



FINANSE i PRAWO FINANSOWE

JOURNAL of FINANCE and FINANCIAL LAW

ISSN 2353-5601

**NUMER SPECJALNY 2/2023
SPECIAL ISSUE 2/2023**

 **WYDZIAŁ EKONOMICZNO-
SOCJOLOGICZNY**
Uniwersytet Łódzki

 **UNIwersYTET
ŁÓDZKI**

**FINANSE i PRAWO
FINANSOWE**

**JOURNAL of FINANCE
and FINANCIAL LAW**

ISSN 2353-5601

NUMER SPECJALNY 2/2023

SPECIAL ISSUE 2/2023

Rada Naukowa

Femi Ayoola (University of Ibadan, Nigeria)
Djula Borozan (University of Osijek, Chorwacja)
Raffaella Ciuffreda (University of Sannio, Włochy)
Zbysław Dobrowolski (Uniwersytet Jagielloński, Polska)
Teresa Famulska (Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Polska)
Stanisław Flejterski (Uniwersytet Szczeciński, Polska)
Jerzy Gajdka (Uniwersytet Łódzki, Polska)
Grzegorz Gołębiowski (Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie, Polska)
Iryna Hryhoruk (Vasyl Stefanyk Precarpathian National University, Ivano-Frankiv's'k, Ukraina)
Ireneusz Jaźwiński (Uniwersytet Szczeciński, Polska)
Hongjoo Jung (Sungkyunkwan University Seoul, Korea Pld.)
Sami Kajalo (Aalto University, Finlandia)
Stanisław Kasiewicz (Szkoła Główna Handlowa w Warszawie: SGH, Polska)
Zbigniew Kmiecik (Uniwersytet Łódzki, Polska)
Sophia Lobozyńska (Ivan Franko L'viv National University of Lviv, Ukraina)
Maciej Malaczewski (Uniwersytet Łódzki, Polska)
Elena Manas (University of Alcalá de Henares, Hiszpania)
Daniel Meyer (College of Business and Economics in Johannesburg, RPA)
Veronika Miťková (Comenius University Bratislava, Słowacja)
María del Carmen Montero Bancalero (Universidad de Sevilla)
Paulo Reis Mourao (University of Minho, Braga, Portugalia)

Yunju Nam (University at Buffalo of New York, USA)
Kazumi Naito (Keio University, Japonia)
Abdelhamid Nechad (ENCG Tangier, Maroko)
Dijana Oreski (University of Zagreb, Hiszpania)
Witold Orłowski (Uniwersytet Łódzki, Akademia Finansów i Biznesu Vistula, Polska)
Fazilah Mohd Razali (University Putra Malaysia, Selangor, Malezja)
Humberto Nuno Rito Ribeiro (University of Aveiro, Portugalia)
María Dolores Alcaide Ruiz (University of Seville, Hiszpania)
Ramona Rupeika-Apoga (University of Latvia, Ryga, Łotwa)
Edyta Rutkowska-Tomaszewska (Uniwersytet Wrocławski, Polska)
Carmen Sanchez (Universidade de Santiago de Compostela, Hiszpania)
Wolfgang Scherf (Justus Liebig University, Giessen, Niemcy)
Francisco Serrano Dominguez (Universidad de Sevilla, Hiszpania)
Biagio Simonetti (University of Sannio, Włochy)
Iryna Skomorowycz (Ivan Franko National University of Lviv, Ukraina)
Magdalena Maria Stuss (Uniwersytet Jagielloński, Polska)
Anna Tarabasz (SP Jain School of Global Management, Dubai, Zjednoczone Emiraty Arabskie)
Mahmut Tekce (Uniwersytet Marmara, Turcja)
Fátima Teresa Sol Murta (University of Coimbra, Portugalia)
Jacek Tomkiewicz (Akademia Leona Koźmińskiego, Warszawa, Polska)
Harry W. Trummer (Goethe University, Frankfurt, Niemcy)
Ulyana Vladychyn (Ivan Franko National University of Lviv, Ukraina)
Leon Wolff (Hitotsubashi University, Tokyo, Japonia)
Valentyna Mykhailivna Yakubiv (Vasyl Stefanyk Precarpathian National University, Ukraina)

Zespół Redakcyjny

Redaktor Naczelny

Iwona Dorota Czechowska (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)
Paulo Reis Mourao (University of Minho, Braga, Portugalia)

Zastępca Redaktora Naczelnego

Dagmara Hajdys (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)
Ramona Rupeika-Apoga (University of Latvia, Ryga, Łotwa)

Redaktor Tematyczny: Finanse

Monika Marcinkowska (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)
Sophia Lobozyńska (Ivan Franko L'viv National University of Lviv, Ukraina)

Redaktor Tematyczny: Prawo Finansowe

Edyta Rutkowska-Tomaszewska (Uniwersytet Wrocławski, Wydział Prawa, Administracji i Ekonomii)
Anna Mlostorń-Olszewska (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)

Redaktor Tematyczny: Zarządzanie finansami przedsiębiorstw i rynek kapitałowy

Monika Bolek (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)

Redaktor Tematyczny: Rozwój gospodarczy

Abdelhamid Nechad (ENCG Tangier, Maroko)

Redaktor Tematyczny: Technologia i zarządzanie

Humberto Nuno Rito Ribeiro (University of Aveiro, Portugalia)

Redaktor Języka Angielskiego

Katarzyna Walińska (Uniwersytet Łódzki, Studium Języków Obcych)

Redaktor Statystyczny

Wojciech Zatoń (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)
Łukasz Ziarko (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Statystyki i Demografii)

Redaktor ds. Organizacyjno-Prawnych

Agnieszka Czajkowska (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)
Tomasz Florczak (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)

Redaktor Naukowy

Joanna Stawska (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)
Magdalena Ślebocka (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)
Fátima Teresa Sol Murta (University of Coimbra, Portugalia)

Redaktor ds. umiędzynarodowienia czasopisma

Małgorzata Jabłońska (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)
Robert W. McGee (Fayetteville State University, Stany Zjednoczone)
Mahmut Tekce (Uniwersytet Marmara, Istambul, Turcja)

Sekretariat Redakcji

Małgorzata Jędraszczyk (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)

Redaktor Techniczny

Leonora Gralka (Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego)
Katarzyna Michalska (Absolwentka Uniwersytetu Łódzkiego, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny)
Monika Wolska-Bryl (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny)

Obsługa strony IT

Jacek Sikorski (Absolwent Uniwersytetu Łódzkiego, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny)
Dariusz Jędrzejka (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)

Stała współpraca:

Marta Padaszyńska (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)
Radosław Witczak (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)
Wojciech Zatoń (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)
Artur Zimny (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów)
Studenckie Koło Naukowe Analiz i Prognozowania Gospodarczego 4Future (Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny)

Wszystkie artykuły publikowane w czasopiśmie przeszły podwójną – ślepą recenzję.

SPIS TREŚCI

Justyna Zabawa, Ewa Łosiewicz-Dniestrzańska – GRI (Global Reporting Initiative) jako standard raportowania informacji niefinansowych w obszarze ESG (Environmental, Social, Corporate Governance). Przypadek banków notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie	7
Małgorzata Pawłowska – Wpływ przedsiębiorstw FinTech na poziom konkurencji w sektorze finansowym. Wzrost czy osłabienie konkurencji?	27
Jan Koleśnik – Systemically Important Banks – Risk Transfer in the Euro Area	57
Justyna Franc-Dąbrowska – Ufinansowanie ziemi rolnej – współczesne przejawy finansjalizacji czy powrót do korzeni ludzkości?	81
Mateusz Folwarski – Analiza sytuacji grup banków spółdzielczych w Polsce w zmiennym otoczeniu makroekonomicznym	103
Dorota Podedworna-Tarnowska – A New Approach to Underpricing Phenomenon in Poland	123
Magdalena Kozińska – Senior Non-preferred Bonds as an Instrument to Meet the MREL Requirement	145
Czesław Bartłomiej Martysz, Joanna Skrodzka – Dwie dekady nadużyć na rynku w Polsce. Manipulacje instrumentami finansowymi oraz ujawnianie i wykorzystywanie informacji poufnych w latach 2002–2022	169
Rafał Tuzimek – Fuzje i przejęcia w czasie pandemii Covid-19 w Polsce	197
Iwona Dorota Czechowska, Dagmara Hajdys, Magdalena Ślebocka – Irregularities in Consumer Credit Agreements in Poland, the Context of Consumer Protection in the Financial Services Market	215
Michał Comperek – Jakość wyników finansowych raportowanych w sprawozdaniach finansowych grup kapitałowych	233

GRI (GLOBAL REPORTING INITIATIVE) JAKO STANDARD RAPORTOWANIA INFORMACJI NIEFINANSOWYCH W OBSZARZE ESG (ENVIRONMENTAL, SOCIAL, CORPORATE GOVERNANCE). PRZYPADEK BANKÓW NOTOWANYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

Justyna Zabawa*

Ewa Łosiewicz-Dniestrzańska**



<https://doi.org/10.18778/2391-6478.S2.2023.01>

GRI (GLOBAL REPORTING INITIATIVE) AS A REPORTING STANDARD OF NON-FINANCIAL INFORMATION IN THE AREA OF ESG (ENVIRONMENTAL, SOCIAL, CORPORATE GOVERNANCE) THE CASE OF BANKS LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

ABSTRACT

The purpose of the article. The objectives of the article: 1) identification of currently applicable regulations (in the field of “hard law” and “soft law”) in the area of ESG relating to the banking sector in the period 2015–2023; 2) defining the scope of the implementation of the GRI standard for non-financial reporting in the banking sector on the example of banks listed on the Warsaw Stock Exchange in the period 2017–2022, with particular emphasis on banks from the WIG-ESG index.

Methodology. The research methods used include, among others: critical analysis of the literature on the subject, analysis of legal acts and regulations, analysis of non-financial reports of the surveyed banks.

Results of the research. The study analyzed issues related to: the standards used in non-financial reporting, participation in the WIG-ESG Index, integration of financial and non-financial data, as well as the evaluation of report names. It has been confirmed that the GRI (Global Reporting

* Prof. dr hab., Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, e-mail: justyna.zabawa@ue.wroc.pl, <https://orcid.org/0000-0001-5303-5029>

** Dr, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, e-mail: ewa.losiewicz-dniestrzanska@ue.wroc.pl, <https://orcid.org/0000-0001-7195-4088>

Initiative) Standard is currently the dominant standard for reporting of non-financial information in the banking sector. Additionally, more and more banks have integrated non-financial data with financial data. Nine out of ten banks were included in the composition of the WIG-ESG Index.

Keywords: bank, ESG, CSR, GRI, regulations, non-financial reporting.

JEL Class: G21; Q51; Q57.

WSTĘP

Problematyka raportowania informacji niefinansowych oraz kwestii regulacyjnych związanych z obszarem ESG (Environmental, Social, Corporate Governance) w sektorze bankowym stanowi przedmiot zainteresowania coraz szerszego kręgu interesariuszy. Aspekty odnoszące się do zagadnień: środowiskowych, społecznych oraz ładu korporacyjnego są obecnie omawiane w krajowej i zagranicznej literaturze przedmiotu, również w kontekście sektora finansowego. Jednak kwestie związane z raportowaniem informacji niefinansowych oraz aspektów regulacyjnych w sektorze bankowym są nadal stosunkowo w niewielkim zakresie podejmowane przez autorów. Dodatkowo można wskazać na coraz większą liczbę regulacji, na gruncie prawa krajowego i międzynarodowego, odnoszących się do aspektów ESG i dotyczących podmiotów sektora bankowego. W tym miejscu można wymienić m.in.: Dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże spółki oraz grupy NFRD (Non-Financial Reporting Directive); Dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady – 2022/2464 w odniesieniu do sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive); Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady UE – 2019/2088 w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation), czy też Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady UE w sprawie Taksonomii – 2020/852 w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje. W artykule szczególna uwaga została poświęcona sektorowi bankowemu, jako dominującej części sektora finansowego w Polsce. Wg danych NBP stanowi on 75,6% aktywów całego sektora finansowego na koniec 2022 roku [Raport NBP 2023]. Ponadto można wskazać na: wytyczne EBA (European Banking Authority) oraz standardy raportowania informacji niefinansowych, jak np. GRI (Global Reporting Initiative).

Jako cele artykułu wskazano:

1) identyfikację obowiązujących regulacji (w zakresie „hard law” i „soft law”) w obszarze ESG odnoszących się do sektora bankowego w okresie 2015–2023;

2) określenie zakresu implementacji standardu GRI w raportowaniu niefinansowym w sektorze bankowym na przykładzie banków notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie 2017–2022, ze szczególnym uwzględnieniem banków z indeksu WIG-ESG.

Artykuł składa się z pięciu części: wstęp, raportowanie niefinansowe w sektorze finansowym – analiza literatury przedmiotu, aspekty regulacyjne w prawie krajowym i międzynarodowym, standardy raportowania niefinansowego, raportowanie niefinansowe w bankach na GPW, wyniki badań oraz podsumowanie.

Wśród zastosowanych metod badawczych można wymienić m.in.: krytyczną analizę literatury przedmiotu, analizę aktów prawnych i regulacji, analizę raportów niefinansowych badanych banków.

1. RAPORTOWANIE NIEFINANSOWE W SEKTORZE FINANSOWYM – ANALIZA LITERATURY PRZEDMIOTU

Raportowanie niefinansowe w obszarze ESG ze szczególnym uwzględnieniem aspektu środowiskowego (Environmental), ale także społecznego (Social) i ładu korporacyjnego (Corporate Governance), będące rozwinięciem koncepcji CSR, do roku 2024 obowiązuje tylko duże przedsiębiorstwa, zatrudniające ponad 500 pracowników i jednocześnie będące jednostkami zainteresowania publicznego (JZP), do których zalicza się m.in. banki. Docelowo (do 2026 r.) obowiązkiem tym będą objęte wszystkie pozostałe spółki notowane na giełdzie. Obowiązek ten nakłada Dyrektywa w sprawie sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive).

W związku z nadchodzącymi zmianami w zakresie raportowania niefinansowego (ESG), problem jest coraz szerzej opisywany w literaturze. W piśmiennictwie z obszaru ekologicznej odpowiedzialności w działalności banku od kilku lat zauważa się znaczący wzrost liczby publikacji poruszających tę tematykę. Analiza literatury przedmiotu stanowi głównie podsumowanie wyników zapytań o artykuły naukowe związane z zielonymi finansami i ESG w powiązaniu z bankami, jakie zwróciła baza Web of Science za okres od 2019 roku do 25.08.2023 roku (GRI, jako słowo kluczowe autora jest rzadko wyszukiwane). Można wskazać dużą liczbę publikacji szeroko i ogólnie opisujących zagadnienie CSR, jak również zauważa się szybko rosnącą liczbę artykułów poruszających tematykę zależności między efektywnością finansową banków, a realizacją działań z zakresu CSR, co jednak nie stanowi celu tego artykułu. Trzeba podkreślić znaczenie wpływu CSR na istotność informacji finansowych ujawnianych przez firmy bardziej odpowiedzialne społecznie, przez co te informacje stają się bardziej wiarygodne i istotne pod względem wartości [Bolibok 2021].

Najnowsze regulacje z obszaru ESG narzucają standardy raportowania informacji niefinansowych, przez co sprzyjają wzrostowi przejrzystości działalności banków, nie tylko w aspektach ESG. Daje to mocne podstawy do analizowania i oceny stopnia wypełniania przez banki wymagań jak i wpływu poniesionych przez nie nakładów na wyniki finansowe w obszarach ESG.

Rozwinięcie inicjatyw z obszaru CSR w kierunku raportowania ESG prze staje być zachowaniem modnym i staje się koniecznością, która również dla banków wciąż jest wyzwaniem [Gutiérrez-Torrenova 2021].

Banki rozszerzają inicjatywę raportowania niefinansowego ESG również na firmy, którym udzielają finansowania. W ten sposób banki promują politykę korporacyjną w zakresie środowiska, społeczeństwa i ładu korporacyjnego. Banki informują otoczenie, że są bardziej skłonne do współpracy z kredytobiorcami, którzy mają wysokie oceny indeksów ESG [Houston i Shan 2022; Chang i in. 2021]. W procesie oceny zdolności kredytowej przyjmują one pozytywne stanowisko wobec wnioskodawców zaangażowanych w działania prośrodowiskowe, promując w ten sposób udzielanie zielonych kredytów.

Rosnąca rola ESG w decyzjach ekonomicznych jest zauważalna również w podejmowaniu przez banki decyzji w transakcjach fuzji i przejęć (M&A – Mergers and Acquisitions). W analizowanej literaturze są przedstawiane dowody istnienia pozytywnej korelacji między kryteriami ESG, a wzrostem wartości w obszarze M&A [Barros i in. 2022; Houston i Shan 2022; Ozdemir, Binesh i Erkmén 2022; Petridis i in. 2022]. Uwzględnianie w procesie podejmowania decyzji gospodarczych, obok czynników finansowych także czynników ekologicznych oraz społecznych i z obszaru ładu gospodarczego, nie jest jednoznacznie oceniane. Banki deklarują osiąganie pozytywnego związku między redukcją emisji gazów cieplarnianych, a osiąganymi wynikami finansowymi, ale nie uzyskują potwierdzenia korzystnego wpływu na te wyniki ani poprzez politykę odpowiedzialności społecznej, ani przez wzrost jakości systemu ładu korporacyjnego [Batae i in. 2021]. Ujawnianie informacji niefinansowych z obszaru ESG daje różne efekty w zależności od przyjętego kryterium [Gutiérrez-Ponce i Wibowo 2023]. Czynnik społeczny ma wysoki pozytywny wpływ na wartość ROE (Return On Equity, rentowność kapitałów własnych) i ROA (Return On Assets, rentowność aktywów), natomiast nakłady w obszarze ładu korporacyjnego są oceniane jako mocno negatywnie wpływające na wartość rynkową przedsiębiorstwa. Aspekt środowiskowy, który najczęściej jest opisywany w literaturze, według większości autorów publikacji nie ma istotnego wpływu na wyniki finansowe badanych banków. Autorzy zwracają uwagę na ograniczoną dostępność danych z obszaru ESG, co mogło wpłynąć na uzyskane wyniki. Nie zmienia to faktu, że ważne jest ujawnianie informacji dotyczących zrównoważonego rozwoju przez banki [Tóth i in. 2021].

Banki idą w zgodzie z ideą ESG i oferują produkty takie, jak zrównoważone, zielone i społeczne obligacje, zielone finansowanie projektów obejmujących

oszczędność energii i efektywność energetyczną, zmniejszenie emisji gazów cieplarnianych do atmosfery czy zmniejszenie zużycia wody. Przewiduje się, że w następnym etapie ewolucji ESG zaczną one wydawać odmowne decyzje finansowania niektórych sektorów gospodarki o niskich wartościach indeksów ESG [Bortnikov i Lyubich 2022]. Włączenie kryteriów ESG (banki koncentrują się głównie na wpływie na klimat) do procesu oceny wniosków kredytowych dla mniejszych podmiotów gospodarczych, tj. MŚP, okazuje się być problem w całej Europie. Nowe regulacje UE stale rozszerzają liczbę raportujących podmiotów, zmierzając w kierunku włączenia do raportowania ESG przedsiębiorstw z grupy MŚP. Ich potrzeby kredytowe w dużym stopniu finansują banki regionalne, których odpowiednikiem w Polsce mogą być banki spółdzielcze. Ci kredytodawcy nie są jednak aktywnymi i angażującymi się podmiotami na rzecz zielonej transformacji. Nałożenie na tego typu banki obowiązku uwzględnienia kryteriów ESG w ocenie wniosków kredytowych ułatwiłoby wyegzekwowanie rozszerzanego raportowania i wprowadzenie bardziej rygorystycznych obowiązków informacyjnych [Flögel i in. 2023]. Może to jednak spowodować tylko techniczne podejście do wdrażania kryteriów ESG oraz stosowanie praktyk o charakterze *green-washing*, zarówno przez banki, jak i przez oceniane przez nie przedsiębiorstwa [Gai i in. 2023]. Zdarza się, że banki o niskich wartościach indeksów ESG celowo udzielają kredytów firmom o wyższym ratingu ESG, co wpływa na polepszenie ich wizerunku na rynku [Liu i in. 2023; cyt. Za: Huang i in. 2022]. Poprawa wskaźników ESG przez firmy wnioskujące o kredyty stanowi dla nich duże wyzwanie w postaci inwestycji proekologicznych. Niezbędne jest wsparcie, którego firmy oczekują nie tylko z budżetu państwa w formie dotacji, ale również od banków w postaci korzystnych zielonych instrumentów finansowych [Purkayastha i Sarkar 2021].

Niektóre banki mogą być niekonsekwentne w swoich procesach ujawniania informacji, a ich działania pro-społeczne mogą być nieujęte w wynikach ESG, co zmniejsza ich wiarygodność [Ndebele i in. 2023]. Dotyczy to zarówno wyników ekonomicznych, jak i wyników ESG, ponieważ wpływają one na większość branż poprzez swoje inwestycje i udzielane kredyty.

Wyniki badań przedstawione przez J. Gunawan i in. [Gunawan i in. 2022] zwracają uwagę na niewystarczający poziom ujawnień dotyczących zrównoważonego rozwoju i zielonej bankowości, ponieważ ujawnienia środowiskowe są wciąż niskie.

W obszarze ujawnień informacji finansowych i niefinansowych autorki [Nieto i Papathanassiou 2023] podkreślają rolę kanału finansowania bankowego i poprawie regulacji. Zwracają uwagę na konieczność ujednoczenia taksonomii UE (regionalnej, krajowej) z międzynarodową. Wyciągają wniosek, że „aby taksonomia była użyteczna, musi być połączona z danymi od kredytobiorców i banków, które umożliwią nadzorcom ocenę czy banki finansują działania zgodne

z taksonomią i porównanie z innymi bankami”. Banki odpowiedzialne społecznie częściej kontrolują kredytobiorców, monitorują kredyty i ograniczają występowanie złych kredytów.

Ewentualny obowiązek prawny odnoszący się do ujawniania pewnych standardowych zestawów informacji związanych z ESG byłby pomocny w zmniejszeniu asymetrii informacji rynkowych [Grygiel-Tomaszewska i Turek 2021]. Raportowanie niefinansowe stawia przed bankami określone wyzwania aplikacyjne wynikające zarówno z uwarunkowań formalnych, jak i z konieczności uwzględniania zmieniających się oczekiwań. Ważny jest kontekst aplikacyjny tych raportów, których natura zwykle wykracza poza czysto raportowy charakter [Nosowski i in. 2018]. Standardy GRI stanowią najbardziej popularną [KPMG 2023], a nawet najlepszą międzynarodową praktykę w zakresie raportowania zrównoważonego rozwoju [Ferraro i Cristiano 2022]. Obowiązek raportowania w ujednocionym standardzie, np. GRI, niewątpliwie zwiększyłby przejrzystość prowadzonej działalności przez banki.

Przytoczone informacje dostarczają dowodów na utrzymywanie się luki badawczej w odniesieniu do zakresu implementacji i korzyści z wprowadzenia obowiązku raportowania informacji niefinansowych i potrzeby ich ujednoczenia w Polsce np. do formy standardów GRI.

2. ASPEKTY REGULACYJNE W PRAWIE KRAJOWYM I MIĘDZYNARODOWYM

We współczesnych gospodarkach można zaobserwować intensywny wzrost regulacji w zakresie ESG. Zjawisko to odnosi się zarówno do wymiaru międzynarodowego, jak i krajowego. Wybrane, ważniejsze aspekty regulacyjne z perspektywy sektora bankowego zostały przedstawione w ujęciu chronologicznym (lata 2015–2023) w tabeli 1.

Tabela 1. Regulacje ESG w ujęciu chronologicznym, lata 2015–2023

2015	2016	2018	2019
<p>09.2015 Agenda 2030</p> <p>12.2015 Porozumienie Paryskie – pierwsze w historii prawnie wiążące światowe porozumienie w dziedzinie klimatu</p>	<p>12.2016 Powołanie przez Komisję Europejską grupy ekspertów wysokiego szczebla do spraw zrównoważonego finansowania</p>	<p>03.2018 Publikacja Planu działania na rzecz zrównoważonego wzrostu gospodarczego <i>EU Action Plan Financing Sustainable Growth</i></p>	<p>01.2019 Publikacja raportu TEG (EU Technical Expert Group) Climate-related disclosures</p> <p>06.2019 Publikacja – Report on EU Taxonomy – Report on EU Green Bond</p>

2020	2021	2022	2023
<p>03.2020 Europejskie Prawo Klimatyczne</p> <p>03.2020 Europejska Strategia Przemysłu <i>Circular Economy Action Plan</i></p> <p>06.2020 Rozporządzenie w sprawie Taksonomii UE (2020/852)</p> <p>12.2020 Europejski Pakt Klimatyczny</p>	<p>03.2021 Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFRD, 2019/2088)</p> <p>04.2021 Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD, 2022/2464)</p> <p>12.2021 Publikacja aktów delegowanych Taksonomii UE na temat celów łagodzenia zmian klimatycznych</p> <p>12.2021 Uczestnicy rynków finansowych oraz inne firmy podlegające NFRD: Ujawnienia dla działalności dot. łagodzenia zmian klimatycznych oraz adaptacji do zmian klimatycznych</p>	<p>12.2022 Uczestnicy rynków finansowych: Ujawnienia dla działalności dot. wszystkich celów środowiskowych w raportach okresowych, ujawnień przed zawarciem umowy oraz stronach internetowych</p>	<p>Standard – Report on benchmarks</p> <p>06.2019 Publikacja wytycznych dotyczących raportowania informacji o zmianach klimatycznych</p> <p>12.2019 Ogłoszenie Europejskiego Zielonego Ładu</p> <p>12.2023 Ujawnienia za rok 2022 w zgodności z zatwierdzoną ostateczną wersją RTS</p>

Źródło: opracowano na podstawie: Raport ESG prezentujący informacje niefinansowe BNP Paribas Bank Polska SA oraz Grupy Kapitałowej BNP Paribas Bank Polska SA w 2021 r.

Wydaje się, iż wymagania regulacyjne nabierają szczególnego znaczenia przede wszystkim w wymiarze środowiskowym, stanowiącym współcześnie, trzon koncepcji ESG. Ze względu na szeroki zakres regulacyjny związany z ESG, poniżej krótko przedstawiono ważniejsze z nich [Raport BNP Paribas 2021].

Obecnie podstawowe regulacje w zakresie raportowania ujawnień (*disclosures*) z obszaru ESG przez organizacje, w tym również instytucje finansowe, na terenie Unii Europejskiej znalazły odzwierciedlenie w zapisach Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 roku. Zmieniły dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy – NFRD. Zgodnie z zapisami Dyrektywy 2014/95/UE (art.19a):

„Duże jednostki, które są jednostkami interesu publicznego, przekraczające na dzień bilansowy kryterium średniej liczby 500 pracowników w ciągu roku obrotowego, ujmują w sprawozdaniu z działalności oświadczenie na temat informacji niefinansowych zawierające informacje – w stopniu niezbędnym do zrozumienia rozwoju, wyników i sytuacji jednostki oraz wpływu jej działalności – dotyczące co najmniej kwestii środowiskowych, społecznych i pracowniczych, poszanowania praw człowieka, przeciwdziałania korupcji i łapownictwu, w tym:

- a) krótki opis modelu biznesowego jednostki;
- b) opis polityk stosowanych przez jednostkę w odniesieniu do tych kwestii, w tym do wdrożonych procesów należytej staranności;
- c) wynik tych polityk;
- d) główne ryzyka związane z tymi kwestiami, powiązane z operacjami jednostki, w tym – w stosownych przypadkach i na zasadzie proporcjonalności – jej stosunkami gospodarczymi, produktami lub usługami, które mogą wywierać niekorzystny wpływ w tych dziedzinach, oraz sposób zarządzania tymi ryzykami przez jednostkę;
- e) niefinansowe kluczowe wskaźniki wyników związane z daną działalnością”.

Transpozycja zapisów dyrektywy do polskiego porządku prawnego nastąpiła poprzez nowelizację ustawy o rachunkowości i miała miejsce pod koniec 2016 roku. Podmioty w Polsce zostały zobligowane do przygotowywania raportów zgodnie z jej zapisami od stycznia 2017 roku.

Dyrektywa CSRD zastąpi obecnie obowiązującą dyrektywę NFRD i zacznie obowiązywać od 2024 roku. Pierwsze raporty zrównoważonego rozwoju, zgodnie z CSRD, zostaną opublikowane przez banki w 2025 roku. Będą one dotyczyć ujawnień za 2024 roku. Podane w raporcie informacje i dane będą musiały być audytowane przez niezależną jednostkę zewnętrzną.

Rozporządzenie SFDR to dokument, który nakłada na uczestników rynku finansowego i doradców finansowych, w tym banki, nowe obowiązki w zakresie przejrzystości oraz ujawniania podejścia do zarządzania ryzykami dla zrównoważonego rozwoju w ramach prowadzonej działalności inwestycyjnej i podejmowanych przez określony podmiot decyzji inwestycyjnych. Zgodnie z wyżej wymienionym Rozporządzeniem nowe ujawnienia sporządzane również przez banki powinny objąć swoim zakresem, co najmniej [BNP Paribas 2021]:

- ujawnienia dotyczące negatywnego wpływu podjętych decyzji inwestycyjnych na czynniki zrównoważonego rozwoju,
- informację na temat przyjętej strategii dotyczącej ryzyka dla zrównoważonego rozwoju przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych (uwzględniającą co do zakresu wytyczne z Rozporządzenia),
- informację na temat polityki wynagrodzeń, w zakresie uwzględnienia w niej informacji o sposobie zapewniania spójności tych polityk z wprowadzaniem do działalności ryzyk dla zrównoważonego rozwoju.

Wytyczne Komisji Europejskiej dotyczące ujawniania informacji związanych z klimatem zawierają praktyczne zalecenia dla podmiotów, w jaki sposób raportować wpływ ich działalności na klimat. A także wpływ zmian klimatycznych na ich działalność. Wytyczne KE inkorporują międzynarodowe rekomendacje Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD). Rekomendacje te zostały stworzone celem poprawy raportowania informacji finansowych związanych z ochroną klimatu. Mają one na celu uzyskanie spójnych i użytecznych informacji na temat znaczących skutków finansowych ryzyk i szans związanych z klimatem. Regulacja TCFD uwzględniają również kwestie związane z globalnym przejściem do gospodarki niskoemisyjnej.

Z kolei Taksonomia UE stanowi system jednolitej klasyfikacji, tworzący listę zrównoważonych środowiskowo działań gospodarczych. Rozporządzenie składa się z sześciu celów i szczegółowych kryteriów, które stanowią wsparcie przy określeniu, czy dana inwestycja jest zrównoważona środowiskowo.

3. STANDARDY RAPORTOWANIA NIEFINANSOWEGO

Informacja niefinansowa przestała pełnić jedynie rolę uzupełniającą w stosunku do raportów finansowych. Jest ona ważnym narzędziem komunikowania się z różnymi grupami interesariuszy instytucji publikujących tego typu informacje [Zyznarska-Dworczak 2016].

Zestandaryzowanie sprawozdawczości w zakresie informacji ujawnianych i udostępnianych przez instytucje bankowe ma na celu podniesienie zaufania i reputacji poprzez zmianę interakcji zachodzących między instytucjami, a interesariuszami i otoczeniem [Zabawa i in. 2017].

W okresie dotyczącym analizowanych regulacji (2015–2023) istnieje szereg standardów (wytycznych), ułatwiających organizacjom o różnym profilu działalności, w tym bankom, raportowanie swoich działań w obszarze środowiskowej i społecznej odpowiedzialności oraz kwestiach ładu korporacyjnego. Do najpopularniejszych standardów należą m.in.: standardy GRI (Global Reporting Initiative), UN Global Compact, Wytyczne Międzynarodowej Rady ds. Zintegrowanego Raportowania, Standard Informacji Niefinansowych. Umożliwiają one dokonanie oceny przeprowadzonych działań w obszarze zrównoważonego rozwoju według kategorii środowiskowej, społecznej i zarządzania, a następnie ich zaprezentowanie w formie odpowiedniego raportu [Zabawa 2019].

Sprawozdawczość w obszarze zrównoważonego rozwoju pozwala budować długofalową wartość spółek, stwarza okazję do zdefiniowania najistotniejszych wpływów organizacji, umożliwia przeprowadzenie rewizji wyznaczonych celów i osiągniętych wyników. Jest to proces, którego realizacji coraz bardziej zdecydowanie oczekują interesariusze spółek, w tym inwestorzy i organy regulujące. Ważnym aspektem w przygotowywaniu raportów zrównoważonego rozwoju jest korzystanie z uznanych, międzynarodowych standardów, dzięki czemu wzrasta jakość, przejrzystość i porównywalność publikowanych sprawozdań.

Zestaw standardów GRI jest najczęściej stosowanym standardem na świecie i wyniki przeprowadzonego badania [KPMG 2023] wykazały stosowanie go przez 68% firm z badanej grupy. W Polsce ogólnie przyjętym i podstawowym standardem raportowania również jest zestaw standardów opracowany przez GRI. Niemal połowa badanych firm (45%) wskazuje ten standard w swoich raportach. Wprowadzenie CSRD wymusi większe ujednoclenie podejścia do raportowania, niż Dyrektywa NFRD. Jego przejawem może okazać się konieczność stosowania również innych uznanych wytycznych, głównie European Sustainability Reporting Standard (ESRS).

Pierwsza wersja obowiązujących aktualnie standardów GRI, określających zasady raportowania związanego ze zrównoważonym rozwojem, powstała w 2000 roku. Przez cały ten okres standardy te nieustannie rozwijały się, a ostatnie zmiany wprowadzono 1 stycznia 2023 roku i funkcjonują one obecnie pod nazwą GRI Standards 2021. Zakres zmian obejmuje wprowadzenie następujących zasad raportowania¹:

- przejrzystość – muszą być zrozumiałe i odpowiednio sformułowane,
- dokładność – zgodność z prawdą oraz szczegółowość, aby ich interpretacja pozwoliła trafnie określić wpływ organizacji,
- porównywalność – stosowanie ogólnie przyjętej metodyki obliczania poszczególnych wskaźników, co pozwoli je porównać z danymi z poprzedniego okresu oraz informacjami uzyskanymi od innych organizacji,

¹ Opracowano na podstawie informacji: <https://fabrykatechniki.pl/nowa-wersja-gri-standards-jakie-zmiany-wprowadza/>, (dostęp 31.08.2023).

- weryfikowalność – gromadzenie, opracowanie oraz przechowywanie w sposób umożliwiający prawidłową weryfikację,
- zrównoważenie – bezstronne przedstawienie informacji, aby była możliwa interpretacja ich pozytywnego i negatywnego wpływu na działanie organizacji,
- kompletność – zawarcie w raporcie informacji wystarczających do wystawienia oceny wpływów przedsiębiorstwa.

Każdy raport musi także spełniać następujące wymogi określone zaktualizowanymi standardami GRI:

- wdrożenie powyższych zasad raportowania,
- zaraportowanie wskaźników ze standardu GRI2,
- wykonanie analizy istotności,
- zaraportowanie trzech wskaźników ze standardu GRI3,
- zaraportowanie wskaźników tematycznych,
- wyjaśnienie, dlaczego niektóre wskaźniki oraz informacje zostały w nim pominięte,
- opublikowanie indeksu GRI zgodnego ze wzorem,
- oświadczenie o zastosowaniu standardu GRI w opracowanym raporcie,
- powiadomienie GRI o publikacji raportu, które musi być wysłane na adres mailowy organizacji.

W odniesieniu do działalności banków, informacje zawarte w raportach niefinansowych stanowią szczególnie uzupełnienie informacji, na których swoje decyzje opierają różnego rodzaju interesariusze. Dzięki wprowadzonym zmianom zawartość raportów staje się pełniejsza i bardziej spójna. Ważna jest również forma ich publikacji, są one powszechnie dostępne dla wszystkich zainteresowanych.

Wśród pozostałych międzynarodowych standardów raportowania niefinansowego wykorzystywane przez instytucje finansowe można wskazać [Zabawa 2019]:

- Zasady UN Global Compact,
- Wytyczne Międzynarodowej Rady ds. Zintegrowanego Raportowania,
- Social Accountability 8000,
- Standard AA1000,
- Standardy ESRS,
- United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI) – Principles for Responsible Banking,
- Cele Zrównoważonego Rozwoju (Sustainable Development Goals).

W grupie krajowych wytycznych dotyczących raportowania niefinansowego wymienia się:

- Krajowy Standard Rachunkowości nr 9,
- Standard Informacji Niefinansowych,
- Dobre Praktyki Spółek Notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych (DPSN 2021),
- Wytyczne do raportowania ESG przygotowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) we współpracy z Europejskim Bankiem Odbudowy i Rozwoju (EBOR).

4. RAPORTOWANIE NIEFINANSOWE W BANKACH NA GPW. WYNIKI BADAŃ

Analiza raportów niefinansowych została przeprowadzona na przykładzie banków notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Banki te funkcjonują jako banki komercyjne, o szerokim zakresie świadczonych usług dla szerokiej grupy klientów, jak np. osoby prawne (sektor MŚP – małe i średnie przedsiębiorstwa, duże korporacje), osoby fizyczne (klienci indywidualni) oraz ułomne osoby prawne (np. wspólnoty mieszkaniowe). Forma prawna prowadzonej przez nich działalności to spółki akcyjne. Banki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych mają znaczący udział w całym sektorze bankowym i pełnią istotną rolę w kontekście funkcjonowania całej gospodarki. Ich udział w sumie bilansowej sektora finansowego jako sektora finansującego gospodarkę, jak już uprzednio zaznaczono, wynosi blisko 76 procent

Badaniu poddane zostały raporty niefinansowe wszystkich banków z GPW za lata 2017–2022. Horyzont czasowy przeprowadzonych analiz został dobrany celowo. Rok 2017 stanowił pierwszy rok obrotowy, za który jednostki interesu publicznego (w tym banki) zostały zobligowane do sporządzania zestawienia informacji niefinansowych, zgodnie z zapisami art. 49b ustawy o rachunkowości [Ustawa o rachunkowości]. Według stanu na koniec sierpnia 2023 roku, wszystkie banki udostępniły raporty niefinansowe za 2022 rok. W tabelach 2, 3 oraz 4 przedstawiono wyniki dokonanych analiz.

Na podstawie przeprowadzonych analiz można stwierdzić, iż Standard GRI jest obecnie dominującym standardem raportowania informacji z obszaru ESG w bankach notowanych na GPW w Warszawie. W przypadku większości banków (siedem z dziesięciu podmiotów) standard GRI został zastosowany we wszystkich raportach przygotowanych za lata 2017–2022. W odniesieniu do trzech banków: Banku Handlowego w Warszawie SA, Banku Ochrony Środowiska SA oraz Powszechnej Kasy Oszczędności Banku Polskiego SA, Standard GRI nie był stosowany w początkowym okresie analizy. Jednak już przy raportach za 2020 rok i późniejszych również wyżej wymienione instytucje finansowe zastosowały GRI

do ujawniania kwestii środowiskowych, społecznych oraz z zakresu ładu korporacyjnego. Warto również zaznaczyć, iż dla banków notowanych na GPW w Warszawie, standard GRI nie był jedynym standardem raportowania informacji niefinansowych za rok 2022. Jako przykład można wskazać raport niefinansowy Santander Bank Polska SA, który został przygotowany w oparciu również o: wytyczne Komisji Europejskiej dotyczące ujawniania informacji niefinansowych związanych z oddziaływaniem na klimat, zasady United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI) – Principles for Responsible Banking, Cele Zrównoważonego Rozwoju [Raport ESG Santander 2022].

Tabela 2. Raportowanie GRI w analizowanych podmiotach

	Bank	GRI 2017	GRI 2018	GRI 2019	GRI 2020	GRI 2021	GRI 2022
1	Alior Bank SA	1	1	1	1	1	1
2	Bank Handlowy w Warszawie SA	0	0	1	1	1	1
3	Bank Millenium SA	1	1	1	1	1	1
4	Bank Ochrony Środowiska SA	0	0	0	1	1	1
5	Bank Polska Kasa Opieki SA	1	1	1	1	1	1
6	BNP Paribas Bank Polska SA	1	1	1	1	1	1
7	ING Bank Śląski SA	1	1	1	1	1	1
8	mBank SA	1	1	1	1	1	1
9	Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA	0	0	1	1	1	1
10	Santander Bank Polska SA	1	1	1	1	1	1

Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy raportów niefinansowych badanych banków w latach 2017–2022.

W tabeli 3 zawarto wykaz banków ujętych w indeksie WIG-ESG Index (według stanu na koniec sierpnia 2023 roku). Indeks WIG-ESG jest publikowany od 3 września 2019 roku². Jego skład ustalany jest na podstawie wartości portfela akcji spółek uznawanych za odpowiedzialne społecznie, tj. takich, które przestrzegają zasad biznesu odpowiedzialnego społecznie, w szczególności w zakresie kwestii środowiskowych, społecznych, ekonomicznych i ładu korporacyjnego. Skład indeksu nie jest ograniczony do wybranych branż. Znajdują się w nim przedstawiciele wielu branż np. finansowej, farmaceutycznej, produkcyjnej. Obecnie (według stanu na 2 luty 2024 roku) w składzie indeksu znalazło się

² Na podst. <https://gpwbenchmark.pl/karta-indeksu?isin=PL9999998955> (dostęp 12.08.2023).

60 spółek. Kapitalizacja bazowa indeksu wyniosła 188 333 304 100,00 zł. WIG-ESG jest indeksem dochodowym, co oznacza, że przy jego obliczaniu bierze się pod uwagę zarówno ceny zawartych w nim transakcji, jak i dochody z tytułu dywidend. Udział jednej spółki w indeksie jest ograniczany do 10%, natomiast sumaryczny udział spółek, z których udział każdej przekracza 5%, jest ograniczany do 40%. Na podstawie analizy składu indeksu WIG-ESG można zauważyć, co zastawiające i wymaga dalszych analiz, iż obecnie jedynym bankiem, który nie został w nim uwzględniony to Bank Ochrony Środowiska SA.

