jako partnera handlowego Polski w latach 1995-2010	76
Marcin Gospodarowicz: Analiza stanu rozwoju przedsiębiorczości na obszarach wiejskich w Polsce w latach 2006-2010	86
Jakub Górka, Patrycja Chodnicka: Prognoza rozwoju sieci bankomatów w Polsce	96
Anna Grabowska: Inwestycje na rynku sztuki jako narzędzie dywersyfikacji portfela inwestycyjnego w dobie kryzysów na rynkach finansowych..	106
Marianna Greta, Ewa Tomczak: Wspólna Polityka Rolna jako element dynamizowania i ochrony polskiego rolnictwa	115
Renata Grochowska: Budżet unijny jako gra interesów państw członkowskich na przykładzie Wspólnej Polityki Rolnej	125
Marcin Jurewicz: Decentralizacja systemu niemieckich izb handlowo-przemysłowych	134
Bogusław Kaczmarek, Ewa Tomczak: Wspólna Polityka Rolna a zmiany w funkcjonowaniu sektora produkcji pierwotnej w Polsce	142
Lidia Kaliszczak: Przesłanki i przejawy kształtowania klimatu sprzyjającego przedsiębiorczości na poziomie lokalnym	150
Renata Karkowska: Ryzyko systemowe – teoria i analiza przyczyn	160
Joanna Kenc: Efekty współpracy głównych miast województwa dolnośląskiego z ich miastami partnerskimi	170
Ewa Kołoszyc: Instrumenty zarządzania ryzykiem w rolnictwie po reformie Wspólnej Polityki Rolnej	179
Dorota Komorowska: Efektywność gospodarowania wybranych typów gospodarstw ekologicznych i konwencjonalnych	188

Elwira Leśna-Wierszolowicz: Problemy systemu zabezpieczenia emerytalnego w Polsce w kontekście skarg kierowanych do rzecznika ubezpieczonych w latach 2008-2011.....	199
Janusz Majewski: Pszczelarstwo w Polsce – wybrane problemy ekonomiczne.....	209
Dominika Malchar-Michalska: Rozwój polskiego rolnictwa w perspektywie roku 2030	219
Grażyna Mańczak: Bezpośrednie inwestycje zagraniczne a gospodarka Polski.....	229
Natalia Mańkowska: E-administracja a zdolność konkurencyjna gospodarki	240
Aneta Mazur-Jelonek, Anna Rychły-Lipińska, Agnieszka Sałek-Imińska, Monika Zajkowska: Restrukturyzacja jako sposób przeprowadzania zmian organizacyjnych na przykładzie Energa-Operator SA.....	250
Antoni Mickiewicz, Bogdan M. Wawrzyniak: Problematyka wielkoobszarowych gospodarstw rolnych w ustawodawstwie polskim	260
Danuta Miłaszewicz: Postępy w realizacji zrównoważonego rozwoju jako kryterium oceny polityki ekonomicznej	270
Andrzej Miszczuk: Społeczno-ekonomiczne powiązania transgraniczne regionu peryferyjnego (na przykładzie Polski Wschodniej)	280
Bartłomiej Moszoro: Znaczenie innowacyjności przedsiębiorstw w strategii zarządzania zmianą gospodarczą na poziomie regionalnym	291
Janusz Myszczyzyn: Przesłanki i ekonomiczne konsekwencje polityki protekcyjnej na przykładzie „unii żyta i żelaza”.....	300
Magdalena Olczyk: Zmiany strukturalne a konkurencyjność polskiego przemysłu	311
Artur Ostromęcki, Dariusz Zajac, Andrzej Mantaj: Wpływ zmian wybranych czynników produkcji na towarowość i strategię rozwoju gospodarstw rolnych	322
Mieczysław Piechnik: Aspekty infrastruktury regionalnej i jej wpływ na rozwój turystyki w makroregionie Polski Wschodniej w latach 2000-2010.....	333
Zbigniew Piepiora: Aktywna polityka przeciwdziałania skutkom klęsk żywiołowych w województwie zachodniopomorskim – aspekty finansowe	345
Wojciech Piontek: Implikacje teorii wyboru publicznego dla budowy gospodarki niskoemisyjnej i zasobooszczędnej.....	361
Zdzisław W. Puślecki: Zmiany we wzajemnych zależnościach w polityce rolnej między WTO i Unią Europejską.....	371
Marcin Ratajczak, Jan Wołoszyn, Ewa Stawicka: Koncepcja CSR w aspekcie pracowników na przykładzie przedsiębiorstw agrobiznesu z województwa mazowieckiego.....	381
Józef Rudnicki: Czy podział akcji maksymalizuje bogactwo akcjonariuszy?	391

