

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 445

Aktywa finansowe



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2016

Redakcja wydawnicza: Dorota Pitulec, Aleksandra Śliwka
Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz
Korekta: Barbara Cibis
Łamanie: Małgorzata Myszkowska
Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania
znajdują się na stronach internetowych
www.pracnaukowe.ue.wroc.pl
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska
(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2016

ISSN 1899-3192
e-ISSN 2392-0041

ISBN 978-83-7695-609-1

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:
Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław
tel./fax 71 36 80 602; e-mail:econbook@ue.wroc.pl
www.ksiegarnia.ue.wroc.pl

Druk i oprawa: TOTEM

Spis treści

Wstęp	7
Halina Buk: Modele biznesu jako podstawa klasyfikacji i wyceny aktywów finansowych / Business model as the basis for the classification and measurement of financial assets	9
Jolanta Chluska: Informacyjne aspekty wykazania akcji własnych w sprawozdaniu finansowym / Informational aspects of reporting of own shares in the financial statements of a company	18
Patrycja Chodnicka-Jaworska: Zapowiedzi zmian ratingów banków a zmiany cen akcji / Announcements of banks' credit ratings changes and stock prices changes	27
Maciej Frendzel: Dobrowolna wycena aktywów finansowych w wartości godziwej przez podmioty finansowe notowane na GPW w Warszawie / Voluntary measurement of financial assets at fair value by financial companies listed on the Warsaw Stock Exchange	37
Łukasz Furman: Finansowe instrumenty pochodne jako narzędzie optymalizacji podatkowej / Derivative financial instruments as a tool for tax optimization	48
Witold Furman: Podatkowe aspekty w zakresie terminologii oraz wyceny aktywów finansowych w kontekście regulacji bilansowych / Tax aspects in the field of the terminology and the valuation of financial assets in the context of balance sheet adjustment	60
Magdalena Głębocka: Polityka rachunkowości w obszarze aktywów finansowych jednostek sektora finansów publicznych / Accounting policy in the area of financial assets of public finance sector units	71
Waldemar Gos, Stanisław Hońko: Kwalifikacja do aktywów finansowych i jej wpływ na wycenę bilansową / Qualification of the financial assets and its impact on their measurement after recognition	85
Yury Karaleu: Miejsce zabezpieczeń w systemie zarządzania ryzykiem finansowym oraz w rachunkowości instrumentów finansowych / Definition of hedging in the system of financial risk management and for the accounting of financial instruments.....	98
Joanna Koczar: Aktywa finansowe „źle obecne” w rosyjskiej rachunkowości / “Incongruous” presence of financial assets in Russian accounting	111
Tomasz Kondraszuk: Zasada neutralności podatku od wartości dodanej (VAT) w rolnictwie / The principle of the neutrality of value added tax (VAT) in agriculture	123

Joanna Krasodomska, Bogusław Waclawik: Ocena zgodności z MSSF informacji dotyczących instrumentów finansowych ujawnianych przez emitentów papierów wartościowych w latach 2009-2015 / An assessment of the compliance with the IFRS of information on financial instruments disclosed by issuers of securities in 2009-2015.....	140
Iwona Kumor, Lucyna Poniatowska: Użyteczność informacji sprawozdawczej o środkach pieniężnych w ocenie sytuacji finansowej na przykładzie spółki z branży turystycznej / The usefulness of information from financial statement about cash in the assessment of financial condition on the example of the company with tourism sector	160
Irina A. Lukyanova, Anastazja Piekarska: Rachunkowość aktywów finansowych w prawie bilansowym Republiki Białorusi i MSSF / Accounting of financial assets in the accounting law of the Republic of Belarus and IFRS	173
Edward Pielichaty: Nowe wymagania w zakresie klasyfikacji i wyceny aktywów finansowych / New requirements regarding the classification and evaluation of financial assets	191
Piotr Prewysz-Kwinto, Grażyna Voss: Prezentacja i ujawnianie informacji o aktywach finansowych w sprawozdaniach finansowych wybranych grup kapitałowych notowanych na GPW w Warszawie / Presentation and disclosure concerning financial assets in the financial statements of selected capital groups listed on the Warsaw Stock Exchange.....	201
Anna Spoz, Mariusz Sokolek: Rachunkowość podatkowa instrumentów finansowych – pożyczka w działalności przedsiębiorstw / Tax accounting for financial instruments – a loan in enterprises' activities	214
Joanna Surlejewska: Rozliczenia płatnicze w grupie kapitałowej wykorzystującej cash pooling – wybrane problemy / Payment transactions in a capital group with the use of cash pooling – selected problems	222
Tatjana Verezubova: Aktywa finansowe białoruskich zakładów ubezpieczeniowych w aspekcie prawa bilansowego i podatkowego / Financial assets of Belarusian insurance organizations: accounting and taxation.....	235
Aneta Wszelaki: Zasady wyceny należności kredytowych w bankach w świetle regulacji MSR/MSSF / Valuation rules of receivables credit in banks on the basis of IAS/IFRS	247