Tabela 3. Raportowanie zintegrowane w bankach z GPW

	Bank	ESG-Index	Zintegrowany 2021	Zintegrowany 2022
1	Alior Bank SA	1	0	0
2	Bank Handlowy w Warszawie SA	1	0	0
3	Bank Millenium SA	1	1	1
4	Bank Ochrony Środowiska SA	0	0	0
5	Bank Polska Kasa Opieki SA	1	0	1
6	BNP Paribas Bank Polska SA	1	1	1
7	ING Bank Śląski SA	1	1	1
8	mBank SA	1	1	0
9	Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA	1	1	1
10	Santander Bank Polska SA	1	0	0

Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy raportów niefinansowych badanych banków w latach 2017–2022.

W tabeli 3 przedstawiono również informacje o publikacji raportów niefinansowych w formie zintegrowanej z danymi finansowymi. Trend ten utrzymuje się w sektorze bankowym na przestrzeni ostatnich lat. Do grona banków publikujących tego typu raporty dołączył przy raporcie za 2022 rok Bank Polska Kasa Opieki SA. Według danych na koniec sierpnia 2023 roku 5 banków publikowało tego typu raporty. mBank S.A. prawdopodobnie jest jeszcze przed publikacją danych zintegrowanych za 2022 rok.

Analizując raporty niefinansowe banków uczestniczących w badaniu można zaobserwować, iż nazewnictwo tego typu raportów przybiera różne formy (tab. 4). Wszystkie wskazane banki na koniec sierpnia 2023 roku opublikowały już swoje raporty na dedykowanych stronach internetowych. Przy czym część banków publikuje raporty w formie interaktywnej w wersji online, a część

w formie plików pdf. Wydaje się, iż forma interaktywna staje się coraz powszechniejsza i bardziej użyteczna dla interesariusza. Tytuły tych raportów stanowią czasem krótkie i zwięzłe formy, jak np. Raport ESG (mBank SA oraz Santander bank Polska SA), czy też Raport roczny (Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA). Pozostałe banki, jak np. BNP Paribas Bank Polska SA stosują długie rozbudowane nazwy: Sprawozdanie Zarządu z działalności Grupy Kapitałowej BNP Paribas Bank Polska SA w 2022 roku (obejmujące Sprawozdanie Zarządu z działalności BNP Paribas Bank Polska SA w 2022 roku). Ponadto informacja o przygotowaniu raportu zintegrowanego jest najczęściej odzwierciedlona w jego nazwie np. ING Bank Śląski SA. Analizując nazwy raportów na przestrzeni kilku ostatnich lat można zauważyć, iż nazwy te zawierają obecnie najczęściej termin: ESG. We wcześniejszych latach w nazwie raportu niefinansowego pojawiał się często termin CSR (Corporate Social Responsibility). Wynikać to może z faktu zastąpienia podejścia CSR przez ESG w praktyce i literaturze przedmiotu. Ujednolicenie nazw raportów ESG ułatwiłoby różnym grupom interesariuszy ich identyfikację oraz dotarcie do danych w nich zawartych. Ujednolicenie formy oraz zakresu zawartości raportów zwiększyłoby ich przejrzystość i porównywalność.

Tabela 4. Nazewnictwo raportów niefinansowych badanych banków

	Bank	Nazwa raportu za 2022 rok
1	Alior Bank SA	Sprawozdanie grupy kapitałowej Alior Banku na temat informacji niefinansowych za 2022 rok
2	Bank Handlowy w Warszawie SA	Sprawozdanie na temat informacji niefinansowych Banku Handlowego w Warszawie SA 2022
3	Bank Millenium SA	Raport finansowy i ESG 2022
4	Bank Ochrony Środowiska SA	Raport ESG Banku Ochrony Środowiska za 2022 rok
5	Bank Polska Kasa Opieki SA	Raport zintegrowany 2022
6	BNP Paribas Bank Polska SA	Sprawozdanie Zarządu z działalności Grupy Kapitałowej BNP Paribas Bank Polska SA w 2022 r. (obejmujące Sprawozdanie Zarządu z działalności BNP Paribas Bank Polska SA w 2022 r.)
7	ING Bank Śląski SA	Zintegrowany Raport Roczny ING Banku Śląskiego SA 2022
8	mBank SA	Raport ESG 2022
9	Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA	Raport roczny 2022
10	Santander Bank Polska SA	Raport ESG 2022

Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy raportów niefinansowych badanych banków w latach 2017–2022.

Warto również zaznaczyć, iż otrzymane wyniki mają znaczenie praktyczne, m.in. poprzez:

- weryfikację, czy standard GRI jest obecnie dominującym w raportach banków notowanych na GPW za lata 2017–2022 w kontekście przyszłej implementacji zapisów Dyrektywy CSRD, dotyczącej sprawozdań niefinansowych od 2024 roku,
- określenie kierunku zmian w raportowaniu niefinansowym (w tym również w zakresie raportowania zintegrowanego) dla innych podmiotów sektora bankowego, jak np. banki spółdzielcze oraz pozostałych podmiotów sektora finansowego, jak np. Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo Kredytowe (SKOK-i),
- ujednoczenie prezentowanych informacji niefinansowych na potrzeby CSRD, gdzie wymaganymi wytycznymi mają być ESRS bazujące na GRI,
- zastosowanie GRI Standards 2021 ułatwi publikowanie raportów i może przyczynić się do respektowania informacji w nich zawartych,
- ujednoczenie raportowanych informacji dla potencjalnych klientów (głównie przedsiębiorstw), szczególnie w aspekcie środowiskowym (głównie w oparciu o GRI).

PODSUMOWANIE

Zagadnienia odnoszące się do kwestii: środowiskowych, społecznych oraz ładu korporacyjnego są obecnie szeroko omawiane w krajowej i zagranicznej literaturze przedmiotu, również w kontekście sektora finansowego. Jednak kwestie związane z raportowaniem informacji niefinansowych oraz aspektów regulacyjnych w sektorze bankowym są nadal stosunkowo w niewielkim zakresie podejmowane przez autorów. Fakt ten potwierdza lukę badawczą w analizowanym obszarze. Poprzez badania przeprowadzone na potrzeby niniejszej publikacji podjęto próbę zmniejszenia owej luki. Dodatkowo można wskazać na coraz większą liczbę regulacji, na gruncie prawa krajowego i międzynarodowego, odnoszących się do aspektów ESG i dotyczących podmiotów sektora bankowego. W związku ze zidentyfikowanymi we wstępie artykułu celami dokonano: 1) identyfikacji obowiązujących regulacji (w zakresie „hard law” i „soft law”) w obszarze ESG odnoszących się do sektora bankowego w okresie 2015–2023, 2) określenia zakresu implementacji standardu GRI w raportowaniu niefinansowym w sektorze bankowym na przykładzie banków notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie 2017–2022, ze szczególnym uwzględnieniem banków z indeksu WIG-ESG. Zakres implementacji standardu GRI w raportowaniu niefinansowym w sektorze bankowym został przedstawiony w tabeli 3 prezentującej powszechność jego stosowania. Badania zostały przeprowadzone

we wszystkich bankach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych na przestrzeni sześciu lat: 2017–2022. Zostało w nich poruszone szerokie spektrum zagadnień związanych z raportowaniem niefinansowym przez instytucje finansowe.

Przeanalizowano kwestie związane m.in. ze stosowanymi standardami przy raportowaniu niefinansowym, uczestnictwa w WIG-ESG Index, integracji danych finansowych z niefinansowymi, jak również ewaluacji nazw raportów. Ponadto wskazano na znaczenie w zastosowaniu otrzymanych wyników dla praktyki. W tym zakresie odniesiono się m.in. do określenia kierunku zmian w zakresie raportowania niefinansowego oraz potrzeby stosowania ujednoliconych standardów. Raporty niefinansowe mają czasami charakter niejednolity, sprawiający trudności przy porównywaniu danych. Zastosowanie GRI Standards 2021 może przyczynić się do większej porównywalności raportów, ułatwić ich publikowanie i przyczynić się do respektowania informacji w nich zawartych.

Wartym podkreślenia jest również dobór podmiotów do analizy. Banki z Giełdy Papierów Wartościowych stanowią znaczący udział w całym sektorze bankowym i pełnią istotną rolę w kontekście prawidłowego funkcjonowania całej gospodarki. Jako pionierzy wdrażania rozpowszechniania ESG, poprzez stosowanie standardu GRI, w sektorze bankowym stanowią one dobry wzór do naśladowania dla pozostałych banków, w tym spółdzielczych.

FINANSOWANIE

Artykuł został sfinansowany z wewnętrznego grantu badawczego w roku 2023 (decyzja numer 44), ufundowanego przez wydział Ekonomii i Finansów Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.

DEKLARACJA AUTORÓW

Autorzy zgłaszają brak konfliktu interesów.

BIBLIOGRAFIA

- Barros, V. et al. (2022). M&A activity as a driver for better ESG performance. *Technological Forecasting and Social Change*, no. 175, <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2021.121338>
- Bolibok, P. (2021). The impact of social responsibility performance on the value relevance of financial data in the banking sector: Evidence from Poland. *Sustainability* (Switzerland), no. 13(21), <https://doi.org/10.3390/su132112006>
- Bortnikov, G. and Lyubich, O. (2022). ESG risk management in Ukrainian banks. *Financial and credit activity problems of theory and practice*, no. 6(47), pp. 19–33, <https://doi.org/10.55643/fcaptop.6.47.2022.3885>

- Chang, H.Y., Liang, L.W. and Liu, Y.L. (2021). Using environmental, social, governance (ESG) and financial indicators to measure bank cost efficiency in Asia. *Sustainability* (Switzerland), no. 13(20), <https://doi.org/10.3390/su132011139>
- Ferraro, O. and Cristiano E. (2022). Investigating the Quality of Gender Equality Non-Financial Information Disclosed in the Cooperative Credit Sector: A Case Study. *Journal of Risk and Financial Management*, no. 15, p. 595.
- Flögel, F. et al. (2023). Injecting climate finance into SME lending in Germany: Opportunities for and limitations of regional savings and cooperative Banks. *ZFW – Advances in Economic Geography*, 0(0), <https://doi.org/10.1515/zfw-2022-0011>
- Gai, L. et al. (2023). Banks' ESG disclosure: A new scoring model. *Finance Research Letters*, no. 57, p. 104199, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104199>
- Grygiel-Tomaszewska, A. i Turek, J. (2021). Rola ESG we wczesnym ostrzeganiu przed niewypłacalnością i bankructwem. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, nr 62(5), s. 25–39, <https://doi.org/10.33119/KNoP.2021.62.5.3>
- Gunawan, J., Permatasari, P. and Sharma, U. (2022). Exploring sustainability and green banking disclosures: a study of banking sector. *Environ Dev Sustain*, no. 24, pp. 11153–11194, <https://doi.org/10.1007/s10668-021-01901-3>
- Gutiérrez-Ponce, H. and Wibowo, S.A. (2023). Do Sustainability Activities Affect the Financial Performance of Banks? The Case of Indonesian Banks. *Sustainability*, no. 15(8), p. 6892, <https://doi.org/10.3390/su15086892>
- Houston, J.F., and Shan, H. (2022). Corporate ESG Profiles and Banking Relationships. *Review of Financial Studies*, no. 35(7), pp. 3373–3417, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhab125>
- Huang, K.J., Bui, D.G., and Lin, C.Y. (2022). *The ESG washing practices in banks: evidence from syndicated loan market*. Available at SSRN 4115079.
- KPMG (2023) *Badanie raportowania zrównoważonego rozwoju*. Available at: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pl/pdf/2023/01/pl-ESG-Badanie-raportowania-zrownowazonego-rozwoju-KPMG-2023.pdf> (dostęp 1.09.2023).
- Liu, S., Jin, J. and Nainar, K. (2023). Does ESG performance reduce banks' nonperforming loans? *Finance Research Letters*, no. 55(A), p. 103859. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103859>
- Ndebele, C., De Jager, P. and Toerien, F. (2023). Can a pro-public orientation explain the holding of capital by G-SIBs? *South African Journal of Business Management*, no. 54(1), Available at: <https://doi.org/10.4102/sajbm.v54i1.3652>
- Nieto, M.J. and Papathanassiou, C. (2023). Financing the orderly transition to a low carbon economy in the EU: the regulatory framework for the banking channel. *Journal of Banking Regulation* [Preprint]. Available at: <https://doi.org/10.1057/s41261-023-00219-6>
- Nosowski, A., Zabawa, J. i Łosiewicz-Dniestrzańska, E. (2018). Uwarunkowania formalne i aplikacyjne raportowania niefinansowego w bankach. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach. Współczesne Finanse*, nr 15(370), s. 107–128.
- Nowa wersja GRI Standards – jakie zmiany wprowadza?, <https://fabrykatechniki.pl/nowa-wersja-gri-standards-jakie-zmiany-wprowadza/> (dostęp: 31.08.2023).
- Ozdemir, O., Binesh, F. and Erkmen, E. (2022). The effect of target's CSR performance on M&A deal premiums: a case for service firms. *Review of Managerial Science*, no. 16(4), pp. 1001–1034. Available at: <https://doi.org/10.1007/s11846-021-00471-y>
- Petridis, K. et al. (2022). A Support Vector Machine model for classification of efficiency: An application to M&A. *Research in International Business and Finance*, no. 61, Available at: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101633>
- Raport ESG prezentujący informacje niefinansowe BNP Paribas Bank Polska S.A. oraz Grupy Kapitałowej BNP Paribas Bank Polska S.A. w 2021 r.

Raport ESG 2022 Santander Bank Polska S.A., <https://esg.santander.pl/2022/o-raporcie/opis-procesu-raportowania/> (dostęp 20.01.2024 r.)

Raport NBP Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r., Warszawa 2023.

Tóth, B. et al. (2021). The contribution of ESG information to the financial stability of European banks. *Public Finance Quarterly*, no. 66(3), pp. 429–450, Available at: https://doi.org/10.35551/PFQ_2021_3_7

Ustawa z 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 1994, Nr 121, poz. 591 ze zm.

Zabawa J., Nosowski, A. i Łosiewicz-Dniestrzańska, E. (2017). Bankowe raportowanie niefinansowe według standardu GRI – realizacja wymogów formalnych i potencjał informacyjny. *Marketing i Rynek*, nr 11, s. 733–744.

Zyznarska-Dworczak, B. (2016). Rozwój sprawozdawczości niefinansowej a możliwości jej zewnętrznej weryfikacji. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, nr 285, s. 218–227.

Źródła internetowe

https://nbp.pl/wp-content/uploads/2023/11/RozwojSystemuFinansowegoPolsce_2022.pdf (dostęp 30.01.2024).

GRI (GLOBAL REPORTING INITIATIVE) JAKO STANDARD RAPORTOWANIA INFORMACJI NIEFINANSOWYCH W OBSZARZE ESG (ENVIRONMENTAL, SOCIAL, CORPORATE GOVERNANCE). PRZYPADEK BANKÓW NOTOWANYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

STRESZCZENIE

Cel artykułu. Jako cele artykułu wskazano: 1) identyfikację obowiązujących regulacji (w zakresie „hard law” i „soft law”) w obszarze ESG odnoszących się do sektora bankowego w okresie 2015–2023; 2) określenie zakresu implementacji standardu GRI w raportowaniu niefinansowym w sektorze bankowym na przykładzie banków notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie 2017–2022, ze szczególnym uwzględnieniem banków z indeksu WIG-ESG.

Metodyka. Wśród zastosowanych metod badawczych można wymienić m.in.: krytyczną analizę literatury przedmiotu, analizę aktów prawnych i regulacji, analizę raportów niefinansowych badanych banków.

Wyniki/Rezultaty. W przeprowadzonym badaniu przeanalizowano zagadnienia związane np. ze stosowanymi standardami przy raportowaniu niefinansowym, uczestnictwa w WIG-ESG Index, integracji danych finansowych z niefinansowymi, jak również ewaluacji nazw raportów. Potwierdzono, że Standard GRI (Global Reporting Initiative) jest obecnie dominującym standardem raportowania informacji niefinansowych w sektorze bankowym. Dodatkowo coraz więcej banków dokonuje integracji danych niefinansowych z finansowymi. Dziewięć z dziesięciu banków zostało uwzględnionych w składzie indeksu WIG-ESG Index.

Słowa kluczowe: bank, ESG, CSR, GRI, regulacje, raportowanie niefinansowe.

JEL Class: G21; Q51; Q57.

WPŁYW PRZEDSIĘBIORSTW FINTECH NA POZIOM KONKURENCJI W SEKTORZE FINANSOWYM WZROST CZY OSŁABIENIE KONKURENCJI?

Małgorzata Pawłowska*



<https://doi.org/10.18778/2391-6478.S2.2023.02>

THE IMPACT OF FINTECH ENTERPRISES ON THE LEVEL OF COMPETITION IN THE FINANCIAL SECTOR. INCREASE OR DECREASE IN COMPETITION?

ABSTRACT

The purpose of the article. The aim of this paper is to examine the impact of digital technologies, including FinTechs, on competition in the EU banking sector.

Methodology. This paper consists of qualitative and quantitative analysis using panel regression models. In the theoretical part, on the basis of the available literature on the subject, the important role of FinTech enterprises in shaping the level of competitiveness in the financial sector, all over the world, including in the EU, was demonstrated. The analysis takes into account the impact of FinTechs, m.in. on barriers to entry and price discrimination. BigTech companies are also included in the theoretical part. Finally, the SCP model was used in the quantitative study. The quantitative study was conducted using linear regressions on panel data for the years 2010–2020.

Results of the research. Despite the ambiguous impact of digital techniques on banks' profitability, the results showed that the increasing size of the banking sector did not result in an increase in profitability due to other market players. In addition, the ongoing consolidation has not resulted in a decrease in competition in the EU banking market, due to FinTech solutions. In addition, the qualitative analysis showed that FinTechs have changed the conditions of competition in the financial market.

Keywords: FinTech, BigTech, competition, traditional banking, market structure, model SCP.

JEL Class: F36; G2; G3; G5; G21; G34; L1.

* Prof. dr hab., Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, e-mail: mpawlo1@sgh.waw.pl, <https://orcid.org/0000-0002-2715-5446>

WSTĘP

Szybki rozwój przedsiębiorstw FinTech i BigTech i ich wejścia do sektora usług finansowych na coraz większą skalę, mogą być źródłem zwiększonej konkurencji dla tradycyjnych banków [Sironi 2022; Boobier 2020]. Dla współczesnego klienta na rynku finansowym oprócz kosztów usługi liczy się również czas jej realizacji. Nowe aplikacje, przetwarzanie w chmurze oraz platformy cyfrowe umożliwiły szybki dostęp do usług finansowych. Techniki cyfrowe umożliwiają wykonanie takiej usługi przy użyciu pojedynczego kliknięcia. Wejścia nowych graczy na rynek wcześniej zarezerwowany wyłącznie dla tradycyjnych banków może wpływać na ich zyskowność oraz podejście do ryzyka. Szczególnie może to być odczuwalne w przypadku wejść dużych przedsiębiorstw technologicznych („BigTech”). BigTechy mają możliwości konkurowania z tradycyjnymi bankami ze względu na ich wielkość, globalną sieć klientów, rozpoznawalność marki oraz możliwość wykorzystania pozyskanych przez siebie danych do zaoferowania spersonalizowanych usług w odniesieniu do konkretnego klienta. Z jednej strony, zwiększa się konkurencja na rynku finansowym z uwagi na wejścia nowych graczy. Z drugiej strony może dochodzić do monopolizacji rynku z uwagi na potencjał przedsiębiorstw BigTech. Dlatego badając wpływ nowych graczy na strukturę sektora finansowego należy jednak rozróżnić, czy badamy wpływ przedsiębiorstw BigTech czy FinTech.

Tradycyjne banki starają się reagować na konkurencję ze strony przedsiębiorstw FinTech. Z uwagi na zmieniające się otoczenie, zmieniają się usługi finansowe oraz zmienna się też rola tradycyjnego banku, który w przeszłości był najważniejszym dostawcą usług finansowych. Tradycyjne banki dostosowują swoje modele biznesowe do technik cyfrowych. Banki zamykają tradycyjne oddziały i jednocześnie zachęcają klientów do korzystania z bankowych kanałów mobilnych lub bankowości internetowej. Zmiany w strukturze rynku wywołane wzrostem znaczenia przedsiębiorstw FinTech, dotyczące m.in. poziomu konkurencji, zdolności do konkurowania i struktury rynku, mogą wpłynąć na funkcjonujące na nim różne modele biznesowe, a przez to oddziaływać na stabilność finansową i ryzyko systemowe.

Celem artykułu jest zbadanie wpływu cyfrowej technologii finansowej (FinTech) na tradycyjną bankowość i wreszcie na wyniki banków w UE w nowych warunkach rynkowych i finansowych w latach 2010–2020. W artykule starano się wskazać w jaki sposób nowe przedsiębiorstwa FinTech wpływają na strukturę sektora finansowego i czy powodują wzrost czy spadek poziomu konkurencji w sektorze bankowym. W niniejszym artykule, oprócz analizy raportów międzynarodowych instytucji finansowych, dodatkowo przeprowadzono badanie ilościowe dotyczące wpływu rozwiązań FinTech na wyniki tradycyjnych banków w UE na danych panelowych.

Artykuł składa się z trzech rozdziałów. I tak, w rozdziale pierwszym przedstawiono historię i podstawowe definicje dotyczące przedsiębiorstw FinTech. W rozdziale drugim przedstawiono wpływ przedsiębiorstw FinTech na konkurencję w sektorze finansowym. W szczególności odniesiono się do zagadnień związanych z efektami skali i zakresu produktowego, efektem sieciowym, barierami wejścia oraz do dyskryminacji cenowej. W rozdziale trzecim przedstawiano wyniki empirycznego badania dotyczącego wpływu technologii cyfrowej na rentowność banków tradycyjnych w UE w oparciu o model SCP. Całość kończy podsumowanie prezentujące wnioski i dalsze kierunki badania.

1. RYS HISTORYCZNY

Wraz z nadejściem tzw. rewolucji przemysłowej 4.0 [por. m.in. Schlechtendahl, Keinert, Kretschmer, Lechler i Verl 2015; Nayernia, Bahemia i Papagiannidis 2022], zmieniał się również sektor finansowy. Jedną z idei rewolucji przemysłowej 4.0 było to, że wszyscy uczestnicy łączą się i wzajemnie wymieniają informacje. Podstawą rewolucji przemysłowej 4.0. stał się wynalazek Internetu. Natomiast, wynalezienie telegrafu w różnych postaciach uważa się za prekursora Internetu.

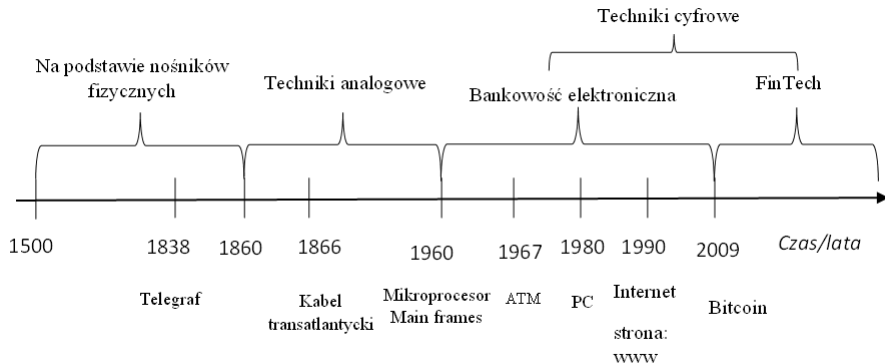
Wynalazek telegrafu wizualnego, a później elektrycznego, umożliwił oddzielenie informacji od jej fizycznej reprezentacji i przesyłanie jej szybciej na większe odległości. Pierwszy telegraf elektromagnetyczny wynalazł Samuel F. B. Morse w 1837 roku i wprowadził alfabet Morse'a. Implikacje ekonomiczne były fundamentalne, a telegraf został uznany za element uprzemysłowienia we współczesnych społeczeństwach [Malone i in. 1987]. Te technologie analogowe mogą być postrzegane jako druga faza technologii finansowych, która trwała, aż do połowy XX wieku. Rewolucja technologiczna 4.0 rozpoczęła się w latach 60. XX wieku, odkryciem mikroprocesora w firmie Intel, wkrótce nastąpił rozwój komputerów o nazwie „main frame” i w latach 80. XX wieku pojawiły się komputery PC oraz sieci lokalne. Do innowacji produktowych, które miały wpływ na rozwój sektora FinTech, zalicza się również bankomaty (ang. Automated Teller Machine, ATM). Pierwszy bankomat został uruchomiony w 1967 roku, uważa się je za prekursorów wykorzystania technik cyfrowych w bankowości [Nicoletti 2017: 14–15]. Kamieniem milowym dla rewolucji przemysłowej i powstania sieci globalnej było powstanie Internetu oraz możliwość jego używania do celów komercyjnych, która przyczyniła się do powstania bankowości elektronicznej [Nicoletti 2017: 16]. Kolejnym impulsem rozwoju dla nowych technologii było wynalezienie telefonu komórkowego, a następnie smartfona, łączącego w sobie funkcje telefonu komórkowego i komputera przenośnego. Prezentacja iPhone'a (w 2007 roku) jeszcze bardziej przyspieszyła popularność telefonii mobilnej.

Od 1960 roku duzi dostawcy usług finansowych – w szczególności banki – stali się pionierami w korzystaniu z IT we własnym zakresie. Szczególnie duże banki stworzyły działy IT, które często zatrudniały po kilka tysięcy pracowników. Te jednostki organizacyjne opracowały autorskie systemy aplikacyjne i prowadzą sieci korporacyjne łączące jednostki wewnętrzne, w tym ich oddziały. Z biegiem lat systemy te umożliwiały również elektroniczne interfejsy do obsługi klientów (np. bankomaty, bankowość internetowa) oraz interesariuszy zewnętrznych (np. inne banki, finanse wymiany) i systemów (obszar międzybankowy). Podobne zmiany miały miejsce w branży ubezpieczeniowej, choć na mniejszą skalę ze względu na mniejszą interaktywność działalności ubezpieczeniowej. Ogólnie rzecz biorąc, faza cyfrowej technologii finansowej pokazała, że produkty i usługi w całej branży finansowej mogą być wspierane przez IT. Doprowadziło to również do rozważań, czy instytucje regulacyjne podjęły właściwe działania, aby wykorzystać te innowacje i ograniczyć ryzyka nieodłącznie związane z wykorzystaniem technologii cyfrowych.

Z perspektywy czasu, uważa się, że cyfryzacja nie wpłynęła na konkurencyjność i stabilność sektora bankowego, a rozwój IT w dużej mierze służył wyłącznie ulepszeniu rozwiązań stosowanych w sektorze bankowym.

Wraz z rozwojem IT i implementacją najnowszych technologii w bankach, nastąpił rozwój infrastruktury, m.in. w 2009 roku w Europie powstał jednolity obszar płatności w euro (SEPA), który jest wykorzystywany do obsługi procesów w czasie rzeczywistym między bankami. Wraz z rozwojem komputerów PC (od 1980 roku) rozwijały się giełdy, następowało zastępowanie fizycznych parkietów przez elektroniczne systemy handlu i rozliczeń. Ogólnie rzecz biorąc, potrzeba standaryzacji stała się oczywista ze względu na różnorodność informacji indywidualnych i brak zgodności systemów w całym sektorze bankowym. Dlatego nastąpiła standaryzacja interfejsów (np. HBCI dla bankowości internetowej, FIX dla obrotu akcjami, UNIFY dla pożyczek). Rozwijali się dostawcy usług i systemy oprogramowania IT (np. Finastra, SAP, Temenos). Rysunek 1 ilustruje rozwój technologii finansowych. Należy zauważyć, że w XIX wieku banki wykorzystywały technologię¹ która opierała się na nośnikach fizycznych (np. papier, monety).

¹ Należy rozróżnić pojęcia: techniki cyfrowe oraz technologie cyfrowych. Technika to całość sposobów, narzędzi i umiejętności stosowanych do wytwarzania produktu, technologia zaś to proces wytwarzania. Jednak należy zauważyć, że obecnie w wielu opracowaniach terminy „technologie cyfrowe” oraz „techniki cyfrowe” uważa się za tożsame [por. Pawłowska 2022].



Rysunek 1. Rozwój technologii finansowych w czasie

Uwaga: ATM (ang. Automated teller machine) bankomat, PC (ang. Personal Computer) komputer osobisty, Bitcoin – waluta cyfrowa.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Nicolletti 2017: 14–19] oraz [Alt, Beck i Smith 2018: 236].

2. PODSTAWOWE DEFINICJE

FinTech (skrót od ang. *financial technology* – technologia finansowa) to ogólny termin na określenie wszelkich innowacyjnych technik cyfrowych wykorzystywanych do świadczenia usług finansowych. Do przedsiębiorstw FinTech zalicza się m.in. innowacyjne podmioty nadzorowane (np. banki, instytucje płatnicze, zakłady ubezpieczeń, przedsiębiorstwa inwestycyjne) oraz podmioty nienadzorowane, często tzw. start-up, dopiero zaczynające działalność. FinTech można ogólnie zdefiniować jako technologicznie możliwe innowacje finansowe, które prowadzą do powstania nowych modeli biznesowych, procesów lub produktów i mają wpływ na rynki finansowe, instytucje finansowe oraz świadczenie usług finansowych [FSB 2017]. Próbę naukowej analizy zjawiska w podjął Thakor [2020: 1]. Według Thakora istotą FinTech jest wykorzystywanie technologii do dostarczania nowych lub ulepszonych usług finansowych. W miarę wzrostu funkcjonalności rozwiązań wykorzystujących technologie FinTech poszerza się jego definicja [Pawłowska 2022]. Wg Beaumont’a branża finansowa dokonała ogromnych postępów w dziedzinie cyfrowej, odpowiadając na różnorodne potrzeby dotyczące produktów i usług, które można ułatwić za pośrednictwem platform elektronicznych [Beaumont 2020: 20–21]. Według innych opracowań [por. m.in. Feyen i in. 2021] termin FinTech odnosi się do technologii cyfrowych, które mają potencjał przekształcenia świadczenia usług finansowych, w tym: stymulowanie rozwoju nowych, lub modyfikowanie istniejących, modeli biznesowych, aplikacji, procesów i produktów. Przykłady technologii cyfrowych na

rynku finansowym obejmują: wykorzystanie stron internetowych (stron WWW), wykorzystanie urządzeń mobilnych np. mobilny portfel, usługi w chmurze, uczenie maszynowe, identyfikatory cyfrowe oraz interfejsy programowania aplikacji API (ang. *application programming interface*). Przykłady przedsiębiorstw FinTech obejmują dostawców płatności cyfrowych (np. PayPal), infrastrukturę finansową/łączność dostawcy (np. Plaid), ubezpieczycieli cyfrowych (np. BIMA, Policy Bazaar), platformy pożyczkowe typu P2P (ang. *peer-to-peer*) (np. Afluenta, Funding Circle, Investree).

W ramach przedsiębiorstw wykorzystujących technologie cyfrowe na rynku finansowym należy wyodrębnić duże przedsiębiorstwa technologiczne tzw. BigTech. Działalność dużych przedsiębiorstw BigTech w finansach jest szczególnym przypadkiem przedsiębiorstwa FinTech. Pojęcie „FinTech” odnosi się do przedsiębiorstw wykorzystujących innowacje technologiczne w usługach finansowych, natomiast duże przedsiębiorstwa technologiczne BigTech oferują usługi finansowe w ramach swojego znacznie szerszego zestawu działalności [BIS 2019]. Duża firma technologiczna BigTech to przedsiębiorstwo, którego podstawową działalnością są usługi cyfrowe. Przedsiębiorstwa BigTech mają szereg linii biznesowych. Podczas, gdy ich podstawowa działalność zazwyczaj ma charakter pozafinansowy, pożyczki i kredyty stanowią tylko jedną (często małą) część ich działalności. Należy zauważyć, że technologiczne giganty takie, jak Amazon, Apple, Alibaba, Facebook, Tencent czy Google, które już działają na rynku kredytowym, mają duży potencjał rozwoju w świadczeniu usług finansowych, ponieważ mają dostęp do ogromnej liczby danych o klientach. Podstawową działalnością BigTech są technologie informacyjne i konsulting (np. przetwarzanie w chmurze i analiza danych), które stanowią około 46% ich przychodów, zaś usługi finansowe stanowią około 11% [por. BIS 2021; Boissay i in. 2021]. Działalność przedsiębiorstw BigTech opiera się na wykorzystaniu platform cyfrowych w e-handlu/e-commerce, wyszukiwarkach stron internetowych i mediach społecznościowych [BIS 2019], zaś ich modele biznesowe polegają na umożliwieniu bezpośrednich interakcji dużej liczbie użytkowników. Powyższe modele biznesowe wielkich przedsiębiorstw technologicznych można najlepiej opisać jako platformy internetowe, które pozwalają różnym użytkownikom na wzajemne interakcje (np. kupującym i sprzedającym). Im więcej użytkowników wchodzi w interakcje, tym bardziej atrakcyjna jest platforma (np. sieci telekomunikacyjne, sieci płatności kartami kredytowymi itp.). Modele biznesowe wielkich przedsiębiorstw technologicznych BigTech skoncentrowane na Internecie pozwalają na osiągnięcie dominującej pozycji na rynku w niespotykanym dotąd tempie. Ponadto systematyczne gromadzenie danych użytkowników i nowe sposoby ich analizy (np. sztuczna inteligencja, taka, jak rozwiązania z zakresu uczenia maszynowego), pozwalają im na ich dalsze wykorzystanie w działalności finansowej.

Istotną cechą przedsiębiorstw BigTech jest możliwość wykorzystania danych użytkowników, które są wykorzystywane jako dane wejściowe dla szeregu usług wykorzystujących naturalne efekty sieciowe do generowania dalszej aktywności użytkownika. Zwiększona aktywność użytkownika w Internecie, generuje kolejną porcję danych. Wielkie technologie BigTech wykorzystują własności samowzmacniającej się pętli, która pojawia się między danymi a siecią, którą tworzą tzw. „DNA” to skrót od trzech pojęć: tzw. analizy danych (ang. *Data Analytics*), sieciowych efektów zewnętrznych (ang. *Network externalities*) oraz przeplatających się działań (ang. *interwoven Activities*) lub wykorzystując skrót angielski Data-Network-Activity (DNA). Należy zauważyć, że duże przedsiębiorstwa BigTech świadczą swoje usługi również w partnerstwie z tradycyjnymi bankami np. jako nakładki na produkty i infrastrukturę. Istniejące umowy partnerskie obejmują m.in.: Apple/Goldman Sachs; Amazon/JPMorgan Chase; Google/Citigroup [por. Crisanto, Ehrentraud, Lawson i Restoy 2021: 3].

W dobie technologii cyfrowych tradycyjne banki komercyjne napotykać na konkurencję również ze strony nowych przedsiębiorstw tzw. neobanków lub inaczej: challenger banków lub banków wirtualnych (ang. *virtual banks*). Nowe banki wykorzystują zaawansowane technologie do świadczenia usług bankowych w segmencie bankowości detalicznej głównie za pośrednictwem aplikacji na smartfony i platformy internetowe. Nowe przedsiębiorstwa finansowe wchodzące na rynek mogą uzyskać licencje bankowe w ramach istniejących reżimów regulacyjnych i to właśnie głównie one mogą udzielać kredytów, być właścicielami relacji z klientami lub mogą mieć za partnerów biznesowych tradycyjne banki [por. BIS 2018]. Usługi Neobanków obejmują m.in. obsługę rachunków bieżących i pożyczek, rachunki depozytowe, karty kredytowe, porady finansowe i są skierowane do osób fizycznych, przedsiębiorców oraz małych i średnich przedsiębiorstw. Neobanki to instytucje finansowe, które mogą mieć licencję bankową, ale nie posiadają tradycyjnych oddziałów, ponieważ wykorzystują m.in. infrastrukturę chmurową, aby lepiej wykorzystywać platformy internetowe, mobilne i społecznościowe. Wśród nowo powstałych neobanków można wymienić np.: Atom Bank i Monzo Bank w Wielkiej Brytanii, Bunq w Holandii, WeBank w Chinach, Simple i Varo Money w Stanach Zjednoczonych, N26 w Niemczech, Fidor zarówno w Wielkiej Brytanii, jak i w Niemczech oraz Wanap w Argentynie, w Chinach, oprócz WeBanku można wymienić: MyBank, XW Bank, AiBank, Suning Bank.

W Europie pierwsze Neobanki powstały w Wielkiej Brytanii w 2014 roku i cały czas się rozwijają. Największe neobanki w Europie to Revolut, N26, Monzo i Starling [BIS 2018: 17–18]. Dynamiczny rozwój tzw. „challenger banków” oddziałuje na cały sektor finansowy i pokazuje kierunek zmian dla tradycyjnych banków. Dla klientów tzw. „challenger banków” jest istotne, że wszystkie kwestie związane ze swoimi finansami mają w swoim telefonie oraz, że interfejsy mobilne dostarczają im wszystkich tych możliwości w każdym momencie.

3. WPŁYW PRZEDSIĘBIORSTW FINTECH NA KONKURENCJĘ W SEKTORZE FINANSOWYM

W ostatnich latach techniki cyfrowe stały się głównym czynnikiem transformacji sektora finansowego w wymiarze globalnym i wywierają ogromny wpływ na strukturę rynku sektora finansowego (ang. *market structure*). Zmiany techniczne wywierają również ogromny wpływ na kształt bankowości tradycyjnej i jej modele biznesowe. Należy jednak zauważyć, że wpływ na strukturę rynku jest różny w zależności czy rozróżniamy przedsiębiorstwo FinTech (start-up), czy bank wirtualny oraz czy duże przedsiębiorstwo technologiczne BigTech, które korzystają z przewagi konkurencyjnej wynikającej z efektów zewnętrznych sieci z tzw. DNA.

Nowe techniki cyfrowe wpływają na osłabienie różnych niedoskonałości rynku finansowego takie, jak asymetria informacji, wpływają również na zmniejszanie kosztów transakcyjnych. Asymetria informacji, jest przyczyną, dla której bank staje w obliczu problemu negatywnej selekcji i ryzyka nadużycia. Działalność pośredników finansowych, która ma na celu sprawne przekazywanie środków pomiędzy podmiotami deficytowymi a nadwyżkowymi powinna być czynnikiem łagodzącym negatywne skutki niedoskonałości rynków. W przypadku tradycyjnych banków problem asymetrii informacji jest rozwiązywany m.in. przez model bankowości relacyjnej. W finansowaniu relacyjnym uznaje się, że trwała współpraca z klientami jest istotna dla lepszych dwukierunkowych przepływów informacji, głębszego rozpoznania sytuacji klientów, jako podstawa zaufania.

Obecnie, w miejsce bankowości relacyjnej, weszły kanały cyfrowe, dzięki którym klienci za pomocą jednego kliknięcia mogą uzyskać finansowanie, co wcześniej wymagałoby większego nakładu czasowego i personalnego, zarówno od strony banku, jak i klienta.

3.1. Wpływ przedsiębiorstw FinTech na strukturę rynku

Analiza struktury rynku (ang. *market structure*) stanowi ważny wkład do badań sektora bankowego zarówno w tradycyjnym podejściu jak i nowoczesnym. Struktura rynku odnosi się do wzajemnych powiązań przedsiębiorstw na rynku, które mają wpływ na ich zachowanie i zdolność do osiągania zysków. Badania nad konkurencją w sektorze bankowym są obecnie prowadzone w ramach teorii mikroekonomii noszącej nazwę organizacji rynku i konkurencji w sektorze bankowym (ang. *industrial organisation approach of banking*, IOAB) [por. Pawłowska 2022].

Współczesna literatura dotycząca roli struktury rynku (ang. *market structure*) w sektorze finansowym dotyczy wpływu struktur rynkowych na dostęp do usług finansowych dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych (tj. dostępność kredytu, relacji bank-kredytobiorca). Wiąże się to ze skutecznością usług

finansowych i ich wpływem na wzrost gospodarczy oraz dotyczy szeroko pojętej stabilności sektora finansowego (tj. zakłóceń systemowych, które mają istotny wpływ na stabilność sektora, w tym interwencji państwa w sektor bankowy oraz oceny skutków proponowanych lub istniejących regulacji). Klasyczny model, oparty na paradygmacie struktura – taktyka – wynik (ang. *structure – conduct – performance*, SCP), sugerował, że w bardziej skoncentrowanym systemie panuje niższa konkurencja, która powoduje, że prawdopodobieństwo zmonopolizacji jest większe, co z kolei prowadzi do wyższych zysków banków i dodatniej zależności między koncentracją a rentownością [Bain 1951]. Strukturę rynkową opisuje się za pomocą następujących zmiennych: liczby i wielkości sprzedawców oraz kupujących, zróżnicowania produktów, warunków wejścia do branży/gałęzi przemysłu oraz koncentracji rynku. Taktykę działania opisują m.in. zmonopolizacja, innowacje technologiczne, reklama i marketing. Za wynik działania przyjmuje się rentowność, efektywność oraz produktywność [Martin 1989]. Przedsiębiorstwa FinTech wpływają na strukturę rynku za pośrednictwem kanału postępu technologicznego. Wynik (ang. *performance*) w interakcyjnym modelu SCP, będący odpowiedzią na strukturę rynku i technologię, pokazuje czy jest możliwość wejścia nowych przedsiębiorstw na rynek [Martin 1989: 8]. Na podstawie klasycznego paradygmatu SCP, można stwierdzić, że nowe technologie FinTech wpływają na wyniki tradycyjnych banków (ang. *performance*).