Robert Rusielik, Michał Świtlyk, Artur Wilczyński: Efektywność publicznych uczelni technicznych w Polsce w latach 2007-2009	403
Iwona Salejko-Szyszczyk: Ewolucja barier prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych w Polsce	413
Anna Sieczko, Iлона Wyszyńska: Jakość usług w przedsiębiorstwie społecznym na przykładzie fundacji dzieciom „Zdążyć z Pomocą”	423
Magdalena Kinga Stawicka: Specjalne strefy ekonomiczne w Unii Europejskiej.....	434
Piotr Szajner: Wpływ reformy regulacji rynku cukru w UE na efektywność polskiego przemysłu cukrowniczego	444
Iwona Szczepaniak: Ocena poziomu samowystarczalności żywnościowej Polski w warunkach integracji i globalizacji gospodarczej	454
Piotr Szkudlarek: Polityka regionalna państwa w aspekcie budowy infrastruktury szerokopasmowej na przykładzie Polski Wschodniej.....	465
Paweł Szudra: Bariery lokalizacji małych przedsiębiorstw handlowych i usługowych.....	474
Agnieszka Ścianowska: Wpływ inwestycji współfinansowanych ze środków funduszu spójności na kształtowanie cen przedsiębiorstw wodociągowo-kanalizacyjnych.....	484
Arkadiusz Świadek, Marek Tomaszewski: Ewolucja aktywności innowacyjnej z perspektywy wielkości przedsiębiorstw w systemach regionalnych Polski.....	494
Marek Wigier: Efekty realizacji WPR w Polsce – doświadczenia i wyzwania w perspektywie do 2020 roku	504
Krzysztof Wiktorowski: Polityki i strategie rozwoju na tle systemu zarządzania rozwojem Polski.....	514
Tomasz Wojewodziec: Recesywne zachowania gospodarstw rolniczych prowadzonych przez przedsiębiorców ubezpieczonych w KRUS.....	523
Grażyna Wolska: Infrastruktura pocztowa w Polsce. Wybrane problemy badawcze	532
Agata Wójcik: Koszty i dochodowość polskich gospodarstw mlecznych należących do europejskiego stowarzyszenia producentów mleka w 2010 r.	542
Sabina Ząbek, Joanna Kott, Zdzisław Szalbierz: Analiza sytuacji ekonomiczno-finansowej PGE – Polskiej Grupy Energetycznej SA.....	552
Józef Stanisław Zegar: Konkurencyjność ekonomiczna <i>versus</i> konkurencyjność społeczna w rolnictwie.....	563

Summaries

Franciszek Adamczuk: New development strategy for Euroregion Neisse-Nisa-Nysa (ERN) – conditions and its evaluation.....	23
Piotr Adamczyk: Using the recommendations in investing process on the share market.....	33
Agata Balińska: Quality as a determinant of the competitiveness of rural tourism.....	42
Przemysław Borkowski: Feasibility study in the assessment of infrastructure project risk.....	52
Marta Czyż, Dariusz Cichoń: Selected aspects of property management in sustainable development process.....	64
Paulina Filip: Franchising as a system of cooperation and financing of enterprises.....	75
Małgorzata Fronczek: The significance of Russia as Polish partner in foreign trade in years 1995-2010.....	85
Marcin Gospodarowicz: The analysis of enterprise development in rural areas in Poland in the years 2006-2010.....	95
Jakub Górka, Patrycja Chodnicka: Prediction of ATM network development in Poland.....	105
Anna Grabowska: Investments in the market of art as a way for the diversification of the investment portfolio in times of crises on the financial markets.....	114
Marianna Greta, Ewa Tomczak: Common agricultural policy as an element of actuating and protecting Polish agriculture.....	124
Renata Grochowska: European budget as a business game of Member States based on the Common Agricultural Policy's example.....	133
Marcin Jurewicz: Decentralization of the system of German chambers of commerce.....	141
Bogusław Kaczmarek, Ewa Tomczak: The Common Agricultural Policy and the changes in functioning of the original production's sector in Poland.....	149
Lidia Kaliszczak: Premises and manifestations of shaping the climate encouraging local entrepreneurship.....	159
Renata Karkowska: Systemic risk – theory and analysis of reasons.....	169
Joanna Kenc: The effects of town twinning cooperation of the main cities of Lower Silesia Voivodeship.....	178
Ewa Kołoszyc: Risk management tools in agriculture after the reform of the CAP.....	187
Dorota Komorowska: Management efficiency of the selected types of organic and conventional farms.....	198