Wstęp

Globalizacja i związana z nią swoboda przepływu kapitału, a także rosnąca rola sfery finansowej i kryteriów finansowych w funkcjonowaniu gospodarki wiążą się z systematycznym wzrostem liczby podmiotów dokonujących transakcji na rynkach kapitałowych. W efekcie obserwuje się coraz większy wpływ operacji finansowych na wynik finansowy jednostek, szczególnie tych spoza sektora finansowego, jak również wzrost udziału aktywów finansowych w ich majątku.

Cechą charakterystyczną aktywów finansowych jest szerokie zróżnicowanie celów ich posiadania. Mogą one być nabywane w celach inwestycyjnych, oszczędnościowych, spekulacyjnych, jako zabezpieczenie nadmiaru środków lub zabezpieczenie innych transakcji, mogą też służyć zwiększeniu wartości danej jednostki. Niejednorodność celów posiadania aktywów finansowych skutkuje zróżnicowaniem w zakresie ich klasyfikacji. Sposób klasyfikacji natomiast determinuje sposób ich wyceny oraz prezentacji w sprawozdaniu finansowym.

W niniejszej publikacji znalazły się opracowania dotyczące każdego z tych zagadnień. Klasyfikacja, wycena, prezentacja w sprawozdaniu finansowym oraz kwestie podatkowe związane z aktywami finansowymi mają wciąż charakter dyskusyjny i wywołują wiele wątpliwości natury zarówno teoretycznej, jak i praktycznej.

Uwaga autorów została skupiona między innymi na nowym podejściu do klasyfikowania i wyceniania aktywów finansowych, które zaprezentowano w Międzynarodowym Standardzie Sprawozdawczości Finansowej nr 9. Standard ten zasadniczo zmienia dotychczasowe kryteria klasyfikacji i wyceny aktywów finansowych, które były dotychczas krytykowane za brak przejrzystości i zbyt dużą szczegółowość uregulowania. Nowe zasady klasyfikacji aktywów finansowych mają się opierać na biznesowym modelu zarządzania przyjętym przez kierownictwo jednostki, który może polegać na utrzymywaniu aktywów finansowych w celu uzyskiwania umownych przepływów pieniężnych albo na dokonywaniu ich sprzedaży. Autorzy, którzy podjęli niniejszą tematykę, prowadzą w swoich artykułach dyskusję nad skutkami wprowadzenia nowych kryteriów klasyfikacji, szczególnie w zakresie zasad wyceny, proponując również własne rozwiązania.

Logiczną konsekwencją podjęcia przez kierownictwo jednostki decyzji dotyczących klasyfikacji i wyceny aktywów finansowych jest ich prezentacja w sprawozdaniu finansowym. Autorzy, którzy przeprowadzili badania w zakresie ujawnień aktywów finansowych dokonywanych przez spółki notowane na warszawskiej giełdzie, jak również na giełdach europejskich zgodnie podkreślają, że zakres i sposób prezentacji informacji o aktywach finansowych jest bardzo zróżnicowany i często nie odpowiada wymogom zawartym w regulacjach prawnych i standardach rachun-

kowości. Utrudnia to istotnie porównywanie sprawozdań finansowych i negatywnie wpływa na ich użyteczność decyzyjną.

W kręgu zainteresowań kilku autorów znalazły się również rozważania nad podatkowym aspektem posiadania aktywów finansowych. Wskazują oni na brak precyzyjnych definicji dotyczących aktywów finansowych w prawie podatkowym, co wywołuje wątpliwości interpretacyjne oraz prowadzi do nadużyć zarówno ze strony podatnika, jak i organów podatkowych. Dlatego też kierownik jednostki, dokonując analizy konsekwencji podatkowych każdej zawieranej transakcji, jest zmuszony do korzystania z interpretacji prawa podatkowego oraz bazy orzeczeń i wyroków sądów administracyjnych, które nie są ze sobą spójne.