Przedsiębiorstwa FinTech dzięki wykorzystaniu technologii cyfrowych mogą świadczyć usługi bankowe przy niższych kosztach niż tradycyjne banki. Z jednej strony model ich zysków opiera się głównie na opłatach i prowizjach, ale też (w mniejszym stopniu) na przychodach odsetkowych, przy niższych kosztach operacyjnych związanych z wykorzystaniem technologii chmury i Big Data. Z drugiej strony tradycyjne banki mogą ponosić dodatkowe koszty związane z dostosowaniem starych, złożonych systemów do obecnej technologii i architektury danych. Z tego względu nowe banki mogą zabrać tradycyjnym bankom ich zyski, a te mogą stać się mniej rentowne. Potencjalnie wyższe przychody neobanków/challenge banków mogą być jednak zagrożone przez ich agresywne strategie cenowe i mniej zróżnicowane źródła przychodów.

Na konkurencję w sektorze bankowym wpływa również zjawisko związane z niedoskonałością rynku finansowego takie, jak asymetria informacji. Dlatego warunki konkurencji w sektorze bankowym mogą być inne niż w sektorach przedsiębiorstw niefinansowych. Potencjalne podmioty wchodzące na rynek napotykać mogą na bariery wejścia, które mogą być spowodowane korzyściami skali i zakresu produktowego, kosztami związanymi ze zmianą dostawcy, sieciami oddziałów i bankomatów, negatywną selekcją, reputacją marki, warunkami regulacyjnymi i przewagą finansową banków zbyt dużych, żeby upaść (ang. *to big to fail*) TBTF lub strategiami biznesowymi podmiotów już obecnych na rynku.

Nowe techniki cyfrowe mogą zwiększać możliwości znowy tam, gdzie historycznie były one uniemożliwione przez regulacje i bariery wejścia na rynek [por. Vieves 2016]. Rozwój technologii cyfrowych spowodował pojawienie się nowych konkurentów, którzy z jednej strony mogą zwiększać konkurencję w sektorze finansowym, a z drugiej strony spowodować zmianę preferencji dotychczasowych klientów tradycyjnych banków na rzecz nowych graczy. Powyższe zjawiska mogą spowodować duże zmiany w strategiach modeli biznesowych tradycyjnych banków. Ponadto, zmiana modeli biznesowych przez tradycyjne banki w kierunku zwiększania technologii cyfrowych może powodować dalszą koncentrację struktur rynkowych w wyniku fuzji i przejęć (ang. *Merger and Aquisition, M&A*). Fuzje i przejęcia są również wszechobecne w sektorze finansowym. Większość przedsiębiorców przeprowadzających powyższe transakcje uważa je za relatywnie prostą metodę zwiększenia siły rynkowej. Fuzje i przejęcia mogą prowadzić do korzyści skali i zakresu produktowego czego dotyczy kolejny podrozdział.

3.1.1. Korzyści skali i korzyści zakresu produktowego a FinTech

Z pojęciem struktury rynku łączy się pojęcie korzyści skali [por. Martin 1989: 194], określające przyrost efektywności produkcji, na skutek tego, iż przeciętny koszt całkowity maleje na skutek jej wzrostu. Rosnące korzyści skali, powstają dzięki malejącym kosztom przeciętnym, czyli kosztom całkowitym podzielonym przez produkcję. W sektorze bankowym produkcję, mierzy się wielkością aktywów lub ich częścią, czyli kredytem. Należy zauważyć, że tradycyjne banki mają duże koszty stałe, związane z tworzeniem i utrzymaniem systemów zaplecza oraz fizycznej sieci dystrybucji umożliwiających kontakt z konsumentem. Dodatkowo występują stałe koszty związane ze spełnieniem minimalnych wymogów kapitałowych oraz innych wymogów regulacyjnych [Pawłowska 2022]. Jak w każdej branży z kosztami stałymi, korzyści skali pojawiają się, gdy większy producent może zamortyzować te koszty, wykorzystując większą bazę klientów. Skala pozwala również na rozwój zdywersyfikowanego bilansu w celu lepszego zarządzania płynnością i ryzykiem kredytowym. Skala może zmniejszyć krańcowy koszt podejmowania ryzyka [Berger i Mester 1997; Mester 2010] i umożliwia lepszą politykę cenową i/lub zdolność do obsługi szerszego grona klientów. Korzyści zakresu produktowego są jednym z powodów transakcji fuzji i przejęć. Termin ten związany jest z występowaniem oszczędności wynikających ze zróżnicowania produkcji. Korzyści zakresu produktowego występują, gdy produkcja dwóch lub więcej dóbr razem jest bardziej opłacalna od produkcji tych dóbr oddzielnie. Tym samym korzyści zakresu można określić jako zdolność przedsiębiorstwa do produkcji większej liczby produktów i usług. Dowody na istnienie oszczędności zakresu produktowego (ze wspólnych nakładów i oszczędności informacyjnych po

stronie kosztów, które mogą pojawić się również po stronie przychodów poprzez zwiększenie wartości relacji z klientem i zmniejszenie kosztów rynkowych) są również mieszane, podobnie jak wartość uniwersalnego modelu bankowości.

Nowe techniki cyfrowe spowodowały obniżenie stałych i krańcowych kosztów wytwarzania usług finansowych. Pierwszym przykładem były bankomaty (ATM), które były szczególnie ważne dla rozwoju pośrednictwa finansowego w krajach rozwijających się takich, jak Indie i Chiny. Pieniądz elektroniczny zmniejszył zapotrzebowanie na tradycyjne oddziały banków i akceptację płatności, np. terminali w punktach sprzedaży (POS), i stał się szeroko stosowaną alternatywą dla kont bankowych w wielu państwach. Infrastruktura oparta na chmurze, w tym usługa bankowa (ang. *Banking-as-a-Service*, BaaS), zapewnia moc obliczeniową, przechowywanie danych, a nawet zgodność z istniejącymi regulacjami [por. Feyen i in. 2021]. Pośrednicy finansowi mogą obniżyć koszty krańcowe dzięki automatyzacji i przetwarzaniu STP (ang. *Straight Through Processing*), czyli wykonywaniu wszystkich transakcji drogą elektroniczną, wspieranych przez technologię, bez interwencji człowieka, które przyspieszają realizację transakcji wraz z szerszym wykorzystaniem danych i procesów opartych na sztucznej inteligencji AI (ang. *Artificial Intelligence*).

Dodatkowo, duże przedsiębiorstwa technologiczne BigTech mają wyższy całkowity koszt finansowania, ponieważ wykorzystują więcej kapitału własnego i nie mają depozytów [por. Feyen i in. 2021]. Powoduje to, że można je porównywać z globalnymi instytucjami finansowymi o znaczeniu systemowym (ang. *Global systemically important financial institution*), tzw. instytucje (G-SIFIs). Po kryzysie finansowym z 2008 roku nastąpił rozwój polityki organizacji międzynarodowych w stosunku do dużych banków działających transgranicznie (TBTF) również o znaczeniu systemowym. Powstało wiele raportów (m.in. de Larosière'a, Vickersa, Volckera i Liikanena), w których podkreślano rolę konkurencji w sektorze bankowym, która może pomóc rozwiązać problem TBTF. W erze cyfrowej problem globalnych instytucji finansowych rozszerzył się o przedsiębiorstwa BigTech. Obecnie trwają prace regulacyjne mające na celu zminimalizowania ryzyka systemowego związanego z działalnością przedsiębiorstw BigTech.

3.1.2. Bariery wejścia a FinTech

Bariery wejścia są wszechobecne w rynku bankowym. Bariery te możemy podzielić na: naturalne lub strukturalne, strategiczne i regulacyjne. Ważne miejsce w sektorze bankowym mają bariery regulacyjne, ponieważ regulatorzy skupiają się na stabilności sektora bankowego. Technika cyfrowa FinTech umożliwiła również wejście na rynek za pośrednictwem nowych kanałów dystrybucji. Licencje na prowadzenie działalności i zezwolenia, a także wymogi kapitałowe i wymogi

dotyczące płynności, stanowią bariery wejścia dla nowych banków, szczególnie tych małych. Innowacje cyfrowe zmniejszyły bariery kosztowe, umożliwiając wejście na rynek nowym i mniejszym podmiotom. Eliminacja wielu kosztów stałych oraz zmniejszenie kosztów zmiennych i kosztów związanych ze zmianą operatora umożliwia wejście na rynek tanich dostawców, dzięki omijaniu lokalnych regulacji. Mimo, że dla klientów nadal ważna jest reputacja usługodawcy, to jednak dostawcy FinTech są atrakcyjni dla swoich nowych klientów, zarówno osób fizycznych, jak i przedsiębiorstw. Aplikacje oparte na chmurze obliczeniowej i oprogramowaniu umożliwiają przedsiębiorcom szybkie rozpoczęcie działalności bez konieczności pozyskiwania z góry ogromnych kwot kapitału na sfinansowanie dużych inwestycji na początku jej działalności. Interfejsy API i otwarta bankowość (ang. *open banking*) mogą jeszcze bardziej przyspieszyć ten trend, ponieważ nowa usługa nie musi całkowicie odciągać klienta od dotychczasowego operatora, a zatem może budować zaufanie poprzez nakładanie usług na już istniejącą siatkę bezpieczeństwa zapewnianą przez dotychczasowe instytucje. W bankowości tradycyjnej posiadanie rozległej sieci oddziałów jest podstawowym czynnikiem zwiększającym udział w rynku, ponieważ bliskość tradycyjnego oddziału jest nadal ważna pomimo rozwoju bankowości elektronicznej i technologii cyfrowych. Pomimo, że oddział stanowi stały koszt dla banku, to sieć oddziałów może być wykorzystywana strategicznie w celu powstrzymania wejścia na rynek konkurentów. Ponadto, dla tradycyjnego banku o ugruntowanej pozycji na rynku posiadanie informacji o klientach w ramach historii kredytowej, może być również wykorzystywane w celu zniechęcenia do nowych wejść na rynek. Dzięki tym informacjom tradycyjne banki, od dawna obecne na rynku, mogą unikać bardziej ryzykownych kredytów, ze względu na przewagę informacyjną [por. Vieves 2016: 81]. Dlatego, ważnym czynnikiem utrudniającym FinTechom wejście na rynek jest reputacja, ponieważ zaufanie jest istotą działalności tradycyjnych banków.

Należy też rozróżnić, czy badamy bariery wejścia przedsiębiorstw BigTech czy FinTech. Wejście wielkich technologii BigTech do sektora finansowego obrazuje, jak techniki cyfrowe obniżają bariery wejścia na rynku świadczenia usług finansowych. Jednak te same cechy, które przynoszą korzyści, mogą również generować nowe zagrożenia i koszty związane z siłą rynkową przedsiębiorstw BigTech. Po stworzeniu zamkniętego ekosystemu platformy mogą wykorzystywać swoją siłę rynkową i sieciowe efekty zewnętrzne, aby zwiększyć koszty zmiany użytkownika, wykluczyć potencjalnych konkurentów i umacniać swoją pozycję poprzez podnoszenie barier wejścia na rynek. Należy też zauważyć, że rynki oparte o modele biznesowe wykorzystujące platformy cyfrowe mogą przybrać postać naturalnych monopolii. Korzystając ze swojej monopolistycznej pozycji, platformy mogą pobierać coraz to wyższe opłaty, a dzięki danym gromadzonym o klientach będą mogły dokonywać dyskryminacji cenowej [por. Pawłowska 2022].

3.1.3. Dyskryminacja cenowa a FinTech

Dyskryminacja cenowa (różnicowanie cen) to mikroekonomiczna strategia cenowa w ramach, której identyczne lub w dużej mierze podobne towary lub usługi są przedmiotem transakcji po różnych cenach dokonywanych przez tego samego dostawcę na różnych rynkach. Celem dyskryminacji cenowej jest na ogół uchwycenie nadwyżki rynkowej konsumentów. Nadwyżka ta powstaje, ponieważ na rynku, na którym obowiązuje jedna cena, niektórzy klienci (o bardzo niskiej elastyczności cenowej) byliby gotowi zapłacić więcej za dany produkt niż wynosi cena rynkowa. Dyskryminacja cenowa przenosi część tzw. nadwyżki konsumenta na producenta. Jest to sposób na zwiększenie zysku monopolisty. Na doskonale konkurencyjnym rynku producenci osiągają normalny zysk, ale nie zmonopolizowany, więc nie mogą angażować się w dyskryminację cenową. FinTech może dyskryminować ceny, podczas, gdy banki nie. Jednak dyskryminacja cenowa dotyczy głównie przedsiębiorstw BigTech. Wdrożenie technologii IT sprawia, że tzw. niekonwencjonalne dane takie, jak „ślady cyfrowe”, są przydatne do oceny jakości kredytobiorców [Berg i in. 2019]. BigTechy poprzez dostęp do tzw. spersonalizowanych danych o kredytobiorcach mogą dokonywać dyskryminacji cenowej, a banki nie mają takiej możliwości. Ponadto banki mają wyższe koszty monitorowania oraz finansowania tych samych klientów. Z kolei pożyczkobiorcy korzystający z przedsiębiorstw FinTech mogą być bardziej narażeni na niewypłacalność, co stanowi większe ryzyko kredytowe.

Badania wykazały, że korzystanie z usług FinTechów jest bardziej konkurencyjne dla klientów, niż w tradycyjnych bankach, szczególnie w krajach o sektorach bankowych charakteryzujących się wysokimi kosztami finansowania. Przedsiębiorstwa FinTech świadczące usługi finansowe klientom o tych samych cechach, oferują niższe oprocentowanie kredytów niż tradycyjne banki. W konsekwencji, przedsiębiorstwa FinTech zyskują przewagę technologiczną i konkurencyjną nad bankami, co prowadzi do zwiększenia ich udziału na rynku usług finansowych [por. Pawłowska 2022].

3.1.4. Efekt sieciowy a FinTech

W przypadku usług finansowych, po stronie popytu, dzięki nowym technikom cyfrowych zachodzą efekty sieciowe (lub tzw. „efekty zewnętrzne”). Efekt sieciowy (ang. *network effect*, *network externality* lub *demand-side economies of scale*) – to pojęcie w teorii ekonomii opisujące sytuację, w której obecni konsumenci dobra odnoszą korzyści, gdy zwiększa się popyt i chęć posiadania tego do dobra przez nowych użytkowników. Każdy nowy konsument, stając się użytkownikiem i powiększając tym samym wielkość sieci, otwiera nowy kanał przepływu

informacji, upraszczając znacznie problem, jeśli w sieci jest jeden użytkownik (lub wielu izolowanych, którzy nie kontaktują się ze sobą), to produkt jest całkowicie beзуżyteczny [por. m.in. Solek 2007]. Należy zauważyć, że efekty sieciowe, jak już wspomniano, występują po stronie popytu, podczas, gdy korzyści skali występują po stronie podaży. Wskutek tego mechanizmu nawet niewielkie różnice działają na korzyść większych sieci i mają tendencję do pogłębiania. Duża sieć rozrasta się bardzo szybko, a mała zanika. W skrajnych przypadkach dochodzi do przejścia całego rynku „zwycięzca bierze wszystko” [por. Solek 2007: 57]. Efekty sieciowe są również istotne w usługach finansowych takich, jak płatności, gdzie wartość sieci do wszystkich użytkowników (zarówno płatników, jak i odbiorców) wzrasta, gdy liczba podłączonych użytkowników wzrasta [por. Feyen i in. 2021: 4]. Powyższy efekt dotyczy głównie przedsiębiorstw BigTech [por. Pawłowska 2022]. Systematyczne gromadzenie danych o użytkownikach i nowe sposoby ich analizy (np. sztuczna inteligencja, rozwiązania oparte na uczeniu się maszynowym) pozwalają przedsiębiorstwom BigTech na wykorzystywanie sieciowych efektów w bardzo skuteczny sposób dzięki możliwości pętli tzw. DNA [por. Boissay i in. 2021]. Konkurencja ze strony nowych przedsiębiorstw na rynkach charakteryzujących się efektami sieciowymi i zamkniętymi standardami może być bardzo trudna lub niemożliwa. Wybory dokonane przez pierwszych konsumentów w danej sieci, mogą prowadzić do ustanowienia standardu i utrudnić rozwój innym konkurencyjnym przedsiębiorstwom.

3.2. Zmiany w strukturze rynku w czasach finansów cyfrowych

Transformacja cyfrowa w bankowości stała się faktem. Przedsiębiorstwa FinTech stają się coraz bardziej dojrzałe i mocno ugruntowane na rynku finansowym. Przyciągają rekordowy poziom inwestycji oraz angażują się w fuzje i przejęcia, zarówno wśród FinTechów (np. przejęcie przez Better internetowego brokera kredytów hipotecznych Trussle), jak i pomiędzy bankami i FinTechami np. przejęcie Tink przez Visa [Deloitte 2022: 26]. Dwoma głównymi czynnikami napędzającymi rewolucję cyfrową są dostępność technologii i zmiany w oczekiwaniach konsumentów wobec usług finansowych [FSB 2019]. W celu utrzymania swojej pozycji na rynku tradycyjne banki oferujące dotychczas tylko obsługę w fizycznych oddziałach, wdrażają technologie informatyczne (IT) i Big Data. Taka transformacja pobudza wzrost inwestycji sektora bankowego w IT, co umożliwia tradycyjnym pośrednikom finansowym oferowanie zindywidualizowanych usług [Carletti i in. 2020: 120].

Przedsiębiorstwa Fin/BigTech odgrywają coraz ważniejszą rolę na rynkach kredytowych. Na rynkach wschodzących i rozwijających, przedsiębiorstwa BigTech udzielają pożyczek dla MŚP (np. MY Bank w Chinach, Mercado Libre

w Argentynie). W gospodarkach rozwiniętych, w tym w UE rośnie rola przedsiębiorstw FinTech. Przedsiębiorstwa FinTech udzielają więcej pożyczek na rynkach, gdzie sektor bankowy jest skoncentrowany [Claessens i in. 2018; Frost i in. 2019; Hau i in. 2021]. Kredyt FinTech może być uzupełnieniem [Tang 2019] lub substytutem kredytu bankowego [Gopal i Schnabl 2020]. Buchak i inni stwierdzili, że na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych tradycyjne banki zapewniają produkty wyższej jakości niż przedsiębiorstwa FinTech (ale podkreślili, że tradycyjne banki tracą udział w rynku z powodu zwiększonych obciążeń regulacyjnych) [Buchak i in. 2018].

Nowe techniki cyfrowe wpływają na zmniejszenie niedoskonałości rynku finansowego, takich jak asymetria informacji, wpływają na zmniejszanie kosztów transakcyjnych. W miejsce bankowości relacyjnej weszły kanały cyfrowe, dzięki którym klienci za pomocą jednego kliknięcia mogą uzyskać finansowanie, co wcześniej wymagałoby większego nakładu czasowego i personalnego zaangażowania. Przedsiębiorstwa BigTech, oferując usługi finansowe, mogą uzupełniać i wzmacniać swoją działalność komercyjną np. platformy e-commerce ułatwiają usługi płatnicze, umożliwiają przysyłanie pieniędzy innym użytkownikom w mediach społecznościowych przez platformy medialne oraz dodatkowo generują dane opisujące sieć powiązań między biorcami a dawcami, dane te można wykorzystać np. do oceny zdolności kredytowej oraz dyskryminacji cenowej [por. Boissay i in. 2021]. Mimo dyskusji, nie ma jednak konsensusu co do prawdopodobnego przyszłego modelu świadczenia usług finansowych. Niektórzy uważają, że podstawą jest współpraca między tradycyjnymi bankami, a nowymi podmiotami z sektora FinTech, w tym w formie fuzji i przejęć. Inni sądzą, że nowe przedsiębiorstwa wchodzące na rynek z sektora FinTech zdominują wybrane segmenty rynku finansowego. Można więc przewidywać, że w przyszłości zachowanie tradycyjnych banków na rynku kredytowym w stosunku do przedsiębiorstw FinTech przybierze postać tzw. koopetycji, tj. sytuacji, w której przedsiębiorstwa jednocześnie konkurują i kooperują ze sobą. Według raportu [Carletti i in. 2020] banki będą jednak inaczej zachowywać się w stosunku do przedsiębiorstw FinTech niż BigTech. Koopetycja jest uważana za bardziej prawdopodobną w przypadku podmiotów FinTech, natomiast w odniesieniu do przedsiębiorstw BigTech, w niektórych segmentach za bardziej prawdopodobną uznaje się jej dominację. Niemniej jednak współpraca tradycyjnych banków z przedsiębiorstwami BigTech coraz bardziej się rozwija. Instytucje finansowe czerpią korzyści ze współpracy z przedsiębiorstwami BigTech np. współpraca Amazona z Goldman Sachs w USA oraz z ING w Niemczech [por. Crisanto i in. 2022].

Wśród potencjalnych korzyści z rozwoju sektora FinTech można wymienić wspieranie integracji finansowej przez eliminowanie skutków wykluczenia finansowego, większą różnorodność oferowanych kredytów i presję na zwiększanie efektywności udzielania kredytów wywieraną na tradycyjne banki, co dotyczy

głównie gospodarek wschodzących i rozwijających się. Do kosztów można zaliczyć potencjalne pogorszenie standardów kredytowych, zwiększoną procykliczność udzielania kredytów oraz bezpośredni wpływ na tradycyjne banki (np. przez erozję ich przychodów lub skłonienie ich do nadmiernego ryzyka). Kredyt FinTech może również stanowić wyzwanie dla regulatorów w związku z zakresem regulacji i monitorowaniem działalności kredytowej. Na obecnym etapie niewielki rozmiar kredytu FinTech w porównaniu z kredytem udzielanym przez tradycyjnych pośredników ogranicza bezpośredni wpływ na stabilność finansową.

Przedsiębiorstwa BigTech zazwyczaj wchodzi na rynek usług finansowych dzięki rozpoznawalności swojej marki. Ich wejście do sektora tych usług jest możliwe dzięki komplementarności baz danych klientów usług finansowych i pozafinansowych oraz związanym z tym korzyściom skali i zakresu produktowego [BIS 2019: 63]. Przedsiębiorstwa BigTech posiadają dużą bazę użytkowników z działalności pozafinansowej i mogą wykorzystywać powyższe dane na dużą skalę na rynku kredytowym w celu złagodzenia problemów związanych z asymetrią informacji. Duże ilości zgromadzonych danych pozwala im skutecznie analizować ryzyko kredytowe [Morse i Pence 2020]. Problematyczną kwestią jest jednak prywatność danych [Boissay i in. 2021]. Z jednej strony wejście przedsiębiorstw BigTech na rynek finansowy może prowadzić do wzrostu konkurencji i lepszej efektywności usług finansowych. Z drugiej strony, może prowadzić do monopolizacji rynku usług finansowych, ze względu na efekt sieciowy oraz manipulacje preferencjami klientów dzięki dostępowi do dużej ilości danych [Pawłowska 2022].

Wydaje się jednak, iż czynnikiem wyróżniającym tradycyjne banki i zapewniającym im stałych klientów jest zaufanie i to, że w odróżnieniu od nowych graczy są instytucjami zaufania publicznego [Thakor 2020]. Bankom z natury łatwiej jest utrzymać zaufanie. Ma ono charakter asymetryczny – trudniej je zdobyć niż stracić. Wydaje się, że banki są w stanie przetrwać kryzys braku zaufania, podczas gdy dla pożyczkodawców FinTech może to być trudne ze względu na charakter ich działalności. Pożyczki oferowane przez pożyczkodawców FinTech mają charakter stricte transakcyjny, zazwyczaj krótkoterminowy [por. Cornelli i in. 2023]. Strategie tradycyjnych banków wobec nowych podmiotów na rynku mogą obejmować decyzje zarówno o przyjęciu, jak i uniemożliwieniu wejścia na rynek nowym podmiotom. Tradycyjne banki mogą współpracować z nowymi podmiotami, wykupić je częściowo lub całkowicie albo zdecydować się na walkę z nimi. Tradycyjne banki mogą również stosować strategię pakietowania swoich produktów [Vives 2016: 82–83]. Szczegóły dotyczące każdego segmentu rynku będą miały znaczenie dla podjęcia decyzji [por. Crisanto i in. 2022].

Pandemia COVID-19 spowodowała jeszcze szybszy rozwój technologii cyfrowych. Banki zamykały tradycyjne oddziały i zachęcały klientów do korzystania z bankowych kanałów mobilnych lub bankowości internetowej. Wpływ na

tradycyjne banki ma również rozwój sztucznej inteligencji (AI) i istnieją opinie, że z uwagi na to nadal będą zanikały fizyczne oddziały w ramach bankowości tradycyjnej, np. wg Jima Marous'a „*In the future, the banking interface will not be a branch, a computer or even a phone*” [por. Boobier 2020].

4. WPŁYW TECHNOLOGII CYFROWEJ NA RENTOWNOŚĆ BANKÓW TRADYCYJNYCH: WYNIKI EMPIRYCZNE

Pojawienie się na rynku finansowym przedsiębiorstw wykorzystujących technologie cyfrowe (przedsiębiorstw FinTech, BigTech, neobanków) zmienia strukturę usług finansowych poprzez następujące czynniki: liczba i wielkość uczestników rynku, bariery wejścia i wyjścia oraz dostępność do informacji i najnowocześniejszej technologii. Jak wykazano wyżej (we wcześniejszych częściach artykułu), przedsiębiorstwa FinTech rozwijają się głównie w Azji, ale też ich rola wzrasta w sektorach finansowych UE. Dlatego w niniejszym rozdziale zaprezentowano badanie empiryczne dotyczące wpływu nowych technologii cyfrowych na strukturę sektorów bankowych w UE z wykorzystaniem prostego modelu regresji opartego na danych panelowych.

W celu identyfikacji zmian struktury rynku finansowego, na skutek wejścia na rynek przedsiębiorstw FinTech, wykorzystano paradygmat SCP, dotyczący wpływu struktury i taktyki na wynik finansowy. Należy zauważyć, że rentowność jest szerokim pojęciem i istnieje wiele metod jej pomiaru (np. Bain mierzył rentowność zwrotem z kapitału (*return on equities*) (ROE), Stigler w modelu SCP, zaproponował jako miarę rentowności zwrot z aktywów (*return on assets*) (ROA). Zgodnie z paradygmatem SCP im większa koncentracja, tym mniejsza konkurencja powodująca wyższą rentowność podmiotów działających na rynku [Stigler 1968].

Odnosząc paradygmat SCP do sektora bankowego należy zauważyć, że jeśli banki stają się coraz większe to rośnie koncentracja, maleje konkurencja w sektorze bankowym, a zyski tradycyjnych banków powinny być coraz większe. Jeśli natomiast, zyski malają, może to oznaczać, że rośnie konkurencja od strony innych uczestników rynku, mogą też być inne przyczyny, np. niskie stopy procentowe.

W celu identyfikacji wpływu struktury rynku (*market structure*) na rentowność (*performance*) przeprowadzono badanie na danych panelowych. Dane panelowe obejmowały lata 2010–2020 i obejmowały dane z 28 gospodarek UE. Część danych jednak była dostępna od 2014 roku².

W analizowanym okresie koncentracja w sektorze bankowym rosła, a mimo to banki nie poprawiły swoich wyników, które osiągnęły przed kryzysem finansowym z 2008 roku [por. Pawłowska 2021]. Przyczyny tego faktu, są oczywiście

² Dlatego jest to panel niezbilansowany, występują w nim braki w danych.

złożone m.in. niskie stopy procentowe, ale również rosnąca konkurencja. Jednak badając wpływ FinTech na wyniki banków należy rozróżnić, czy badamy FinTech jako element sektora bankowego (nowe technologie wykorzystywane przez banki tradycyjne), czy jako element zewnętrzny poza sektorem bankowym, ponieważ nowe technologie cyfrowe przejmują także tradycyjne banki³. Innowacjami produktowymi w tradycyjnych bankach są m.in. nowoczesne systemy płatnicze PayTech wykorzystujące aplikacje na urządzenia mobilne (smartfony), w tym bankomaty.

Zbiór danych panelowych zawierający dane mikroekonomiczne i makroekonomiczne został skonstruowany w oparciu o roczne dane na poziomie krajów. Za zmienne opisujące nową technologię cyfrową uznano: udział liczby osób korzystających z bankowości internetowej; bankomaty umożliwiające uprawnionym użytkownikom wypłatę gotówki (liczba bankomatów na 1000 km²); liczba kart płatniczych, liczba abonentów telefonii komórkowej na 100 osób; dostęp do internetu z urządzenia mobilnego, laptopa lub notebooka (odsetek osób); oraz liczbę bezpiecznych serwerów internetowych na 1 milion osób. W badaniu wzięto pod uwagę zmienne dotyczące przedsiębiorstw FinTech z badania [Cornelli i in. 2021]. Rentowność mierzona była wskaźnikami ROA i ROE publikowanymi przez Europejski Bank Centralny. Dane makroekonomiczne dla poszczególnych krajów UE pozyskano z ogólnodostępnych internetowych baz danych organizacji międzynarodowych, takich jak: Bank Światowy, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Europejski Bank Centralny (Hurtownia Danych Statystycznych), Eurostat. Dane dotyczące kredytów bankowych pochodzą z Europejskiego Instytutu Badań Kredytowych (ECRI) w Centrum Studiów nad Polityką Europejską (CEPS).

Ostatecznie, zbiór wykorzystanych danych zawierał dane z 28 krajów UE z wyłączeniem Chorwacji i Rumunii (z uwagi na braki danych dotyczących przedsiębiorstw FinTech), ale z uwzględnieniem danych dla Wielkiej Brytanii. Statystyki opisowe zebranych danych przedstawiono w tabeli A1 w Załączniku.

Równanie 1 prezentuje model dotyczący wpływu technik cyfrowych na wyniki banków.

$$Y_{c,t} = \mu_t + \gamma_c + \alpha_1 MS_{c,t} + \alpha_2 Cycle_{c,t} + \alpha_3 SizeL_{c,t} + \alpha_4 DigTech_{c,t} + \alpha_5 FinTech_{c,t} + \varepsilon_{c,t} \quad (1)$$

W modelu jako zmienną zależną przyjęto rentowność banków. Za rentowność w modelu przyjęto wskaźnik zwrotu z aktywów (ROA) w kraju c w roku t ⁴.

³ Przedsiębiorstwa BigTech, nie zostały uwzględnione w badaniu ze względu na brak danych w tym zakresie.

⁴ Za zmienną zależną przyjęto również rentowność zwrotem z kapitału ROE (*return on equities*), w ramach sprawdzenia odporności modelu.

Jako zmienne objaśniające zastosowano następujące zmienne w kraju c w roku t :

- zmienną opisującą wzrost ekonomiczny/cykl koniunkturalny ($Cycle_{c,t}$), za którą przyjęto wzrost PKB r/r ($Cycle1_{c,t}$) oraz dynamikę kredytów ogółem ($Cycle2_{c,t}$),
- zmienną opisującą wielkość kredytu bankowego ($SizeL_{c,t}$) za którą przyjęto: kredyty ogółem do PKB ($SizeL1_{c,t}$) i kredyty ogółem na mieszkańca $SizeL2_{c,t}$,
- zmienną opisującą strukturę rynku w sektorze bankowym $MS_{c,t}$ za którą przyjęto wskaźniki koncentracji pochodzące z statystyk EBC: koncentracja sektora bankowego, została zdefiniowana jako udział pięciu największych instytucji kredytowych w aktywach ogółem (CR5).

Ostatecznie po zbadaniu korelacji między zmiennymi jako zmienne opisujące rozwój technik cyfrowych $DigTech$, w ramach sektora bankowego $DigTech1$, dla każdego roku t w danym państwie c , przyjęto:

- liczbę bankomatów na 1000 km² (ATM),
- udział liczby osób fizycznych wykorzystujących Internet do bankowości internetowej w populacji ($INTER$),
- logarytm liczby kart płatniczych ($CARD$).

Jako zmienne opisujące rozwój technik cyfrowych, spoza sektora bankowego $DigTech2$ dla każdego roku t w danym państwie c , przyjęto:

- logarytm liczby abonamentów na telefony komórkowe na 100 osób ($MOBILE$),
- logarytm liczby bezpiecznych serwerów internetowych na 1 milion osób ($SERVER$)⁵.

Jako zmienne określające przedsiębiorstwa $FinTech_{c,t}$ dla kraju c w roku t przyjęto:

- finansowanie kapitałowe przedsiębiorstw FinTech w relacji do PKB ($FinTech1$),
- logarytm liczby transakcji w sektorze FinTech ($FinTech2$).

W celu sprawdzenia wpływu nowych technik cyfrowych na wyniki tradycyjnych banków przeprowadzono regresję liniową na danych panelowych w oparciu o równanie 1. Do estymacji modelu wykorzystano techniki estymacji na danych panelowych (estymator z wykorzystaniem efektów stałych tzw. model FE oraz ulepszony estymator dla regresji liniowej dla wielu poziomów efektów stałych⁶. Wyniki 20 regresji prezentują tabele A2–A5 w Załączniku.

⁵ World Bank – World Development Indicators, Netcraft Secure Server Survey. Bank Światowy.

⁶ W badaniu wykorzystano bardziej efektywną wersję estymatora efektów stałych (procedurę `reghdfe` w pakiecie STATA), regresję liniową na danych panelowych dla wielu poziomów ustalonych efektów [Pawłowska 2021].

W tabelach A2–A3 zaprezentowano wyniki 5 regresji na danych panelowych z wykorzystaniem estymatora efektów stałych, w tabelach A4–A5 zaprezentowano wyniki 5 regresji z wykorzystaniem wielu poziomów efektów stałych.

Wyniki analizy na podstawie równania 1 wykazały dodatni wpływ zmiennej zarówno *DigTech1*, jak i *DigTech2*, prawie dla wszystkich estymacji. Uzyskane wyniki jednak nie dały jednoznacznej odpowiedzi dotyczącej wpływu zmiennej *FinTech* na rentowność banków. Z jednej strony, zmienna *FinTech1* wpływała ujemnie nieistotnie na wyniki banków (tabele A2 i A4 kolumny 1–5), z drugiej strony zmienna *FinTech2* dodatnio (tabele A3 kolumny 3–5 i A5 kolumna 3).

Ponadto wyniki analizy wykazały ujemny wpływ zmiennej *CR5* na rentowność banków oraz ujemny wpływ zmiennej określającej wielkość kredytu bankowego (tabele A2–A5, kolumny 4–5). Wynik dotyczący wpływu cyklu koniunkturalnego na rentowność jest zgodny z intuicją i wskazał, że rentowność jest zgodna z cyklem koniunkturalnym i dodatnio skorelowana z PKB (tabele A2–A5, kolumny 4–5).

Niniejsze badanie ilościowe pozwoliło stwierdzić, że wykorzystanie rozwiązań cyfrowych w tradycyjnych bankach wpływało dodatnio na ich rentowność, na co wskazuje dodatni i istotny współczynnik przy zmiennych *DigTech1*, m.in. określającej wykorzystanie bankowości internetowej (*INTER*). Wykazano również, że rozwiązania cyfrowe poza sektorem bankowym są korzystne dla wyników tradycyjnych banków, na co wskazuje dodatni i istotny współczynnik przy zmiennych *DigTech2* m.in. przy zmiennej określającej bezpieczne serwery internetowe (*SERVER*).

Jednak, nie stwierdzono jednoznacznego kierunku wpływu zmiennej *FinTech* na rentowność tradycyjnych banków. Z jednej strony, zmienna *FinTech1* wpływała ujemnie nieistotnie na wyniki banków, z drugiej strony zmienna *FinTech2* dodatnio. Dodatkowo, wykazano ujemny wpływ zmiennej *CR5* na rentowność oraz ujemny wpływ zmiennej określającej wielkość kredytu bankowego (*Size*). Wynik ten, nie jest zgodny z paradygmatem SCP wykazującym, że większa koncentracja i większa siła rynkowa prowadzi do większej rentowności. Powyższy wynik może jednak wskazywać, że pomimo zwiększających się rozmiarów banku, mierzonego wielkością kredytu, rentowność nie rośnie z uwagi na innych graczy na rynku, którzy zabierają część zysków tradycyjnym bankom. Co z kolei może potwierdzać zwiększenie się poziomu konkurencji w sektorze finansowym z uwagi na rozwój technologii cyfrowych i przedsiębiorstw *FinTech*. Wyniki z wykorzystaniem estymatora wielu poziomów efektów stałych (tabele A4–A5), potwierdziły wnioski uzyskane na podstawie wcześniejszych regresji na danych panelowych (tabele A2–A3). Jednak z uwagi na jakość/braki danych do uzyskanych wyników należy podejść z pewną ostrożnością.

Rozwój technik cyfrowych jest zarówno szansą, jak i zagrożeniem dla tradycyjnych banków. Tradycyjne banki od dawna działające na rynku muszą

dostosowywać się do zmieniającej rzeczywistości, aby nie oddać pola przedsiębiorstwom FinTech na rynku finansowym, dla których nie ma granic geograficznych i technologicznych (przedsiębiorstwa FinTech i BigTech).

Wyniki otrzymane w niniejszym badaniu potwierdzają wcześniejsze wyniki Pawłowskiej, które wykazały, że pomimo postępującej konsolidacji nie spada konkurencja na rynku bankowym. Konsolidacja w europejskim sektorze bankowym nie spowodowała spadku konkurencji, z uwagi na rozwiązania FinTech, które stymulują konkurencję na rynku i zwiększają efektywności usług finansowych [Pawłowska 2022].

Ważną kwestią pozostaje poprawa statystyk danych w obszarze przedsiębiorstw FinTech, co poprawiłoby monitorowanie tego zjawiska i analizę przewagi konkurencyjnej dostawców FinTech w porównaniu z tradycyjnymi usługami bankowymi. Bardziej szczegółowe badanie wpływu technologii cyfrowych na wyniki banków ze względu na złożoność problemu będzie wymagać zdefiniowania nowych kanałów oddziaływania i opracowania wskaźników, zapewniających właściwy pomiar technologii FinTech. Jednak złożoność zjawiska (spowodowana m.in. różnorodnością przedsiębiorstw FinTech oraz przenikaniem się kanałów oddziaływania na tradycyjne banki) powoduje, że skonstruowanie zarówno kompleksowego modelu teoretycznego jak i empirycznego może być trudne.

PODSUMOWANIE

W niniejszym artykule, w części teoretycznej, wykazano dużą rolę technologii cyfrowych w kształtowaniu współczesnego sektora usług finansowych. Dodatkowo, wyniki modelu ekonometrycznego potwierdziły wpływ przedsiębiorstw FinTech na wyniki tradycyjnych banków w UE. Nie udało się jednoznacznie wskazać kierunku wpływu przedsiębiorstw FinTech na rentowność. Wynika to między innymi z tego, że w badaniu nie uwzględniono kredytu FinTech oraz z uwagi na ograniczenia związane z krótkimi szeregami czasowymi dotyczącymi zmiennych określających technologie cyfrowe. Warto też zauważyć, że tradycyjne banki często przejmują również znaczne udziały własnościowe w wirtualnych przedsięwzięciach bankowych. Korzyści w tym przypadku są dwustronne. Z jednej strony, banki wchodzą w te przedsięwzięcia oferując doświadczenie i wiedzę, których często brakuje młodym przedsiębiorstwom FinTech. Z drugiej strony, tradycyjne banki dzięki nowym rozwiązaniom technologicznym mogą zmodernizować dotychczasową infrastrukturę IT oraz kanały sprzedaży, dzięki temu obniżyć sobie koszty kapitałowe oraz pozyskać nowych klientów [por. Chenn i in. 2022: 16].

Rozwiązania FinTech zmieniają modele biznesowe i wpływają na wzrost konkurencji m.in. poprzez tzw. wejścia na rynek, z drugiej strony może nastąpić spadek konkurencji ponieważ przedsiębiorstwa BigTech mogą dokonać

manipulacji preferencjami klientów oraz do monopolizacji rynku [Boissay i in. 2021]. Co więcej model biznesowy przedsiębiorstw BigTech stwarza możliwości zdobycia dominującej pozycji w różnych segmentach rynku finansowego, co może prowadzić do nadmiernej koncentracji i praktyk antykonkurencyjnych oraz może prowadzić do powstawania monopolu ponadnarodowych. Przejście na modele biznesowe oparte na platformach zmienia strukturę rynku usług finansowych, zaciera się różnica między sektorem finansowym a niefinansowym.

Wydaje się, że relacje oraz zaufanie do tradycyjnych banków są elementami pozwalającymi na przetrwanie tego modelu bankowości, który nie ogranicza się do anonimowego kliknięcia w wirtualnym otoczeniu świata cyfrowego. Obecny artykuł należy jednak traktować jako podstawę do dalszej pogłębionej empirycznej analizy pozwalającej na pomiar skali zjawiska, w tym dalsze szczegółowe określenie kanałów wpływu przedsiębiorstw FinTech na poziom konkurencji w całym sektorze finansowym, w tym wpływu przedsiębiorstw BigTech na rynek kredytowy, których wpływ na ten rynek jest coraz bardziej widoczny. Transformacja cyfrowa coraz bardziej przyspiesza, we wszystkich sferach życia, co spowoduje dalsze zmiany w strukturze rynku finansowego.

DEKLARACJA AUTORÓW

Autor zgłasza brak konfliktu interesów.