Elwira Leśna-Wierszolowicz: Problems of the protection of pension system in Poland in the context of complaints referring to the Insurance Ombudsman between 2008 and 2011	208
Janusz Majewski: Beekeeping in Poland – selected economic problems.....	218
Dominika Malchar-Michalska: The development of Polish agricultural sector in the perspective of the year 2030	228
Grażyna Mańczak: Foreign direct investments and Polish economy	239
Natalia Mańkowska: E-government and competitive ability of the economy	249
Aneta Mazur-Jelonek, Anna Rychły-Lipińska, Agnieszka Salek-Imińska, Monika Zajkowska: Restructuring as a form of implementation of organizational changes on the basis of Energa-Operator SA	259
Antoni Mickiewicz, Bogdan M. Wawrzyniak: Issues of multi-territorial farms in Polish legislation	269
Danuta Miłaszewicz: Progress towards sustainable development as a criterion of economic evaluations	279
Andrzej Miszczuk: Socio-economic transborder links of peripheral region (on the example of eastern Poland).....	290
Bartłomiej Moszoro: The importance of innovation of enterprises in the strategy of economic change management at the regional level	299
Janusz Myszczyzyn: Reasons and economic consequences of protectionist policy on the example of the “union of rye and iron”	310
Magdalena Olczyk: Structural changes and competitiveness in the Polish industry	321
Artur Ostromecki, Dariusz Zając, Andrzej Mantaj: Influence of change of chosen factors of production on the marketability and strategies of development of agricultural holdings	332
Mieczysław Piechnik: Aspects of regional infrastructure and its impact on the development of tourism in the macroregion of eastern Poland in the years 2000-2010.....	344
Zbigniew Piepiora: Active policy of natural disasters prevention in West Pomeranian Voivodeship – financial aspects	360
Wojciech Piontek: Implications of the public good theory for the creation of low carbon and resource-efficient economy.....	369
Zdzisław W. Puślecki: Changes in mutual interdependence between the WTO and the European Union in the agricultural policy	380
Marcin Ratajczak, Jan Wołoszyn, Ewa Stawicka: Concept of CSR in the aspect of employees on the example of agribusiness enterprises from Mazowieckie Voivodeship.....	390
Józef Rudnicki: Do stock splits maximize shareholders’ wealth?.....	402
Robert Rusielik, Michał Świtlyk, Artur Wilczyński: Efficiency of public technical universities in Poland in 2007-2009.....	412

Iwona Salejko-Szyszcak: The evolution of the privatization barriers of public enterprises in Poland.....	422
Anna Sieczko, Iłona Wyszynska: Quality of services delivered by non-government organisations based on an example of charity for children „Zdążyć z Pomocą”	433
Magdalena Kinga Stawicka: Special economic zones in the European Union	443
Piotr Szajner: Impact of the EU sugar market reform on the efficiency of Polish sugar industry	453
Iwona Szczepaniak: Assessment of the level of food self-sufficiency of Poland in the conditions of economic integration and globalization.....	464
Piotr Szkudlarek: Regional policy of the state in the context of construction of broadband infrastructure on the example of eastern Poland.....	473
Paweł Szudra: Barriers of location of small trading and service companies .	483
Agnieszka Ścianowska: The influence of the investments cofinanced from the Coherency Fund sources on the price policy of water-sewage companies	493
Arkadiusz Świadek, Marek Tomaszewski: Evolution of innovative activity from the perspective of size of companies in regional systems in Poland .	503
Marek Wigier: Effects of the CAP in Poland – experiences and challenges in the perspective to 2020	513
Krzysztof Wiktorowski: Development policies and strategies against the background of the system of development management of Poland.....	522
Tomasz Wojewodziec: Recessive behaviors of farms run by entrepreneurs insured by KRUS.....	531
Grażyna Wolska: Postal infrastructure in Poland. Selected research problems.....	541
Agata Wójcik: Costs and profitability of Polish dairy farms belonging to the European Dairy Farmers in 2010.....	551
Sabina Ząbek, Joanna Kott, Zdzisław Szalbierz: Analysis of economic and financial situation of PGE SA	562
Józef Stanisław Zegar: Economic competitiveness versus social competitiveness in agriculture.....	573

Renata Karkowska

Uniwersytet Warszawski

RYZIKO SYSTEMOWE – TEORIA I ANALIZA PRZYCZYN

Streszczenie: Współczesne instytucje pośrednictwa finansowego są powiązane ze sobą złożoną siecią systemów transakcyjnych, zobowiązań finansowych, dlatego upadek jednej instytucji finansowej może grozić wystąpieniem efektu domina. Niniejszy artykuł ma charakter przeglądowy na temat przyczyn ryzyka systemowego i czynników jego wzrostu. Celem artykułu jest wskazanie przyczyn powstawania ryzyka oraz charakterystyka poszczególnych czynników jego narastania, tj. makroekonomicznych, infrastrukturalnych, liberalizacji przepływów kapitałowych czy rozwoju innowacyjnych instrumentów finansowych.

Słowa kluczowe: ryzyko systemowe, efekt zarażania, *moral hazard*, czynniki ryzyka.

1. Wstęp

Ryzyko kryzysu systemowego, czyli prowadzącego do załamania systemu finansowego gospodarki na całym świecie, mającego istotny wpływ na stan realnej strefy gospodarki, było przez długi okres traktowane jako zdarzenie nierealne. Podejmując się definicji tego ryzyka, należy zauważyć, że jest ono bardzo złożone i dynamiczne, że jego badania wymagają wyjścia poza ugruntowany w nauce podział. Ryzyko systemowe występuje wówczas, kiedy niestabilność pojedynczego podmiotu lub całego systemu finansowego prowadzi do kryzysu upadłości wielu instytucji finansowych. W przypadku ryzyka systemowego mechanizm eskalacji problemów płatniczych narasta nieprawdopodobnie szybko. Warto zauważyć, że ryzyko to charakteryzuje się niskim prawdopodobieństwem wystąpienia, natomiast straty, jakie powoduje w skali całego systemu, są znaczne, dlatego często określane jest jako LFHS (*Low Frequency High Severity*)¹.