Zagadnienia klasyfikacji, wyceny i prezentacji aktywów finansowych w sprawozdaniach finansowych są również aktualne w krajach Europy Wschodniej – na Białorusi i w Rosji. Autorzy artykułów dotyczących tych krajów opisują głównie problemy związane z wdrożeniem i stosowaniem regulacji międzynarodowych, uznając jednocześnie, że wynikają one z niedostosowania lub braku regulacji krajowych w zakresie aktywów finansowych.

W niniejszej publikacji znalazły się ponadto opracowania dotyczące szczególnych zagadnień związanych z aktywami finansowymi, w tym np. wyceny aktywów finansowych posiadanych przez banki czy też polityki rachunkowości w zakresie aktywów finansowych prowadzonej przez jednostki sektora finansów publicznych.

Redaktorzy dziękują autorom za interesującą prezentację swoich poglądów naukowych i wyników badań, a recenzentom za istotne uwagi i opinie. Życzą też czytelnikom wzbogacającej wiedzę lektury.

Zbigniew Luty, Aleksandra Łakomiak, Alicja Mazur

Patrycja Chodnicka-Jaworska

Uniwersytet Warszawski
e-mail: pchodnicka@wz.uw.edu.pl

ZAPOWIEDZI ZMIAN CREDIT RATINGÓW BANKÓW A ZMIANY CEN AKCJI

ANNOUNCEMENTS OF BANKS' CREDIT RATINGS CHANGES AND STOCK PRICES CHANGES

DOI: 10.15611/pn.2016.445.03

Streszczenie: Celem artykułu jest analiza wpływu oddziaływania informacji na temat zapowiedzi zmian credit ratingów banków na ich ceny akcji. W artykule dokonano przeglądu literaturowego zarówno w zakresie oddziaływania korekty credit ratingów, jak i ich nastawienia na kursy akcji firm oraz instytucji sektora finansowego. Na jego podstawie postawiono hipotezę: Ceny akcji banków reagują w sposób istotny na oczekiwanie obniżki credit ratingu, a nie są wrażliwe na wzrost noty. Do badania wykorzystano dane pozyskane z bazy Thomson Reuter dla lat 2000-2015, dla akcji banków notowanych na giełdzie z 23 krajów europejskich, łącznie 658 banków. Postawioną hipotezę zweryfikowano z wykorzystaniem metody event study. Jako zmienne zależne wykorzystano zlogarytmowane stopy zwrotu, natomiast jako zmienne niezależne wykorzystano nastawienie krótko- (watch list) i długoterminowe (outlook) wobec ratingów długoterminowych emitenta S&P i Moody's.

Słowa kluczowe: credit rating, nastawienie, ceny akcji.

Summary: The aim of the article is to analyse the impact of signals about the banks' credit rating changes on their stock prices. In the article provides the literature review about the impact of credit rating changes and their announcements on the stock prices of entities and financial institutions. As a result the hypothesis was proposed: banks' stock prices react significantly to the signals about the downgrades of the credit rating changes and are insensitive to the upgrades. The analysis used data collected from the Thomson Reuters database for 2000–2015 for the share prices of banks listed on the stock exchanges in 23 European countries, a total of 658 banks. The hypothesis has been verified by using the event study method. As the dependent variables the logarithmized rates of return of stock prices were taken, and as the independent variables we employed the watch lists and outlooks of long-term issuer credit ratings given by S&P and Moody's.

Keywords: credit rating, credit watch, stock prices.

1. Wstęp

Głównym celem agencji ratingowych jest dostarczanie informacji na temat ryzyka emitenta i proponowanych przez niego papierów wartościowych. Wśród analizowanych podmiotów na rynku europejskim trzy z nich wiodą prym, a mianowicie: Standard & Poor's, Fitch i Moody's. Wspomniane podmioty stanowią ponad 90% rynku. Kluczowa staje się zatem analiza informacji przez nie publikowanych. Podmioty te publikują informacje na temat samego credit ratingu, jak i nastawienia wobec zmian. S&P informuje, że najczęściej dokonuje weryfikacji not ratingowych o okresie od 6 miesięcy do 2 lat po ogłoszeniu nastawienia wobec bieżących ratingów.

Dotychczas przeprowadzone badania sugerują wpływ not ratingowych na kursy akcji, obligacji, stóp procentowych, spreadów na CDSach. Nasuwa się więc pytanie: jak rynek finansowy reaguje na publikację informacji na temat zmiany nastawienia? W zaistniałej sytuacji postanowiono zweryfikować wpływ zapowiedzi zmian credit ratingów na kursy akcji. W badaniu ograniczono się do analizy jednego sektora, a mianowicie sektora bankowego, jako specyficznego z punktu widzenia nadzoru finansowego. Postawiono zatem hipotezę badawczą: Ceny akcji banków reagują w sposób istotny na oczekiwane obniżki credit ratingu, a nie są wrażliwe na wzrosty not. Do badania wykorzystano długoterminowe noty ratingowe publikowane przez Standard & Poor's i Moody's. Wybór tych dwóch agencji ratingowych wynika z podobieństw w stosowanej metodologii badawczej. Ponadto wspomniane dwie agencje ratingowe obejmują ponad 75% rynku.