BIBLIOGRAFIA

- Alt, R., Beck, R., and Smits, M. (2018). FinTech and the transformation of the financial industry. *Electronic Markets*, no. 28, pp. 235–243. <https://doi.org/10.1007/s12525-018-0310-9>
- Bain, J.S. (1951). Relation of profit rate to industry concentration: American manufacturing 1936–40. *Quarterly, Journal of Economics*, vol. 65, pp. 293–324.
- Boissay, F., Torsten, E., Gambacorta, L. and Shin, Hyun Song (2021). *Big Techs in Finance: On the New Nexus Between Data Privacy and Competition* (October 8, 2021). The Palgrave Handbook of Technological Finance, <https://doi.org/10.1007/978-3-030-65117-6>, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3945777> (dostęp 10.10.2023).
- BIS (2019). *Big tech in finance: opportunities and risks*, Annual Economic Report, Chapter III, Bank for International Settlements, <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2019e3.pdf> (dostęp 10.10.2023).
- Belleflamme, P. and Peitz, M. (2021). *The Economics of Platforms*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Berger, A.N. and Mester, L.J. (1997). Beyond the black box: What explains differences in the efficiencies of financial institutions. *Journal of Banking & Finance*, no. 21, pp. 895–947.
- Buchak, G., Matvos, G., Piskorski, T. and Seru, A. (2018). FinTech, regulatory arbitrage, and the rise of shadow banks. *Journal of Financial Economics*, no. 130(3), pp. 453–483.
- Cornelli, G., Frost, J., Gambacorta, L., Rau, R., Wardrop, R. and Ziegler, T. (2020). *FinTech and big tech credit: a new database*, BIS Working Papers, p. 887.

- Cornelli, G., Frost, J., Gambacorta, L., Rau, R., Wardrop, R. and Ziegler, T. (2023). Fintech and big tech credit: Drivers of the growth of digital lending. *Journal of Banking & Finance*, vol. 148, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106742>
- Crisanto, J.C., Ehrentraud, J., Lawson, A. and Restoy, F. (2021). *Big tech regulation: what is going on?* Financial Stability Institute (FSI), Insights on policy implementation, No 36, Bank for International Settlements (BIS).
- Crisanto, J.C., Ehrentraud, J., Fabian, M. and Monteil, A. (2022). *Big tech interdependencies – a key policy blind spot*. Financial Stability Institute (FSI), Insights on policy implementation, No 44. Bank for International Settlements (BIS).
- Croson, K., Frost, F., Gambacorta, L. and Valletti, T. (2022). *Platform-based business models and financial inclusion*. BIS Working Papers No 986. January.
- Deloitte (2022). Banking and capital markets outlook, Scaling new heights with purpose, <https://www2.deloitte.com/cn/en/pages/financial-services/articles/financial-services-industry-outlooks-2022/banking-industry-outlook.html> (dostęp 18.10.2023).
- Ehrentraud, J., Evans, J.L., Monteil, A. and Restoy, F. (2022). *Big tech regulation: in search of a new framework*, FSI, Occasional Paper No 20, Financial Stability Institute (FSI), Bank for International Settlements (BIS).
- Evans, D.S. and Schmalensee, R. (2014). *The Antitrust Analysis of Multi-Sided Platform Businesses*. In: R. Blair and D. Sokol, eds., *The Oxford Handbook of International Antitrust Economics*, vol. 1, Oxford: Oxford University Press.
- Financial Stability Board (FSB), (2019). *BigTech in finance: market developments and potential financial stability implications*, <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P091219-1.pdf> (dostęp 18.10.2023).
- Financial Stability Board (FSB), (2020). *BigTech in emerging market and developing economies*. October, <https://www.fsb.org/2020/10/bigtech-firms-in-finance-in-emerging-market-and-developing-economies/> (dostęp 18.10.2023).
- Financial Stability Board (FSB), (2022). *FinTech and market structure in the COVID-19 Pandemic*. March, <https://www.fsb.org/2022/03/FinTech-and-market-structure-in-the-covid-19-pandemic-implications-for-financial-stability/> (dostęp 10.10.2023).
- Feyen, E., Natarajan, H. and Saal, M. (2023). *FinTech and the Future of Finance*, World Bank Group, (worldbank.org), <https://www.worldbank.org/en/publication/FinTech-and-the-future-of-finance> (dostęp 10.10.2023).
- Feyen, E., Frost, J., Gambacorta, L., Natarajan, H. and Saal, M. (2021). *FinTech and the digital transformation of financial services: implications for market structure and public policy*, BIS IS Papers, no. 117.
- Frost, J.L., Gambacorta, Y., Huang, H., Shin, S. and Zbinden, P. (2019). BigTech and the changing structure of financial intermediation. *Economic Policy*, vol. 34, no. 100, pp. 761–799.
- Gambacorta, L., Huang, Y., Li, Z., Qiu, H. and Chen, S. (2020). *Data vs collateral*. BIS Working Paper no. 881, September.
- Gambacorta, L., Huang, Y., Qiu, H. and Wang, J. (2019). *How do machine learning and non-traditional data affect credit scoring? New evidence from a Chinese fintech firm*. BIS Working Papers no. 834.
- Gopal, M. and Schnabl, P. (2020). *The Rise of Finance Companies and FinTech Lenders in Small Business Lending*. The Review of Financial Studies, 2022; hhac034, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhac034>

- Hau, H., Shan, H., Huang, Y., Lin, C., Sheng, Z. and Wei, L. (2021). FinTech Credit and Entrepreneurial Growth. *Swiss Finance Institute Research Paper*, no. 21–47, p. 63 Pages Posted: 9 Aug 2021 Last revised: 28 Nov 2022, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3899863 (dostęp 10.10.2023).
- Malone, T., Yates, J., and Benjamin, R. (1987). Electronic Markets and Electronic Hierarchies. *Communications of the ACM*, no. 30, pp. 484–497. <https://doi.org/10.1145/214762.214766>
- Martin, S. (1989). *Industrial Economics, Economic Analysis and Public Policy*. New York: Macmillan Publishing Company, London: Collier Macmillan Publishers.
- Morse, A. and Pence, K. (2020). *Technological Innovation and discrimination in household finance*. NBER Working Paper, 26739.
- Mester, L. (2010). *Scale Economies in Banking and Financial Regulatory Reforms*. Symposium, Federal Reserve Bank of Minneapolis, September.
- Nayernia, H., Bahemia, H. and Papagiannidis, S. (2022). A systematic review of the implementation of industry 4.0 from the organizational perspective. *International Journal of Production Research*, no. 60(14), pp. 4365–4396, <https://doi.org/10.1080/00207543.2021.2002964>
- Nicoletti, B. (2017). *The Future of FinTech: Integrating Finance and Technology in Financial Services*. London: Palgrave Macmillan.
- Pawłowska, M. (2021). *Kredyt w zmieniającej się strukturze rynkowej sektora bankowego – nowe techniki, nowe wyzwania*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Pawłowska, M. (2022). *Techniki cyfrowe w sektorze finansowym, wpływ na strukturę rynku i ryzyko*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.
- Solek, A. (2007). Ekonomiczne własności gałęzi sieciowych na przykładzie telekomunikacji. *Zeszyty Naukowe Akademia Ekonomiczna w Krakowie*, nr 738, s. 53–68.
- Schlechtendahl, J., Keinert, M., Kretschmer, A. and Lechler, Verl, A. (2015). Making existing production systems Industry 4.0-ready. *Prod. Eng. Res. Devel.*, no. 9, pp. 143–148, <https://doi.org/10.1007/s11740-014-0586-3>
- Sironi, P. (2022). *Banks and FinTech on Platform Economies: Contextual and Conscious Banking*. United Kingdom: Wiley.
- Stigler, G. (1968). *The Organization of Industry*, Irwin: Homewood.
- Tang, H. (2019). Peer-to-Peer Lenders Versus Banks: Substitutes or Complements? *The Review of Financial Studies*, vol. 32, issue 5, pp. 1900–1938, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy137>
- Vives, X. (2016). *Competition and Stability in Banking: the Role of Regulation and Competition Policy*. Princeton University Press.
- Vives, X. (2017). *The impact of FinTech on banking*. In: G. Barba Navaretti, G. Calzolari, A.F. Pozzolo, eds., *FinTech and Banking. Friends or Foes?*, https://blog.iiese.edu/xvives/files/2018/02/EE_2.2017.pdf (dostęp 18.10.2023).

Załącznik

Tabela A1. Statystyki opisowe zmiennych w skonstruowanej bazie danych panelowych

Nazwy zmiennych	Liczba Obserwacji	Średnia	Std. Dev.	MIN	MAX
Makro zmienne dla każdego państwa c oraz dla każdego roku t					
<i>GDPpc</i>	308	35023,6	22098,2	6812,41	118823,6
<i>GDP</i>	308	2,975	2,7812	-1,4	25,1
<i>L_GDP</i>	308	12,907	12,201	0,522	50,905
<i>L_PC</i>	308	0,065	0,0359	0,0117	0,1802
<i>T_L</i>	306	-0,0157	0,0979	-0,4384	0,6125
Zmienne dotyczące struktury sektora bankowego dla każdego państwa c i każdego roku t					
<i>CR5</i>	308	61,99	17,88	26,18	98,1
<i>ROA</i>	308	0,61	0,7828	-2,55	3,04
<i>ROE</i>	308	7,1482	8,3403	-29,28	24,07
FinTech poza sektorem bankowym dla każdego państwa c oraz dla każdego roku t					
<i>FinTech1</i>	266	0,10683	0,46814	0	6,6946
<i>FinTech2</i>	286	2,297369	1,540452	0	6,612041
DigTech w ramach sektora bankowego dla każdego państwa c oraz dla każdego roku t					
<i>ATM</i>	286	41915,2	32002,9	196	86767
<i>INTER</i>	277	48,44	16,84	2	90
<i>CARD</i>	293	1,281654	1,381603	0,32256	19,66
DigTech poza sektorem bankowym dla każdego państwa c oraz dla każdego roku t					
<i>SERVER</i>	269	24628,98	11298,2	39,02	277133,7
<i>MOBILE</i>	255	124,375	15,625	91,9	172,12

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych EBC, Banku Światowego, Eurostatu oraz danych z dołączonych do artykułu: [Cornelli, Doerr, Franco i Frost 2021]. Tabela zawiera statystyki podsumowujące (średnia i odchylenie standardowe (Std. Dev.) dla wszystkich zmiennych w panelu danych. Dane są obserwowane rocznie w latach 2010–2020. Część danych dotycząca nowych technologii jest dostępnych od 2014 roku. Zbiór danych Fintech zawiera dane działalności branży w latach 2010–2020, według stanu na sierpień 2021 r. Dane obejmują Wielką Brytanię, brak danych dla Rumunii i Chorwacji.

Tabela A2. Wyniki modelu z wykorzystaniem regresji panelowej (1)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
<i>CR5</i>	0,001	0,001	0,002	-0,006	-0,009
	(0,005)	(0,006)	(0,007)	(0,007)	(0,008)
<i>Size1</i>	-0,524***	-0,443**	-	-	-
	(0,161)	(0,201)	-	-	-
<i>Cycle1</i>	0,000	0,000	0,000	-	-
	(0,000)	(0,000)	(0,000)	-	-
<i>CARD</i>	-	0,007	-	0,020***	0,029***
	-	(0,006)	-	(0,006)	(0,007)
<i>SERVER</i>	0,145***	0,163***	-	0,120**	-
	(0,037)	(0,043)	-	(0,053)	-
<i>FinTech1</i>	-0,087	-0,101	-0,243	-0,233	-
	(0,137)	(0,139)	(0,472)	(0,459)	-
<i>INTER</i>	-	0,007	-	0,020***	0,029***
	-	(0,006)	-	(0,006)	(0,007)
<i>Size2</i>	-	-	-0,099	-0,359***	-0,527***
	-	-	(0,134)	(0,128)	(0,157)
<i>ATM</i>	-	-	0,001	0,001	-
	-	-	(0,001)	(0,001)	-
<i>MOBILE</i>	-	-	0,625	-	1,056
	-	-	(0,842)	-	(0,989)
<i>Cycle2</i>	-	-	-	1,416	2,308**
	-	-	-	(0,902)	(0,979)
Constant	-2,714***	-2,880***	-2,809	-0,811	-5,011
	(0,601)	(0,682)	(4,077)	(0,659)	(4,847)
Obserwacje	230	218	194	185	190
Grupy	26	26	26	26	28

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

Źródło: obliczenia własne z wykorzystaniem programu STATA.

Tabela A3. Wyniki modelu z wykorzystaniem regresji panelowej (2)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
<i>CR5</i>	0,007	0,003	0,003	-0,007	-0,009
	(0,005)	(0,007)	(0,006)	(0,007)	(0,006)
<i>SizeL1</i>	-0,722***	-0,688***	-	-	-
	(0,152)	(0,227)	-	-	-
<i>Cycle1</i>	0,000	0,000	0,000	-	-
	(0,000)	(0,000)	(0,000)	-	-
<i>CARD</i>	0,033	0,002	-	-	0,114
	(0,030)	(0,109)	-	-	(0,223)
<i>SERVER</i>	0,094***	0,140***	-	0,105**	-
	(0,026)	(0,045)	-	(0,051)	-
<i>FinTech2</i>	0,073	-	0,231***	-	0,107*
	(0,051)	-	(0,054)	-	(0,064)
<i>INTER</i>	-	0,008	-	0,025***	0,025***
	-	(0,006)	-	(0,006)	(0,005)
<i>SizeL2</i>	-	-	-0,368***	-0,541***	-0,557***
	-	-	(0,123)	(0,137)	(0,107)
<i>ATM</i>	-	-	0,000	0,001	-
	-	-	(0,001)	(0,001)	-
<i>MOBILE</i>	-	-	0,522	-	0,676
	-	-	(0,570)	-	(0,637)
<i>Cycle2</i>	-	-	-	1,555	0,908
	-	-	-	(0,957)	(0,660)
<i>Constant</i>	-3,275***	-3,622***	-2,210	-0,497	-2,898
	(0,541)	(0,751)	(2,783)	(0,662)	(3,117)
Obserwacje	225	233	187	211	168
Grupy	25	28	26	28	25

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

Źródło: obliczenia własne z wykorzystaniem programu STATA.

Tabela A4. Wyniki modelu z wykorzystaniem regresji panelowej dla wielu poziomów efektów stałych (1)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
<i>CR5</i>	0,001	-0,001	0,001	-0,010**	-0,008
	(0,004)	(0,005)	(0,005)	(0,005)	(0,006)
<i>SizeL1</i>	-0,489***	-0,670***	-	-	-
	(0,129)	(0,165)	-	-	-
<i>Cycle1</i>	0,001	0,001	0,001	-	-
	(0,000)	(0,000)	(0,000)	-	-
<i>CARD</i>	0.000	0.000	-	-	-0.000
	(0.000)	(0.000)	-	-	(0.000)
<i>SERVER</i>	0,132***	0,122***	-	0,103*	-
	(0.038)	(0.046)	-	(0.053)	-
<i>FinTech1</i>	-0,117	-0,139	-0,249	-	-0,053
	(0.141)	(0.142)	(0.490)	-	(0.493)
<i>INTER</i>	-	0,004	-	0,024***	0,021***
	-	(0.004)	-	(0.004)	(0.005)
<i>SizeL2</i>	-	-	-0,076	-0,542***	-0,322***
	-	-	(0,088)	(0,093)	(0,104)
<i>ATM</i>	-	-	0,001	0,002**	-
	-	-	(0,001)	(0,001)	-
<i>MOBILE</i>	-	-	0,007	-	0,006
	-	-	(0,005)	-	(0,006)
<i>Cycle2</i>	-	-	-	1,972**	2,223**
	-	-	-	(0,950)	(0,904)
Constant	-2,389***	-2,932***	-0,633	-0,286	-0,424
	(0,548)	(0,633)	(0,778)	(0,536)	(0,846)
Obserwacje	230	226	194	219	184
Grupy	25	28	26	28	25

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

Źródło: obliczenia własne z wykorzystaniem programu STATA.

Tabela A5. Wyniki modelu z wykorzystaniem regresji panelowej dla wielu poziomów efektów stałych (2)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
<i>CR5</i>	-0,001	-0,002	0,002	-0,010**	-0,009***
	(0,003)	(0,004)	(0,003)	(0,005)	(0,003)
<i>SizeL1</i>	-0,604***	-0,636***	-	-	-
	(0,094)	(0,153)	-	-	-
<i>Cycle1</i>	0,000	0,000	0,000	-	-
	(0,000)	(0,000)	(0,000)	-	-
<i>CARD</i>	0,042	-0,066	-	-	-0,003
	(0,034)	(0,106)	-	-	(0,133)
<i>SERVER</i>	0,099***	0,118***	-	0,094*	-
	(0,029)	(0,043)	-	(0,050)	-
<i>FinTech2</i>	0,013	-	0,189***	-	0,044
	(0,039)	-	(0,048)	-	(0,053)
<i>INTER</i>	-	0,005	-	0,024***	0,023***
	-	(0,004)	-	(0,004)	(0,003)
<i>SizeL2</i>	-	-	-0,312***	-0,510***	-0,446***
	-	-	(0,065)	(0,089)	(0,063)
<i>ATM</i>	-	-	0,001	0,001**	-
	-	-	(0,000)	(0,001)	-
<i>MOBILE</i>	-	-	0,616	-	0,357
	-	-	(0,497)	-	(0,466)
<i>Cycle2</i>	-	-	-	1,967**	1,673**
	-	-	-	(0,932)	(0,676)
Constant	-2,363***	-2,737***	-2,654	-0,238	-1,175
	(0,366)	(0,564)	(2,429)	(0,515)	(2,296)
Obserwacje	230	233	193	211	176
Grupy	25	28	26	28	25

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Źródło: obliczenia własne z wykorzystaniem programu STATA.

WPLYW PRZEDSIĘBIORSTW FINTECH NA POZIOM KONKURENCJI W SEKTORZE FINANSOWYM WZROST CZY OSŁABIENIE KONKURENCJI?

STRESZCZENIE

Cel artykułu. Celem niniejszego artykułu jest zbadanie wpływu technologii cyfrowych w tym przedsiębiorstw FinTech na konkurencję w sektorze bankowym UE.

Metoda badawcza. Niniejsza praca składa się z analizy jakościowej i ilościowej z wykorzystaniem modeli regresji panelowej. W części teoretycznej, na podstawie dostępnej literatury przedmiotu, wykazano ważną rolę przedsiębiorstw FinTech w kształtowaniu poziomu konkurencji w sektorze finansowym, na całym świecie, w tym w UE. W analizie uwzględniono wpływ przedsiębiorstw FinTech m.in. na bariery wejścia oraz dyskryminację cenową. W części teoretycznej uwzględniono również przedsiębiorstwa BigTech. Wreszcie w badaniu ilościowym wykorzystano model SCP. Badanie ilościowe zostało przeprowadzone z wykorzystaniem regresji liniowych na danych panelowych dla lat 2010–2020.

Wyniki badań. Pomimo niejednoznacznego wpływu technik cyfrowych na rentowność banków, uzyskane wyniki wskazały, że zwiększający się rozmiar sektora bankowego, nie spowodował wzrostu rentowności z uwagi na innych graczy na rynku. Ponadto, postępująca konsolidacja nie spowodowała spadku konkurencji na rynku bankowym UE, z uwagi na rozwiązania FinTech. Dodatkowo, analiza jakościowa wykazała, że przedsiębiorstwa FinTech zmieniły warunki konkurencji na rynku finansowym.

Słowa kluczowe: FinTech, BigTech, konkurencja, bankowość tradycyjna, struktura rynku.

Kody JEL: F36; G2; G3; G5; G21; G34; L1.

SYSTEMICALLY IMPORTANT BANKS – RISK TRANSFER IN THE EURO AREA

Jan Koleśnik*



<https://doi.org/10.18778/2391-6478.S2.2023.03>

SYSTEMICALLY IMPORTANT BANKS – RISK TRANSFER IN THE EURO AREA

ABSTRACT

The purpose of the article/hypothesis. The main aim of this article is to assess the direction and scale of risk transfer via systemically important banks in the euro area. This paper also critically analyses and proposes practical applications of supervisory and complex measures of SIBs identification.

Methodology. The impact of systemic risk transfer via O-SIBs on the home and host countries was examined using the supervisory measure of an individual bank's contribution in the national systemic risk. Additionally, the SRISK model was used.

Results of the research. The conducted research has shown that the nature of risk transfer is potentially unidirectional, i.e., from the 'old EU' countries to the other countries in the same group or to the 'new EU' states. Also, three other SIBs have been found to pose a greater threat to the national banking system than their parent entities do in their home countries. Moreover, it has been demonstrated that in three countries, the aggregate risk contribution of the local O-SIBs – being subsidiaries of O-SIBs from other Eurozone countries – exceeds 25%.

Keywords: systemically important banks, systemic risk, the euro area, SRISK, risk transfer.

JEL Class: G01, G21, G28.

INTRODUCTION

Observation of the last global financial crisis has proved the key importance of a systemic perspective. The crisis in the banking sector, which involved government financial aid, led to an increase of sovereign credit risk, which in turn weakened the banking sector due to a poorer quality of government guarantees and

* Prof. SGH Warsaw School of Economics, e-mail: jan.kolesnik@sgh.waw.pl, <https://orcid.org/0000-0003-2182-5645>

a lower value of Treasury Bonds. As the systemic perspective was not adopted, in the initial phase of the crisis some safety network institutions responded to the problems of individual banks in a standard way, e.g., they let them declare insolvency or allowed for their acquisition by other entities [Koleśnik 2019]. Additionally, the ‘Too big to fail’ (TBTF) doctrine which was applied in many countries to the banks which – due to their size and interconnectedness – could not declare bankruptcy as this would trigger the domino effect, resulted in nationalisation being the only form of aid to such entities. Owing to these developments, not only did the safety network institutions adopt a systemic perspective in their activity but also established and started to apply the SIBs identification criteria. Additionally, resolution mechanisms and instruments were introduced. This was to help solve the problems of even the biggest and systemically important banks, without recourse to taxpayers’ funds [Zaleska 2019]. The remarkable progress in the approach to the problems of SIBs which has been made in over a decade, has not only offered solutions to many issues but also helped identify several challenges. One of them is the possibility of transferring systemic risk from the home country via the SIBs and their subsidiaries, which themselves are systemically important banks in the host countries. This problem is likely to occur especially in the euro area countries. Despite the banks being subject to the Single Supervisory Mechanism, in these countries – due to the EU principle of free movement of capital – it is possible to run business operations whose importance may generate systemic risk and the contagion effect.

The main aim of this article, which will make a contribution to the literature on the subject, is to assess the direction and scale of risk transfer via systemically important banks in the euro area. This paper also critically analyses and proposes practical applications of supervisory and complex measures of SIBs identification. The analysis covers the period from 2016 to 2021, when it was possible to obtain the results of O-SIBs identification performed by the national banking supervisory authorities in the euro area countries. The Eurozone countries and their banks identified as systemically important were chosen due to the fact that all these countries are full members of the banking union, where not only uniform rules of SIBs identification are applied but also the Single Supervisory Mechanism is operating. So far, the literature has been dominated by studies on the transfer of systemic risk within individual countries, e.g., China [Yan et al. 2023; Li et al. 2023] or India [Narayan et al. 2023], while studies on euro area countries were few and did not address the issue of risk transfer through systemically important banks [Foglia et al. 2023].

These objectives have determined the structure of the article and the choice of research methods. In the first part, SIBs identification measures implemented by the FSB and EBA were analysed. Additionally, theoretical and practical aspects of the methods used to measure the impact of individual banks on systemic

risk were presented (including the application of the SRISK model). In the second part, the impact of systemic risk transfer via O-SIBs on the home and host countries was examined using the supervisory measure of an individual bank's contribution in the national systemic risk. In this part, the direction of risk transfer in the euro area countries was identified. Also, the systemic risk contribution of all the O-SIBs being parent entities or subsidiaries of other O-SIBs in the euro area was analysed. In the final part, the study was summarized in view of the main objective of this paper as well as its contribution to the literature on the subject, practical implications and areas of further study were presented.

1. SYSTEMICALLY IMPORTANT BANKS IN THE EURO AREA – THEORY AND PRACTICE OF THEIR IDENTIFICATION

1.1. Identification by supervisory authorities

The experience of the global financial crisis triggered in 2008 by the failure of the American bank Lehman Brothers clearly showed that the earlier theoretical work as well as the attempts to reduce moral hazard, i.e., a situation where one entity avoids the negative impact of its own behaviour at the expense of others – proved inadequate. The fact that bank clients were becoming increasingly aware of such safety network elements as deposit guarantee schemes not only exacerbated moral hazard but also turned it into a significant problem in the case of SIBs [Mishkin 2001]. According to the well-known doctrines of ‘Too big to fail’ or ‘Too important to fail’, such banks enjoyed special protection of the banking supervisory authorities, which were inclined to prevent their insolvency as their problems could undermine the entire banking system, or would have exceptionally negative effects on large groups in society. These doctrines, however, proved to be wrong. In consequence, new tools were created and implemented in order to prevent a systemic crisis triggered by a failure of one bank; they were both in preventive (division of bigger banks) [Liikanen 2012] and reactive (resolution tools and procedures) in nature [Lombardi and Moschella 2016; Górnicka and Zoican 2016]. Nonetheless, regardless of the methods applied to counteract a systemic crisis caused by a failure of one or more banks, it was crucial to identify systemically important banks which should be continually monitored not only by the banking supervisory authorities but also by other safety net institutions, i.e., the central bank, deposit guarantee scheme and a resolution entity. Identification of systemically important banks for supervisory purposes cannot therefore be based on the size of bank's assets alone but must also take into account its other parameters, which may indicate its importance for the banking sector and for the entire financial system in the country [Koleśnik and Dąbkowska 2021].

With these premises in mind, the European Banking Authority (EBA) developed and implemented a single method of identification of the systemically important banks in the European Union. These banks were called Other Systemically Important Banks (O-SIBs) to differentiate them from the Global Systemically Important Banks (G-SIBs), which are identified by the Financial Stability Board (FSB). However, certain differences in the criteria of bank identification at the EU and global level should be noted as – from the point of view of further analysis – it is crucial which banks in the euro area countries are systemically important both on the European and global scale. Since 2011, in order to identify G-SIBs, the FSB has been following the guidelines developed and regularly revised by the Basel Committee on Banking Supervision [Basel Committee on Banking Supervision 2018]. These require that 13 parameters of each bank, divided into five categories of equal weight are tested. The categories include: cross-jurisdictional activity, size, interconnectedness, substitutability/financial institution infrastructure and complexity. Having examined these parameters, the FSB divides the identified systematically important banks into five groups (baskets), depending on the risk they generate. Thus, this division clearly defines the real importance of a bank, considering not only its size (25% weight) but also other key factors (75% weight). The EBA identified O-SIBs for the first time in 2015, using their own guidelines, which included obligatory and facultative categories and parameters. Ten obligatory parameters were divided into four categories: size, importance (including substitutability/financial system infrastructure), complexity/ cross-border activity and interconnectedness. As in the methodology adopted by the FSB, weight was attributed to each parameter. However, it should be emphasised that the above uniform method of identification of systemically important banks in the European Union, prepared by the EBA, is used by each Member State individually, i.e., O-SIBs are identified by the national banking supervisory authority, not the EBA. Other systemically important banks, identified in individual EU countries, obtain an additional capital buffer ranging from 0% to 2% (which is a multiple of 0.25%) of the aggregate risk exposure amount, which means that they are divided into nine risk baskets [Koleśnik 2019]. The division of O-SIBs into a nearly twice bigger number of baskets than that of G-SIBs and the possibility of the national banking supervisory authority using also facultative indicators for O-SIBs identification are not the only important differences between the methodologies adopted by the FSB and EBA. Globally, only 6.67% of the final result depends on the size of bank's assets, while on the EU scale, this weight is as much as 25% [Basel Committee on Banking Supervision 2018; European Banking Authority 2014].

For further analysis of risk transfer via the systemically important banks within the euro area, it is key that the EBA's methodology of assessment of banks' systemic importance, adopted by the national supervisory authorities, makes it possible to determine individual bank's systemic risk contribution in the national

banking sector. This is due to the fact that national entities, when calculating the score of each bank:

- divide the indicator value of each individual relevant entity by the aggregate amount of the respective indicator values summed across all institutions in the Member State (the ‘denominators’);
- multiply the resulting percentages by 10 000 to express the indicator scores in terms of basis points;
- calculate the category score for each relevant entity by taking a simple average of the indicator scores in that category;
- calculate the overall score for each relevant entity by taking a simple average of its four category scores.

The banks whose score, calculated according to the above rules, is equal or higher than 350 basis points are identified as O-SIBs. Relevant entities may raise this threshold up to a maximum level of 425 basis points or reduce it to the minimum level of 275 basis points to allow for the specific character of the banking sector of a given Member State and for the resulting statistical distribution of scores [European Banking Authority 2014].

In the period of 2016–2021, covered by this study, banks identified by the FSB as G-SIBs had their headquarters only in five euro area (EA) countries, France being the only state where four such banks were present. Six of them were included in the first basket all the time while only in the case of two banks, their global risk contribution qualified them for the 2nd or 3rd basket (Table 1).

Table 1. Banks from the EA countries identified by the FSB as G-SIBs and their respective baskets

Home country	Bank	Basket					
		2016	2017	2018	2019	2020	2021
DE	Deutsche Bank AG	3	3	3	3	2	2
ES	Banco Santander S.A.	1	1	1	1	1	1
FR	BNP PARIBAS	3	2	2	2	2	3
	Groupe BPCE	1	–	1	1	1	1
	Groupe Crédit Agricole	1	1	1	1	1	1
	SOCIETE GENERALE	1	1	1	1	1	1
IT	Unicredit Group	1	1	1	1	1	1
NL	ING Bank N.V.	1	1	1	1	1	1

Source: Own study based on the FSB data.

All the banks from the euro area identified by the FSB as G-SIBs were also identified as O-SIBs in their home countries. However, due to the differences in the weight of individual categories (including size of the banks in particular), the analysis of the scores attributed to these banks by the national supervisory authorities in the process of O-SIBs identification (Table 2) not only indicates much

bigger differences in their systemic risk contribution but also shows that Deutsche Bank AG and BNP PARIBAS pose a greater threat to the global financial system than to their home banking systems (i.e., German and French), while for Banco Santander S.A. and ING Bank N.V. it is opposite (i.e., they pose a lesser threat to the global financial system than to their own home banking systems: Spanish and Dutch, respectively). Since, due to the COVID-19 pandemic, most of the national banking supervisory authorities did not present, or did not change the basis points attributed for the year 2019, an arithmetic mean of the points for 2018 and 2020 was adopted as the number of basis points for 2019, where necessary.

Table 2. Banks from the EA countries identified by the FSB as G-SIBs and basis points attributed to them by the national supervisory authorities identifying them as O-SIBs

Home country	Bank	Basis points					
		2016	2017	2018	2019	2020	2021
DE	Deutsche Bank AG	2853	2765	2648	2554	2459	2274
ES	Banco Santander S.A.	3887	4118	4385	4461	4537	4358
FR	BNP PARIBAS	2474	2454	2479	2533	2586	2732
	Groupe BPCE	1445	1473	1477	1468	1458	1384
	Groupe Crédit Agricole	1767	1700	1741	1797	1853	1898
	SOCIETE GENERALE	1948	1960	1877	1828	1778	1696
IT	Unicredit Group	3844	3454	3429	3314	3199	3199
NL	ING Bank N.V.	3825	3970	3991	4009	4027	3949

Source: Own study based on the EBA data.

One should remember, however, that apart from the banks identified both as G-SIBs and O-SIBs, also those which are not G-SIBs but are identified as O-SIBs play a key role in the Eurozone. Moreover, banks identified as O-SIBs may be divided into the ones which are not parent institutions of other O-SIBs, those which are parent institutions of other O-SIBs and those which are subsidiaries of other O-SIBs. In view of the research purpose of this article, further analysis will focus on the banks which are parent entities of other O-SIBs and those which are subsidiaries of O-SIBs. Therefore, two French banks were not included in this group: Groupe BPCE and Groupe Crédit Agricole. Banks identified as O-SIBs which are not parent entities of other O-SIBs will not be analysed as systemic risk is not transferred via these banks to other euro area countries. Considering the above, eight O-SIBs, which are not G-SIBs but are parent entities of other O-SIBs in the euro area countries were identified. These banks come from six countries and the basis points attributed to them by the national supervisory authorities are shown in Table 3.

Table 3. O-SIBs from the EA countries not identified as G-SIBs, being parent entities of other O-SIBs in the EA countries

Home country	Bank	Basis points					
		2016	2017	2018	2019	2020	2021
AT	Erste Group Bank AG	1827	2231	2412	2459	2505	2512
	Raiffeisen Bank International AG	1134	1795	1740	1785	1829	1835
BE	KBC Groep	2260	2431	2445	2366	2286	2414
ES	CaixaBank S.A.	796	713	807	776	744	1249
GR	Alpha Bank S.A.	bd	2189	2309	2363	2417	2250
	Eurobank Holdings S.A.	bd	2248	2761	2828	2894	2755
IT	Gruppo Intesa Sanpaolo	2215	2518	2631	2594	2557	2776
LV	“Swedbank” AS	n/d	n/d	n/d	n/d	2029	2395

Source: Own study based on the EBA data.

Analysis of the number of basis points attributed by the national authorities supervising O-SIBs from the euro area which are not identified as G-SIBs, but are parent entities of other O-SIBs in the Eurozone countries, shows that such banks as Gruppo Intesa Sanpaolo or Eurobank Holdings S.A. have a greater risk contribution in their respective home countries than the national systemic risk contribution of Deutsche Bank AG or SOCIETE GENERALE, which are identified as G-SIBs. It should be reiterated that this is due to the difference in the weight attributed to the size of a bank in G-SIBs and O-SIBs identification methods.

1.2. Identification based on complex measures

Whether on a global scale (by FSB) or at a local level (by national supervisory authorities in the euro area countries), identification of systemically important banks includes (with different weights) only the extent of cross-border activity, size, interconnectedness, substitutability/financial institution infrastructure and complexity of a bank and is perceived as one of the weaknesses of this mechanism. Advanced systemic risk analysis models offer not only much bigger possibilities of assessment of the current level of systemic risk but also the analysis of its sources and the ability to generate warnings. Not all the models, however, allow us to determine the systemic risk contribution of a specific bank. The aggregate systemic risk measure CATFIN can serve as an example. It measures an aggregate systemic risk level across the entire financial sector (instead of risk exposure of an individual bank) and is calculated on the basis of a cross-sectional analysis of return on

capital of American, European and Asian financial institutions. Alternative methods involve measurement of the impact of individual banks on the systemic risk. Examples of such models are SRISK, CoVaR and DIP. The SRISK model measures the systemic capital shortfall, defined as a 40% decline of aggregate capitalization of the banking system over six months [Brownlees and Engle 2012]. This model was developed by Brownlees and Engle (2017) and can be applied both to American and European banks, although it needs to be modified due to the differences between the American and European banking accounting standards. Importantly, there is also a variation of this model, known as SRISK% that indicates which part of the systemic capital shortfall is generated by a given bank. The CoVaR (Conditional Value at Risk) model determines the VaR for the entire financial system in a crisis situation [Tobias and Brunnermeier 2016]. Additionally, this model allows us to determine ΔCoVaR , which defines individual banks' risk contribution in the entire sector on the basis of the difference between CoVaR of a given bank during the crisis in respect of the CoVaR in a non-crisis situation. The third DIP (Distress Insurance Premium) model is based on the insurance premium calculated for bank's losses exceeding a certain amount of their liabilities in a crisis situation. This model is based on the degree of probability of individual banks' default by means of market CDS values. It also takes into account the correlation between the value of individual assets. The overall systemic risk level equals the sum of systemic risk generated by individual banks [Huang, Zhou and Zhu 2009] (Table 4).

Table 4. Selected systemic risk measurement models determining the total systemic risk contribution of individual banks

Model	Systemic risk measurement principle	Method of determining total systemic risk contribution of individual banks
SRISK	measurement of systemic capital shortfall, defined as a 40% shortfall of overall banking system capitalization over six months	by determining SRISK%
CoVaR (Conditional Value at Risk)	determination of VaR for the entire financial system in a crisis situation	by determining ΔCoVaR
DIP (Distress Insurance Premium)	determination of probability of default by individual banks using market CDS values	total systemic risk equals the sum of systemic risk generated by individual banks

Source: Own study based on [Cai et al. 2018].

The SRISK model will be used for further research due to the applied measurement method, which allows us to define the systemic capital shortfall (without

recourse to own funds to meet the regulatory minimum) if a 40% shortfall of over-all banking system capitalization occurs during the subsequent six months, and therefore allows for an intuitive interpretation of the score also in the context of the country's GDP, as well as the possibility of individual banks participating in this shortfall. Table 5 presents an overall national systemic risk contribution by the euro area banks identified as O-SIBs (including G-SIBs), being parent entities of other O-SIBs, based on the SRISK model. The list does not include the Latvian “Swedbank” AS, which is a subsidiary of the Swedish Swedbank AB.

Table 5. National systemic risk contribution by the euro area banks identified as O-SIBs (including G-SIBs), being parent entities of other O-SIBs, based on the SRISK model

Home country	Bank	SRISK%					
		2016	2017	2018	2019	2020	2021
AT	Erste Group Bank AG	47.8	41.6	49.9	54.2	53.8	47.4
	Raiffeisen Bank International AG	40.7	50.5	43.8	42.6	37.9	47.2
	total	88.5	92.1	93.7	96.8	91.7	94.6
BE	KBC Groep	5.9	0.0	24.5	100.0	97.5	100.0
DE	Deutsche Bank AG	67.0	74.3	69.3	70.0	59.5	61.2
ES	Banco Santander S.A.	46.1	56.7	47.7	48.3	47.6	48.7
	CaixaBank S.A.	11.3	12.9	11.7	12.8	12.9	21.9
	total	57.4	69.6	59.4	61.1	60.5	70.6
FR	BNP PARIBAS	29.8	31.8	33.6	30.1	33.6	35.7
	SOCIETE GENERALE	21.2	22.6	21.0	22.7	20.8	22.7
	total	51.0	54.4	54.6	52.8	54.4	58.4
GR	Alpha Bank S.A.	17.5	18.3	20.3	19.5	23.3	23.1
	Eurobank Holdings S.A.	23.0	25.2	22.7	20.9	21.7	19.2
	total	40.5	43.5	43.0	40.4	45.0	42.3
IT	Gruppo Intesa Sanpaolo	17.5	20.3	22.6	23.3	28.9	29.7
	Unicredit Group	36.5	26.7	32.9	32.2	31.5	30.7
	total	54.0	47.0	55.5	55.5	60.4	60.4
NL	ING Bank N.V.	37.2	29.1	54.0	43.8	50.1	43.7

Source: Own study based on NYU Stern's Volatility Laboratory <https://vlab.stern.nyu.edu>.

As shown earlier, due to the fact that the SRISK model measures the systemic capital shortfall, it is possible and reasonable to refer the individual (for each O-SIB) and aggregate value of this shortfall generated by all the O-SIBs in individual banking systems to the GDP of the home country. This will help us predict the potential scale of threat to the financial system stability in a given country (Table 6).

Table 6. Capital shortfall in the EA banks identified as O-SIBs (incl. G-SIBs), being parent entities of other O-SIBs in the EA, in respect of the GDP of the home country

Home country	Bank	SRISK/GDP (%)					
		2016	2017	2018	2019	2020	2021
AT	Erste Group Bank AG	1.5	1.0	1.8	1.9	3.3	2.0
	Raiffeisen Bank International AG	1.3	1.2	1.6	1.5	2.3	2.0
	total	2.8	2.2	3.3	3.3	5.6	4.0
BE	KBC Groep	0.2	0.0	0.8	0.0	2.1	0.5
DE	Deutsche Bank AG	3.1	2.9	2.6	2.6	2.8	2.2
ES	Banco Santander S.A.	4.1	4.4	4.3	5.1	8.4	6.3
	CaixaBank S.A.	1.0	1.0	1.0	1.4	2.3	2.8
	total	5.1	5.3	5.3	6.5	10.7	9.2
FR	BNP PARIBAS	4.4	4.7	5.1	4.2	7.4	5.7
	SOCIETE GENERALE	3.1	3.4	3.2	3.2	4.6	3.6
	total	7.5	8.1	8.3	7.4	11.9	9.3
GR	Alpha Bank S.A.	1.4	1.2	1.4	1.0	2.4	1.7
	Eurobank Holdings S.A.	1.8	1.6	1.6	1.1	2.2	1.4
	total	3.3	2.8	3.1	2.0	4.7	3.1
IT	Gruppo Intesa Sanpaolo	1.4	1.3	1.6	1.5	3.0	2.4
	Unicredit Group	2.9	1.7	2.3	2.1	3.3	2.5
	total	4.2	2.9	3.9	3.6	6.3	4.9
NL	ING Bank N.V.	2.6	1.3	4.2	3.7	6.5	4.1

Source: Own study based on NYU Stern's Volatility Laboratory <https://vlab.stern.nyu.edu> and on the Eurostat data.

Calculations shown in Table 6 indicate that the greatest challenge to the home country was posed by the problems of Banco Santander S.A. (for Spain) and BNP PARIBAS (for France) as the potential shortfall of own funds of these banks in a crisis situation would exceed 5% of the home country's GDP. Moreover, in both countries (i.e., in Spain and France) the overall shortage of O-SIBs' own funds in a crisis situation would amount to nearly 10% of the home country's GDP. Unfortunately, since the last global financial crisis, the correlation between SRISK to the GDP of the home countries has decreased only temporarily, now nearing the pre-crisis levels. The only material difference between the current situation and the pre-crisis period is the resolution system introduced in the banking union. Its role is to prevent situations where solutions to the problems of EU banks – even the G-SIBs – would require the engagement of public funds. Nonetheless, the effectiveness of the resolution process is often questioned [Kościńska 2018].

2. RISK TRANSFER – CONSEQUENCES FOR HOME AND HOST COUNTRIES

2.1. Risk transfer trends

A thorough analysis of risk transfer within the euro area via systemically important banks further in this article requires that we identify all the banks having their headquarters in the Eurozone, considered as O-SIBs, which at the same time are parent entities or subsidiaries of other banks in a euro area country, considered as O-SIBs (the analysis in section 1 referred only to these O-SIBs which were not subsidiaries of other banks from the Eurozone, considered as O-SIBs). Thus, 14 O-SIBs were identified. They are at the same time parent entities of another 22 O-SIBs. Table 7 shows the geographical structure of this group of 36 banks.