Podejmowanie badań nad sygnałami i przyczynami ryzyka systemowego oraz potencjalnymi sposobami zapobiegania mu jest trudne i czasochłonne. Niemniej jednak odkrycie mechanizmów rynkowych, jakie wywołują ryzyko systemowe, jest niewątpliwie ważne w skali całej gospodarki.

¹ P. Niedziółka, *Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010; M. Canoy, M. van Dijk, J. Lemmen, R. de Mooij, J. Weigand, *Competition and Stability in Banking*, CPB, no. 015, Den Haag 2001.

2. Teoria czynników ryzyka systemowego

Holistyczny charakter ryzyka systemowego wymaga wielopłaszczyznowych wyjaśnień jego genezy. Na podstawie przeglądu literaturowego można wyszczególnić następujące koncepcje wskazujące na genezę ryzyka systemowego²:

- utrata zaufania do polityki władz monetarnych,
- błędna polityka pieniężna prowadzona w systemie finansowym i dla strefy realnej,
- cykl kredytowy (nadmierne ograniczenie podaży kredytu w okresie recesji i nadmierna podaż w okresie ekspansji),
- nieracjonalne wybory podejmowane na zasadzie zachowań stadnych, pod wpływem innych inwestorów, bez indywidualnej oceny ryzyka,
- panika rynkowa w systemie bankowym,
- asymetria informacji i kosztów agencji,
- nadmierna konkurencja prowadząca do liberalizacji warunków udzielania kredytów,
- liberalizacja przepływów kapitału spekulacyjnego,
- zarażanie się kryzysem, który przez powiązania kapitałowe i rynki przenosi się z jednego kraju do drugiego.

Teorie na temat źródeł ryzyka systemowego są bardzo różnorodne. Poddając analizie przyczyny ostatnich kryzysów, można doszukać się wielu cech wspólnych, które można podzielić na dwie grupy: związane z niedoskonałością regulatora rynków finansowych i z niesprawnością rynków (por. tab. 1).

Tabela 1. Przyczyny ryzyka systemowego

Niedoskonałość regulatora rynków finansowych	Niesprawność rynków
– raje podatkowe	– kryzysy
– liberalizacja przepływów finansowych	– <i>moral hazard</i>
– innowacje finansowe destabilizujące rynek	– nieefektywność informacyjna rynku
– zezwolenie na istnienie instytucji finansowych podejmujących nadmierne ryzyko	– zarażanie się

Źródło: opracowanie własne.

Inne podejście reprezentują G. Bardsen, K.G. Lindquist i D.P. Tsomocos³, którzy co do przyczyn ryzyka systemowego mają dwie koncepcje:

1. Endogenicznych czynników ryzyka w systemie finansowym, do których zaliczane są: ryzyko kredytowe, rynkowe, płynności. Przedmiotem analizy tych czynników staje się poziom i ekspozycja instytucji finansowych zaangażowanych w tego

² J.K. Solarz, *Zarządzanie ryzykiem systemu finansowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 44.

³ G. Bardsen, K.G. Lindquist, D.P. Tsomocos, *Evaluation of Macroeconomic Models for Financial Stability Analysis*, Norges Bank, 14 February 2006.

typu ryzyko, analiza rynków finansowych i infrastruktury. Tego typu ryzyko jest ograniczane przez instytucje nadzorujące i kontrolne.

2. Egzogenicznych czynników ryzyka, inaczej makroekonomicznych, które destabilizują rynek, prowadząc do rozprzestrzeniania się ryzyka systemowego. Do tych czynników należą: wahania wycen aktywów finansowych generujące spadek wartości zabezpieczeń, krajowe i międzynarodowe zakłócenia makroekonomiczne, wzrost zadłużenia i kłopoty z jego terminowym regulowaniem, wzrost stopy bezrobocia i bankructwa przedsiębiorstw. Inną grupę zewnętrznych rodzajów ryzyka stanowią ryzyka zdarzeń, jak katastrofy naturalne. Całościowo czynniki te zostały zebrane w tab. 2.

Tabela 2. Endogeniczne i egzogeniczne czynniki ryzyka systemowego

Czynniki endogeniczne	Czynniki egzogeniczne
<ul style="list-style-type: none"> • Czynniki zlokalizowane w instytucjach finansowych (ryzyko płynności, rynkowe, stopy procentowej, walutowe, prawne, operacyjne, zaufania) • Kondycja przedsiębiorstw i gospodarstw domowych • Czynniki związane z rynkami finansowymi (efekt zarażania się, ryzyko kontrahenta, zmienności cen instrumentów finansowych) • Czynniki infrastrukturalne (ryzyko regulacyjne, systemów płatniczych i rozliczeniowych) 	<ul style="list-style-type: none"> • Czynniki makroekonomiczne (bezrobocie, inflacja) • Polityka pieniężna (poziom stóp procentowych) • Wydarzenia polityczne • Katastrofy naturalne

Źródło: opracowanie na podstawie G.J. Schinasi, *Safeguarding Financial Stability*, International Monetary Fund, 2006, s. 5.