Praca składa się z trzech rozdziałów i zakończenia. Pierwszy z rozdziałów to przegląd literatury na temat wpływu zmian credit ratingów i nastawienia na kursy akcji. Część druga to opis metodologii badawczej i charakterystyka danych wykorzystanych do badania. Ostatni rozdział to opis wyników zwieńczony zakończeniem

2. Przegląd literatury na temat wpływu zmiany credit ratingów na ceny akcji

Istnieje wiele badań dotyczących wpływu credit ratingów na zmiany kursów instrumentów finansowych. Jednym z nurtów jest analiza zmiany cen akcji w wyniku zmiany not ratingowych. Popularną pracą było badanie wpływu ogłoszenia analizowanych zmian zaproponowane przez Griffina i Sanvicente [1982]. Przeprowadzona przez nich analiza opierała się na wykorzystaniu metody event study dla zmian miesięcznych ponadnormalnych stóp zwrotu. Efektem przeprowadzonych badań był brak związku między analizowanymi zmiennymi, jednak przy wprowadzeniu podziału na wzrosty i obniżki odkryto negatywną reakcję na spadki ratingów.

Jednym z pierwszych badań, w którym wykorzystano dzienne stopy zwrotu, była analiza zaproponowana przez Holthausena i Leftwicha [1986]. Zweryfikowali oni wpływ 1014 zmian credit ratingów nadanych w latach 1977-1982 przez Moody's i S&P oraz 256 nastawień S&P. Zaobserwowali występowanie negatywnej reakcji

w wyniku obniżki not ratingowych oraz brak istotnego statystycznie związku w wyniku ich wzrostu. Podobne wnioski otrzymali również Hand, Holthausen, Leftwich [1992], przeprowadzając analizę dla tego samego zakresu danych zarówno dla rynku akcji, jak i obligacji. W efekcie spadek not ratingowych uznano za istotny dla obu rynków, ale otrzymano nieoczekiwane zmiany stóp zwrotów w wyniku publikacji o nastawieniu przez S&P.

Tabela 1. Wpływ zmian credit ratingów na kursy akcji banków

Autor	Wyniki badań
Schweitzer i inni (1992)	Badanie wpływu zmian credit ratingów banków na kursy akcji. Ceny akcji banków reagują w inny sposób niż ceny akcji podmiotów z innych sektorów z powodu zaostrzonego nadzoru bankowego. Istnieje słaby statystycznie związek w momencie ogłoszenia zmiany ratingu. Stopy zwrotu w związku z obniżką not spadają o 1,5%, a w okresie przed ogłoszeniem o 10-20%. Wzrost noty powoduje zmiany o około 1%. Nadzór skutecznie reaguje na zmiany kondycji sektora bankowego
Gropp, Richards (2001)	1989-2000, analiza zmian zaproponowanych przez S&P, Fitch, Moody's dla banków europejskich, 186 zdarzeń. Wzrost credit ratingu powoduje wzrost ponadnormalnej stopy zwrotu o 1,2% w momencie ogłoszenia i o 1,5% w ciągu 3 dni po ogłoszeniu
Bremer, Pettway (2001)	Badania reakcji akcji banków japońskich na zmiany credit ratingów. Nie występuje istotny statystycznie związek między zamianą ratingu a stopami zwrotu w okresie publikacji ani po jej ogłoszeniu. Tylko analizując średnią z 2 lat, można dostrzec negatywny statystycznie związek między obniżką a spadkiem stóp zwrotu na poziomie 20,6%
Calderoni i inni (2009)	2002-2007, badanie dla zmian credit ratingów zaproponowanych przez Moody's. Występują istotne statystycznie zmiany skumulowanych stóp zwrotu w wyniku obniżki not ratingowych w okresie 2-dniowego okna zdarzenia, podwyżka not jest nieistotna
Hiu, Nuttawat, Puspakaran (2004)	Istotne statystycznie pozytywne (negatywne) reakcje rynku akcji na wzrosty (spadki) not ratingowych, outlooków. Brak reakcji na krótkoterminowe ratingi. Na małym, ale płynnym rynku credit ratingi dostarczają małej ilości informacji dla inwestorów
Vassalou, Xing (2003)	Wielkość rynku kapitałowego, poziom rozwoju gospodarczego, prawdopodobieństwo upadłości odgrywają istotną rolę przy analizie wpływu zmian ratingów na kursy akcji. Istotnym momentem jest moment przed i po publikacji informacji
Almeida, Cunha, Ferreira, Restrepo (2014)	1990-2012, Fitch, Moody's, S&P, obniżki ratingów firm inwestycyjnych i finansowych z 80 krajów. Spadek ratingu powoduje silniejszy spadek inwestycji w podmioty, które go mają, niż te które nie mają ratingu
Jones, Mulet-Marquis (2014)	Banki amerykańskie reagują silniej na obniżki not niż akcje banków zagranicznych