Table 7. O-SIBs being parent entities or subsidiaries of another O-SIB (in the EA)

O-SIB being a parent entity of another O-SIB		O-SIB being a subsidiary of another O-SIB	
Home country	Number of O-SIBs	Home country	Number of O-SIBs
AT	2	SK	2
BE	1	SK	1
DE	1	LU	1
ES	2	PT	2
FR	2	BE	1
		LU	2
		SI	1
GR	2	CY	2
IT	2	SI	2
		SK	1
		AT	1
		DE	1
		IE	1
LV	1	EE	1
		LT	1
NL	1	BE	1
		DE	1

Source: Own study based on the EBA data.

Table 7 indicates that 14 O-SIBs being parent entities of another O-SIB have their headquarters in nine euro area countries, all of which – except Latvia – are ‘old EU’ countries. On the other hand, in the case of the O-SIBs which are subsidiaries of other O-SIBs, 22 banks have their headquarters in 11 euro area countries, six of which are ‘old EU’ countries. However, considering the overall number of banks, the discrepancies between the entities from the ‘old’ and ‘new’ EU

countries are more profound. Only one bank (out of 14) from a ‘new EU’ country is a parent entity of another O-SIB, while as many as 11 banks (out of 22) from a ‘new EU’ country are subsidiaries of other O-SIBs (Table 8).

Table 8. O-SIBs being a parent entity or a subsidiary of another O-SIB at the same time (in ‘old’ and ‘new EU’ countries)

O-SIB	Number	EA countries	
		of the ‘old EU’	of the ‘new EU’
being a parent entity of another O-SIB	of countries	8	1
	of banks	13	1
being a subsidiary of another O-SIB	of countries	6	5
	of banks	11	11

Source: Own study based on the EBA data.

For the purposes of further analysis, the countries indicated in Table 9 as O-SIBs’ home countries, being parent entities of another O-SIB, will be called risk exporters while the home countries of the O-SIBs being subsidiaries of another O-SIB will be labelled as risk importers. Hence, Austria, Belgium, Germany, Spain, France, Greece, Italy, Latvia and the Netherlands were included in the first group while Austria, Belgium, Cyprus, Estonia, Ireland, Lithuania, Luxembourg, Germany, Portugal, Slovakia and Slovenia were placed in the second group. Thus, Austria, Belgium and Germany belong to both groups (Table 9).

Table 9. Countries per risk transfer direction

Risk exporting countries	Risk importing countries	Countries exporting and importing risk at the same time
ES, FR, GR, IT, LV, NL	CY, EE, IE, LT, LU, PT, SI, SK	AT, BE, DE

Source: Own study.

2.2. Risk exporting countries

Analysing the systemic risk contribution by the O-SIBs from the euro area countries, which are at the same time parent entities of other O-SIBs in this group of states, we should reiterate that all of them (except for the Latvian “Swedbank” AS) come from the ‘old EU’ countries although their subsidiaries are located in equal numbers in both ‘old’ and ‘new EU’ countries. Therefore, potentially, the risk transfer occurs in one direction: from the ‘old EU’ countries from the same group to the ‘new EU’ countries, although it is crucial to verify whether such a transfer actually takes place.

According to the division set out in point 2.1 above, we will first analyse the countries which are exclusive risk exporters, i.e. Spain (Table 10), France (Table 11), Greece (Table 12), Italy (Table 13), Latvia (Table 14) and the Netherlands (Table 15).

Table 10. Spanish O-SIBs which are parent entities of other O-SIBs in the EA

O-SIB which is a parent entity	O-SIB which is a subsidiary		Basis points					
	Country	Bank	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Banco Santander S.A.	–	–	3887	4118	4385	4461	4537	4358
	PT	Santander Totta SGPS	1276	1176	1318	1344	1370	1322
CaixaBank S.A.	–	–	796	713	807	776	744	1249
	PT	Banco BPI	857	703	729	738	747	794

Source: Own study based on the EBA data.

For Spanish O-SIBs, it should be noted that although they are parent entities only of two Portuguese O-SIBs, their systemic risk contribution in the home country is substantially bigger than that of other subsidiaries in the systemic risk in Portugal. Therefore, we cannot conclude that there is a systemic risk transfer from Spain to Portugal via the Spanish O-SIBs.

Table 11. French O-SIBs which are parent entities of other O-SIBs in the EA

O-SIB which is a parent entity	O-SIB which is a subsidiary		Basis points					
	Country	Bank	2016	2017	2018	2019	2020	2021
BNP PARIBAS	–	–	2474	2454	2479	2533	2586	2732
	BE	BNP Paribas Fortis SA/NV	2600	2507	2597	2722	2847	2671
	LU	BGL BNP Paribas	n/d	n/d	634	637	640	631
SOCIETE GENERALE	–	–	1948	1960	1877	1828	1778	1696
	LU	Société Générale Luxembourg	n/d	n/d	1474	1496	1517	583
	SI	SKB	n/d	600	630	616	602	575

Source: Own study based on the EBA data.

French O-SIBs are parent entities of four O-SIBs in three smaller euro area countries. Nevertheless, systemic risk contribution of the French O-SIBs in their home country is considerably bigger than the systemic risk contribution via their subsidiaries in Luxembourg and Slovenia. Only in the case of BNP Paribas Fortis SA/NV, which is a Belgian O-SIB and a subsidiary of French BNP PARIBAS, its systemic risk contribution in Belgium is similar to that of its parent entity in France. This means that, from the point of view of national banking supervisory authorities, BNP PARIBAS is equally important in France as it is in Belgium.

Table 12. Greek O-SIBs which are parent entities of other O-SIBs in the EA

O-SIB which is a parent entity	O-SIB which is a subsidiary		Basis points					
	Country	Bank	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Alpha Bank S.A.	–	–	n/d	2189	2309	2363	2417	2250
	CY	Alpha Bank Cyprus Ltd	n/d	n/d	569	484	399	342
Eurobank Holdings S.A.	–	–	n/d	2248	2761	2828	2894	2755
	CY	Eurobank Cyprus Ltd	n/d	n/d	1077	1275	1472	1473

Source: Own study based on the EBA data.

In the case of Greek O-SIBs, it should be noted that although they are parent entities of only two Cypriot O-SIBs, their systemic risk contribution in the home country is considerably bigger than that of their subsidiaries in Cyprus. This means that there is no systemic risk transfer from Greece to Cyprus via the Greek O-SIBs.

Table 13. Italian O-SIBs which are parent entities of other O-SIBs in the EA

O-SIB which is a parent entity	O-SIB which is a subsidiary		Basis points					
	Country	Bank	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Gruppo Intesa Sanpaolo	–	–	2215	2518	2631	2594	2557	2776
	SI	Intesa Sanpaolo d.d.	n/d	n/d	n/d	n/d	563	535
	SK	Všeobecná úverová banka a.s.	n/d	2155	2067	2344	2214	2275

Unicredit Group	–	–	3844	3454	3429	3314	3199	3199
	AT	UniCredit Bank Austria AG	1985	1223	1181	1147	1112	1172
	DE	Unicredit Bank AG	475	468	469	458	447	447
	IE	UniCredit Bank Ireland plc	510	446	414	n/d	n/d	n/d
	SI	UniCredit	n/d	710	611	596	581	524

Source: Own study based on the EBA data.

Italian O-SIBs, especially Unicredit Group, are much more active on the markets in the other euro area countries than the Spanish or French banks. Two Italian O-SIBs jointly are parent entities of 6 O-SIBs in the other euro area states. However, only in the case of the Sloval Všeobecná úverová banka a.s., its systemic risk contribution in the Italian banking sector is comparable to that of its parent entity (Gruppo Intesa Sanpaolo).

Table 14. Latvian O-SIB which is a parent entity of other O-SIBs in the EA

O-SIB which is a parent entity	O-SIB which is a subsidiary		Basis points					
	Country	Bank	2016	2017	2018	2019	2020	2021
“Swedbank” AS	–	–	n/d	n/d	n/d	n/d	2029	2395
	EE	Swedbank AS	3040	3941	3919	3035	2150	3592
	LT	AB Swedbank	n/d	1894	1965	2094	2222	3188

Source: Own study based on the EBA data.

In the case of the only O-SIB from the ‘new EU’ country analysed here, i.e., the Latvian “Swedbank” AS, we have to note that the systemic risk contribution via its subsidiaries in other countries (Estonia and Lithuania) is much greater than that of the parent entity in the systemic risk in Latvia. This means that the systemic importance of the subsidiaries in their respective countries is higher than the systemic risk of the parent entity in the home country. Additionally, the fact that the Latvian “Swedbank” AS alone is a subsidiary of the Swedish Swedbank AB means that the banking supervisory authority from outside the Eurozone (Sweden), in terms of systemic risk, has the key impact on O-SIBs from Latvia, Estonia and Lithuania.

Table 15. Dutch O-SIB which is a parent entity of other O-SIBs in the EA

O-SIB which is a parent entity	O-SIB which is a subsidiary		Basis points					
	Country	Bank	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ING Bank N.V.	–	–	3825	3970	3991	4009	4027	3949
	BE	ING België NV	1440	1365	1468	1468	1467	1410
	DE	ING DiBa AG	111	143	147	168	189	375

Source: Own study based on the EBA data.

The only Dutch O-SIB, whose subsidiaries are O-SIBs in their own countries, is ING Bank N.V. However, the systemic risk contribution of its subsidiaries in Belgium and in Germany is lower than 40% of the systemic risk contribution of ING Bank N.V. in the Netherlands.

The second group of countries which are risk exporters includes Austria (Table 16), Belgium (Table 17) and Germany (Table 18). However, these countries are also risk importers.

Table 16. Austrian O-SIBs which are parent entities of other O-SIBs in the EA

O-SIB which is a parent entity	O-SIB which is a subsidiary		Basis points					
	Country	Bank	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Erste Group Bank AG	–	–	1827	2231	2412	2459	2505	2512
	SK	Slovenská sporiteľňa a.s.	n/d	1702	1798	1778	1623	1769
Raiffeisen Bank International AG	–	–	1134	1795	1740	1785	1829	1835
	SK	Tatra banka a.s.	n/d	1359	1388	1339	1394	1406

Source: Own study based on the EBA data.

Austrian O-SIBs are parent entities solely of O-SIBs from Slovakia although their systemic risk contribution in Slovakia is lower than that of their parent entities in Austria. Nonetheless, it is a substantial risk contribution.

Table 17. Belgian O-SIB which is a parent entity of other O-SIBs in the EA

O-SIB which is a parent entity	O-SIB which is a subsidiary		Basis points					
	Country	Bank	2016	2017	2018	2019	2020	2021
KBC Groep	–	–	2260	2431	2445	2366	2286	2414
	SK	Československá obchodná banka a.s.	n/d	1173	1203	1292	1344	1207

Source: Own study based on the EBA data.

The only Belgian O-SIB, which is a parent entity to another O-SIB from the euro area, is KBC Groep. However, the systemic risk contribution in Slovakia, via its subsidiary Československá obchodná banka a.s., is currently twice smaller than that of KBC Groep in Belgium.

Table 18. German O-SIB which is a parent entity of other O-SIBs in the EA

O-SIB which is a parent entity	O-SIB which is a subsidiary		Basis points					
	Country	Bank	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Deutsche Bank AG	–	–	2853	2765	2648	2554	2459	2274
	LU	Deutsche Bank Luxembourg S.A.	n/d	n/d	352	–	–	–

Source: Own study based on the EBA data.

The only German O-SIB being a parent entity of another O-SIB in the euro area was Deutsche Bank AG. However, it should be noted that its Luxembourg subsidiary, Deutsche Bank Luxembourg S.A. was identified as O-SIB only in 2017, while its local systemic risk contribution at that time was seven times lower than that of Deutsche Bank AG in Germany.

2.3. Risk importing countries

As risk transfer has a bilateral character, it has to be assessed also from the point of view of the countries where O-SIBs being subsidiaries of O-SIBs from other euro area countries, have considerable systemic risk contribution. On the basis of the data shown in Tables 11–19, we should identify the O-SIBs being subsidiaries, whose systemic risk contribution constitutes over 50% of the systemic risk contribution of their parent entities in the parent entity's home country. However, due to the changes in the systemic risk contribution of individual O-SIBs in the period under analysis, an arithmetic mean of the basis points for the years 2016–2021 was the point of reference (Table 19).

Table 19. O-SIBs being subsidiaries, whose systemic risk contribution constitutes over 50% of the systemic risk contribution of their parent entities in the parent entity's home country

O-SIB which is a parent entity			O-SIB which is a subsidiary			
Country	Bank	Basis points (mean value)	Country	Bank	Basis points (mean value)	Basis points as % of basis points of parent entity
LV	“Swedbank” AS	2212	EE	“Swedbank” AS	3217	145.4
FR	BNP PARI-BAS	2543	BE	BNP Paribas Fortis SA/NV	2657	104.5
LV	“Swedbank” AS	2212	LT	AB Swedbank	2273	102.7
ES	CaixaBank S.A.	847	PT	Banco BPI	761	89.8
IT	Gruppo Intesa Sanpaolo	2549	SK	Všeobecná úverová banka a.s.	2211	86.8
AT	Raiffeisen Bank International AG	1686		Tatra banka a.s.	1377	81.7
	Erste Group Bank AG	2324		Slovenská sporiteľňa a.s.	1734	74.6
FR	SOCIETE GENERALE	1848	LU	Société Générale Luxembourg	1267	68.6
BE	KBC Groep	2367	SK	Československá obchodná banka a.s.	1244	52.5

Source: Own study based on the EBA data.

Analysing the O-SIBs being subsidiaries, whose systemic risk contribution constitutes over 50% of the systemic risk contribution of their parent entities in the parent entity's home country, we should note that in the case of three O-SIBs (Swedbank AS, BNP Paribas Fortis SA/NV and AB Swedbank) it exceeds 100%. This means that these entities pose a greater threat to the national banking system (in Estonia, Belgium and Lithuania, respectively) than their parent entities do in their home countries (in Latvia, France and Latvia, respectively). Moreover, it should be noted that in the case of three countries (Slovakia, Belgium and Estonia), the aggregate risk contribution of the local O-SIBs being subsidiaries of O-SIBs from other euro area countries exceeds 25% (Table 20). In Slovakia, it reaches almost 66%, which means that the key decisions having a direct impact on the level of national systemic risk are taken by the parent entities of the Slovakian O-SIBs from other euro area countries.

Table 20. EA countries per systemic risk contribution via the O-SIBs being subsidiaries of O-SIBs from other EA countries

Country	Aggregate systemic risk contribution of O-SIBs being subsidiaries of O-SIBs from other EA countries (%)
SK	65.7
BE	40.9
EE	32.5
LT	22.7
LU	22.5
PT	20.6
CY	17.7
SI	17.6
AT	11.9
DE	6.5
IE	4.4

Source: Own study based on the EBA data.

It has to be noted, however, that the above O-SIBs, due to the fact that all the euro area countries have to be members of the banking union, are subject to the same Single Supervisory Mechanism. On the other hand, since the work on pillar III of the banking union, i.e., the single deposit guarantee scheme, has not been completed, all these banks are still subject to the national deposit guarantee schemes.

CONCLUSIONS

The analysis and practical application of supervisory and complex measures of identification of systemically important banks, implemented by the FSB and EBA has shown that despite both systems using practically the same identification categories, the results they obtain are not always convergent. All the euro area banks identified by the FSB as G-SIBs have also been identified as O-SIBs in their home countries. However, the differences in the weight of individual categories (including a size of the bank in particular) cause that the analysis of the scores attributed to these banks by the national supervisory authorities in the process of O-SIBs identification indicates not only much bigger discrepancies between their systemic risk contributions but also allows us to conclude that Deutsche Bank AG and BNP PARIBAS pose a greater threat to the global financial system than to their own national (i.e., German and French) banking systems, while for Banco Santander S.A. and ING Bank N.V. this conclusion is opposite (i.e., they pose a lesser threat to the global financial system than to their own national (i.e., Spanish and Dutch) banking systems. Analysing the number of basis points attributed by the national supervisory authorities, the O-SIBs from the euro area countries not identified as G-SIBs, but being parent entities of other O-SIBs from Eurozone, it can be noticed that such banks as Gruppo Intesa Sanpaolo or Eurobank Holdings S.A. have a greater impact on the systemic risk contribution in their home countries than the systemic risk contribution by Deutsche Bank AG or SOCIETE GENERALE, which are identified as G-SIBs. Additionally, application of complex measures, i.e., SRISK, in the process of identification of systemically important banks and referring it for each bank to the level of their home country's GDP suggests that the greatest challenge for the home country would be posed by the problems of Banco Santander S.A. (in Spain) and BNP PARIBAS (in France) since a potential shortfall of their own funds in a crisis situation would exceed 5% of their home countries' GDP. Furthermore, in both countries (i.e., Spain and France), the aggregate shortfall of O-SIBs' own funds in a crisis situation would reach almost 10% of the home country's GDP.

When evaluating the direction and scale of risk transfer via systemically important banks in the euro area, we identified 14 O-SIBs, which are parent entities of other 22 O-SIBs at the same time. A detailed analysis has shown that 14 O-SIBs being parent entities of other O-SIBs have their headquarters in nine euro area countries, all of which – except Latvia – are 'old EU' countries. On the other hand, in the case of O-SIBs being subsidiaries of other O-SIBs, 22 banks from this group have their headquarters in 11 euro area countries, of which six are 'old EU' countries. However, considering the number of banks, discrepancies between the 'new' and 'old EU' countries are more profound. Only one bank (out of 14 in total) from a 'new EU' country is a parent entity of another O-SIB, while as many

as 11 banks (out of 22) from a ‘new EU’ country are subsidiaries of other O-SIBs. The study of the scale of risk transfer has found that three O-SIBs (Swedbank AS, BNP Paribas Fortis SA/NV and AB Swedbank) pose a greater threat to the national banking systems (in Estonia, Belgium and Lithuania, respectively) than their parent entities do in their home countries (in Latvia, France and Latvia, respectively). Moreover, in the case of three countries (Slovakia, Belgium and Estonia), the aggregate risk contribution by the local O-SIBs being subsidiaries of O-SIBs from other euro area countries exceeds 25%. In Slovakia, it reaches almost 66%, which causes that key decisions having a direct impact on the level of national systemic risk are taken by the parent entities of Slovakian O-SIBs from other euro area countries (only operational decisions are made at domestic level). Results of the above analyses indicate that the main direction of risk transfer via systemically important banks is from the ‘old EU’ countries to the ‘new EU’ countries while in the case of three states, the aggregate risk contribution by the local O-SIBs being subsidiaries of O-SIBs from other euro area countries exceeds 25%.

In conclusion, the results of the above analyses contribute to the literature on the subject by indicating the areas of further improvement of identification methods of systemically important banks and in considering their role of a channel of systemic risk between the euro area states. Further development of identification system of systemically important banks has to envisage a more accurate identification of interconnectedness between this type of entities within the euro area. We have to bear in mind, however, that a mere identification of systemically important banks is not sufficient and further research and studies are required to create mechanisms that will realistically limit the risk transfer and trigger the domino effect if one or more of such entities experience problems.

BIBLIOGRAPHY

- Adrian, T. (2016). Brunnermeier M. K., CoVaR, *American Economic Review*, no. 106(7), pp. 1705–1745, <https://doi.org/10.1257/aer.20120555>
- Basel Committee on Banking Supervision (2018). *Global systemically important banks: revised assessment methodology and the higher loss absorbency requirement*.
- Brownlees, Ch. and Engle, R. (2012). *Volatility, Correlation and Tails for Systemic Risk Measurement*. NYU-Stern Working Paper, October, <https://doi.org/10.2139/ssrn.1611229>
- Brownlees, Ch. and Engle, R. (2017). SRISK: A Conditional Capital Shortfall Measure of Systemic Risk. *The Review of Financial Studies*, no. 30(1), pp. 48–79, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw060>
- Cai, J., Eidam, F., Saunders, A. and Steffen, S. (2018). Syndication, interconnectedness, and systemic risk. *Journal of Financial Stability*, no. 34, pp. 105–120, <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.12.005>
- Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC (OJ L 176, 27.6.2013, 338–436).

- European Banking Authority (2014). *Guidelines on the criteria to determine the conditions of application of Article 131(3) of Directive 2013/36/EU (CRD) in relation to the assessment of other systemically important institutions (O-SIIs)* (EBA/GL/2014/10).
- Foglia, M., Pacelli, V. and Wang, G.-J. (2023). Systemic risk propagation in the Eurozone: A multilayer network approach. *International Review of Economics and Finance*, no. 88, pp. 332–346, <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.06.035>
- Górnicka, L.A. and Zoican, M.A. (2016). Too-international-to-fail? Supranational bank resolution and market discipline. *Journal of Banking & Finance*, no. 65, pp. 41–58, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.01.005>
- Huang, X., Zhou, H. and Zhu, H. (2009). *A Framework for Assessing the Systemic Risk of Major Financial Institutions*. Bank for International Settlements – BIS Working Papers No. 281.
- Koleśnik, J. (2019). *Bankowe ryzyko systemowe – źródła i instrumenty redukcji*. Warszawa: Difin.
- Koleśnik, J. and Dąbkowska, A. (2021). Methods for alleviating the problem of Too big to fail in Germany. *Journal of Banking Regulation*, no. 22(1), pp. 11–23, <https://doi.org/10.1057/s41261-020-00125-1>
- Kozińska, M. (2018). *Przymusowa restrukturyzacja banków w Unii Europejskiej*. Warszawa: CeDeWu.
- Li, Y., Chen, S., Goodell, J.W., Yue, D. and Liu X. (2023). Sectoral spillovers and systemic risks: Evidence from China. *Finance Research Letters*, no. 55, 104018, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104018>
- Liikanen, E. (2012). *Final report*. High-level Expert group on reforming the structure of the EU banking sector.
- Lombardi, D. and Moschella, M. (2016). Domestic preferences and European banking supervision: Germany, Italy and the Single Supervisory Mechanism. *West European Politics*, no. 39(3), pp. 462–482, <https://doi.org/10.1080/01402382.2016.1143242>
- Mishkin, F.S. (2001). *Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries*. NBER Working Paper Series No. 8087.
- Narayan, S., Kumar, D. and Bouri E. (2023). Systemically important financial institutions and drivers of systemic risk: Evidence from India. *Pacific Basin Finance Journal*, no. 82, pp. 102–155, <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102155>
- Yan, C., Ding, Y., Liu, W., Liu, X. and Liu J. (2023). Multilayer interbank networks and systemic risk propagation: Evidence from China. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, no. 628, pp. 129–144, <https://doi.org/10.1016/j.physa.2023.129144>
- Zaleska, M. (2019). Actors of the Institutional Reforms of the European Banking Sector in Response to the Crisis. *European Policies, Finance and Marketing*, no. 21(70), pp. 234–245, <https://doi.org/10.22630/PEFIM.2019.21.70.19>

BANKI SYSTEMOWO WAŻNE – TRANSFER RYZYKA W RAMACH STREFY EURO

STRESZCZENIE

Cel artykułu. Podstawowym celem artykułu jest ocena kierunków i skali transferu ryzyka w ramach strefy euro za pośrednictwem banków systemowo ważnych. W artykule dokonano także krytycznej analizy oraz praktycznego zastosowania nadzorczych i złożonych miar identyfikacji banków systemowo ważnych.

Metoda badawcza. Wpływ transferu ryzyka systemowego za pośrednictwem banków systemowo ważnych dla krajów macierzystych i goszczących zbadano za pomocą nadzorczej miary udziału pojedynczego banku w krajowym ryzyku systemowym. Dodatkowo wykorzystano także model SRISK.

Wyniki badań. Przeprowadzone badania wykazały, że transfer ryzyka potencjalnie ma charakter jednokierunkowy, tzn. z krajów tzw. starej unii do krajów w ramach tej grupy lub do krajów tzw. nowej unii. Zidentyfikowane zostały przy tym trzy banki systemowo ważne, które są większym zagrożeniem dla krajowego systemu bankowego, niż ich podmioty dominujące w swoich krajach. Dodatkowo wykazano, iż w przypadku trzech krajów łączny wkład do ryzyka lokalnych banków systemowo ważnych, będących podmiotami zależnymi banków systemowo ważnych z innych krajów strefy euro przekracza 25%.

Słowa kluczowe: banki systemowo ważne, ryzyko systemowe, strefa euro, SRISK, transfer ryzyka.

JEL codes: G01, G21, G28.

UFINANSOWIENIE ZIEMI ROLNEJ – WSPÓŁCZESNE PRZEJAWY FINANSJALIZACJI CZY POWRÓT DO KORZENI LUDZKOŚCI?

Justyna Franc-Dąbrowska*



<https://doi.org/10.18778/2391-6478.S2.2023.04>

FINANCIALIZATION OF AGRICULTURAL LAND – CONTEMPORARY MANIFESTATIONS OF FINANCIALIZATION OR RETURN TO THE ROOTS OF HUMANITY (?)

ABSTRACT

The purpose of the article/hypothesis. Purpose of the article/hypothesis: The aim of the research is (1) to verify the view that the purchase of land – in particular agricultural land – can be classified as a phenomenon of financing the economy; (2) expanding the definition of financialization, indicating that the dominance of finance is shifting from financial markets and institutions to the land market.

Methodology. The study was based on a hypothetico-deductive model. Deductive methods and methods of formulating and verification of theorems were used. They were carried out in the form of reflections on the science of finance on a macro, meso and micro scale.

Results of the research. The number, scope and scale of shocks that humanity has faced in the last two decades have no point of reference. Starting with the crash on the American real estate market, through the global economic and climate crisis, pandemic, and ending with numerous armed conflicts. Each of these phenomena has occurred many times in the history of humanity, but never together in such a short space of time. The multitude of discoveries causing an increasingly faster flow of information (including financial information in particular) begins to make their reception and interpretation difficult, thus causing chaos and a sense of loss for the investor (both those with a large and small capital portfolio). For this reason, some investors are moving away from investing in shares and this method of increasing wealth to committing capital to long-term and lower-risk transactions, such as agricultural land. Land has specific features such as non-moveability, non-reproducibility and indestructibility (the last feature is debatable and concerns

* Dr hab., Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, e-mail: justyna_franc_dabrowska@sggw.edu.pl, <https://orcid.org/0000-0002-5881-0343>

the proper use of agricultural land) and thus appears as an investment resistant to inflation and crisis phenomena of short and medium term.

Research contribution. The current definition of financialization is too narrow. With the increase in the scale and pace of creation of financial instruments, the faster flow of financial information and the increase in the substantive scope and complexity of regulations regulating financial transactions, the financialization of the economy should be expanded to include the involvement of capital in land – in particular, but not only – agricultural land.

Limitations. The research was conducted on a limited number of literature items and requires further in-depth research. They mainly concern the markets of the European Union, North America and partly Australia. Therefore, they do not allow for the generalization of the proposed approach to financialization. It is expected that similar relationships occur in rapidly developing countries that are increasing their wealth and that of their citizens. However, this view requires verification.

Keywords: financialisation, financial markets, finance methodology, land.

JEL Class: G31, Q14.

WSTĘP

Motywacją do napisania artykułu był zamysł zaproponowania idei przenikania kapitału z gospodarek dojrzałych do niedojrzałych finansowo (gospodarki dojrzałe finansowo definiując w ujęciu H. Minskiego), mając na uwadze neoliberalizm i grabieżcze wchodzenie kapitału instytucjonalnego z krajów bogatych na rynek ziemi w krajach ubogich (czy rozwijających się). Idea ta ma swoje źródło w stwierdzeniu Ratajczaka, że to gospodarki dojrzałe finansowo dostarczają najwięcej przykładów ilustrujących różne przejawy finansjalizacji, w tym m.in. zmiany w sferze własności, szczególnie dużych przedsiębiorstw [Ratajczak 2017: 11]. Studiując literaturę zauważalny jest kierunek badania finansjalizacji z punktu widzenia migracji kapitału z gospodarek dojrzałych finansowo, w których częstotliwość szoków (nie tylko finansowych, również klimatycznych, pandemicznych, działań zbrojnych) jest coraz bardziej liczna, okresy między nimi coraz krótsze, a wreszcie ich skutki nakładają się na siebie. Tym samym, wśród wielorakiego postrzegania zjawiska finansjalizacji ujawniło się jej oblicze w postaci zaangażowania kapitału w ziemię rolną. Neoliberalne podejście, którego początki sięgają lat 70. XX wieku, umożliwiło swobodny przepływ kapitału w skali międzynarodowej. Dało to zatem jego właścicielom możliwość poszukiwania inwestycji obarczonych mniejszym ryzykiem (wydaje się także, że część inwestorów zaczyna unikać tzw. „niecierpliwego kapitału” na rzecz dłuższych i bezpieczniejszych jego zastosowań). Dodatkowo finansjalizacja postrzegana jest zazwyczaj jako zjawisko negatywne, z czym w mojej opinii należy polemizować.

Liczba, zakres i skala szoków z jakimi ludzkość ma do czynienia w ostatnich dwóch dekadach nie ma żadnego punktu odniesienia. Finansjalizacja jest za-

zwyczaj łączona z krachem na amerykańskim rynku nieruchomości (2007/2008), ogólnoswiatowym kryzysem finansowym, który przerodził się w kryzys gospodarczy, a następnie zadłużenia. Kolejne szoki obejmują pandemię (lata 2019–2021) i jej społeczno-gospodarcze skutki, a następnie konflikty zbrojne (atak Rosji na Ukrainę w 2021 r., konflikt w strefie Gazy w 2023 r.) oraz globalny kryzys klimatyczny. Każde z tych zjawisk wielokrotnie występowało w dziejach ludzkości, nigdy jednak wspólnie w tak krótkim czasie. Nakładanie się ich ekonomicznych (szerzej gospodarczych) skutków powoduje poszukiwanie przez inwestorów takich możliwości pomnażania kapitału, które będą odporne (w przewidywalnej perspektywie czasu) na te szoki.

Osiągnięciem ludzkości jest wielość odkryć powodujących coraz szybszy przepływ informacji (w tym w szczególności finansowej). Zaczyna to utrudniać ich odbiór i interpretację, wywołując tym samym chaos i trudności w ocenie danych przez inwestora. Z tego też powodu część inwestorów odchodzi od inwestycji w akcje, derywaty i podobnych im metod pomnażania majątku do zaangażowania kapitałów w transakcje średnio- i długoterminowe, obarczone mniejszym ryzykiem, jak np. wykup ziemi rolnej. Ziemia ma te swoiste cechy, jak nieprzemieszczalność, niepomnażalność i niezniszczalność (ta cecha jest dyskusyjna, dotyczy prawidłowego przeznaczenie i użytkowania ziemi rolnej) i jawi się tym samym jako inwestycja odporna na zjawiska inflacyjne i kryzysowe o krótkim i średnim terminie trwania (co do długiego czasu można mieć uzasadnione wątpliwości, wobec nieprzewidywalności szoków, a więc i tego co czeka ludzkość w długiej perspektywie). Pojawiła się zatem interesująca przestrzeń badawcza, dotycząca właśnie przenikania kapitału z gospodarek dojrzałych do niedojrzałych finansowo, mając na uwadze neoliberalne podejście do migracji kapitału i tym samym grabieżcze przenikanie kapitału instytucjonalnego z krajów bogatych na rynek ziemi w krajach ubogich (jako jeden z przejawów finansjalizacji). Wyraźnie widać powiązanie sfery finansowej z realną, mimo, że sam kapitał i jego przeznaczenie ma charakter inwestycyjny.

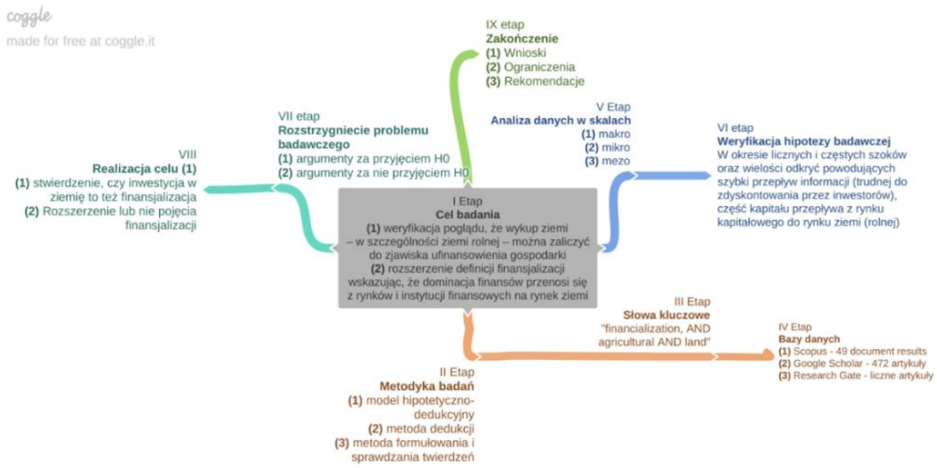
1. METODYKA

Mając na uwadze relatywnie niewielki zakres badań dotyczących finansjalizacji, za cel badań przyjęto (1) weryfikację poglądu, że wykup ziemi – w szczególności ziemi rolnej – można zaliczyć do zjawiska ufinansowania gospodarki; (2) rozszerzenie definicji finansjalizacji wskazując, że dominacja finansów przenosi się z rynków i instytucji finansowych na rynek ziemi, a zatem uznanie, że finansjalizacja to nadal dominacja poszukiwania zysku poprzez inwestycje w aktywa finansowe, jednak część tego zjawiska dotyczy także inwestycji w aktywa rzeczowe, „dotyka” więc w swej istocie sfery realnej.

W procesie badawczym podjęto się weryfikacji hipotezy badawczej: W okresie licznych i częstych szoków oraz wielości odkryć powodujących szybki przepływ informacji (trudnej do zdyskontowania przez inwestorów), część kapitału przepływa z rynku kapitałowego do rynku ziemi (rolnej). Hipoteza zostanie zweryfikowana na podstawie analizy literatury.

Metodykę badań zaprezentowano na rysunku 1, a wzorowano się na metodyce bazującej na publikacjach i statystykach z bazy Scopus podobnie, jak uczynili to Rasva i Jürgenson [Rasva i Jürgenson 2022: 10], uwzględniając w bazie artykuły po słowach kluczowych. Do słów kluczowych zaliczono: „financialization and agricultural and land”, z czego za okres 2012–2023 zidentyfikowano 49 pozycji, w tym 50% artykułów dostępnych było w „open access”. Początkowo poszukiwano opracowań naukowych dotyczących finansjalizacji w ogóle, a także bez określenia ram czasowych badania. Wyrażna skala wzrostu zainteresowania problematyką ufinansowania bez konkretyzacji i skupieniu się na problematyce wykupu ziemi rolnej nastąpiła w 2007 roku (15 pozycji), następnie zwiększała się w 2008 roku (28 opracowań) i znacząco wzrosła w 2009 roku (75 opracowań). W 2023 roku jest to 406 pozycji w bazie Scopus. Ograniczając poszukiwania do zagadnienia finansjalizacji w rolnictwie odnajdujemy zaledwie 15 pozycji, a dodając ograniczenie do czynnika ziemi – 6 dokumentów. W całym okresie rejestracji publikacji w bazie Skopus, zidentyfikowano 3580 pozycji (na dzień 30.09.2023 r., w tym już 3 wydane z datą 2024 r.), w których poruszano tematykę finansjalizacji. Na uwagę zasługuje okres związany z kryzysem finansowym (szerzej gospodarczym, a następnie zadłużenia), kiedy to wyraźnie zwiększyło się zainteresowanie problematyką finansjalizacji, w dużej mierze przypisując temu zjawisku negatywne cechy i wskazując na ufinansowanie jako na przyczynę kryzysu finansowego. W efekcie wykonanych analiz literatury do badań przyjęto czas 2012–2023 (dane na dzień 25.08.2023 r.), pozwalający na uchwycenie jego skutków w badaniach naukowych. Dlaczego podjęto próbę zbadania problematyki kwestii finansjalizacji ziemi rolnej? Nie tylko z powodu tego, że ziemia jest jednym z trzech (lub czterech, zależy od podejścia) podstawowych czynników produkcji. Także dlatego, że od początku bieżącego stulecia (nieco wcześniej także, lecz obecnie na dużą skalę) mówi się o finansjalizacji ziemi rolnej w ujęciu zagarniania/grabieży ziemi (tzw. „land grabbing”). Jest to więc kolejne podejście, w którym negatywnie nacechowuje się zjawisko ufinansowania.

Proces badawczy, który przeprowadzono przygotowując opracowanie, zaprezentowano na rysunku 1. Zawiera on zarówno cel badań, metodykę, sposób weryfikacji hipotezy badawczej, jak i sposób dochodzenia do prawdy naukowej.



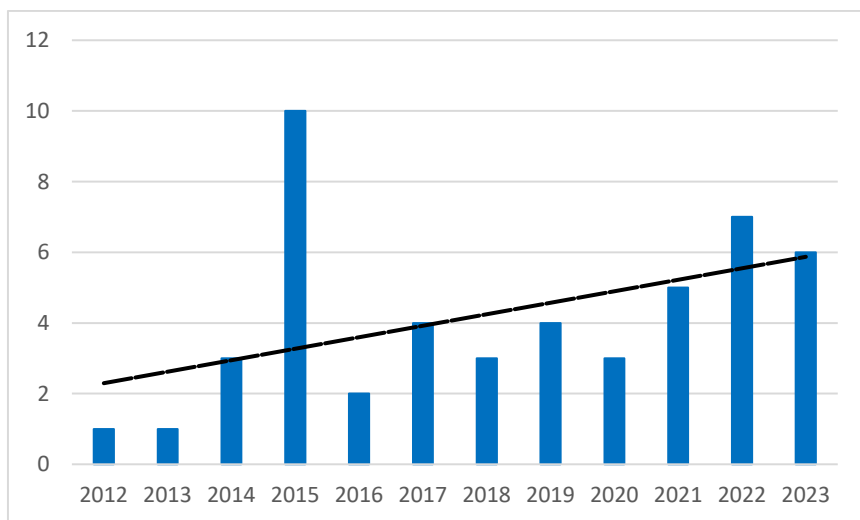
Rysunek 1. Schemat badania

Źródło: opracowanie własne z wykorzystaniem narzędzia coggle.

2. WYNIKI BADAŃ

Jednym z narzędzi badawczych jest model hipotetyczno-dedukcyjny. Żeby możliwe było jego zastosowanie, konieczne było przygotowanie zestawienia piśmiennictwa z badanego zakresu. W tym celu, przyjmując słowa kluczowe: „financialization and agricultural and land” dokonano zestawienia liczby publikacji z okresu 2012–2023 (dane pobrano dnia 25.08.2023 r., a następnie zweryfikowano dnia 27.10.2023 r.). Celem takiego postępowania było ustalenie skali publikacji dotyczących finansjalizacji z uwzględnieniem gruntów rolnych i stwierdzenie czy można wnioskować o tym, że finansjalizacja dotyczy również tego dobra o podstawowej dla wyżywienia ludzkości funkcji – produkcji żywności. Ustalono, że od 2012 roku w bazie Scopus dostępna jest informacja o 49 takich publikacjach. Do tego połowa z nich jest w otwartym dostępie. Jest to ważne z tego względu, że występuje wyraźna luka badawcza dotycząca ufinansowania w sferze gruntów (w szczególności rolnych). Mając na uwadze malejącą ilość tego zasobu w odniesieniu do liczby ludności, wypieranie przez kapitał inwestycyjny przedsiębiorców z małych gospodarstw, niesie to ze sobą trudne do odwrócenia skutki. Na rysunku 2 przedstawiono liczbę publikacji w bazie Scopus wygenerowana wg słów kluczowych „financialization and agricultural and land” w latach 2012–2023 (dane na dzień 25.08.2023 r.). Wyraźnie zarysowuje się tendencja rosnącego zainteresowania wśród badaczy tą tematyką. O ile początek minionej dekady (lata 2012–2014), to zaledwie pięć publikacji łączących wątki ufinansowania, rolnictwa

i ziemi, o tyle w 2015 roku nastąpił wyraźny wzrost opublikowanych prac z tego zakresu. Wpłynęła na to trudna gospodarczo sytuacja w świecie, po kryzysie 2007 roku, którego skutki odczuwane były przez kolejną dekadę. W kolejnych latach widoczny jest trend wzrostowy publikacji z zakresu ufinansowania gruntów rolnych, chociaż w znacznej ich części kwestia ta opisywana jest z punktu widzenia grabieży gruntów, wypierania z terenów użytecznych rolniczo lub wydobywczo rodzimej ludności, eksploatacji ziemi i jej zasobów ponad miarę, a także idące za tymi procesami utraty drogocennych przyrodniczo terenów. W mojej opinii zainteresowanie problematyką wykupu i zagospodarowania ziemi będzie rosło i to nie tylko ze względu na rozwój terenów już zurbanizowanych, ale przede wszystkim na pogłębianie się strukturalnych trudności z nadmierną produkcją i marnowaniem żywności w krajach bogatych, a brakiem możliwości zwiększenia dobrobytu, w pierwszym rzędzie w zakresie wyżywienia głodującej ludności (kolejno zapewnienia dostępu do edukacji, dobrej infrastruktury itp.).