Schinasi dodatkowo uważa, że ryzyko systemowe jest obecnie bardziej rozproszone niż kiedykolwiek wcześniej, czego powodem jest⁴:

- rozwój rynków instrumentów transferu ryzyka (pochodnych kredytowych i transakcji sekurytyzacyjnych),
- zwiększenie ekspozycji instytucji finansowych dzięki rozwojowi rynków finansowych,
- rozszerzenie działalności instytucji niefinansowych na rynku kapitałowym.

3. Wpływ rozwoju transakcji lewarowanych na ryzyko systemowe

Problemy te są konsekwencją nadmiernych w stosunku do kapitałów własnych inwestycji (pożyczania pieniędzy). W przypadku stabilnej sytuacji na rynku pozwalało to na osiągnięcie ogromnych zysków, ale w przypadku nawet niewielkiego załamania na rynku prowadzi to do poważnych problemów. W przypadku wskaźnika dźwi-

⁴ G.J. Schinasi, *Safeguarding Financial Stability*, International Monetary Fund, 2006, s. 5.

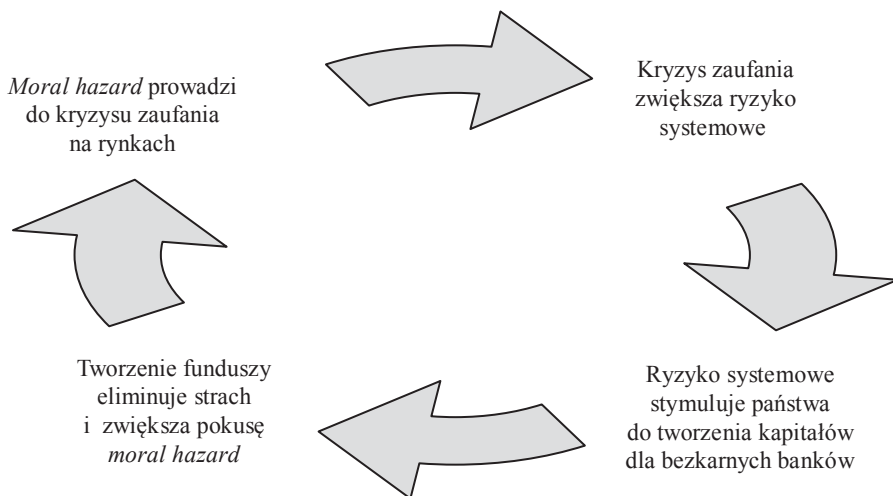
gni finansowej na poziomie 30, tak jak miało to miejsce w przypadku kilku największych banków inwestycyjnych, kilkuprocentowy spadek wartości zarządzanego portfela prowadzi do straty większej od kapitałów własnych.

Gwałtowna poprawa wyników finansowych w 2006, 2007 i I poł. 2008 r. była konsekwencją znacznie większego lewarowania. Globalizacja rynków finansowych prowadzi do szybkiego rozprzestrzeniania się niekorzystnych zjawisk do innych krajów. Warto tu wspomnieć, iż banki inwestycyjne w USA nie podlegają takim regulacjom jak banki detaliczne. Mogły zatem podejmować znacznie większe ryzyko i lewarować się (zwiększać stosunek aktywów do kapitałów) w znacznie większym stopniu. Nie były ograniczone tak jak banki detaliczne współczynnikiem adekwatności kapitałowej.

Firmy stawały się coraz większe, co prowadziło często do wniosku, iż są one zbyt duże, by upaść. To był dodatkowy czynnik, który ułatwiał zadłużanie się.

4. Problem *moral hazard*

Moral hazard to działanie na własną korzyść, ale jednocześnie na ryzyko innych uczestników rynku finansowego. Zjawisko to narasta, gdy ludzie i instytucje nie ponoszą konsekwencji swoich działań. W świetle etyki można rozpatrywać je jako niemoralne zachowanie, natomiast w świetle ekonomii powoduje to zakłócenie efektywnego działania rynku (podobnie jak monopole i asymetria informacji) i sprawia, że im większe ryzyko systemowe, tym łatwiejszy hazard moralny i *vice versa*.



Rys. 1. Zjawisko narastania ryzyka systemowego i *moral hazard* na rynkach globalnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie L. Pawłowicz, *Moral Hazard w biznesie i polityce gospodarczej*, Sopot, 17 czerwca 2010.

Zjawisko *moral hazard* prowadzi do kryzysu zaufania na rynkach, ten z kolei prowadzi do wzrostu ryzyka systemowego. Ryzyko systemowe stymuluje państwa do tworzenia dodatkowych kapitałów dla banków, które są w stanie upadłości, te natomiast, mając świadomość pomocy, zwiększają pokusę podejmowania nadmiernego ryzyka i efektu *moral hazard*. W ten sposób koło się zamyka.