Źródło: opracowanie własne.

Odmienne wyniki otrzymali Goh i Ederington [1993], prowadząc badanie na temat wpływu zmian credit ratingów zaproponowanych przez Moody's w latach 1984-1986. Okazuje się, że występują negatywne stopy zwrotu w wyniku obniżki ratingu, ale zauważono jednocześnie istnienie dodatnich stóp zwrotu w wyniku zwiększenia lewarowania.

Badania przeprowadzone przez Barrona, Clare i Thomasa [1997] dla zmian akcji brytyjskich spółek w latach 1984-1992 sugerują występowanie istotnego statystycznie związku między obniżką not ratingowych i ogłoszeniem zmian nastawienia. Jednocześnie zyski firm posiadających rating kredytowy nie idą w parze z obniżką kosztu pozyskania kapitału.

Pierwsze badania dotyczące istotnego wpływu zarówno obniżki, jak i podwyżki not ratingowych przeprowadzili na zmianach cen akcji firm z Nowej Zelandii tacy autorzy, jak Elayan, Hsu i Meyer [2003].

Linciano [2004], analizując wpływ 299 zmian not proponowanych przez Wielką Trójkę włoskim firmom, uwzględniła wpływ kierunku zmiany, dostępności innych bieżących informacji rynkowych oraz podział względem sektora. Okazało się, że istotny wpływ ma tylko spadek noty i nastawienia, zauważono jednak również, że spadek stóp zwrotu jest niższy w przypadku instytucji finansowych. Istotność wpływu sektora oraz wielkości firmy na analizowaną zmienną podkreślili też Poon i Chan [2008].

Przeprowadzone badania literaturowe skłoniły do analizy wpływu zmian stóp zwrotu z cen akcji banków w wyniku zmian not ratingowych. Wyniki przedstawiono w tab. 1. Okazuje się, że stopy zwrotu z akcji sektora finansowego reagują w inny sposób. Autorzy sugerują, że jest to wynik zaostrzonego nadzoru nad wspomnianymi podmiotami. Zwraca się ponadto uwagę przede wszystkim na wpływ obniżki not ratingowych na kursy akcji. Niejednoznaczność wyników i ograniczona liczba badań na temat wpływu zmian nastawienia agencji ratingowych wobec cen akcji skłoniły autora do głębszej analizy problemu. W związku z tym postanowiono zweryfikować wpływ informacji na temat zapowiedzi zmian not ratingowych banków na stopy zwrotu z akcji tych podmiotów. Postawiono zatem hipotezę badawczą: Ceny akcji banków reagują w sposób istotny na oczekiwane obniżki credit ratingu, a nie są wrażliwe na wzrosty not.

3. Charakterystyka danych i opis metodologii badania

Przeprowadzone badania literaturowe wykazały, że dotychczasowe analizy różnią się między sobą przede wszystkim wykorzystaniem interwału czasowego, wielkością okna zdarzenia, analizą zróżnicowanych sektorów gospodarki. Okazuje się, że do badania wpływu publikacji informacji na temat credit ratingów powinny być wykorzystywane dane dzienne, rynek finansowy bowiem charakteryzuje się wysoką zmiennością i badanie przeprowadzone na danych tygodniowych czy miesięcznych nie byłoby adekwatne do rzeczywistości [Steiner, Heinke 2001].

Do weryfikacji postawionej hipotezy wykorzystano metodę event study. Jej celem jest określenie ponadnormalnych skumulowanych różnic (CAD), przy założeniu braku innych czynników, które wystąpiły w tym czasie. W związku z wysoką zmiennością cen akcji zastosowano okno zdarzenia składające się z 20 dni przed rzeczywistym terminem zdarzenia (4 tygodnie robocze) i 20 dni po konkretnym wydarzeniu, w sumie 41 dni sesyjnych, określonych w przedziale czasu jako $[-21, +23]$. Okres $[-1, +4]$ to okno zdarzenia, natomiast $[-21, -12]$, $[-11, -2]$ i $[+4, +13]$, $[+14, +23]$ to okna zmian przed wydarzeniem i odpowiednio po wydarzeniu. Dzień publikacji informacji oznaczany jest jako 0.