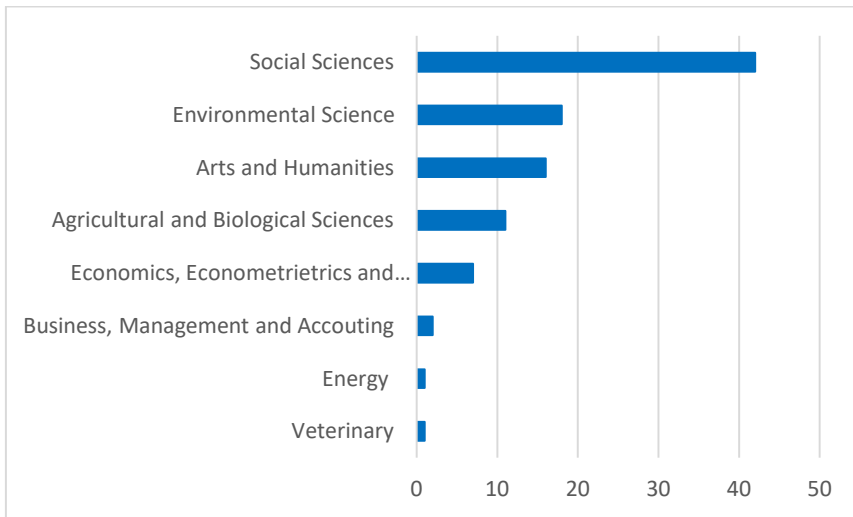


Rys. 2. Liczba publikacji w bazie Scopus wygenerowana wg słów kluczowych „financialization and agricultural and land” w latach 2012–2023 (dane na dzień 25.08.2023 r.)

Źródło: opracowanie własne.

Na rysunku 3 zebrano informacje jaki był udział publikacji w bazie Scopus wygenerowanych wg słów kluczowych „financialization and agricultural and land” i obszaru tematycznego w latach 2012–2023. „Liderem” jest obszar nauk społecznych, co pozwala na potwierdzenie spostrzeżeń związanych z głównymi kierunkami rozwoju piśmiennictwa z zakresu ufinansowania gruntów rolnych.

Mniejszy udział (choć również znaczący) miały publikacje wpisujące się w nauki o środowisku oraz sztuki i nauk humanistycznych. Są to trzy grupy obszarów tematycznych, w których publikowane są opracowania uwzględniające te problemy, które właśnie dotyczą procesu ufinansowania ziemi rolnej, ale także stawiają w centrum zagadnienia człowieka i jego potrzeby, a także problemy. Całości dopełniają czasopisma dotyczące kwestii rolnictwa i nauk biologicznych, a także ekonomii, ekonometrii, finansów, biznesu, zarządzania i rachunkowości. Marginalny udział mają publikacje podejmujące tematykę energii i weterynarii.

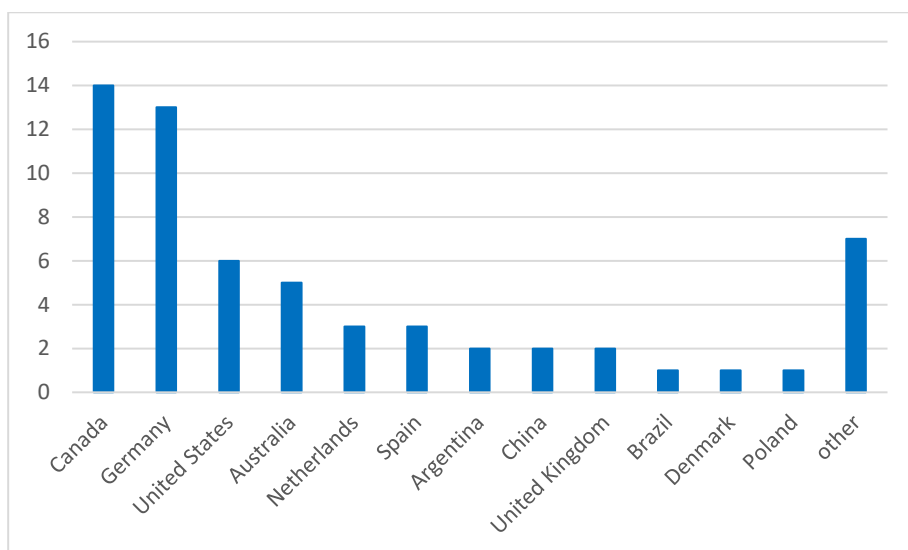


Rys. 3. Udział publikacji w bazie Scopus wygenerowanych wg słów kluczowych „financialization and agricultural and land” i obszaru tematycznego w latach 2012–2023 (dane na dzień 25.08.2023 r.). Najwięcej publikacji

Źródło: opracowanie własne.

Interesujące jest także miejsce wydania publikacji. Na rysunku 4 przedstawiono liczbę artykułów w bazie Scopus wygenerowaną wg słów kluczowych „financialization and agricultural and land” oraz kraju/terytorium publikacji w latach 2012–2023. Większość publikacji dotyczyła krajów, których kwestia ufinansowania ziemi rolnej rozpatrywana jest ze względu na rozległe niezagospodarowane zasoby: Kanady, części Stanów Zjednoczonych oraz Australii, a także tych krajów, w których ilość niewykorzystanej ziemi rolnej jest niewielka, w tym Niemiec, Niderlandów czy Hiszpanii. Zastanawia to, że badania dotyczące Polski, to tylko jedno opracowanie, a przecież to w tym kraju kwestia wielu drobnych gospodarstw rolnych, zachowania regionalnej kultury, zwyczajów, czy w końcu

dobrobytu społeczeństwa jest w przestrzeni publicznej często dyskutowana. Nie ma to jednak szerokiego odzwierciedlenia w wynikach badań (w szczególności mając na uwadze ufinansowanie ziemi rolnej). Pozostaje zatem luka badawcza, która wymaga zgłębienia, w tym w kontekście bezpieczeństwa żywnościowego ludności, o którym pisał J. Wilkin twierdząc, że „Zdominowanie ekonomii przez teorie rynków nie pozwala dobrze przez nią wyjaśnić rozwoju rolnictwa i zachowania gospodarstw rolnych, zwłaszcza w krajach słabiej rozwiniętych, ale też i w przypadku dużej części rolnictwa krajów wysoko rozwiniętych” [Wilkin 2007: 16]. Stwierdzenie Wilkina sprzed 16 lat nadal pozostaje aktualne.



Rys. 4. Liczba publikacji w bazie Scopus wygenerowana wg słów kluczowych „financialization and agricultural and land” oraz kraju publikacji w latach 2012–2023 (dane na dzień 25.08.2023 r.)

Źródło: opracowanie własne.

W poszukiwaniu prawdy naukowej kluczowe wydaje się uhonorowanie dorobku badaczy podejmujących problematykę ufinansowania ziemi rolnej. Na rysunku 5 przedstawiono nazwiska osób, które w latach 2012–2023 najczęściej podejmowały tę tematykę. Nie podejmuję się w tym miejscu wskazać, dorobek którego z naukowców jest najważniejszy. W mojej ocenie, badania wszystkich zajmujących się trudną tematyką ufinansowania ziemi rolnej są bardzo ważne i zainicjowały obszar analiz, który dotychczas pozostawał niepodejmowany. Warto wskazać, że we wszystkich opracowaniach pojawiają się wątki dotyczące wpływu neoliberalizmu na ułatwienie międzynarodowego przepływu kapitału

finansowego w celu zakupu ziemi rolnej, wpływu wykupu ziemi na dobrostan mieszkańców (a w wielu wypadkach pogorszenie się ich sytuacji życiowej), zagrabiania ziemi rolnej i nadmiernej jej eksploatacji poprzez intensywną uprawę lub nadmierne wydobycie surowców. Można więc usystematyzować podejmowaną tematykę w następujący sposób:

(1) Zakup gruntów w celu waloryzacji kapitału:

(1.1) uprawa ziemi rolnej (powiązanie ze sferą realną, produkcyjną) np. Fairbairn [Fairbairn 2014: 779],

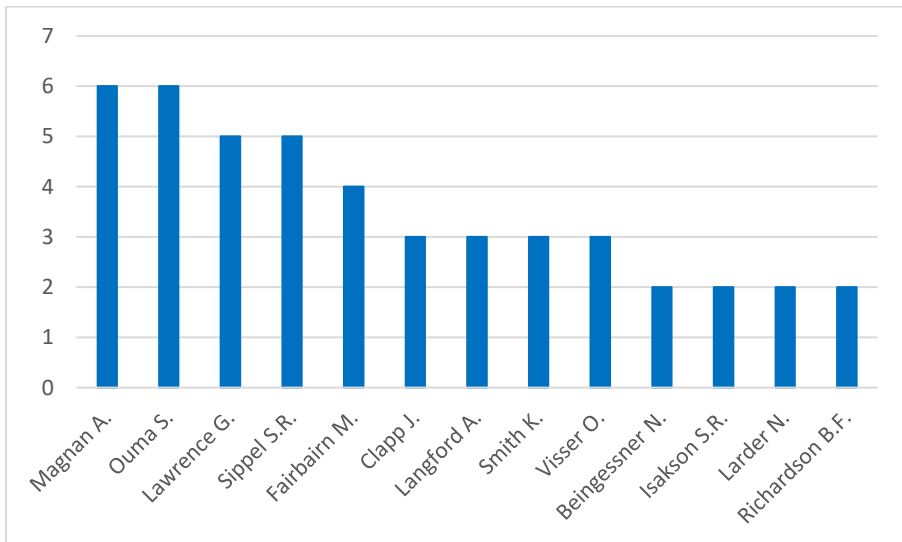
(1.2) utrzymanie ziemi bez produkcji, zakupy na dużą skalę Clapp [Clapp 2014: 798],

(1.3) zakup ziemi w celu budowy dróg, sklepów, szkół itp., rozwój gospodarczy regionów peryferyjnych Langford, Smith i Lawrence [Langford i in. 2020: 7],

(2) Zawłaszczenie gruntów w celu gospodarki grabieżczej:

(2.1) uprawa ziemi bez zachowania zasad właściwego jej zagospodarowania GRAIN [GRAIN 2021, 2023],

(2.2) zagospodarowanie ziemi bez ochrony środowiska, np. grabieżcze wydobycie surowców Garcia-Arias, Cibils, Costantino, Fernandes i Fernández-Huerga [Garcia-Arias i in. 2021: 19; GRAIN 2021, 2023].



Rys. 5. Liczba publikacji w bazie Scopus wygenerowana wg słów kluczowych „financialization and agricultural and land” oraz autorów w latach 2012–2023 (dane na dzień 25.08.2023 r.)

Źródło: opracowanie własne.

Jak ważna jest tematyka ufinansowania ziemi rolnej można rozważyć przez pryzmat czasopism, w których publikowane są artykuły z tego zakresu. Należą do nich (1) *Journal of Peasant Studies* – 7 publikacji; (2) *Journal of Agrarian Change* – 6 publikacji; (3) *Agriculture and Human Values* – 5 publikacji; (4) *Journal of Rural Studies* – 4 publikacje i (5) *Dialogues in Human Geography* – 3 publikacje.

3. FINANSJALIZACJA – IDEA I EWOLUCJA KONCEPCJI, POWRÓT DO KORZENI (?)

Jak zauważa Ratajczak – „w szerokim znaczeniu finansjalizacja to proces swoistej autonomizacji sfery finansowej w relacji do sfery realnej, a nawet uzyskiwania nadrzędności tej pierwszej w stosunku do drugiej” [Ratajczak 2017: 7]. Finansjalizacja, w najprostszym ujęciu, to działalność finansowa umożliwiająca pozyskanie korzyści finansowych bez odniesienia do sfery realnej. Początkowo wydawało się, że takie ujęcie ufinansowania jest wystarczające. Począwszy od liberalizacji przepisów, w tym dotyczących obrotu gruntami rolnymi, w drugiej połowie XX w. – w krajach o dużych zasobach niezagospodarowanej ziemi – wpłynęło na zmianę paradygmatu. Okazało się bowiem, że ziemia, jako czynnik produkcji o swoistych cechach: nieprzemieszczalności, niezniszczalności i niepomnażalności, stała się dobrem, na zakup, którego zaczęto kierować wolny kapitał. Stało się tak między innymi z tego powodu, że kryzys finansowy obnażył słabość zabezpieczeń rynków finansowych przed zjawiskami kryzysowymi, a co za tym idzie, utratą wartości zgromadzonego w ten sposób pieniądza. Zaczęto wracać do zaangażowania kapitału w ziemię (głównie w ziemię rolną), gdyż jest to zasób, który nie poddaje się zjawiskom inflacyjnym. Jeżeli ziemia jest wykorzystywana zgodnie z jej przeznaczeniem, daje owoce w postaci bogatych plonów, żywności dla ludzi i zwierząt, czy też stanowi bufor oczyszczający planetę (las). Wartość zaangażowanego w ten sposób kapitału pozostaje zabezpieczona lub zwiększa się, a dodatkowo pojawiają się efekty wynikające z (często) produkcyjnego charakteru ziemi.

Świadomość znaczenia ziemi (w finansach) i związanej z nią działalności rolniczej zaznaczona została już od 1923 roku, kiedy to obowiązywała codzienna sprawozdawczość handlarzy na targowiskach. Amerykańska ustawa o giełdzie towarowej z 1936 roku dała federalnym organom regulacyjnym uprawnienia do ustalania „limitów pozycji” dla tych handlowców, których uznano za „niekomercyjnych”. Do tej grupy zaliczono te osoby, które nie były zaangażowane w biznesową stronę obrotu towarowego, a więc rolników, operatorów elewatorów zbożowych, firmy towarowe i przetwórców żywności [Clapp 2014: 802].

„Teoretyczne badania nad finansjalizacją charakteryzują się zróżnicowaną taksonomią. Epstein dzieli tę literaturę na trzy kategorie. Pierwsza skupia się na wyjaśnieniu definicji finansjalizacji w celu ustalenia, czy jest to nowy etap

finansjalizacji, rozwój kapitalistyczny lub nowy reżim akumulacji. Drugi skupia się na finansjalizacji inwestycji produkcyjnych, wynagrodzeń, dystrybucji i kryzysów. Wreszcie, trzecia kategoria, bardziej zorientowana na politykę, ma na celu określenie, czym są polityki konieczne, aby ograniczyć skutki finansjalizacji i zwiększyć przestrzeń polityczną dla postępowości polityk makroekonomicznych” [Garcia-Arias i in. 2021: 4]. Badania dotyczące finansjalizacji ziemi wpisują się zarówno w pierwszą, drugą, jak również częściowo w trzecią kategorię. Mimo, że Epstein wydziela integralne grupy badań dotyczących finansjalizacji, to jednak w artykule zastosowano podejście unifikujące i rozważania dotyczące ufinansowania ziemi obejmują wszystkie trzy obszary.

Bez wątplenia, czynnikiem wyzwalamującym finansjalizację ziemi rolnej był kryzys finansowy 2007/2008 i jego długotrwałe skutki gospodarcze, w tym w gospodarce rolno-żywnościowej Patel [2013: 36], Fairbairn [2014: 777], podobnie Gołębiowski i Szczepankowski [2015: 198] oraz Desmarais i in. [2017: 151]. W dobie poszukiwania nowych kierunków migracji kapitału, szczególnie z rynku finansowego w trakcie i po kryzysie 2007/2008 (kolejno kryzysu gospodarczego i kryzysu zadłużeniowego por. [Mączyńska i Pysz 2013: 10]), coraz bardziej popularnym kierunkiem jego zaangażowania stała się ziemia (przede wszystkim – chociaż nie tylko – rolna). W krajach, w których zjawisko to wystąpiło na dużą skalę (np. w Kanadzie), niektóre elementy polityki (np. płatności dla rolników za praktyki środowiskowe) włączono do unowocześnionych ram federalnej polityki rolnej. Zwraca się jednak uwagę na to, że działania te pozostają fragmentaryczne, a znaczna część środków finansowych przekazywana jest w celu utrzymania „społecznej licencji” sektora na prowadzenie działalności rolniczej. Podejmowane działania mają na celu utrzymanie zaufania konsumentów do systemu żywnościowego poprzez „public relations”. Kanadyjskie organizacje zajmujące się ochroną przyrody, w tym Nature Conservancy of Canada i Ducks Unlimited Canada, są ważnymi graczami na rynku gruntów rolnych na preiach. Dodatkowo zarówno rolnicy, jak i hodowcy podejmujący decyzje biznesowe dotyczące zarządzania gruntami muszą uwzględniać wielu interesariuszy [Beingessne i in. 2023: 640]. Pojawia się więc kapitał, który można zainwestować w ziemię rolną i produkty rolne, jednak wzrost zjawiska finansjalizacji w globalnym systemie żywnościowym powoduje, że (1) zwiększa się liczba podmiotów zaangażowanych w globalne łańcuchy towarów rolno-spożywczych, (2) wyodrębnia się żywność z jej fizycznej postaci w bardzo złożone instrumenty pochodne na towary rolne, które są trudne do zrozumienia dla wszystkich oprócz doświadczonych inwestorów. Tym samym pojawiają się nowe formy instrumentów finansowych, które umożliwiają zarobek graczom na rynkach towarowych, „odrealniając” w ten sposób jak najbardziej realnie wytworzoną żywność [Clapp 2014: 798].

Wskazana przez Clapp rola podmiotów finansowych, jaką odgrywają w systemie żywnościowym, utrudniając powiązanie ich ze społecznymi i ekologicznymi konsekwencjami inwestycji finansowych w terenie, to bez wątpienia ufinansowanie produktów rolnych. Finansowe instrumenty pochodne, których wartość czerpie ze zmian w indeksie śledzącym ceny towarów, gruntów rolnych i akcji firm z branży rolno-spożywczej, są znaczącymi formami inwestycji finansowych w tym sektorze i cieszą się popularnością wśród spekulantów. Te inwestycje finansowe z kolei wpływają na ceny żywności i zapewniają przedsiębiorstwom kapitał na inwestycje w sektorze produkcyjnym. Do ubocznych, negatywnych skutków takich działań należą wyższe i bardziej niestabilne ceny żywności. Dodatkowo pojawia się szereg problemów środowiskowych i społecznych związanych z zakupami gruntów rolnych na dużą skalę [Clapp 2014: 798]. „Uwolnienie rynku” poprzez liberalizację przepisów ułatwiło więc wejście na rynek ziemi kapitału zagranicznego, głównie zachodniego (w tym wychodzącego z rynków finansowych, czy rynków towarowych), doprowadziło jednocześnie do „odrealnienia” przynajmniej części transakcji, które dotyczą tego rynku. Bardziej realną (niezależną od spekulacji) wartość ma bez wątpienia ziemia. O ile jest to pozytywna dla inwestorów – w literaturze określanych jako kapitał zagraniczny (głównie zachodni), podmioty finansowe, inwestorzy instytucjonalni – strona ulokowania kapitału, to nie oznacza jednak, że ufinansowanie ziemi nie ma negatywnych skutków.

„Finansjalizacja jest zarówno kontynuacją, jak i pogłębieniem neoliberalnej restrukturyzacji rolnictwa” [Desmarais i in. 2017: 151]. Podobnie twierdzi Sippel i in., wskazując, że podejście neoliberalne spowodowało większe zainteresowanie podmiotów finansowych inwestowaniem w grunty rolne [Sippel i in. 2017: 253]. Liberalizacja przepisów dotycząca inwestycji w grunty rolne stworzyła nowe warunki do ich zakupu, a wzmożona aktywność finansowa w sektorze gruntów i towarów rolnych, prawdopodobnie utrzyma się nawet w obliczu zmniejszenia spekulacyjnego zainteresowania żywnością i gruntami rolnymi. Niedawna finansjalizacja sektora (migracja kapitału z rynków finansowych do ziemi rolnej – JFD) w istotny sposób zmieniła normy, praktyki i otoczenie instytucjonalne. Jak wynika z badań Clapp, Ryan i Oane, nowe formy tworzenia aktywów i praktyki finansowe stają się coraz bardziej powszechne i normalizowane bez wprowadzenia ścisłych kontroli regulacyjnych, które zabezpieczyłyby przed związanymi z nimi kosztami społecznymi i środowiskowymi. W tej sytuacji prawdopodobne jest stwarzanie warunków pod przyszłe, dalsze inwestycje podmiotów finansowych w tym sektorze [Clapp i in. 2017: 182]. Przeprowadzone przez Beingessne i in. badania dowiodły, że pojawiają się wątpliwości w sytuacji wykupu gruntów rolnych przez inwestorów instytucjonalnych. Mimo wsparcia instytucjonalnego, pojawiły się także kontrowersje w zakresie przepisów dotyczących własności gruntów rolnych [Beingessne i in. 2023: 649]. Podobne, chociaż bardziej radykalne

wnioski sformułowane zostały przez Desmaris, Qualman, Magna i Wiebe. Stwierdzili oni, że „(...) zawłaszczanie ziemi jest zjawiskiem światowym (...). Tendencje te stały się bodźcem do debaty publicznej na temat finansjalizacji gruntów rolnych. W miarę, jak krajowi i zagraniczni inwestorzy przejmują nieruchomości rolne, społeczność rolnicza, sektor finansowy, rządy i zainteresowane społeczeństwo zastanawiają się, w jaki sposób należy regulować własność gruntów rolnych i w czyim interesie” [Desmaris i in. 2017: 149–150]. W piśmiennictwie naukowym zestawia się ze sobą pojęcia „finansjalizacja” i „land grabbing”, m.in. Patel [2013: 44]; Oliveira i in. [2021: 329]; GRAIN [2021, 2023]. „Land grabbing” pojawia się w kontekście wzmożonego zakupu ziemi rolnej na skutek zwiększenia swobody zakupu gruntów rolnych przez kapitał zagraniczny [Patel 2013: 44]. Wskazuje się również, że rosnące zainteresowanie inwestorów zagranicznych kupnem lub dzierżawą gruntów rolnych na całym świecie (szczególnie w Afryce, Azji Południowo-Wschodniej i Europie Wschodniej) budzi kontrowersje i jest finansjalizacją systemu żywnościowego. GRAIN (międzynarodowa organizacja społeczeństwa obywatelskiego) definiuje to zjawisko jako „globalna grabież”. zawłaszczanie ziemi” [Magnan 2012: 168], por. np. [GRAIN 2021, 2023]. Patrząc przez pryzmat publikowanych przez tę organizację informacji wynika, że w wielu regionach świata, konieczne jest większe sformalizowanie zakupu ziemi, ze szczególnym uwzględnieniem jej mieszkańców i użytkowników. Zbyt często bowiem, pojawiają się akty grabieży ziemi jej rdzennymi mieszkańcami, czy też intensywnej eksploatacji złóż, niosącej zniszczenia kultur roślinnych, wymuszania migracji rdzennej ludności i zwierząt. Daje to bez wątpienia pole do dalszych badań i analiz, a także uważności w kwestii finansjalizacji ziemi rolnej. Przyjmując tezę, że inwestowanie kapitału w ziemię (w tym w szczególności rolną) przez inwestorów instytucjonalnych (nie tylko) jest przejawem finansjalizacji, należy przytoczyć opinię Ratajczaka, że „Nawet jednak już na obecnym etapie analiz zasadne wydaje się uznanie, że finansyzacja i jej konsekwencje powinny być uwzględniane w badaniach naukowych jako jeden z elementów szerszych zmian we współczesnej ekonomii” [Ratajczak 2009: 114].

Jak wynika z badań Fairbairn na przełomie XIX i XX większość inwestorów instytucjonalnych uznawała grunty rolne (generalnie inwestycje w rolnictwo) za nieatrakcyjne w porównaniu ze znacznie wyższymi zwrotami, jakie można było uzyskać na rynkach finansowych [Fairbairn 2014: 777]. Przypadek gruntów rolnych jest interesujący, ponieważ nie zawsze łatwo jest dostrzec proponowane rozróżnienie między „produkcyjnymi” i „finansowymi” źródłami „zysku”. Ziemia odgrywa dwie różne role gospodarcze: jest niezbędnym czynnikiem produkcji, ale działa również jako rezerwa wartości i biernie tworzy bogactwo [Fairbairn 2014: 779].

Jak wynika z badań Franc-Dąbrowskiej w pierwotnej postaci finansjalizacja identyfikowana była z rozwojem rynków finansowych. Po kryzysie finansowym

zapoczątkowanym pod koniec pierwszej dekady XXI w., w kolejnym okresie można mówić o ewolucji koncepcji finansjalizacji. Inwestorzy poszukując nowych możliwości wzrostu zysku z zaangażowanego kapitału, przenoszą go w takie zastosowania, jak rynek kruszców, czy surowców rolnych, a także rynek ziemi (w tym szczególnie ziemi rolnej). Taka dywersyfikacja inwestycji jest racjonalna, a dodatkowo ogranicza poziom ryzyka związanego ze zjawiskiem ufinansowania [Franc-Dąbrowska 2019: 678]. Jest to zbieżne z poglądami Fairbairn i stwierdzeniem, że obecna fala inwestycji w pola uprawne łączy w sobie odnowione zainteresowanie produktywnymi, realnymi aktywami z zasadniczym przywiązaniem do logiki finansjalizacji. Chociaż właściwości finansowe gruntów rolnych zawsze przyciągały spekulantów, finansjalizacja gospodarki światowej od lat 70. XX w. otworzyła nowe możliwości włączenia gruntów rolnych do obiegów finansowych. Te nowe inwestycje w grunty rolne są realizowane w sposób, który priorytetowo traktuje zyski kapitałowe i inne zyski finansowe, ale niekoniecznie jest oddzielony od produkcyjnego wykorzystania [Fairbairn 2014: 779]. Tutaj pojawia się zatem wątek traktowania finansjalizacji w szerszym kontekście, niż to było dotychczas. Ufinansowanie w swojej istocie poszerzone zostało poza źródłami pozyskiwania zysku z działalności finansowej, spekulacji na rynkach towarowych o te efekty finansowe, które można wygenerować z inwestycji w ziemię rolną. Podejście to ma nie tylko charakter zabezpieczenia kapitału, ale również połączenia sfery finansowej z realną w tych sytuacjach, kiedy ziemia rolna jest wykorzystywana jako miejsce produkcji, czy usługowo. W mojej opinii powoduje to symboliczny „powrót do korzeni ludzkości”. Turbulentne, nieprzewidywalne otoczenie, zmusza inwestorów do poszukiwania takich możliwości lokaty kapitału, które będą dawały stabilność i bezpieczeństwo zainwestowanym środkom. Kwestią problematyczną pozostają skutki tych inwestycji. Dla inwestorów takim buforem bezpieczeństwa zabezpieczenia kapitału, o dodatkowych możliwościach wszechstronnego wykorzystania bez wątpienia jest ziemia rolna.

W krajach Ameryki Łacińskiej od końca lat 70. XX w. neoliberalna polityka umożliwiła utworzenie rynków gruntów, na których wcześniej ich nie było, wejście kapitału zagranicznego bez barier. Efektem tych działań była koncentracja i zagraniczna własność ziemi [Garcia-Arias i in. 2021: 11]. Garcia-Arias i in. podkreślają, że wszystkie zarejestrowane operacje wykupu ziemi mają ogólny cel ukierunkowany na waloryzację kapitału. Wskazuje to na poszukiwanie wielu możliwości inwestowania kapitału. Stwierdzają także, że w latach 90. nabywanie gruntów wiązało się wyłącznie z produkcją zorientowaną na rynek, a zatem były to cele: produkcja rolna w większym stopniu, ochrona środowiska i turystyka (szczególnie w okresie niższych cen gruntów). Po dewaluacji w 2002 roku i wzroście pozycji niektórych krajów na światowej scenie kapitalistycznej (takich, jak Chiny i Indie) zmienił się powód, dla którego nabywano grunty. Podwojono po-

wierzchnię gruntów pod produkcję rolną, zwiększono skalę przejmowania gruntów pod działalność wydobywczą. Pojawił się także nowy cel: kontrola gruntów w celu zagwarantowania dostaw surowców i artykułów spożywczych do krajów-inwestorów [Garcia-Arias i in. 2021: 19]. Ameryka przyniosła daleko idące przemiany i zgubne skutki dla sektora. Krótkoterminowa perspektywa inwestowania – typowa dla finansjalizacji i sekurytyzacji procesów – koncentruje się na uzyskaniu i maksymalizacji zysków dla inwestorów (w porównaniu z alternatywnymi inwestycjami). Dodatkowo względy społeczne spowodowały wyparcie bardziej tradycyjnych upraw na rzecz upraw transgenicznych, upraw bezorkowych i intensywnych w stosowaniu herbicydów „upraw elastycznych” – soi, kukurydzy, oleju palmowego, trzciny cukrowej. To podejście zwiększa skalę megafuzji, aby realizować cele w efekcie korzyści skali i redukcji kosztów. Zwiększyło się utowarowienie gruntów, a także zwiększono wysiedlanie drobnych rolników i producentów rolnych [Garcia-Arias et al. 2021: 31]. Zasadniczo, autorzy stoją na stanowisku, że finansjalizacja gruntów rolnych związana jest z ich grabieżą przez właścicieli kapitału inwestorskiego spoza Ameryki Łacińskiej. Jeżeli odłożyć kontekst grabieżczego podejścia do zakupu ziemi rolnej, potwierdza się teza, że ufinansowanie ma nie tylko charakter inwestycji finansowych, ale również powiązanie kapitału ze sferą realną, produkcyjną. Podobne procesy, chociaż o mniejszym negatywnym nacechowaniu miały miejsce w Australii, gdzie inwestorzy wykupywali ziemię nadającą się do uprawy, a obszarem niezagospodarowanym był ten, na którym nie mogła być ona uprawiana. Ten obszar mógł podlegać transakcjom kupna – sprzedaży w innym celu (np. przekonanie kupującego o możliwości wydobycia złota) [Langford i in. 2020: 6]. Zasadniczo jednak kapitał zainwestowany w ziemię (szczególnie na terenach Aborygenów) traktuje się jako kapitał rozwojowy, który pomoże w rozbudowie sieci dróg, tworzeniu nowych miejsc pracy i wpłynie na wzrost gospodarczy [Langford i in. 2020: 7]. W tym wypadku również wyraźnie widoczne jest powiązanie finansowego kapitału ze sferą realną i kapitałem społecznym.

Literatura dotycząca finansjalizacji ziemi pojawiła się stosunkowo niedawno i wyróżniono w niej z inwestycji w ziemię dwie formuły (1) negatywnie nacechowaną „zawłaszczanie ziemi” (2) i tę o pozytywnym ujęciu „wykup ziemi na własność” (por. np. [Larder i in. 2015: 592]). Kwestie wejścia inwestorów z kapitałem na rynek ziemi rolnej – a w uszczegółowieniu – pozostający we własności gospodarstw rodzinnych rynek zbóż poruszył Magnan. Wskazał on na wejście kapitalistów na ten obszar, co spowodowało przywłaszczenie kluczowych ogniw w „łańcuchu pokarmowym”. Stwierdził on, że przeobrażenia, które objęły rolnictwo są bardzo duże (rozwój technologii, skali produkcji), jednak paradoksalnie jest to prawdopodobnie jedyny sektor, w którym dominuje prywatna, niezależna własność rodzinna [Magnan 2012: 161]. Magnan wskazuje na ważną cechę osób

z gospodarstw rodzinnych, czyli na wielozawodowość, co staje się normą w rolnictwie kanadyjskim [Magnan 2012: 163], a także polskim [Drejerska 2018]. Idąc tym tropem można zasugerować zmianę paradygmatu w zakresie finansjalizacji i uznać, że zjawisko to dotyczy również ziemi rolnej.

W mojej ocenie, niezależnie od słuszności argumentacji Magnan 2012, GRAIN 2023, czy innych autorów, wskazującej na adekwatność powiązania inwestycji w ziemię w celu zawłaszczania gruntów i ich rabunkowej eksploatacji, należy mieć na uwadze, że finansjalizacja ziemi rolnej niesie też pozytywne skutki. Tam, gdzie umożliwia ona lokalne zwiększenie produkcji i wyżywienie głodującej dotychczas ludności – chociażby z powodu nieoptymalności transportu nadwyżek żywności między kontynentami albo na znaczne odległości jest to zjawisko pozytywne. Również tam, gdzie finansjalizacja umożliwia poprawę szlaków komunikacyjnych zarówno dla ludzi, jak i zwierzyny zamieszkującej okoliczne tereny, należy uznać, że jest to pozytywne zjawisko. Podobnie rzecz ma się w sytuacji, gdy napływ kapitału inwestycyjnego do rolnictwa umożliwia rozbudowę szkół, tworzenie nowych miejsc pracy, poprawę dobrobytu mieszkańców, bez obniżenia jakości środowiska, również w tym ujęciu, finansjalizacja jest pozytywnym zjawiskiem.

Pozytywne podejście do ufinansowania gospodarki rolno-żywnościowej prezentują Isakson, Clapp i Stephens wskazując, że inwestycje w ziemię rolną zwiększyły bezpieczeństwo żywności, w szczególności najbardziej ubogim i marginalizowanym grupom społecznym [Isakson i in. 2023: 202]. Jednocześnie autorzy wskazują na ważny problem pogłębiania się nierówności w systemie żywnościowym, które prowadzą do poprawy sytuacji jednych populacji, a osłabiając inne [Isakson i in. 2023: 203]. Jednocześnie z ich badań wynika, że kryzys na rynku towarów żywnościowych datowany jest na lata 2007–2012, a wynika ze znacznego wzrostu spekulacji, wywołując kryzys cen żywności [Isakson i in. 2023: 207]. Ouma wskazuje dla ziemi pojęcie „kapitału naturalnego” [Ouma 2020: 6], co również należy wiązać z finansjalizacją ziemi, jako naturalnym zjawiskiem angażowania środków finansowych w grunty.

Ważne w procesie zrównoważonego ufinansowania ziemi jest podejście P. Dembińskiego, wypowiedziane na Konferencji Katedr Finansów w 2023 roku: „Doing well WHILE doing good” [Dembinski 2023]. To bez wątpienia przesłanie, które powinno być uwzględniane w procesie podejmowania inwestycji kapitału w ziemię. Dałoby to możliwość i szansę odejścia od negatywnego postrzegania finansjalizacji. A przede wszystkim dałoby to możliwość dzięki ufinansowaniu ziemi rolnej na realizację korzyści inwestorów z jednoczesnym poszanowaniem ludności i środowiska, w którym te inwestycje się odbywają. Podejście Dembińskiego umożliwia postrzeganie finansjalizacji przez pryzmat działań pozytywnych, o dobrych dla społeczeństwa i gospodarki rolno-żywnościowej skutkach. W to podejście wpisują się badania Deininger i in., a niezwykle wymownym

jest sformułowanie „(...) że nie ma powodu porzucać modelu rolnictwa drobno-rolnego jako głównego filaru ograniczania ubóstwa”, a wsparcie lokalnej społeczności może pomóc w uwolnieniu potencjału tkwiącego w tych gospodarstwach [Deininger i in. 2011: 42–43].

Zasadniczo Rasva i Jürgenson podają podobne zależności, jak inni badacze ufinansowania gruntów rolnych, wskazując na Zielony Ład oraz konieczność zapewnienia równowagi żywnościowej w świecie, czemu służyć ma zmniejszanie liczby gospodarstw rolnych z jednoczesnym zwiększaniem ich wielkości. Autorzy podkreślają konieczność zachowania produkcji w małych gospodarstwach rolnych, bo tylko takie podejście może dać szansę na zrównoważony rozwój [Rasva i Jürgenson 2022: 1–13]. Podobnie twierdził Wilkin wskazując, że konieczne jest harmonijne powiązanie gospodarczych, społecznych i przyrodniczych aspektów rozwoju z potrzebami pokoleń obecnych i przyszłych. Był on orędownikiem respektowania zasad zrównoważonego rozwoju w rolnictwie, które intensywnie korzysta z zasobów przyrody i oddziałuje na systemy ekologiczne, kształtuje tkankę społeczno-kulturową obszarów wiejskich [Wilkin† 2007: 2–3].

PODSUMOWANIE I WKŁAD BADAWCZY

Literatura dotycząca finansjalizacji ziemi jest mało liczna, jednak pojawia się coraz więcej pozycji o tej tematyce. Na podstawie przeprowadzonych badań stwierdzono, że dotychczasowe definiowanie finansjalizacji jest zbyt wąskie. Mając na uwadze kryzys finansowy pierwszej dekady XXI w. i jego skutki, kryzys klimatyczny, pandemiczny, konfliktów zbrojnych należy wskazać, że zjawiska te nigdy nie występowały wspólnie w tak krótkim czasie. Dodatkowo rosnąca skala odkryć, które powodują coraz szybszy przepływ informacji (w tym szczególnie finansowy) zaczyna utrudniać ich odbiór i interpretację. Z tego też powodu część inwestorów odchodzi od inwestycji w akcje i tego sposobu pomnażania majątku do zaangażowania kapitałów w transakcje o dłuższym okresie zwrotu i obciążone mniejszym ryzykiem, jak wykup ziemi rolnej. Ziemia ma te swoiste cechy, jak nieprzemieszczalność, niepomnażalność i niezniszczalność, jest więc inwestycją odporną na zjawiska inflacyjne i kryzysowe o krótkim i średnim terminie trwania. Wraz ze wzrostem skali i tempa powstawania instrumentów finansowych, coraz szybszego przepływu informacji finansowej oraz wzrostu rozległości merytorycznej i skomplikowania przepisów regulujących transakcje finansowe, ufinansowanie gospodarki należy poszerzyć o zaangażowanie kapitału w ziemię – w szczególności, chociaż nie tylko – rolną. Konkludując można wydzielić różne podejścia do finansjalizacji:

- (1) Ufinansowanie gospodarki należy poszerzyć o zaangażowanie kapitału w ziemię – w szczególności, chociaż nie tylko – rolną;

- (2) Ufinansowanie ziemi rolnej ma dwa oblicza:
 - 1) jest pozytywnym zjawiskiem, kiedy dotyczy zakupu inwestycyjnego średnio- lub długookresowego z zastrzeżeniem utrzymania ziemi w niezmienionym (niepogorszone) lub ulepszonym stanie; umożliwia rozwój społeczno-gospodarczy (np. za sprawą inwestycji w drogi, edukację itp.); pozawala na produkcję żywności na terenach, gdzie jej brakuje, budowę tkanki społecznej na nowych terenach wykorzystywanych rolniczo,
 - 2) jest negatywnym zjawiskiem, kiedy dotyczy zakupu ziemi o charakterze zawłaszczania i grabieży (wypieranie rdzennej ludności prowadzące do zmniejszenia ich dobrostanu, uprawa prowadząca do pogorszenia jakości ziemi, wydobywanie surowców pogarszające warunki środowiska naturalnego, eksploatacja rabunkowa ziemi itp.).
- (3) Odpowiadając na pytanie zawarte w tytule opracowania stwierdzam, że ufinansowanie ziemi rolnej jest współczesnym przejawem finansjalizacji, a jednocześnie łączy kapitał inwestorów ze sferą realną, tym samym wracając (na ten moment częściowo?) do korzeni ludzkości.

OGRANICZENIA I REKOMENDACJE

(1) Badania zostały przeprowadzone na ograniczonej liczbie pozycji literatury i wymagają dalszego pogłębiania. (2) Dotyczą one głównie rynków Unii Europejskiej i Ameryki Północnej, nie pozwalają, więc na uogólnienie zaproponowanego podejścia do finansjalizacji. (3) Przewiduje się, że podobne zależności występują w szybko rozwijających się krajach, pomnażających bogactwo swoje i swoich obywateli; w tych wypadkach możliwe jest występowanie zawłaszczania i grabieży ziemi oraz jej zasobów. Pogląd ten wymaga jednak weryfikacji.

FINANSOWANIE

Subwencja.

DEKLARACJA AUTORÓW

Autorzy zgłaszają brak konfliktu interesów.