W omówionym zjawisku ekspansji kredytowej *moral hazard* jest umiejscowiony w:

- nieuczciwej konkurencji polegającej na omijaniu bezpiecznych reguł,
- polityce kredytowej,
- sekurytyzacji, transferze ryzyka, omijaniu norm ostrożnościowych,
- akordowym systemie sprzedaży,
- systemie wynagradzania agencji ratingowych, audytorów,
- kontraktach menedżerskich, gdzie mamy do czynienia z zarządzaniem krótko-terminowym, które ma swoje konsekwencje w długim okresie,
- refinansowaniu przez banki centralne nieodpowiedzialnych państw i instytucji.

5. Liberalizacja przepływów kapitałowych

Kryzysy finansowe, niestabilność rynków kapitałowych i znaczne zadłużenie są często wskazywane jako wynik nadmiernej liberalizacji przepływów kapitałowych. Wielu ekonomistów uważa, że promowana przez MFW deregulacja stała się stymulatorem kryzysów finansowych i dotyka to głównie krajów rozwijających się, gdzie mamy do czynienia z niską przejrzystością rynku finansowego⁵. Obszarem podlegającym ostatnio szczególnej deregulacji jest sekurytyzacja, czyli możliwość urynkowienia kredytów, pożyczek i innych wierzytelności w postaci emisji papierów wartościowych. W Stanach Zjednoczonych, gdzie rynek sekurytyzacji jest najbardziej rozwinięty, liberalizacja rynku instrumentów pochodnych pojawiła się w 1999 r. po przyjęciu ustawy Gramma, Leacha i Blileya. Występująca wcześniej segmentacja usług bankowych (odrębność bankowości detalicznej, komercyjnej i inwestycyjnej) ograniczała ryzyko systemowe. Niezależnie od oceny skutków niewątpliwie liberalizacja i deregulacja odegrały bardzo ważną rolę w rozwoju rynków kapitałowych. Niekorzystny wpływ liberalizacji przepływów kapitałowych na stabilność finansową może być zmniejszony przez wdrożenie efektywnego systemu nadzoru⁶. Kwestię swobody przepływów kapitałowych można rozpatrywać dwuznacznie:

- traktować jako korzyść prowadzącą do poprawy płynności rynków, służącą zwiększeniu możliwości dywersyfikacji ryzyka, powodując jej większe uodpornienie na wstrząsy;

⁵ A. Ostalecka, *Kryzysy bankowe i metody ich przewyżczania*, Wydawnictwo DIFIN, Warszawa 2009.

⁶ A.G. Haldane, G. Hoggarth, V. Saporta, *Assessing Financial Stability, Efficiency and Structure at the Bank of England*, BIS Papers, Cambridge University, 2001, s. 139.

- z drugiej strony – zwiększeniu ulega ryzyko systemowe i możliwości przenoszenia kryzysów finansowych.

Licznym badaniom naukowym zostały poddane kraje rozwijające się. Tornell i Westermann dowodzą, że w okresie 1980-2000 swoboda przepływów kapitałów sprzyjała rozwojowi gospodarce, m.in. zmniejszenie restrykcji w kredytowaniu wpływa na zwiększenie kredytowania przedsiębiorstw⁷. Zwykle zależność między liberalizacją a kryzysem jest pomijana. Z kolei Bordo i Meissner podkreślają, że boom inwestycyjny wywołany liberalizacją przepływów kapitałowych może powodować wzrost cen aktywów i przybierać formę spekulacyjnych ruchów kapitałów krótkoterminowych. Kryzysy finansowe i raptowne przerwy w dopływie kapitału wydają się częścią zliberalizowanych międzynarodowych rynków kapitałowych⁸.

Światowa literatura empiryczna podkreśla fakt dynamicznego wzrostu wartości międzynarodowych inwestycji portfelowych, które sprowadzają się do zakupów akcji i innych papierów wartościowych podmiotów gospodarczych w celu uzyskania określonych dochodów. Zjawisko to przypada głównie na lata 90.

Wydaje się, że negatywnym następstwem rosnącej roli rynków kapitałowych jest skrócenie horyzontu inwestycyjnego. Ekonomiści od dawna podkreślali fakt sprzeczności pomiędzy zyskiem krótkookresowym a długookresowym. Realizacja tego drugiego przyczynia się do trwałego rozwoju przedsiębiorstw. Z kolei konstrukcja funduszy inwestycyjnych (zwłaszcza funduszy otwartych), sposób finansowania, codzienna wycena aktywów, charakter giełdy, system oceny i motywowania menedżerów spowodowały, iż bardzo często liczy się zysk krótkookresowy. Determinantą powyższego jest podejmowanie działań zmierzających do obniżki kosztów za wszelką cenę, niepodejmowanie działań, których pozytywne efekty mogą ujawnić się w długim okresie. Menedżerowie nie mogą sobie pozwolić na takie czekanie, przeszkadzają im w tym właśnie systemy motywacyjne oraz obawa przed utratą pracy.

Skrócenie horyzontu inwestycyjnego jest również konsekwencją oczekiwań inwestorów, których cele są uwarunkowane doświadczeniami inwestycyjnymi. Skrócenie horyzontu inwestycyjnego jest zatem nieuchronną konsekwencją rozwoju rynku kapitałowego. Niestety wszystkie następstwa skrócenia horyzontu inwestycyjnego powodują niestabilność systemu finansowego, a w konsekwencji narastanie ryzyka systemowego.