Tabela 2. Dekompozycja ratingów kredytowych, ich nastawienia oraz perspektyw

Moody's Long-term Issuer Rating (Foreign)		S&P's Long-term Issuer Rating		Outlook		Watch list	
rating	kod	rating	kod	outlook	kod	watch list	kod
Aaa	100	AAA	100	negatywny	5	stabilny	10
Aa1	95	AA+	95	stabilny	10	obniżka	5
Aa2	90	AA	90	pozytywny	15	negatywny	5
Aa3	85	AA-	85			pozytywny	15
A1	80	A+	80			podwyżka	15
A2	75	A	75				
A3	70	A-	70				
Baa1	65	BBB+	65				
Baa2	60	BBB	60				
Baa3	55	BBB-	55				
Ba1	50	BB+	50				
Ba2	45	BB	45				
Ba3	40	BB-	40				
B1	35	B+	35				
B2	30	B	30				
B3	25	B-	25				
Caa1	20	CCC+	20				
Caa2	15	CCC	15				
Caa3	10	CCC-	10				
Caa	5	CC	5				
C	0	NR	0				
WR	-5	SD	-5				
NULL	0	NULL	0				
		D	-5				

Źródło: opracowanie własne.

Do weryfikacji poprawności modeli stosowane są testy statystyczne oparte na podnormalnych różnicach, które oznacza się jako różnicę między rzeczywistą wartością spreadu na każdy dzień w oknach zdarzeń i wartością oczekiwaną mierzoną jako średnia dziennych różnic dla poprzednich 60 dni roboczych poprzedzających okna zdarzenia. W ten sposób otrzymujemy ponadnormalne różnice, których statystyczną odróżnialność od zera sprawdzamy za pomocą statystyki t-Studenta w odpowiednich podgrupach. Testy parametryczne przypisują równe szanse osiągnięciu zarówno pozytywnych, jak i negatywnych odchyień od wartości oczekiwanej. Mała liczba obserwacji może osłabić moc testów statystycznych, co sugeruje, że należy rozważyć znaczenie ekonomiczne i statystyczne wyników.

W badaniu jako zmienne zależne wykorzystano nastawienia wobec długoterminowych ratingów kredytowych publikowanych przez Standard & Poor's i Moody's. Wybór tych dwóch agencji ratingowych podyktowany jest największym udziałem w rynku analizowanych podmiotów. Jako zmienne zależne wykorzystano natomiast zlogarytmowane stopy zwrotu z rynku akcji. Dane zebrano z bazy Thomson Reuters dla banków z wybranych krajów europejskich¹. Do analizy wykorzystano obserwacje z okresu od 1 stycznia 2000 r. do 31 grudnia 2015 roku. Następnie dokonano klasyfikacji pod względem poprawy i pogorszenia nastawienia wobec not ratingowych.

4. Analiza wyników wpływu zmian zapowiedzi dotyczących credit ratingów na kursy akcji

W prezentowanym badaniu postanowiono zweryfikować wpływ zmian nastawienia krótkoterminowego (watch list) oraz długoterminowego (outlook) na ceny akcji banków. Wyniki estymacji wpływu zmian zaprezentowano odpowiednio w tab. 3 i 4.

Okazuje się, że w przypadku poprawy outlooku rynek jest niewrażliwy na ogłoszenie takiej decyzji przez Moody's w każdym z analizowanych okresów. Natomiast występuje istotny statystycznie wpływ jego wzrostu w przypadku S&P. W okresie pre-event window wynoszącym od 21 do 12 dni przed podaniem do publicznej decyzji o zmianie, zlogarytmowane stopy zwrotu rosną o 1,2 p.p. W sytuacji obniżki outlooku rynek akcji jest wrażliwy na każdą informację publikowaną przez obie agencje. Inne są natomiast siła i moment reakcji. W przypadku Moody's korekta ma miejsce w okresie pre-event window wynoszącym od 21 do 12 dni od momentu zdarzenia, a zlogarytmowane stopy zwrotu są niższe o 5 p.p. Natomiast rynek reaguje na spadek nastawienia długoterminowego w okresie od 11 do 2 dni przed ogłoszeniem informacji o 1,1 p.p.