BIBLIOGRAFIA

- Beingessne, N., Magnan, A. and Wendimu, M. (2023). “Land imaginaries” in Western Canada: (Financial neoliberalism, agrarianism, and the contemporary politics of agricultural land. *Politics and Space*, vol. 41(4), pp. 637–655, <https://doi.org/10.1177/23996544221144168>
- Clapp, J. (2014). Financialization, distance and global food politics. *The Journal of Peasant Studies*, vol. 41(5), pp. 797–814, <https://doi.org/10.1080/03066150.2013.875536>
- Clapp, J., Isakson, S.R. and Visser, O. (2017). The complex dynamics of agriculture as a financial asset: introduction to symposium. *Agric Hum Values*, vol. 34, pp. 179–183, <https://doi.org/10.1007/s10460-016-9682-7>
- Debinski, P. (2023). *Prezentacja z wystąpienia podczas sesji plenarnej na Konferencji Katedr Finansów*. Poznań.
- Deininger, K., Byerlee, D., Lindsay, J., Norton, A., Selod, H. and Stickler, M. (2011). Rising Global Interest in Farmland: Can it Yield Sustainable and Equitable Benefits? *World Bank*, <http://hdl.handle.net/10986/2263> License: CC BY 3.0 IGO.
- Desmarais, A.A., Qualman, D., Magna, A. and Wiebe, N. (2017). Investor ownership or social investment? Changing farmland, ownership in Saskatchewan, Canada. *Agric Hum Values*, vol. 34, pp. 149–166, <https://doi.org/10.1007/s10460-016-9704-5>
- Drejska, N. (2018). *Przemiany sektorowej struktury zatrudnienia ludności wiejskiej*. Warszawa: Wydawnictwo SGGW.
- Fairbairn, M. (2014). ‘Like gold with yield’: evolving intersections between farmland and finance. *The Journal of Peasant Studies*, vol. 41(5), pp. 777–795, <https://doi.org/10.1080/03066150.2013.873977>
- Franc-Dąbrowska, J. (2019). Crawling financialization in Central and Eastern Europe using the example of Agriculture. *Economia Agro-Alimentare*, vol. 21(3), pp. 677–696, <https://doi.org/10.3280/ECAG2019-003006>
- Garcia-Arias, J., Cibils, A., Costantino, A., Fernandes, V.B. and Fernández-Huerta, E. (2021). Meets Finance in Latin America: Some Intersections between Financialization and Land Grabbing in Argentina and Brazil. *Sustainability*, vol. 13, pp. 1–37, <https://doi.org/10.3390/su13148084>.
- Gołębiowski, G. and Szczepankowski, P. (2015). Finansyzacja gospodarki krajów Europy Środkowo-Wschodniej. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, vol. 4, pp. 197–215.
- Langford, A., Smith, K. and Lawrence, G. (2020). Financialising governance? State actor engagement with private finance for rural development in the Northern Territory of Australia. *Research Globalization*, vol. 2, pp. 1–9, <http://dx.doi.org/10.1016/j.resglo.2020.100026>
- Larder, N., Sippel, S.R. and Lawrence, G. (2015). Finance Capital, Food Security Narratives and Australian Agricultural Land. *Journal of Agrarian Change*, vol. 15(4), pp. 592–603, <https://doi.org/10.1111/joac.12108>
- Magnan, A. (2012). New avenues of farm corporatization in the prairie grains sector: farm family entrepreneurs and the case of One Earth Farms. *Agric Hum Values*, vol. 29, pp. 161–175, <https://doi.org/10.1007/s10460-011-9327-9>
- Mączyńska, E. i Pysz, P. (2013). *Liberalizm – neoliberalizm – ordoliberalizm*. W: *Ekonomia dla przyszłości. Odkrywać naturę i przyczyny zjawisk gospodarczych*. Warszawa: „Polskie Towarzystwo Ekonomiczne”, 28–29 listopada, s. 85–105.
- Minsky, H.P. (1992). The Financial Instability Hypothesis. *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper, no. 74, pp. 1–10.
- Oliveira, G.L.T. de, McKay, B.M. and Liu, J. (2021). Beyond land grabs: new insights on land struggles and global agrarian change. *Globalizations*, vol. 18(3), pp. 321–338, <https://doi.org/10.1080/14747731.2020.1843842>

- Ouma, S. (2020). This can('t) be an asset class: The world of money management, "society", and the contested morality of farmland investments. *Economy and Space*, vol. 52(1), pp. 66–87.
- Patel, R. (2013). The Long Green Revolution. *The Journal of Peasant Studies*, vol. 40(1), pp. 1–63, <https://doi.org/10.1080/03066150.2012.719224>
- Rasva, M. and Jürgenson, E. (2022). Europe's Large-Scale Land Acquisitions and Bibliometric Analysis. *Agriculture*, vol. 12(6), 850, pp. 1–13, <https://doi.org/10.3390/agriculture12060850>
- Ratajczak, M. (2013). *Ekonomia i edukacja ekonomiczna w dobie finansyzacji*. W: *Ekonomia dla przyszłości. Odkrywać naturę i przyczyny zjawisk gospodarczych. Sesja plenarna fundamentalne problemy w teorii ekonomii i praktyce gospodarczej*. Warszawa: Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.
- Ratajczak, M. (2017). Finansjalizacja gospodarki: wymiary dyskusji. *Bezpieczny Bank*, vol. 3(68), s. 7–22, <https://doi.org/10.26354/bb.2.3.68.2017>
- Sippel, S.R. and Dolinga M. (2023). Constructing agri-food for finance: startups, venture capital and food future imaginaries. *Agriculture and Human Values*, vol. 40, pp. 475–488, <https://doi.org/10.1007/s10460-022-10383-6>
- Sippel, S.R., Larder, N. and Lawrence, G. (2017). Grounding the financialization of farmland: perspectives on financial actors as new land owners in rural Australia. *Agric Hum Values*, vol. 34, pp. 251–265, <https://doi.org/10.1007/s10460-016-9707-2>
- Wilkin, J. (2007). *Uwarunkowania rozwoju polskiego rolnictwa w kontekście europejskim i globalnym. Implikacje teoretyczne i praktyczne, materiały na VIII Kongres Ekonomistów Polskich*, www.pte.pl z dn. 25.01.2010 r.

Źródła internetowe

- [https:1] GRAIN (2021). *The state of the global farmland grab, according to the Land Matrix*, <https://grain.org/en/article/6758-the-state-of-the-global-farmland-grab-according-to-the-land-matrix> [dostęp 08.09.2023].
- [https:2] <https://grain.org/en/pages/organisation> [dostęp 30.09.2023].
- [https:3] <https://zpe.gov.pl/a/degradacja-gleb-na-swiecie-i-jej-skutki/DuguSPvVG> [dostęp 05.09.2023].

UFINANSOWIENIE ZIEMI ROLNEJ – WSPÓŁCZESNE PRZEJAWY FINANSJALIZACJI CZY POWRÓT DO KORZENI LUDZKOŚCI?

STRESZCZENIE

Cel artykułu/hipoteza. Celem badań jest (1) weryfikacja poglądu, że wykup ziemi – w szczególności ziemi rolnej – można zaliczyć do zjawiska ufinansowania gospodarki; (2) rozszerzenie definicji finansjalizacji wskazując, że dominacja finansów przenosi się z rynków i instytucji finansowych na rynek ziemi.

Metodyka. Badanie oparto na modelu hipotetyczno-dedukcyjnym. Zastosowano metody dedukcji oraz metody formułowania i sprawdzania twierdzeń. Zostały one przeprowadzone w formie rozważań nad nauką finansów w skali makro, mezo i mikro.

Wyniki/Rezultaty badania. Liczba, zakres i skala szoków z jakimi ludzkość ma do czynienia w ostatnich dwóch dekadach nie ma żadnego punktu odniesienia. Począwszy od krachu na amerykańskim rynku nieruchomości, poprzez ogólnoświatowy kryzys gospodarczy, klimatyczny, pandemię, a na licznych konfliktach zbrojnych kończąc. Każde z tych zjawisk wielokrotnie występowało w dziejach

ludzkości, nigdy jednak wspólnie w tak krótkiej przestrzeni czasu. Wielość odkryć powodujących coraz szybszy przepływ informacji (w tym szczególnie finansowej) zaczyna utrudniać ich odbiór i interpretację, wywołując tym samym chaos i poczucie zagubienia inwestora (zarówno tego o zasobnym, jak i skromnym portfelu kapitału). Z tego też powodu część inwestorów odchodzi od inwestycji w akcje i tego sposobu pomnażania majątku do zaangażowania kapitałów w transakcje długoterminowe i obciążone mniejszym ryzykiem, jak ziemia rolna. Ziemia ma te swoiste cechy, jak nieprzemieszczalność, niepomnażalność i niezniszczalność (ostatnia cecha jest dyskusyjna, a dotyczy prawidłowego użytkowania ziemi rolnej) i jawi się tym samym jako inwestycja odporna na zjawiska inflacyjne oraz kryzysowe o krótkim i średnim terminie trwania.

Wkład badawczy. Dotychczasowe definiowanie finansjalizacji jest zbyt wąskie. Wraz ze wzrostem skali i tempa powstawania instrumentów finansowych, coraz szybszego przepływu informacji finansowej oraz wzrostu rozległości merytorycznej i skomplikowania przepisów regulujących transakcje finansowe, ufinansowanie gospodarki należy poszerzyć o zaangażowanie kapitału w ziemię – w szczególności, chociaż nie tylko – rolną.

Ograniczenia. Badania zostały przeprowadzone na ograniczonej liczbie pozycji literatury i wymagają dalszego pogłębiania. Dotyczą one głównie rynków Unii Europejskiej, Ameryki Północnej i częściowo Australii. Nie pozwalają tym samym na uogólnienie zaproponowanego podejścia do finansjalizacji. Przewiduje się, że podobne zależności występują w szybko rozwijających się krajach, pomnażających bogactwo swoje i swoich obywateli. Pogląd ten wymaga jednak weryfikacji.

Słowa kluczowe: finansjalizacja, ufinansowanie, rynki finansowe, metodyka finansów, ziemia.

JEL Class: G31, Q14.

ANALIZA SYTUACJI GRUP BANKÓW SPÓŁDZIELCZYCH W POLSCE W ZMIENNYM OTOCZENIU MAKROEKONOMICZNYM

Mateusz Folwarski*



<https://doi.org/10.18778/2391-6478.S2.2023.05>

ANALYSIS OF THE SITUATION OF COOPERATIVE BANK GROUPS IN POLAND IN A CHANGING MACROECONOMIC ENVIRONMENT

ABSTRACT

The purpose of the article/hypothesis. Cooperative banks in Poland face numerous challenges – both related to the current problems of the entire banking sector and the issue of concentration of the cooperative system. Current challenges of the banking sector in Poland – especially systemic ones, as well as the unstable macroeconomic environment make it difficult for cooperative banks to compete with the commercial banking sector and the FinTech and BigTech sectors. In addition, the ongoing processes of digitalization of the banking market are challenging cooperative banks in terms of the direction of their further development – the commonality of services and concentration of banks, or maintaining the current structure of cooperative banks in Poland. The research hypothesis of the article was that cooperative banks are able to maintain a high level of stability and efficiency despite the unstable macroeconomic environment.

Methodology. The main objective of the research was to analyze individual groups of cooperative banks in Poland in 2020–2023 in terms of adaptation to the changing macroeconomic environment, which has been particularly difficult in the recent period in terms of planning and implementation of strategic objectives. The study analyzed more than 300 cooperative banks belonging to the BPS group, which were divided into five groups taking into account the criterion of balance sheet total (banks over 1 billion PLN, 500–1 million PLN, 200–500 million PLN, 100–200 million PLN, and banks with a balance sheet total of less than 100 million PLN). Groups of cooperative banks were analyzed on the basis of scoring criteria in terms of indicators: capital adequacy, asset quality, efficiency, liquidity – on a quarterly basis.

* Prof. dr hab., Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, e-mail: mateusz.folwarski@uek.krakow.pl, <https://orcid.org/0000-0001-6109-9110>

Results of the research. The study showed that the group of small cooperative banks performed significantly better in an unstable macroeconomic environment – especially during the COVID pandemic – 19. Despite this, in an unstable macroeconomic environment especially in an environment of relatively low interest rates (in 2020–2021), the discussion regarding concentration processes as well as commonality of banking services in the cooperative sector intensified. However, in a still unstable macroeconomic environment, but in an environment of relatively high interest rates (in 2022–2023), cooperative banks belonging to large, medium and smaller banking groups have significantly improved indicators of capital adequacy, asset quality, efficiency, liquidity – often demonstrating a much more effective management of a smaller institution than large cooperative banks – very often resulting from the local nature of their operations. Therefore, an important aspect of the functioning of the cooperative sector in Poland may be issues of commonality of financial services and products, rather than processes of sector consolidation. In the literature, the cooperative sector shows a willingness to commoditize especially bank reporting, marketing activities and the implementation of new technological solutions. An important challenge for the cooperative sector may be the response of small cooperative banks to falling interest rates.

Keywords: Cooperative banks, scoring, capital adequacy, asset quality, efficiency, liquidity.

JEL Class: G21, G23.

WSTĘP

Globalny kryzys finansowy w latach 2007–2009 uwidoczniał zalety alternatywnych modeli biznesowych banków, nastawionych nie tylko na maksymalizację krótkoterminowych zysków, ale także realizację długookresowych celów, opartych na bliskiej relacji z klientami i aktywnej obecności w lokalnym środowisku społecznym [Miklaszewska 2017: 63]. Biorąc pod uwagę strukturę wiekową klientów banków spółdzielczych i istniejące różnice pokoleniowe, wybór modelu jest czynnikiem decydującym o przyszłości banków spółdzielczych [Szustak i in. 2020: 56–57]. W licznych analizach wykazano, że bardzo często indywidualna postawa mieszkańców determinuje funkcjonowanie banków spółdzielczych [Ghio i in. 2019: 523–543]. W literaturze przedmiotu badania wskazują na istotną rolę lokalnego społeczeństwa w zakresie działalności banku spółdzielczego. W wyniku badań wykazano, że analiza czynników, które determinują model finansowania banków może w przyszłości przyczynić się do poprawy bezpieczeństwa sektora finansowego [Iwanicz-Drozdowska i in. 2021: 19–38].

Bank spółdzielczy, jako niewielka jednostka całego sektora finansowego stanowi bardzo ważny element lokalnych społeczności. Bankowość spółdzielcza wielokrotnie potwierdziła swoją przydatność dla ludzi, mikrofirm, rolników i instytucji samorządowych, troszcząc się nie tylko o rozwój własny, ale działając również w trosce o rozwój środowiska lokalnego, będącego miejscem życia i funkcjonowania lokalnej społeczności [Kura i Płonka 2023: 156]. Niemniej, od

kilku lat zauważalne są istotne procesy konsolidacyjne w sektorze spółdzielczym. W zależności od kraju, procesy te miały i mają różną skalę jak i formę (dobrowolną lub przymusową). Jak wynika z przeprowadzonych badań, przykładowo silne procesy konsolidacyjne w sektorach niemieckim i austriackim w latach 2016–2021 doprowadziły do przejścia/zamknięcia przede wszystkim małych banków spółdzielczych, pomimo tego, że charakteryzowały się one relatywnie wysokimi wskaźnikami rentowności [Kil i in. 2022: 32–41].

Hipoteza badawcza postawiona w artykule brzmiała: banki spółdzielcze są w stanie utrzymać wysoki poziom stabilności i efektywności pomimo niestabilnego otoczenia makroekonomicznego. Głównym celem badań w artykule była analiza poszczególnych grup banków spółdzielczych w Polsce w latach 2020–2023 w zakresie dostosowania się do zmiennego otoczenia makroekonomicznego, które w ostatnim okresie było szczególnie trudne w zakresie planowania i realizacji celów strategicznych. Badaniu poddano analizie ponad 300 banków spółdzielczych należących do grupy BPS, które podzielono na pięć grup uwzględniając kryterium sumy bilansowej (banki powyżej 1 mld PLN, 500–1 mln PLN, 200–500 mln PLN, 100–200 mln PLN, oraz banki o sumie bilansowej poniżej 100 mln PLN). Grupy banków spółdzielczych analizowano na podstawie kryteriów oceny punktowej w zakresie wskaźników: adekwatności kapitałowej, jakości aktywów, efektywności, płynności – w okresach kwartalnych – analizując, jak poszczególne grupy banków reagowały i funkcjonowały w bardzo zmiennym otoczeniu makroekonomicznym. Celem tego badania była analiza zwłaszcza sytuacji małych banków, która ukazując ich sytuację w ostatnich kwartałach dostarcza informacji w zakresie reakcji tych podmiotów na rynku finansowym w niestabilnym otoczeniu. W wyniku tego, w podsumowaniu zostały podjęte rozważania dotyczące kierunku zmian w zakresie struktury sektora spółdzielczego w Polsce i wniosków w zakresie ewentualnej konsolidacji i/lub uwspólniania poszczególnych usług i produktów bankowych. Do zrealizowania celu badawczego wykorzystano dogłębny przegląd literatury przedmiotu, jak i badania statystyczne, które umożliwiły sformułowanie wniosków.

1. PROCESY KONSOLIDACJI I PROCESY UWSPÓLNIANIA USŁUG W LITERATURZE PRZEDMIOTU

Po kryzysie finansowym w latach 2007–2009 zaufanie i reputacja banków komercyjnych istotnie spadła. W związku z tym sektor spółdzielczy stanął przed istotnym wyzwaniem wykorzystania swojego głównego atutu prowadzenia działalności bankowej odróżniającym je od tradycyjnych banków komercyjnych – czyli lokalnego charakteru ich oddziaływania [Migliorelli 2020]. Współcześnie banki spółdzielcze stoją przed istotnym wyzwaniem, jakim jest przededefiniowanie na

nowo swoich strategii. W wyniku licznych zmian w otoczeniu makroekonomicznym, coraz większej skali obciążenia regulacjami sektora spółdzielczego oraz działalnością nowych podmiotów na rynku finansowym, sektor spółdzielczy musi być bardziej efektywny, przy jednoczesnym zachowaniu swojego lokalnego charakteru działalności. Integracja banków spółdzielczych stanowi istotny aspekt decyzyjny w zakresie ich działalności, w szczególności w obliczu restrykcyjnych wymogów kapitałowych nałożonych na podmioty bankowe m.in. przez regulacje bazylejskie oraz malejącej rentowności w całym europejskim sektorze bankowym, częściowo w efekcie pandemii COVID-19 [Fernandez-Bollo i in. 2021]. Wpływ poziomu integracji banków spółdzielczych na ich efektywność pojawia się w literaturze jako częsty problem badawczy. Na przykład M. Destrocher oraz K.P. Fischer w przeprowadzonych badaniach dla okresu 1996–2002 pokazali, że systemy zintegrowane charakteryzują się zarówno mniejszą zmiennością wyników, jak i mniejszymi preferencjami dotyczącymi wydatków. Ponadto instytucje funkcjonujące w takim modelu mają tendencję do osiągania większej efektywności [Kil i in 2022: 5–7]. Integracja sprzyja również obniżaniu kosztów prowadzenia grupy, poprzez łączenie funkcji planowania strategicznego oraz zarządzania aktywami na poziomie centralnym [Desrochers i Fischer 2005: 307–354]. Na większą stabilność oraz efektywność systemów zintegrowanych modeli bankowości spółdzielczej wskazują także badania prowadzone przez S. Cornee, L. Fattobene, M. Migliorelliego [Cornee i in. 2020: 33–56]. Niemniej, w literaturze przedmiotu można również zauważyć, że różnorodność sektora bankowa i funkcjonowanie licznych podmiotów bankowych jest istotną przewagą w osiąganiu bardziej odpornych, funkcjonalnych i systemów bankowych zwłaszcza w niestabilnym otoczeniu makroekonomicznym [Ayadi i in. 2016; Ferri 2016: 1–31]. Badania te wskazują, że instytucje finansowe które opierają swoje modele biznesowe na bankowości detalicznej i są zorientowane na prowadzenie działalności relacyjnej – zwłaszcza banki spółdzielcze, mogą sprzyjać włączeniu finansowemu społeczeństwa. Co więcej – banki spółdzielcze prowadząc działalność w lokalnym środowisku mogą istotnie sprzyjać włączeniu finansowemu klientów marginalnych, którzy mają utrudnione możliwości korzystania z produktów i usług sektora bankowości komercyjnej [Coccorese i Ferri 2020: 147–164]. Dlatego też, banki spółdzielcze powinny odgrywać istotną rolę we współczesnych krajowych systemach bankowych (bardzo często pomimo stosunkowo niskiego udziału w aktywach sektora bankowego). Działalność sektora spółdzielczego umożliwia bardzo często lokalnej społeczności (gospodarstwom domowym jak i małym i średnim przedsiębiorstwom), dostęp do podstawowej oferty bankowej.

Funkcjonowanie banków spółdzielczych, które zazwyczaj nie jest prowadzone głównie dla osiągnięcia zysków, tylko skupia się na maksymalizacji korzyści dla swoich członków zapewnia im popularność na danym obszarze i stabilność. W literaturze przedmiotu potwierdzono, że taka działalność banków

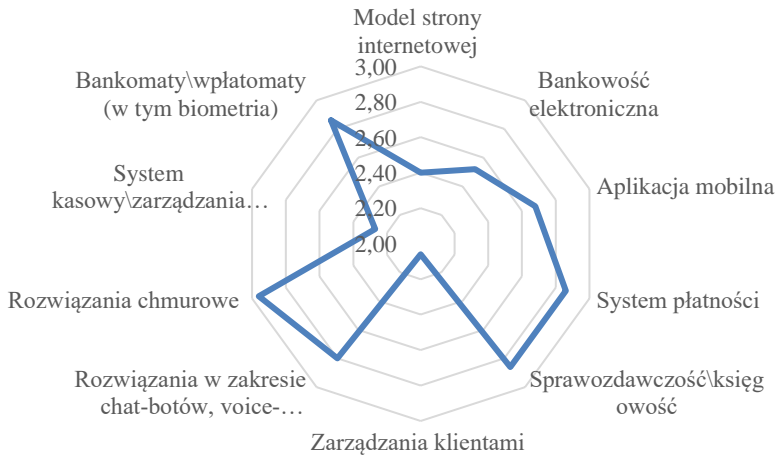
spółdzielczych jest szczególnie zauważalna od czasu globalnego kryzysu finansowego, kiedy to w wielu przypadkach banki spółdzielcze nadal udzielały kredytów swoim członkom, podczas gdy liczne banki komercyjne zorientowanych na zysk ograniczyło kredytowanie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw [McKillop i in. 2020]. Dlatego też funkcjonowanie banków spółdzielczych, ze względu na swój charakter i lokalną działalność jest istotnie ważna dla całego sektora finansowego.

Dyskusje dotyczące procesów konsolidacyjnych są pod wieloma aspektami słuszne, aczkolwiek równocześnie pojawiają się rozważania dotyczące wspólniania niektórych usług i produktów bankowych. Pod względem strukturalnym banki spółdzielcze muszą natomiast decydować, które działania zostaną przeniesione do szczebla centralnego, a które pozostaną w bankach lokalnych [Theurl i Meyer 2019: 265–279]. W przeprowadzonych badaniach wykazuje się istotną chęć kadry zarządzającej do wspólniania niektórych usług i produktów bankowych, które w istotny sposób mogłyby wpłynąć na nowy model biznesowy prowadzenia bankowości spółdzielczej w Polsce, i w istotny sposób wpłynąć na poprawę rentowności całego sektora [Kil i in. 2022]. Na wykresach 1 i 2, ukazano wybrane elementy w opinii kadry zarządzającej bankami spółdzielczymi, które mogłyby w pierwszej kolejności zostać poddane procesom wspólniania w sektorze spółdzielczym.



Wykres 1. Obszary (1) w jakich banki spółdzielcze powinny zachować autonomię, a w których powinno dojść do integracji (im dalej od środka tym większa potrzeba wspólniania)

Źródło: K. Kil, E. Miklaszewska, M. Folwarski, M. Idzik, B. Balawejder, M. Sadowska, *Modele funkcjonowania zrzeszeń w europejskiej bankowości spółdzielczej – możliwości adaptacyjne w warunkach polskich*, WIB, Warszawa 2022, s. 93–95.



Wykres 2. Obszary (2) w jakich banki spółdzielcze powinny zachować autonomię, a w których powinno dojść do integracji (im dalej od środka tym większa potrzeba uwspólnienia)

Źródło: K. Kil, E. Miklaszewska, M. Folwarski, M. Idzik, B. Balawejder, M. Sadowska, *Modele funkcjonowania zrzeszeń w europejskiej bankowości spółdzielczej – możliwości adaptacyjne w warunkach polskich*, WIB, Warszawa 2022, s. 93–95.

2. WYBRANE SYSTEMY BANKOWOŚCI SPÓŁDZIELCZEJ W EUROPIE

Procesy konsolidacyjne, jak i dotyczące uwspólniania poszczególnych segmentów usług w bankowości spółdzielczej są zauważalne w wielu systemach bankowych w Europie. W większości krajów europejskich procesy konsolidacyjne były przeprowadzane w celu zwiększenia efektywności prowadzenia działalności, a nie w celu osłabiania procesów konkurencji na rynku finansowym [Montes 2014: 124–136]. Banki spółdzielcze pełniąc rolę instytucji zaufania publicznego w krajowych systemach finansowych w różny sposób i w różnej skali sprawują również swoją funkcję w ramach bankowości relacyjnej opartej na funkcjonowaniu w lokalnym środowisku. Procesy łączeniowe banków spółdzielczych w europejskich systemach bankowości spółdzielczej były przeprowadzane w sposób oddolny (banki spółdzielcze same podejmowały procesy łączeniowe), jak i odgórny (instytucje krajowych sieci bezpieczeństwa finansowego wymuszały łączenie się banków spółdzielczych). W tabeli 1 przedstawiono liczbę banków spółdzielczych w wybranych systemach bankowości spółdzielczej w Europie. Na podstawie danych można zauważyć, że tylko we Francji liczba banków spółdzielczych w 2021 roku zwiększyła się w porównaniu do 2010 roku. Procesy łączeniowe, jak i inne związane z zmniejszaniem liczby instytucji w różnych systemach bankowych

miały różną skalę. W prawie wszystkich analizowanych systemach bankowości spółdzielczej liczba banków spółdzielczych zmniejszyła się o ponad 30%. W Polsce również zmniejszyła się liczba banków, niemniej jednak proces ten nie był tak silny jak w innych krajach europejskich.

Tabela 1. Liczba banków spółdzielczych w wybranych krajach europejskich w roku 2010 i 2021

Kraj	2010	2021
Austria	631	349
Finlandia	213	121
Francja	77	86
Holandia	141	84
Niemcy	1 138	772
Polska	576	511
Węgry	112	3
Włochy	515	238

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EACB, <https://www.eacb.coop/en/cooperative-banks/key-figures.html>, (dostęp 29.08.2023).

Procesy łączeniowe zazwyczaj przeprowadzane są z powodu niskiej efektywności prowadzenia działalności bankowej, jak i w celu zwiększenia bezpieczeństwa systemów bankowych. Dlatego też, w tabeli 2, dokonano analizy dwóch podstawowych miar efektywności, które są bardzo często analizowane w sektorze spółdzielczym. Zauważyć można, że w analizowanych latach wskaźniki ROA i C/I tylko w przypadku holenderskiego systemu bankowości spółdzielczej jednocześnie uległy poprawie. W innych krajach, a zwłaszcza na Węgrzech gdzie procesy konsolidacji były najsilniejsze nastąpiło istotne pogorszenie tych wskaźników. Warto jednocześnie zaznaczyć, że okres analizy (rok 2010 po kryzysie finansowym 2007–2009, jak i rok 2021 – okres związany m.in. z pandemią COVID-19), jak i inne czynniki wewnętrzne i zewnętrzne mogą istotnie wpływać na poziom wskaźników efektywności krajowych sektorów bankowości spółdzielczej. Niemniej, warto podkreślić, że nie można jednoznacznie stwierdzić, że procesy konsolidacji banków spółdzielczych zawsze i silnie wpływają na poprawę efektywności prowadzenia działalności – mierzoną dwoma podstawowymi miarami dla sektora spółdzielczego.

Tabela 2. Wybrane miary efektywności w wybranych krajach europejskich w roku 2010 i 2021

Kraj	ROA		C/I	
	2010	2021	2010	2021
Austria	0,45	0,73	64,1	67,7
Finlandia	0,50	0,50	59,0	55,0
Francja	0,40	0,34	66,7	63,5
Holandia	0,42	0,58	64,5	57,9
Niemcy	0,80	0,48	63,3	64,6
Polska	1,14	0,40	69,2	72,5
Węgry	0,65	0,18	68,8	92,5
Włochy	0,45	0,29	65,9	64,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EACB, <https://www.eacb.coop/en/cooperative-banks/key-figures.html>, (dostęp 29.08.2023).

3. OCENA PUNKTOWA BANKÓW SPÓŁDZIELCZYCH W GRUPIE BPS W RAMACH SYSTEMU OCHRONY ZRZESZENIA

Analiza sytuacji w bankach spółdzielczych przeprowadzana jest co kwartał w ramach szczegółowej oceny punktowej, w której analizowany jest poziom ryzyka działalności danego banku i poszczególnych grup. W ramach przeprowadzanej oceny uczestnicy systemu ochrony zrzeczenia BPS oceniani są w ramach czterech obszarów, które obejmują:

- 1) adekwatność kapitałową,
- 2) jakość aktywów,
- 3) efektywność,
- 4) płynność.

Całość analizy w ramach tych czterech elementów składa się na ocenę globalną stanowiącą średnią ważoną ocen wymienionych obszarów. Każdy wskaźnik w ramach danego obszaru oceniany jest w skali od 1 do 6 w zależności od uzyskanej wartości.

Do ustalenia ocen poszczególnych obszarów wykorzystano następujący zestaw wag procentowych oraz wskaźników [Załącznik nr 10: 3–4]:

- 1) adekwatność kapitałowa – wskaźniki:
 - łączny współczynnik kapitałowy,
 - współczynnik kapitału Tier 1,
 - wskaźnik dźwigni finansowej,
 - współczynnik kapitałowy ryzyka kredytowego.

- 2) jakość aktywów – wskaźniki:
 - wskaźnik jakości aktywów,
 - aktywa o wadze ryzyka do 50% (włącznie) / aktywa ogółem,
 - wskaźnik pokrycia kredytów z rozpoznaną utratą wartości rezerwami celowymi,
 - wskaźnik jakości kredytów.
- 3) efektywność – wskaźniki:
 - stopa zwrotu z aktywów (ROA netto),
 - C/I,
 - wskaźnik relacji wyniku finansowego brutto, skorygowanego o wynik z tytułu rezerw celowych i aktualizacji wartości, do sumy bilansowej.
- 4) płynność – wskaźniki:
 - wskaźnik płynności aktywów,
 - LCR,
 - NSFR.

System oceny w poszczególnych kryteriach, jak i oceny globalnej wskazuje poziom ryzyka prowadzenia działalności przez banki spółdzielcze. Uwzględnia on pięć poziomów ryzyka (ocena od A do E), w ramach której przykładowo ocena A odpowiada liczbie uzyskanej punktów niższej niż 2. Dlatego też, w założeniach oceny punktowej, której poddawane są banki spółdzielcze z grupy BPS w ramach systemu ochrony zrzeczenia przyjęto, że im ocena poszczególnych czterech elementów oceny globalnej, jak i ocena globalna jest bliższa jedności – tym bank spółdzielczy charakteryzuje się niższym poziomem ryzyka prowadzonej działalności.

4. METODOLOGIA PRZEPROWADZONEGO BADANIA

Okres związany z prowadzeniem działalności bankowej uwzględnia coraz więcej ryzyk związanych z funkcjonowaniem na rynku finansowym. Po kryzysie finansowym w latach 2007–2009 na rynku finansowym pojawiły się nowe podmioty, które wykorzystując zaawansowane rozwiązania technologiczne rozpoczęły intensywną działalność w ramach świadczenia usług i oferowania produktów bankowych (m.in. FinTechy, BigTechy, challenger banki). Dlatego też, banki spółdzielcze chcąc być konkurencyjnymi na rynku finansowym zarówno w wyniku działalności nowych podmiotów, jak i zwiększonych nakładów na rozwiązania technologiczne ponoszonych przez banki komercyjne, stanęły przed istotnym wyzwaniem w zakresie ich funkcjonowania i pozycji na rynku finansowym. Dodatkowo okres od 2019 roku pogłębił trudności w prowadzeniu działalności bankowej w związku z licznymi wyzwaniami płynącymi z otoczenia makroekonomicznego. Pandemia COVID-19, jak i agresja Rosji w Ukrainie wykreowała wiele problemów, ale również i szans przed sektorem spółdzielczym – zwłaszcza w zakresie dostosowania swojej oferty do

aktualnych wyzwań. Dlatego też, ostatni okres w sektorze bankowości, wykreował istotne wyzwania związane z koniecznością dostosowania prowadzenia działalności bankowej w zmiennym otoczeniu makroekonomicznym i dużym poziomie niepewności (m.in. ryzyko prawne).

Tak istotne zmiany zewnętrzne w istotny sposób mogą wpływać na prowadzenie działalności zarówno dużych, jak i mniejszych banków spółdzielczych. W związku z tym podjęto próbę analizy zachowania poszczególnych grup banków spółdzielczych w niepewnym otoczeniu makroekonomicznym i wpływu tego otoczenia na ryzyko prowadzenia działalności bankowej. Do analizy ryzyka prowadzenia działalności bankowej wykorzystano ocenę punktową – w ramach adekwatności kapitałowej, jakości aktywów, płynności i efektywności oraz łączną ocenę punktową poszczególnych grup banków spółdzielczych, objętych systemem ochrony instytucjonalnej BPS. Banki spółdzielcze objęto analizą tych zmiennych na podstawie danych kwartalnych od 31.12.2020 roku do 30.06.2023 roku¹. Banki spółdzielcze zostały podzielone na pięć grup, ze względu na poziom aktywów²:

- grupa I – Banki o sumie bilansowej powyżej 1 000 mln zł,
- grupa II – Banki o sumie bilansowej 500–1 000 mln zł,
- grupa III – Banki o sumie bilansowej 200–500 mln zł,
- grupa IV – Banki o sumie bilansowej 100–200 mln zł,
- grupa V – Banki o sumie bilansowej 50–100 mln zł.

W tabeli 3, ukazano liczbę banków które należały do poszczególnych grup na początku analizy (31.12.2020) oraz pod jej koniec (3.06.2023).

Tabela 3. Liczba banków należących do poszczególnych grup w wybranych okrasach poddanych analizie

Grupa	31.12.2020	3.06.2023
grupa I	9	15
grupa II	31	45
grupa III	99	129
grupa IV	108	85
grupa V	63	33
suma	310	307

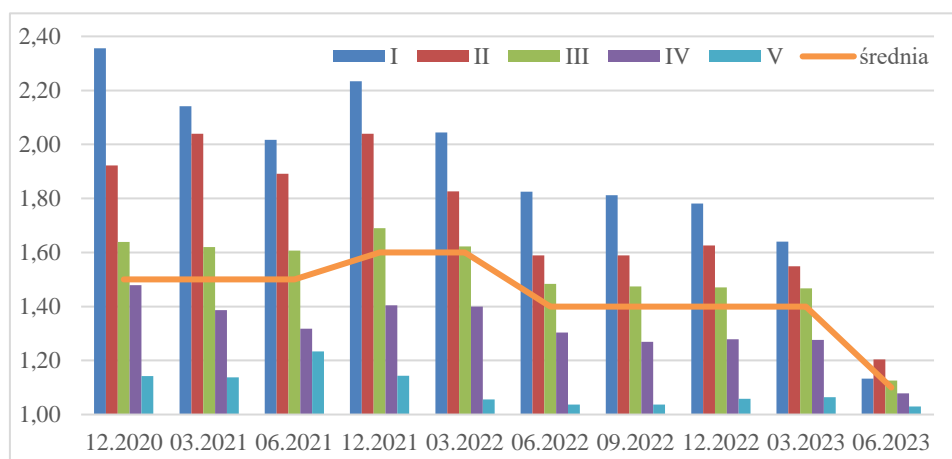
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SOZ BPS.

¹ Za wyjątkiem danych za II kwartał 2021 roku, ze względu na brak dostępnych danych.

² Warto zwrócić uwagę, że pomimo krótkiego okresu analizy, banki spółdzielcze mogły zmieniać swój poziom aktywów oraz zmieniać przydział do poszczególnych grup. Ponadto w początkowym okresie analizy istniała również grupa VI banków o sumie bilansowej poniżej 50 mln zł. Banki spółdzielcze z tej grupy zwiększyły swój poziom sumy bilansowej w analizowanym okresie i ta grupa nie była już reprezentowana przez żaden bank spółdzielczy pod koniec analizy. Niemniej jednak zmiany te nie wpływają istotnie na ogólny poziom oceny punktowej poszczególnych grup banków i umożliwiają wyciąganie wniosków o charakterze ogólnym.

5. ANALIZA RYZYKA PROWADZENIA DZIAŁALNOŚCI PRZEZ GRUPY BANKÓW SPÓŁDZIELCZYCH W RAMACH POSZCZEGÓLNYCH ELEMENTÓW OCENY PUNKTOWEJ

Ocena punktowa która wskazuje na poszczególne relacje pomiędzy grupami banków spółdzielczych oparta została na analizie czterech grup wskaźników w ramach: adekwatności kapitałowej, jakości aktywów, płynności oraz efektywności. Na wykresach 2–6 przedstawiono sytuację w ramach poszczególnych grup banków spółdzielczych w poszczególnych kryteriach. Warto wspomnieć, że im ocena bliższa 1 (w skali 1–6) tym ryzyko prowadzenia przez bank działalności jest stosunkowo niższe. Na wykresie 3, można zauważyć, że w zakresie adekwatności kapitałowej, powyżej średniej dla całego sektora z grupy BPS poprzez prawie cały okres poddany analizie występowała grupa banków I, II i III – czyli banków dużych i średnich. Banki spółdzielcze należące do grupy IV i V – czyli banki o sumie bilansowej poniżej 200 mln zł, w okresie dość istotnych wyzwań makroekonomicznych w zakresie adekwatności kapitałowej charakteryzowały się niższym ryzykiem prowadzenia działalności bankowej aniżeli grupa banków średnich i dużych.

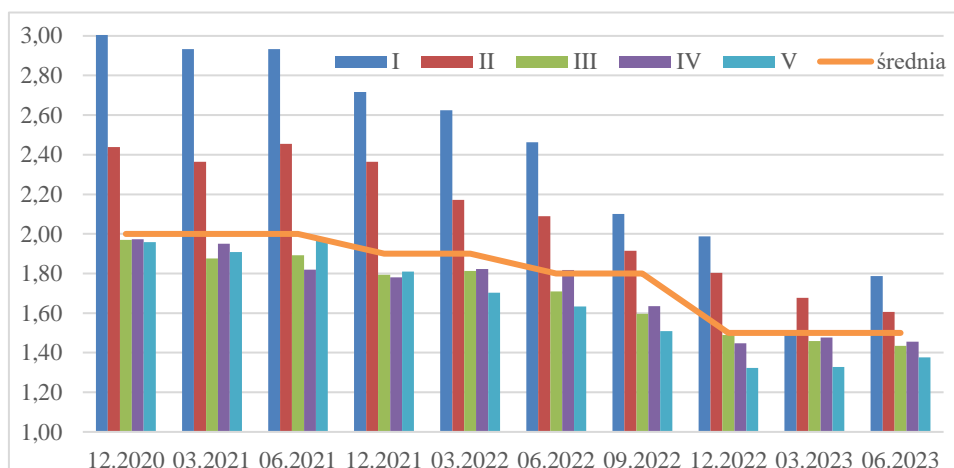


Wykres 3. Ocena punktowa w zakresie adekwatności kapitałowej (im niższy poziom, tym niższe ryzyko prowadzenia działalności)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SOZ BPS.

Na wykresie 4, przedstawiono ocenę punktową w zakresie jakości aktywów w ramach poszczególnych grup banków spółdzielczych. Warto podkreślić również, tak, jak i na wykresie 3, dużo wyższym ryzykiem w ramach prowadzenia

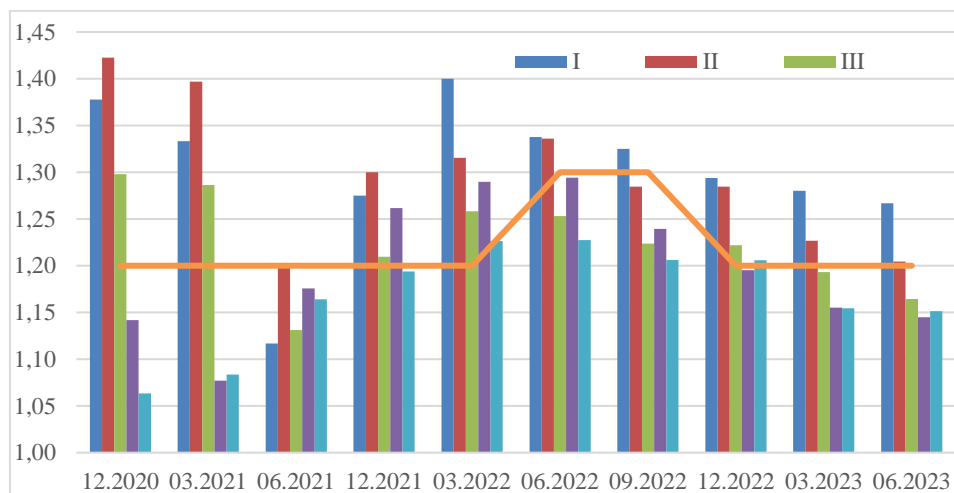
działalności w zakresie jakości aktywów charakteryzuje się grupa banków dużych – należących do grup banków o sumie bilansowej powyżej 500 mln zł. W zakresie oceny punktowej całego sektora spółdzielczego wyraźnie można zauważyć istotną poprawę jakości aktywów zwłaszcza pod koniec 2022 roku – która utrzymywała się również przez dwa kolejne kwartały 2023 roku.



Wykres 4. Ocena punktowa w zakresie jakości aktywów
(im niższy poziom, tym niższe ryzyko prowadzenia działalności)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SOZ BPS.

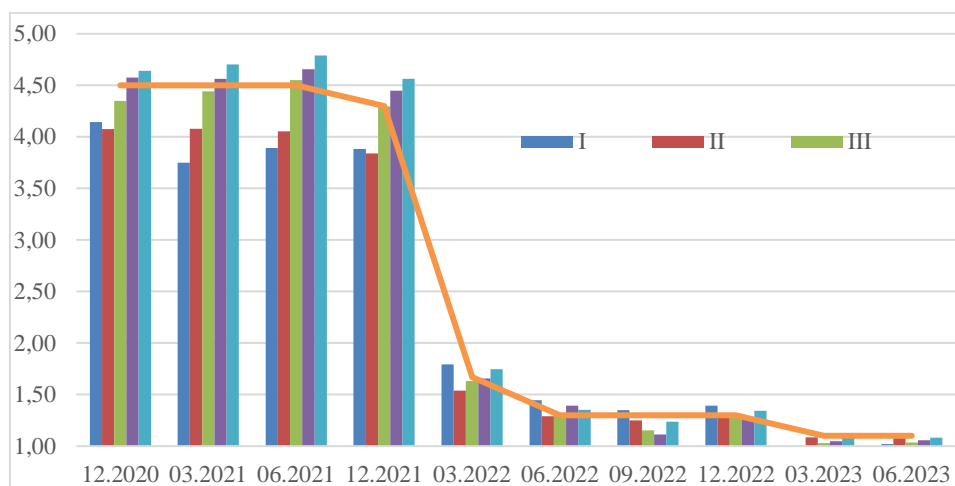
Na wykresie 5, przedstawiono ocenę poszczególnych grup banków spółdzielczych w zakresie oceny płynności w ramach banków spółdzielczych. W zakresie oceny ryzyka poszczególnych grup banków spółdzielczych dotyczących płynności można zauważyć podobne tendencje, jak na wykresach 3 i 4. Banki spółdzielcze należące do grup dużych banków wykazywały się istotnie wyższym ryzykiem w zakresie oceny płynności, aniżeli małe banki spółdzielcze. Niemniej zauważyć można, że w niektórych okresach również banki spółdzielcze należące do grupy banków o średnim poziomie sumy bilansowej, wskazywały wyższy poziom ryzyka w zakresie płynności, niż średnia dla całego sektora. Małe banki spółdzielcze wykazywały się niższym poziomem ryzyka – podobnie, jak i w przypadku jakości aktywów i adekwatności kapitałowej – w stosunku do sytuacji zauważalnej dla dużych banków spółdzielczych.