W polskiej literaturze obszernie na temat integracji rynków pisze Iwanicz-Drozdowska. Przez integrację rynków finansowych rozumiane jest zjawisko, którego podłożem są procesy zachodzące w gospodarce światowej, tworzenie możliwości swobodnego przepływu kapitału i usług finansowych poszczególnych krajów. Ten typ integracji nazywany jest integracją transgraniczną. Z drugiej strony obserwo-

⁷ A. Tornell, F. Westermann, *Boom-Bust Cycles and Financial Liberalisation*, MIT Press, Cambridge Mass 2005.

⁸ M. Bordo, C.M. Meissner, *Foreign Capital and Economic Growth in the First Era of Globalisation*, Cambridge University 2006.

wane jest „scalanie się przedsiębiorstw” działających w różnych segmentach rynku finansowego, tj. banków, zakładów ubezpieczeń, firm inwestycyjnych, co odbywa się w drodze tworzenia konglomeratów finansowych. Ten rodzaj integracji nazwiemy integracją międzysektorową. Procesy integracji rynków finansowych zbiegły się ze światową tendencją do globalizacji. Jako zaletę integracji rynków finansowych wymienia się:

- obniżenie kosztów transakcyjnych dla instrumentów finansowych,
- redukcję kosztów transakcyjnych związanych z przeprowadzaniem rozliczeń i płatności,
- bogatszy dostęp do finansowania, co powinno przyczynić się do pobudzenia inwestycji,
- poprawę oceny ryzyka kredytowego, a tym samym – docelowo – obniżenie ceny kredytu,
- możliwość swobodnego wejścia instytucji finansowych na rynki lokalne przyczynia się do wzrostu konkurencji, a tym samym powinno mieć pozytywny wpływ zarówno na jakość świadczonych usług, jak i ich ceny⁹.

Tymczasem integracja rynków finansowych ma również swoje wady. Szczególnie istotnym minusem jest efekt zarażania. W kontekście rozważań nad pogłębiającą się integracją rynków finansowych należy zauważyć, że zjawisko „zarażania się” rynków kryzysem jest procesem zapalnym powstawaniu ryzyka systemowego.

6. Efekt zarażania się niestabilnością finansową

Sam efekt zarażania można rozpatrywać w kontekście:

1) faktycznym – gdy sytuacja gospodarcza danego kraju jest bliska sytuacji kraju dotkniętego kryzysem;

2) psychologicznym – kiedy inwestorzy tracą zaufanie do wszystkich krajów danego regionu, gdy wybucha kryzys tylko w jednym kraju, należy zaznaczyć, że parametry ekonomiczne tych krajów nie wskazują na złą sytuację gospodarczą. Ten mechanizm zarażenia się jest bliski krajom rynków wschodzących;

3) zarażenia spółki-córki przez spółkę-matkę, jest to sytuacja szczególnie istotna w krajach wschodzących, ze względu na strukturę własności instytucji finansowych, gdzie przeważa kapitał zagraniczny. Spółka-matka, która przeżywa problemy finansowe, transferuje straty do spółki-córki, co może w efekcie prowadzić do bankructwa tej drugiej.

Dlatego bardzo często źródłem zarażania się jest łączenie przez inwestorów problemów danego kraju z bieżącymi problemami krajów o podobnym ryzyku makroekonomicznym¹⁰.

⁹ M. Iwanicz-Drozdowska, *Zarządzanie finansowe bankiem*, PWE, Warszawa 2005.

¹⁰ R. Chang, G. Majnoni, *International Contagion: Implications for Policy*, The World Bank, Washington 2000.

Inne podejście prezentuje Schüler, według teorii którego efekt zarażania jest poddyktowany dwoma rodzajami szoków:

- Szokiem makro, wynikającym z pogorszenia koniunktury gospodarczej czy rynków finansowych: rynku akcji, stóp procentowych, kursów walutowych.
- Szokiem mikro, przenoszącym się przez informację lub zaangażowanie kapitałowe instytucji na rynku międzybankowym bądź w systemie płatniczym¹¹.

Efekt zarażania wywołujący ryzyko systemowe może wystąpić także w ujęciu międzysektorowym, a polega wówczas na przenoszeniu niestabilności z podmiotu działającego w danej grupie kapitałowej na inny podmiot będący w tej samej grupie.

Ciekawe spostrzeżenia na temat efektu zarażania się na rynkach finansowych wnosi do literatury światowej F.L. Sell¹². Wskazuje on na kanały, poprzez które rozprzestrzenia się ryzyko systemowe:

1. Instrumenty pochodne wykorzystujące nadmiernie dźwignię finansową, łączące rynki finansowe w skali globalnej,

2. Zachowania stadne inwestorów instytucjonalnych w warunkach niepełnej informacji, powodujące efekt domina.

3. Centralne procedury instytucji finansowych w zakresie zarządzania ryzykiem, generujące ryzyko systemowe w rejonach odległych geograficznie od źródła niestabilności.