¹ Austria, Belgia, Bułgaria, Chorwacja, Czechy, Dania, Francja, Niemcy, Grecja, Węgry, Irlandia, Holandia, Norwegia, Polska, Portugalia, Rosja, Słowacja, Hiszpania, Szwecja, Szwajcaria, Turcja, Ukraina, Wielka Brytania.

Tabela 3. Estymacja wpływu zmiany outlooków ratingów kredytowych banków na zlogarytmowane stopy zwrotu ich cen akcji

Outlook	Moody's		S&P	
	wzrost	spadek	wzrost	spadek
pre-event window [-21; -12]				
α	0,00700	-0,0512*	0,0122*	-0,00933
t-Student	(0,39)	(-2,46)	(2,04)	(-1,38)
N	18	11	229	259
pre-event window [-11; -2]				
α	-0,00248	-0,0233	0,00144	-0,0113***
t-Student	(-0,07)	(-1,61)	(0,23)	(-1,75)
N	18	11	229	259
event widnow [-1; +3]				
α	-0,00608	-0,00287	-0,00397	-0,00542
t-Student	(-0,98)	(-0,43)	(-0,67)	(-0,96)
N	18	11	229	259
post-event window [+4; +13]				
α	0,00824	0,0121	0,00609	0,00498
t-Student	(0,55)	(0,74)	(1,08)	(0,75)
N	18	11	229	259
post-event window [+14; +23]				
α	0,00447	-0,00365	0,00000783	0,00274
t-Student	(0,21)	(-0,22)	(0,00)	(0,47)
N	18	11	229	259

***, **, * oznacza odpowiednio istotność na poziomie 1%, 5%, 10%.

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 4. Estymacja wpływu zmiany watch list ratingów kredytowych banków na zlogarytmowane stopy zwrotu ich cen akcji

Watch list	Moody's		S&P	
	wzrost	spadek	wzrost	spadek
1	2	3	4	5
pre-event window [-21;-12]				
α	0,0356***	0,0142	-0,00984	0,0535
t-Student	(4,81)	(0,27)	(-0,35)	(1,19)
N	16	3	5	10
pre-event window [-11;-2]				
α	0,0255	-0,0590**	0,0817	-0,00264

Tabela 4, cd.

1	2	3	4	5
t-Student	(0,84)	(-16,72)	(0,74)	(-0,06)
N	16	3	5	10
event window [-1;+3]				
α	-0,000841	-0,0122	-0,0343	-0,0277
t-Student	(-0,13)	(-0,40)	(-0,77)	(-1,21)
N	16	3	5	10
post-event window [+4; +13]				
α	-0,0174	-0,0364	0,0512	0,0132
t-Student	(-1,31)	(-1,10)	(0,97)	(1,07)
N	16	3	5	10
post-event window [+14; +23]				
α	0,0441***	0,00693	-0,0641	-0,0187
t-Student	(4,20)	(0,17)	(-0,98)	(-0,44)
N	16	3	5	10

***, **, * oznacza odpowiednio istotność na poziomie 1%, 5%, 10%.

Źródło: opracowanie własne.

W dalszej części badania dokonano analizy wpływu zmiany watch list na zlogarytmowane stopy zwrotu z akcji banków. Dowiedziono brak istotnego statystycznie oddziaływania informacji na temat korekty nastawienia krótkoterminowego publikowanego przez S&P na zlogarytmowane stopy zwrotu z cen akcji banków. Inaczej sytuacja wygląda w przypadku informacji publikowanej przez Moody's. Rynek akcji reaguje zarówno w sytuacji wzrostu, jak i spadku zmiany nastawienia publikowanego przez Moody's. Poprawa watch list skutkuje wzrostem zlogarytmowanych stóp zwrotu o 3,5 p.p. w okresie od 21 do 12 dni przed ogłoszeniem, natomiast w sytuacji obniżki o 6 p.p. w czasie od 11 do 2 dni przed podaniem do informacji publicznej.

5. Zakończenie

Agencje ratingowe publikują kluczowe informacje na temat ryzyka kredytowego emitenta. Gros dotychczasowych badań odnosiło się do analizy wpływu zmian credit ratingów na ceny akcji spółek ze wszystkich sektorów. Zaledwie nieliczne analizy odnoszą się do badania tego zjawiska w ramach sektora bankowego. Występują braki literaturowe na temat wpływu samych zmian nastawienia na kursy akcji banków. W związku z tym w prezentowanej pracy postawiono hipotezę badawczą: Ceny akcji banków reagują w sposób istotny na oczekiwane obniżki credit ratingu, a nie są wrażliwe na wzrosty not.

Otrzymaone wyniki są silnie zróżnicowane w zależności od agencji publikującej informacje o nastawieniu. Okazuje się, że rynek akcji jest bardziej wrażliwy na obniżki outlooku proponowane przez Moody's niż przez S&P. Jednocześnie w przypadku S&P istotna jest również poprawa nastawienia długoterminowego. W związku z tym można zauważyć, że korekta zlogarytmowanych stóp zwrotu z akcji banków następuje przed momentem ich ogłoszenia, co jest zgodne z hipotezą rynków efektywnych Famy. W dotychczas przeprowadzonych badaniach wskazywano, że stopy zwrotu z cen akcji banków reagują na poziomie ok. 1-2 p.p. Prezentowane wyniki sugerują, że rynek bardziej reaguje na zmianę nastawienia niż na samą korektę credit ratingu. W przypadku ogłoszenia krótkoterminowego nastawienia okazuje się, że występuje istotny statystycznie wpływ tylko w przypadku podania informacji przez Moody's, zarówno w razie ogłoszenia poprawy, jak i pogorszenia watch list. W każdym z analizowanych przypadków występuje silniejszy wpływ spadku niż podwyżki nastawienia.

Literatura

- Almeida H., Cunha I., Ferreira M.A., Restrepo F., 2016, *The real effects of credit ratings: The sovereign ceiling channel*, Journal of Finance, w druku.
- Barron M.J., Clare A.D., Thomas S.H., 1997, *The effect of bond rating changes and new ratings on UK stock returns*, Journal of Business Finance and Accounting, no. 24, s. 497-509.
- Bremer M., Pettway R.H., 2002, *Information and the market's perceptions of Japanese bank risk: Regulation, environment, and disclosure*, Pacific-Basin Finance Journal, no. 10, s. 119-139.
- Calderoni F., Colla P., Gatti S., 2009, *Rating Changes: The European Evidence*, Carefin Research Paper Series, June.
- Ederington L.H., Goh J.C., 1993, *Is a bond rating downgrade bad news, good news, or no news for stockholders?*, Journal of Finance, vol. 48, no. 5, s. 2001-2008.
- Elayan F.A., Hsu W.H., Meyer T.O., 2003, *The informational content of credit rating announcements for share prices in a small market*, Journal of Economics and Finance, vol. 27, no. 3.
- Gray R., Owen D., Sopher M.J., 1998, *Setting up a control system for your organization*, Nonprofit World, vol. 16, no. 3, s. 65-76.
- Griffin P.A., Sanvicente A.Z., 1982, *Common stock returns and rating changes: A methodological comparison*, Journal of Finance, no. 37, s. 103-120.
- Gropp R., Richards A.J., 2001, *Rating agency actions and the pricing of debt and equity of European banks: What can we infer about private sector monitoring of bank soundness?*, European Central Bank, Working Paper, no. 76, August.
- Hand J.R.M., Holthausen R.W., Leftwich R.W., 1992, *The effect of bond rating agency announcements on bond and stock prices*, The Journal of Finance, vol. 47, no. 2, s. 733-752.
- Hiu L., Nuttawat V., Puspakaran K., 2004, *Effects of credit rating announcements: The Swedish stock market*, International Journal of Finance, vol. 16, no. 1, s. 28-72.
- Holthausen R.W., Leftwich R.W., 1986, *The effect of bond rating changes on common stock prices*, Journal of Financial Economics, no. 17, s. 57-89.
- Jones E., Mulet-Marquis Q., 2014, *The Stock Market Reaction to Changes to Credit Ratings of US-Listed Banks*, Centre for Finance and Investment Discussion Paper Series DP2013-AEF03, British Accounting and Finance Association (BAFA) Scottish Area Group Conference, September.

- Linciano N., 2004, *The reaction of stock prices to rating changes*, Working Paper, Rome.
- Poon W.P.H., Chan K.C., 2008, *An Empirical Examination of the Informational Content of Credit Ratings in China*, Journal of Business Research, vol. 61, no 7, s. 790-797.
- Schweitzer R., Szewczyk S., Varma R., 1992, *Bond rating agencies and their role in bank market discipline*, Journal of Financial Services Research, no. 6, s. 249-263.
- Steiner M., Heinke V.G., 2001, *Event study concerning international bond price effects on credit rating actions*, International Journal of Finance and Economics, no. 6, s. 139-157.
- Vassalou M., Xing Y., 2003, *Equity returns following changes in default risk: New insights into the informational content of credit ratings*, Working Paper, Columbia University.