4. Tzw. owczy pęd inwestorów podążających bezkrytycznie za innymi inwestorami, mającymi w ich przeświadczeniu wiarygodniejszą informację.

5. Kryzys zaufania na rynkach finansowych wywołany nieodpowiedzialnością działań polityków.

6. Spekulacje wykorzystujące arbitraż stóp procentowych i prawny między lokalnymi rynkami finansowymi.

7. Znaczny deficyt bilansu płatniczego, powodujący zaburzenia równowagi makroekonomicznej.

8. Powiązania handlowe, gdzie kryzys w jednym kraju prowadzi do zastoju gospodarczych w krajach, dla których jest on rynkiem zbytu. Dzieje się tak bez względu na początkową stabilność makroekonomiczną.

Mając na uwadze bezpieczeństwo systemu finansowego i zapobieganie zarażaniu kryzysem poszczególnych państw, należy zauważyć, że nie ma bogatej literatury empirycznej dotyczącej znalezienia wspólnych czynników wywołujących mechanizm zaburzeń. Nie jest to zapewne sprawa prosta ze względu na nakładanie się kryzysów politycznych na efekt zarażania się ryzykiem systemowym¹³.

¹¹ M. Schüler, *The threat of systemic risk in banking – evidence for Europe*, Discussion Paper, no. 02-21, Centre for European Economic Research (ZEW), Mannheim 2002.

¹² Podają za J.K. Solarz, wyd. cyt., s. 120-121; F.L. Sell, *Contagion in Financial Markets*, Edward Elgar, Cheltenham 2001.

¹³ J. Mei, *Political Risk, Financial Crisis and Market Volatility*, Working Paper, University of New York, New York 1999, no. 49.

7. Podsumowanie

Podsumowując, należy stwierdzić, że ostatni globalny kryzys finansowy unaoczniał, że gama czynników ryzyka systemowego jest bardzo różnorodna. Przyczyny, które doprowadziły do generacji ryzyka systemowego, mają charakter zarówno makro-, jak i mikroekonomiczny. Niektóre z nich, jak innowacje finansowe, były wyłącznie kanałem transmisji. W obliczu lekkomyślnego wręcz podejścia instytucji finansowych działania podejmowane przez regulatorów były mało skuteczne i niewystarczające. Wydaje się, że dotychczasowa struktura i działania podejmowane przez współczesny system bankowy nadal nie ograniczają ryzyka systemowego. Stabilność finansowa została zachwiana, a jej bezpieczeństwo może zostać zwiększone przez wdrożenie efektywnego systemu nadzoru.

Literatura

- Bardsen G., Lindquist K.G., Tsomocos D.P., *Evaluation of Macroeconomic Models for Financial Stability Analysis*, Norges Bank, 14 February 2006.
- Bordo M., Meissner C.M., *Foreign Capital and Economic Growth in the First Era of Globalisation*, Cambridge University 2006.
- Canoy M., van Dijk M., Lemmen J., de Mooij R., Weigand J., *Competition and Stability in Banking*, CPB, 2001, no. 015, Den no. 1.
- Chang R., Majnoni G., *International Contagion: Implications for Policy*, The World Bank, Washington 2000.
- Haldane A.G., Hoggarth G., Saporta V., *Assessing Financial Stability, Efficiency and Structure at the Bank of England*, BIS Papers, Cambridge University, 2001.
- Iwanicz-Drozdowska M., *Zarządzanie finansowe bankiem*, PWE, Warszawa 2005.
- Mei J., *Political Risk, Financial Crisis and Market Volatility*, Working Paper, University of New York, New York 1999, no. 49.
- Niedziółka P., *Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.
- Ostalecka A., *Kryzysy bankowe i metody ich przewyżczenia*, Wydawnictwo DIFIN, Warszawa 2009.
- Pawłowicz L., *Moral Hazard w biznesie i polityce gospodarczej*, Sopot, 17 czerwca 2010.
- Schinasi G.J., *Safeguarding Financial Stability*, International Monetary Fund, 2006.
- Schüler M., *The threat of systemic risk in banking – evidence for Europe*, Discussion Paper, No. 02-21, Centre for European Economic Research (ZEW), Mannheim 2002.
- Sell F.L., *Contagion in Financial Markets*, Edward Elgar, Cheltenham 2001.
- Solarz J.K., *Zarządzanie ryzykiem systemu finansowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Tornell A., Westermann F., *Boom-Bust Cycles and Financial Liberalisation*, MIT Press, Cambridge Mass 2005.

SYSTEMIC RISK – THEORY AND ANALYSIS OF REASONS

Summary: Modern financial intermediaries are related to each complex network of trading systems, financial obligations, because the collapse of one financial institution could threaten the occurrence of the domino effect. This article shas a review character of the causes of systemic risk and its growth factors. The article’s aim is to identify the causes of risk and to characterize the individual factors of its development, i.e. macroeconomic, infrastructure, liberalization of capital movements, or the development of innovative financial instruments.

Keywords: systemic risk, infecting effect, moral hazard, risk factors.