Wykres 5. Ocena punktowa w zakresie płynności
(im niższy poziom, tym niższe ryzyko prowadzenia działalności)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SOZ BPS.

Jak wykazano na wykresach 3–5 można zauważyć jednoznacznie, że w zakresie adekwatności kapitałowej, jakości aktywów oraz płynności wyższy poziom ryzyka (m.in. związany z większą skalą działalności), wykazują duże banki, a nie małe banki spółdzielcze. Niemniej jednak, w zakresie oceny punktowej dotyczącej sektora bankowości spółdzielczej w zakresie efektywności – sytuacja jest odwrotna. Na wykresie 6, wykazano, że duże i średnie banki spółdzielcze mają niższe ryzyko prowadzenia działalności w ocenie punktowej uwzględniającej efektywność prowadzenia działalności. W całym sektorze bankowości spółdzielczej można zauważyć istotny spadek ryzyka w zakresie efektywności od I kwartału 2022 roku. Jest to związane z wpływem stóp procentowych na działalność bankową i istotnym ich wzrostem, co znacznie przyczyniło się do spadku ryzyka w zakresie efektywności prowadzenia działalności przez banki spółdzielcze. Wykazuje się, że w warunkach niskich stóp procentowych dochodzi do obniżenia rentowności kredytów konsumpcyjnych, często poniżej kosztu ryzyka [Kil 2018: 124]. Dlatego też, wzrost stóp procentowych i ich utrzymywanie na stosunkowo wysokim poziomie istotnie wpłynął na zmniejszenie się ryzyka w zakresie efektywności.

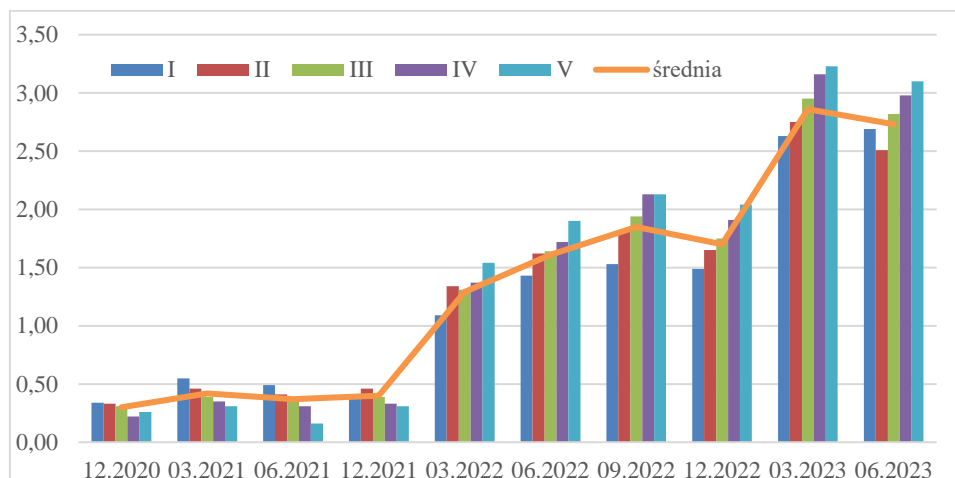


Wykres 6. Ocena punktowa w zakresie efektywności
(im niższy poziom, tym niższe ryzyko prowadzenia działalności)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SOZ BPS.

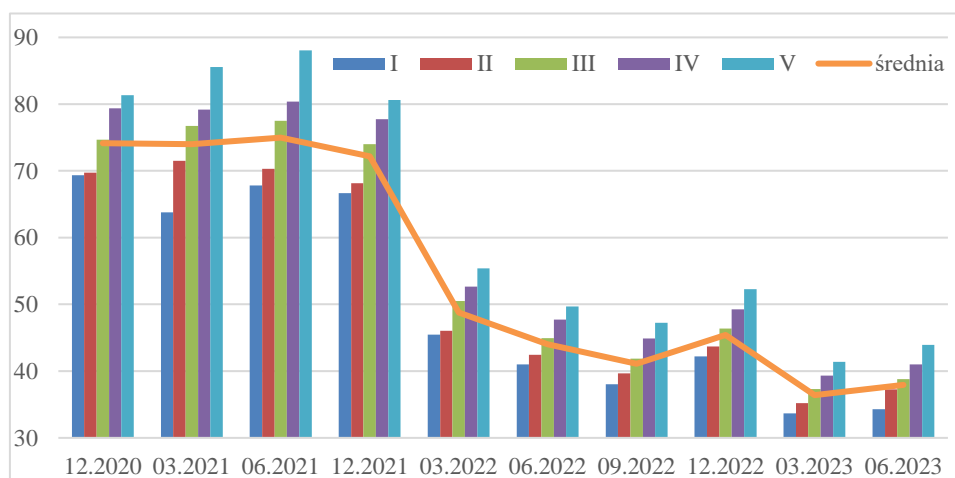
W wyniku istotnie dużych zmian w zakresie ryzyka w ocenie punktowej efektywności poszczególnych grup banków spółdzielczych w krótkim okresie czasu, pomimo dość istotnych wyzwań makroekonomicznych warto zwrócić uwagę na istotną zmianę wartości tego ryzyka dla całego sektora spółdzielczego. W związku z tym na wykresach 7 i 8 przedstawiono dwie główne miary efektywności, które są wykorzystywane do analizy sektora bankowości spółdzielczej – ROA netto i C/I.

Wskaźnik ROA netto (wykres 7), wskazuje, że grupa małych banków spółdzielczych osiągała od 2022 roku stosunkowo wyższy poziom efektywności mierzony tym wskaźnikiem aniżeli duże banki spółdzielcze. Takie poziomy wskaźnika ROA netto mogą wskazywać w mniejszych bankach spółdzielczych na mniejszą skalę działalności, a tym samym, większe możliwości szybszego reagowania na zmienne otoczenie makroekonomiczne – zwłaszcza sprzyjające generowaniu większego poziomu rentowności prowadzonej działalności w otoczeniu wyższych stóp procentowych. Niemniej wskaźnik C/I (wykres 8) wskazuje na istotny problem w funkcjonowaniu małych i średnich banków spółdzielczych. Banki z tych grup wykazują istotnie wyższy poziom tego wskaźnika, co generuje trudności w efektywnym prowadzeniu działalności bankowej. Poziom tego wskaźnika istotnie spadł w całym sektorze spółdzielczym w analizowanym okresie (m.in. poprzez wyższy poziom stóp procentowych), niemniej jednak duże i średnie banki spółdzielcze istotnie lepiej zarządzają relacją kosztów do dochodów w działalności bankowej.



Wykres 7. Wskaźnik ROA netto w poszczególnych grupach banków spółdzielczych, w %

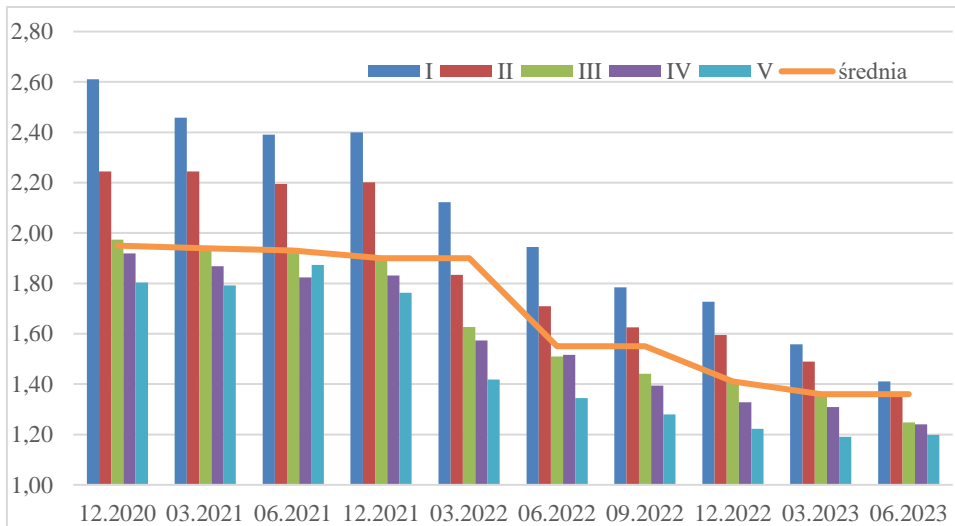
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SOZ BPS.



Wykres 8. Wskaźnik C/I w poszczególnych grupach banków spółdzielczych, w %

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SOZ BPS.

Na wykresie 9 przedstawiono łączną ocenę punktową w poszczególnych grupach banków spółdzielczych w analizowanym okresie. Zauważyć można, że średnia ocena dla banków spółdzielczych grupy BPS była poniżej 2 jednostek, więc na poziomie A. Sygnalizuje to, że banki spółdzielcze w całej grupie, średnio charakteryzowały się niskim ryzykiem prowadzonej działalności w niepewnym otoczeniu makroekonomicznym. Aczkolwiek dopiero od II kwartału 2022 roku, w wyniku istotnego wpływu wzrostu stóp procentowych NBP na działalność banków, wszystkie grupy banków (w tym też i duże) odnotowały poziom A, w zakresie ryzyka prowadzonej działalności. W okresie stosunkowo niskich stóp procentowych związanych z pandemią COVID-19, duże banki spółdzielcze charakteryzowały się poziomem ryzyka na poziomie B.



Wykres 9. Łączna ocena punktowa
(im niższy poziom, tym niższe ryzyko prowadzenia działalności)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SOZ BPS.

PODSUMOWANIE

Na podstawie przeprowadzonej analizy w ramach oceny punktowej banków spółdzielczych należących do Systemu Ochrony Zrzeszenia BPS, można zauważyć niski poziom ryzyka prowadzenia działalności w niepewnym otoczeniu makroekonomicznym przez grupy banków spółdzielczych. Warto podkreślić, że w wielu aspektach oceny punktowej niższym poziomem ryzyka prowadzenia działalności

charakteryzowały się mniejsze banki spółdzielcze. Duże banki spółdzielcze, z pewnością w związku z większą skalą działalności osiągały wyższy poziom ryzyka. W zakresie efektywności należy zauważyć istotnie gorszą sytuację małych banków spółdzielczych w porównaniu do całego sektora, jak i działalności dużych grup spółdzielczych, zwłaszcza na podstawie wskaźnika C/I. Wysokie koszty prowadzenia działalności przez małe banki spółdzielcze bardzo często wpływają istotnie na efektywność tej działalności i wynik finansowy. Również istotnym wyzwaniem, zwłaszcza dla działalności małych banków spółdzielczych może być spadek stóp procentowych. W związku z tym, racjonalne zarządzanie bankiem spółdzielczym w okresie występowania wysokich stóp procentowych może determinować zmiany strukturalne w systemie spółdzielczym w Polsce w dłuższym okresie czasu.

Hipoteza badawcza postawiona w artykule została zweryfikowana pozytywnie. Aczkolwiek, warto rozważyć powolne procesy konsolidacji sektora bankowości spółdzielczej, które powinny być dokonywane oddolnie – w przypadku, gdy banki spółdzielcze charakteryzują się niskim ryzykiem prowadzonej działalności. Ponadto istotnym kierunkiem zmian w sektorze spółdzielczym w Polsce powinno być uwspólnianie poszczególnych usług i produktów bankowych. Prezesi banków spółdzielczych zauważają taką konieczność w licznych segmentach prowadzonych przez ich banki działalności. Jednymi z pierwszych elementów, które powinny być uwspólnione, np. na poziomie zrzeszenia, są rozwiązania technologiczne oraz budowanie wspólnej marki poprzez ogólnopolskie kampanie marketingowe. Wynika to z kosztów jakie ponosić musiałyby poszczególne banki spółdzielcze w zakresie wdrażania nowych technologii aby sprostać oczekiwaniom nowoczesnych uczestników rynku finansowego. Ponadto prezesi banków spółdzielczych wskazują na konieczność uwspólnienia sprawozdawczości i wdrażania regulacji na szczeblu centralnym. Spowodowane jest to z pewnością coraz większą liczbą sprawozdań i regulacji prawnych, które banki spółdzielcze muszą przeprowadzać i wdrażać. Coraz częściej zdarza się że poszczególne banki spółdzielcze muszą przekazywać te same dane do kilku instytucji nadzorujących/regulujących sektor bankowy w Polsce. Dlatego też, kierunek uwspólniania poszczególnych usług i produktów bankowych powinien być najistotniejszym wyzwaniem zarówno dla nadzorców/regulatorów rynku, jak i poszczególnych banków spółdzielczych.

FINANSOWANIE

Publikacja finansowana przez Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie w ramach programu Wsparcie aktywności konferencyjnej – WAK-2023.

BIBLIOGRAFIA

- Ayadi, R., De Groen, W.P., Sassi, I., Mathlouthi, W., Rey, H. and Aubry, O. (2016). *Banking Business Models Monitor 2015: Europe*. Montreal: International Research Centre on Cooperative Finance, HEC.
- Becker, G.S. (1968). Crime and Punishment: An Economic Approach. *Journal of Political Economy*, vol. 76(2), pp. 169–217.
- Coccorese, P. and Ferri, G. (2020). Are mergers among cooperative banks worth a dime? Evidence on efficiency effects of M&As in Italy. *Economic Modeling*, no. 84, pp. 147–164, <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.04.002>
- Cornée, S., Fattobene, L. i Migliorelli, M. (2020). *Charakterystyka bankowości spółdzielczej w Europie*. W: M. Migliorelli, red., *Nowa bankowość spółdzielcza w Europie. Strategie adaptacji modelu biznesowego po kryzysie*. Poznań: Wydawnictwo BODiE, s. 1–254.
- Desrochers, M. and Fischer, K.P. (2005). The Power of Networks: Integration and Financial Cooperative Performance. *Annals of Public and Cooperative Economics*, no. 76(3), pp. 307–354, <https://doi.org/10.1111/j.1370-4788.2005.00281.x>
- Fernandez-Bollo, E., Andreeva, D. Grodzicki, M., Handal, L. and Portier, R. (2021). Euro area bank profitability and consolidation. *Revista de Estabilidad Financiera*, no. 40, pp. 91–118.
- Ferri, G. (2016). *The evolution of banking regulation in the post-crisis period: cooperative and savings banks' perspective*. In: E. Miklaszewska, ed., *Institutional Diversity in Banking: Small Country, Small Bank Perspectives*. Springer.
- Ghio, N., Guerini, M. and Rossi-Lamastra, C. (2019). *The creation of high-tech ventures in entrepreneurial ecosystems: exploring the interactions among university knowledge, cooperative banks, and individual attitudes*. Small Bus Econ.
- Iwanicz-Drozdowska, M., Penczar, M., Kujawski, L. and Liszewska, M. (2021). Deposits as a stable source of bank funding. Did the global finance crisis influence the banks' funding structure? *Argumenta Oeconomica*, no. 2(47), pp. 19–38, <https://doi.org/10.15611/aoe.2021.2.02>
- Kil, K. (2018). *Stabilność finansowa banków spółdzielczych w Polsce, w świetle pokryzysowych zmian regulacyjnych*. Warszawa: Wydawnictwo Poltext.
- Kil, K., Miklaszewska, E., Folwarski, M., Idzik, M., Balawejder, B. i Sadowska, M. (2022). *Modele funkcjonowania zrzeszeń w europejskiej bankowości spółdzielczej – możliwości adaptacyjne w warunkach polskich*. Warszawa: WIB.
- Kura, M. i Płonka, A. (2023). Banki butikowy – nowy model biznesowy szansą dla banków spółdzielczych? *Annals PAAAE*, vol. XXV, no. (1), s. 153–165, <https://doi.org/10.5604/01.3001.0016.2226>
- McKillop, D., French, D., Quinn, B., Sobiech, A. and Wilson, J. (2020). Cooperative financial institutions: A review of the literature. *International Review of Financial Analysis*, no. 71, pp. 1–11, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101520>
- Migliorelli, M. (2020). *New cooperative banking in Europe. Strategies for adapting the business model after the crisis*. Poznań: BODiE.
- Miklaszewska, E. (2017). *Kierunki ewolucji sektora europejskich banków spółdzielczych*. W: L. Kurkliński, E. Miklaszewska, red., *Modele bankowości spółdzielczej na rynku europejskim i ich ewolucja w okresie pokryzysowym, wnioski dla Polski*. Warszawa: WIB.
- Montes, C.P. (2014). The effect on competition of banking sector consolidation following the financial crisis of 2008. *J. Bank. Financ*, no. 43, pp. 124–136, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.03.004>
- Szustak, G., Szelałowska, A., Gradoń, W. i Szewczyk, Ł. (2020). *Innowacje w działalności banków spółdzielczych*. Katowice: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach.
- Theurl, T. i Meyer, E. (2019). Banques coopératives allemandes: structure, gouvernance et nouveaux défis. *Revue D'économie Financière, Association Déconomie Financière*, no. 0(2).
- Załącznik nr 10, *Zasady oceny punktowej w Systemie Ochrony Zrzeszenia BPS SA*.

ANALIZA SYTUACJI GRUP BANKÓW SPÓŁDZIELCZYCH W POLSCE W ZMIENNYM OTOCZENIU MAKROEKONOMICZNYM

STRESZCZENIE

Cel artykułu/hipoteza. Banki spółdzielcze w Polsce stoją przed licznymi wyzwaniami – zarówno związanymi z aktualnymi problemami całego sektora bankowego, jak i kwestią koncentracji systemu spółdzielczego. Aktualne wyzwania sektora bankowego w Polsce – zwłaszcza systemowe, jak również niestabilne otoczenie makroekonomiczne utrudniają bankom spółdzielczym konkurowanie z sektorem bankowości komercyjnej oraz sektorem FinTech i BigTech. Dodatkowo postępujące procesy digitalizacji rynku bankowego stanowią wyzwanie dla banków spółdzielczych w zakresie kierunku ich dalszego rozwoju – uwspólniania usług i koncentracji banków, czy też utrzymania aktualnej struktury banków spółdzielczych w Polsce.

Głównym celem badań była analiza poszczególnych grup banków spółdzielczych w Polsce w latach 2020–2023 w zakresie dostosowania się do zmiennego otoczenia makroekonomicznego, które w ostatnim okresie było szczególnie trudne w zakresie planowania i realizacji celów strategicznych.

Metodyka. W badaniu poddano analizie ponad 300 banków spółdzielczych należących do grupy BPS, które podzielono na pięć grup uwzględniając kryterium sumy bilansowej (banki powyżej 1 mld PLN, 500–1 mld PLN, 200–500 mln PLN, 100–200 mln PLN oraz banki o sumie bilansowej poniżej 100 mln PLN). Grupy banków spółdzielczych analizowano na podstawie kryteriów oceny punktowej w zakresie wskaźników: adekwatności kapitałowej, jakości aktywów, efektywności, płynności – w okresach kwartalnych.

Wyniki/Rezultaty badania. W przeprowadzonym badaniu wykazano, że grupa małych banków spółdzielczych zdecydowanie lepiej radziła sobie w niestabilnym otoczeniu makroekonomicznym – zwłaszcza w czasie pandemii COVID-19. Pomimo tego, w niestabilnym otoczeniu makroekonomicznym zwłaszcza w otoczeniu stosunkowo niskich stóp procentowych (w latach 2020–2021), nawiązała się dyskusja dotycząca procesów koncentracji, jak i uwspólniania usług bankowych w sektorze spółdzielczym. W ciągle niestabilnym otoczeniu makroekonomicznym, ale w otoczeniu stosunkowo wysokich stóp procentowych (w latach 2022–2023), banki spółdzielcze należące do dużych, średnich i mniejszych grup bankowych istotnie poprawiły wskaźniki adekwatności kapitałowej, jakości aktywów, efektywności, płynności – wskazując niejednokrotnie na dużo efektywniejsze zarządzanie mniejszą instytucją, aniżeli duże banki spółdzielcze – bardzo często wynikające z lokalnego charakteru prowadzonej działalności. Dlatego też, istotnym aspektem funkcjonowania sektora spółdzielczego w Polsce mogą być kwestie uwspólniania usług i produktów finansowych, nie zaś procesy konsolidacji sektora. W literaturze przedmiotu, sektor spółdzielczy wykazuje chęć uwspólniania zwłaszcza sprawozdawczości bankowej, działań marketingowych oraz wdrażania nowych rozwiązań technologicznych. Istotnym wyzwaniem dla sektora spółdzielczego może być reakcja małych banków spółdzielczych na spadek stóp procentowych.

Słowa kluczowe: banki spółdzielcze, ocena punktowa, adekwatność kapitałowa, jakość aktywów, efektywność, płynność.

JEL Class: G21, G23.

A NEW APPROACH TO UNDERPRICING PHENOMENON IN POLAND

Dorota Podedworna-Tarnowska*



<https://doi.org/10.18778/2391-6478.S2.2023.06>

A NEW APPROACH TO UNDERPRICING PHENOMENON IN POLAND

ABSTRACT

The purpose of the article/hypothesis. The purpose of the article is to identify and assess the underpricing of initial public offerings in Poland on the regulated and alternative markets, considering the division of total underpricing into primary underpricing and secondary underpricing. The study also takes into account different types of IPOs (cold, neutral and hot). Such an approach to measuring underpricing based on the data coming from both the regulated market of the Warsaw Stock Exchange and the alternative market – NewConnect, is pioneering on the Polish market.

Methodology. The statistical analysis covers 271 companies debuting on the regulated market of the Warsaw Stock Exchange between 2005 and 2022 and 585 companies debuting on the alternative market between 2007 and 2022. Total underpricing was divided into primary underpricing and secondary underpricing. All IPOs were split into cold, hot, and neutral offerings according to the secondary underpricing. T-tests for estimating the significance of the rate of returns were conducted for both the regulated and alternative markets. The correlations were estimated using Pearson's index.

Results of the research. The results of the analysis show that in Poland, the IPO underpricing occurring on the primary market is significantly positive, representing the remuneration of subscribers for participating in the initial public offering. Moreover, it is higher for an IPO on the alternative market than on the regulated market. In contrast, returns calculated from opening prices to closing prices on the first day of trading are negative in both markets, with lower returns in the NewConnect market. The average primary underpricing for cold IPOs is higher than for hot IPOs for both the regulated and alternative markets. Average secondary underpricing is negative for cold IPOs and positive for hot IPOs on both the regulated market and NewConnect.

* Dr, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, e-mail: dpoded@sgh.waw.pl, <https://orcid.org/0000-0001-5945-403X>

Furthermore, there is a significant positive correlation between primary and total underpricing regardless the hotness of the IPOs and a positive significant correlation between primary and secondary underpricing occurs only for hot offers while for cold offers it is negative.

Keywords: initial public offering (IPO), total underpricing, primary underpricing, secondary underpricing.

JEL Class: G12; G14; G24; G32.

INTRODUCTION

Listing a company on a stock exchange and offering its shares to investors in an initial public offering involves a complex and specific process for determining the company's valuation and setting the allotment stock price. Although the valuation is based on fundamental analysis, as a result of roadshows and various price negotiations, the price is an expression of the compromise between the IPO participants, i.e., shareholders, the issuer, and potential investors. However, the verifier of this valuation is the market, where demand and supply for a given stock are the result of both rationales supported by an analysis of the company's fundamentals and behavioral factors, such as general investment sentiment or speculative motives.

As Bhagat et al. [2018: 108–145] state, an IPO gives participants in the public capital market their first chance to evaluate a collection of corporate assets and expansion potential. The IPO valuation is very important since it gives managers of such enterprises their first chance to monitor price signals from the public capital markets which can confirm or refute management's assumptions about the company's potential for future growth. As a result, it helps them to make decisions relating to choosing the directions of development, such as, inter alia, employment or corporate investment.

When companies go public, shares sold in an IPO are usually offered at a lower price than the price implied by the fundamental valuation. This results in a significant price jump on the first day of a company's listing on the stock exchange as the market value is determined by the connection between share supply and demand. Such a phenomenon is virtually observed on every stock exchange around the world. The IPO underpricing phenomenon is also described as the "rent" that is distributed by the underwriter to the initial purchasers of shares [McDonald and Fisher 1972: 97–102], "money left on the table" [Ritter 1984: 215–240; Ljungqvist 2007: 375–422], the immediate loss to the initial owner [Allen and Faulhaber 1989: 303–324], the indirect cost of the offering [Ritter 1987: 269–281], the opportunity cost caused by the transfer of value to new buyers of shares [Puławski 2013: 435–447], or even "burning money" [Gale and Stiglitz 1989: 469–477].

The dominant approach in the literature and in practice to assess this phenomenon is to measure the so-called raw immediate return, calculated using the return from the offering price to the closing price on the first day of trading. This measurement does not provide clear information who the beneficiaries of underpricing are. In addition, closing prices can be contaminated by the reactions of investors and market makers. Furthermore, past investigation rarely looked at underpricing from the perspective of investors on the secondary market whose decisions shape the share prices. As a contradiction to the efficient market hypothesis Miller [1977: 1151–1168] pointed out that the presence of a substantial number of well-informed investors will prevent them from being substantially undervalued securities, but there may be securities whose prices have been bid up to excessive levels by a badly informed minority. Miller and Reilly [1987: 33–38] argued that it is market mispricing during the first day of trading that causes excess returns not to be available to investors in the secondary market. On the other hand, IPO is usually associated with large investor interest, which shapes the behavior of other market participants. According to Aggarwal [2000: 1075–1103, 2003: 111–135] the trading volume on the first day or two following an IPO is enormous, equivalent to over 70% of the shares sold in the IPO. According to Ellis et al. [2000: 1039–1074] in IPOs traded strictly above the offer price they are more than double that of the other IPOs. Consequently, the actions of short-term investors who want to realize profits as quickly as possible create a significant increase in the supply of these stocks, causing inevitable downward pressure on the price. According to Mała [2008: 19–31], the concentration of such phenomena in a relatively short period can cause a kind of “domino effect” on psychological grounds and lead to the depreciation of shares which does not reflect real economic factors. Welch [1992] described such “positive cascades” in which subsequent potential investors ignoring their private information can learn from the purchasing decisions of earlier investors and consequently imitate them.

Therefore, it is sometimes postulated that opening prices should also be included in the calculation of underpricing. There are few studies in the literature focusing on returns in IPO covering the period from allocation to opening and from opening to closing. Among them there are studies by Aggarwal and Conroy [2000: 2903–2922], Aggarwal et al. [2002: 105–137], Schultz and Zaman [1994: 199–219], Bradley et al. [2009: 316–330], Chan [2010: 1475–1495], Chang et al. [2008: 1–16], Acedo-Ramírez and Ruiz-Cabestre [2014: 71–97; 2019: 134–159], Bhagat et al. [2018: 108–145], Perera and Kulendran [2016: 99–108]. Moreover, hot and cold IPOs are distinguished in measuring underpricing. However, there are different approaches to defining them in the literature. They can be based either on IPO returns, on value or on another feature. In the light of the aspects presented, an interesting research issue is the analysis of the relationship between

primary, secondary and total underpricing, and especially depending on the type of IPO. The intention of this research is to examine who the major beneficiaries of underpricing are and whether investors follow the behaviors of preceding investors creating cascades.

The purpose of this article is to identify and assess the underpricing of initial public offerings in Poland on the regulated and alternative markets, considering the division of total underpricing into primary underpricing and secondary underpricing. This study using such an approach to measuring underpricing based on the data coming from both the regulated market of the Warsaw Stock Exchange and the alternative market – NewConnect, is pioneering on the Polish market. Thus, it contributes to expanding the international scope of empirical research on the underpricing phenomenon in IPO.

The subsequent part of the article is organized as follows. The literature review concerning both primary and secondary underpricing approach and the issue of measuring the hotness of the IPO market is presented in section 1 together with the hypothesis development. Section 2 contains the description of the research method and data selection. Section 3 is devoted to presenting the results of the research. The conclusions are included in the last section.

1. LITERATURE REVIEW AND HYPOTHESIS DEVELOPMENT

1.1. Primary and secondary underpricing

The level of underpricing was the subject of numerous studies. It varies depending on the period of the study, the research sample, and the development of the capital market. Several studies of underpricing concern especially the US market [Ritter 1984: 215–240; Ljungqvist 2007: 375–422; Ibbotson et al. 1988: 37–45; Ibbotson et al. 1994: 66–74; Loughran and Ritter 2004: 5–37; Ritter and Welch 2002: 1795–1828]. However, relatively often this phenomenon is studied in other markets, e.g., Sweden [Rydqvist and Hogholm 1995: 287–315], Germany [Ljungqvist 1997: 1309–1320], France [Derrien 2005: 487–521], China [Chan et al. 2004: 409–430], Canada [Johan 2010: 128–144]. In the Polish market, such research has been conducted, among others, by Siwek [2005], Mizerka and Lizinska [2017], Sieradzki [2016] Zarzecki and Wołoszyn [2013: 121–135], Lizińska and Czapiewski [2014: 53–71; 2015: 112–125], Pomykalski and Domagalski [2015: 117–132], Podedworna-Tarnowska, [2022: 135–160]. An overview of underpricing ratios for different countries and different periods can be found in Loughran et al. [1994: 165–199], Ritter [2003: 421–434], and on Ritter's website (<https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/International.pdf>).

The phenomenon of underpricing is mostly investigated in regulated markets [e.g., Ritter 1984: 215–240; Ljungqvist 2007; Loughran and Ritter 2004; Ritter and Welch 2002; Siwek 2005; Sukacz 2005; Mizerka and Lizińska 2017; Sieradzki 2016; Zarzecki and Wołoszyn 2013: 121–135; 2016; Lizińska and Czapiewski 2014: 53–71; 2015: 112–125; Pomykalski and Domagalski 2015: 117–132; Podedworna-Tarnowska 2022: 135–160]. Underpricing in alternative markets is studied relatively less frequently [Vismara et al. 2012: 352–388; Hadro and Pauka 2019: 87–94; Podedworna-Tarnowska 2020: 267–281].

The first empirical studies of underpricing described in the literature, dating back to the 1970s, were based on semi-annual data [Stoll and Curley 1970: 309–322], or monthly [Ibbotson 1975: 1027–1042], weekly [McDonald and Fisher 1972: 97–102; Neuberger and Hammond 1974: 165–177], as well as with reference to a specific day after issuance, for example, the first or fourth Friday after issuance [Reilly and Hatfield 1969: 73–80; Reilly 1973: 83–90] or the first or fourth Wednesday after issuance [Reilly 1977: 28–42], then another from the 1980s already concerned observations of returns calculated for a single day's quotation data [Ritter 1984: 215–240; Ibbotson et al. 1988: 37–45]. This way of calculating simple returns on IPOs has become predominant in the literature on the issue of underpricing. Only in a few studies, the relationship between the offering price and the initial secondary market price was used to assess the effectiveness of pricing new issues [Stoll and Curley 1970: 309–322; Bear and Curley 1975: 311–325]. Also, Barry and Jennings [1993: 54–63] proposed to narrow the time horizon for underpricing calculations, dividing first-day returns into opening price returns and intraday returns. The use of two return measures in the estimations made it possible to identify underpricing in the primary market calculated from the ratio of the opening price on the first day of trading and the offer price and underpricing in the secondary market calculated from the ratio of the opening price and the closing price on the first day of trading – the so-called intraday rate of return.

The relationship between rates of return can be expressed by the following formula:

$$(1 + R_T) = (1 + R_P) \times (1 + R_S)$$

Where:

R_T – the total initial returns;

R_P – initial returns on the primary market; primary underpricing;

R_S – initial returns in the secondary market; secondary underpricing.

This relationship can also be shown graphically (Figure 1).

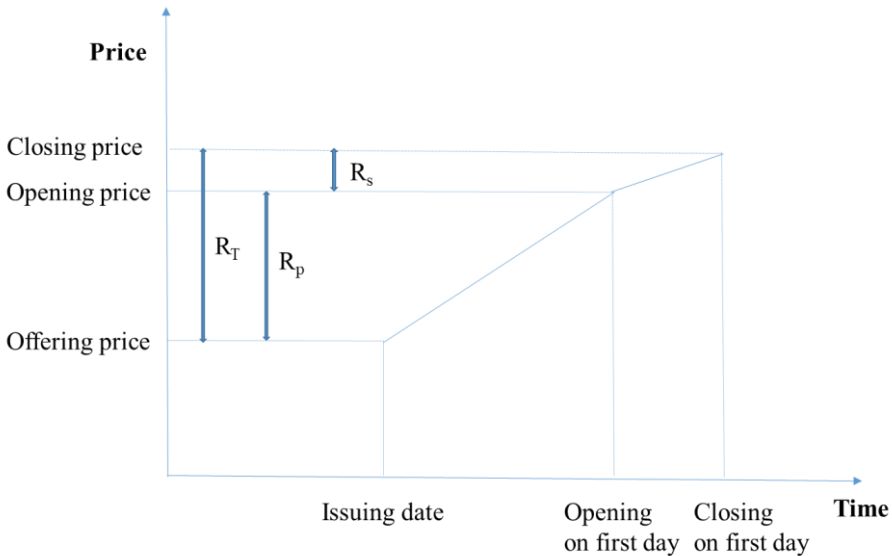


Figure 1. The relationship between rates of return in IPO

Source: Chang et al. 2008: 1–16.

Barry and Jennings [1993: 54–63] observed a significant volume of trading in the secondary market on the first day of trading (in some cases reaching up to 100% of the size of the offering, and in extreme cases even exceeding the value of the offering) and suggested that part of the profits of investors in IPOs may accrue to those who buy the offering in the secondary market, rather than in the offering itself. However, they observed about 90% of the average return for the day obtained from the opening transaction and therefore in the primary market (the average return calculated from the offering price and the closing price was 6.78%; the average rate of return calculated from the offer price and the opening price was 6.16%). At the same time, the returns on the secondary market on the first day from opening to closing for IPOs are only 60 basis points (the average rate calculated from the opening price and the closing price was only 0.60%). The results of these studies show that the benefits of underpricing accrue almost entirely to subscribers. Since, in principle, only those original buyers in the offering benefit from underpricing the IPO, this justifies the conclusion that underpricing is a tool for rewarding those who participate in the offering. At the same time, they showed the lack of correlation between the opening returns and the intraday returns suggesting that IPO secondary market transactions are not characterized by information cascades that extend beyond the opening of the listing. Aggrawal and Conroy [2000: 2903–2922] investigated the “offering-to-opening” return,

focusing on the IPO price disclosure process in the pre-opening period. The first quote provided by the lead underwriter in the pre-opening period explains a large percentage of the initial return, which is about 1.54% from opening to closing in their sample. Schultz and Zaman [1994: 199–219] showed a positive opening-to-closing return of 3% in a sample of 72 IPOs dating back to 1992, with almost all of the returns in their study occurring within the first ten minutes of secondary market trading.

Bradley et al. [2009: 316–330] showed that on average, IPOs gained 2.3% from opening to closing on the first day of trading. In addition, the opening-to-closing return after the bubble period is approximately one-fifth of the total underpricing, which is more than double the percentage observed during the bubble period. Perera and Kulendran [2016: 99–108] showed that Australian IPOs were underpriced by 26.43% on raw returns on the first-day primary market. However, they were overpriced by 1.54% on the secondary market. Contrary, Chang et al. [2008: 1–16] based on offers that took place in the Chinese market showed that the initial abnormal rate of return in the secondary market is significantly positive. This initial rate of return in the secondary market is positively related to the market rate of return, and negatively related to the offer price and offer size. At the same time, they show high initial turnover along with high initial returns in the secondary market, with initial turnover having no effect on the initial return rate in the secondary market, but the initial return rate in the secondary market has a significantly positive effect on initial turnover. This indicates high speculation in the Chinese IPO market. Acedo-Ramírez and Ruiz-Cabestre [2014: 71–97] confirmed that the underpricing does not go beyond the first trading day and that the intraday or secondary (open-to-close) return is significantly positive. They proved that the influence of the primary market over the secondary price formation process on the first trading day is quite evident.

Based on the literature presented, the intention is to examine who the major beneficiaries of underpricing are, both in the regulated and in the alternative markets, therefore, the following hypothesis was posed:

H.1 The first-day return is mainly realized as a result of opening rather than closing transactions.

1.2. The hotness of the IPO market

In the literature, hot and cold IPO markets are defined differently, eg., based either on IPO returns, on the value of IPO, on the volume of IPO or on another feature. For instance, Lowry [2003: 3–40] used a number of firms that went public during the current quarter divided by the total number of public firms at the end of the previous quarter. Helwege and Liang [2004: 541–569] defined it based on the total

number of IPOs completed per month. Chan [2010: 1475–1495] used the definition of volume divided by tercile into hot cold and neutral according to the number of IPOs in three consecutive months, which have a three-month centered moving average of the number of IPOs scaled by the total number of listed companies. Dudycz and Brycz [2017: 61–89] defined hot and cold periods based on annual IPO volume, identifying hot periods as years in which IPO volume is higher than the median IPO volume during the study period, while cold markets are those in which that volume is lower than the median. Hot markets are also characterized by the number of IPOs in the most dominant industry groups [Helwege and Liang 2004: 541–569; Stoughton et al. 2001: 375–408].

Most approaches define the hotness according to rates of return as a period is hot if the average underpricing in a given period is unusually high. According to Ibbotson and Jaffe [1975: 1027–1042] and Loughran and Ritter [2002: 413–443], a hot issue market is defined as a month in which the average first-day return is above the median month's average first-day return. Helwege and Liang [2004: 541–569] used the definition of the firm itself having strong or weak underpricing: they used the following cutoffs: hot – the top quartile of the sample with an underpricing of at least 25% and a cold IPO is defined as one with a return of 0.8% or less (including many negative and zero returns). Ellis [2006: 339–363] divided the research sample into quartiles based on initial returns and created four groups with underpricing cutoff level: cold IPOs are defined as having underpricing of zero or below, cool IPOs having underpricing of 0–5.9%, warm IPOs having underpricing ranging from 5.9% to 17.5% and extra-hot IPOs defined as having underpricing greater than 17.5%. Bradley et al. [2009: 316–330] classified IPO as “hot” if its offer-to-open return is in the top quartile of all offer-to-open returns and IPO classified as “cold” if its offer-to-open return is in the bottom quartile of all offer-to-open returns. Ellis et al. [2000: 339–363] created subsamples based on the price traded in the first 20 days: “hot” IPOs – IPOs that traded strictly above the offer price, “tepid” IPOs – IPOs that traded both above and below the offer price, “cold” IPOs – IPOs that traded only at or below the offer price. Krigman et al. [1999: 1015–1044], created four groups with underpricing cutoff level measured as offer to close return: cold IPOs are defined as having underpricing of zero or below, cool IPOs having underpricing of 0–10%, hot IPOs having underpricing ranging from 10% to 60% and extra-hot IPOs defined as having underpricing greater than 60%. Such a division was tested also in the studies of Aggarwal et al. [2002: 105–137] and Aggarwal [2003: 111–135]. Acedo-Ramírez and Ruiz-Cabestre [2019: 134–159] used a fairly simple breakdown meaning that cold IPOs are those with a negative offer-to-open return and hot are those with the positive ones.

Ritter [1984] shows that there are cyclical patterns in IPO markets (i.e., ‘hot’ markets with many IPO issues are usually followed by ‘cold’ markets with few

IPO issues) and periods of high initial returns are followed by periods in which low or even negative initial returns are observed. Shiller [1990: 55–65] pointed out that any “hot” market for IPOs is somewhat concentrated in a certain class of industries and a certain group of underwriters. According to the theory of market dynamics by He [2007: 983–1020] investment banks synchronizing high IPO volume and high first-day returns as in hot periods, they produce information that improves the quality of IPO firms, and this allows ex-ante low-quality firms to go public and increases the secondary market price. Lowry et al. [2010: 425–465] find that these hot markets are also characterized by extremely high volatility of initial returns, so there is a strong positive correlation between the average of initial returns and their volatility over time. This suggests that it is very difficult for underwriters to accurately value shares of debuting companies, especially those characterized by high uncertainty. According to Rock [1986: 187–212] the greater the uncertainty about the true price of new shares, the greater the advantage of informed investors and the deeper the discount the company must offer to entice uninformed investors into the market. He indicated that during cold issue cycles, discounts are large, but the number of offers is small, and some offers are not even subscribed. During hot issue cycles, demand is higher, and discounts are smaller than in a cold cycle. According to Acedo-Ramírez and Ruiz-Cabestre [2019: 134–159] investor and underwriter reactions to opening prices on the first day of trading contaminate underpricing in the secondary market. For hot IPOs the higher the offer-to-open (primary) return, the higher the offer-to-close (total) return. For cold IPOs the more negative the offer-to-open (primary) return of a cold IPO, the higher the offer-to-close (total) return, due to price support by the underwriters. Investors try to “get on the bandwagon” of hot listings (a cascade effect occurs), and underwriters support the prices of cold listings (price support occurs). Chan [2010: 1475–1495] indicated that the effects of trading of different types of investors on IPOs’ first-day aftermarket prices depend on the hotness of the IPO when the hotness of the IPO is defined by open-to-close returns rather than by IPO volume. The empirical results of his study reveal strong evidence that retail investors are aggressive in trading hot IPOs and that the sentiment of retail investors in hot IPOs has a determining effect on these IPOs aftermarket prices in contrast, for cold and neutral IPOs their aftermarket prices on the first trading day are primarily driven by the purchases and order imbalances of institutional investors. Bradley et al. [2009: 316–330] found that hot IPOs experienced higher secondary market returns than cold IPOs.

Based on the presented literature the following hypotheses were posed:

H.2 There is a positive relationship between offer-to-open return (primary underpricing) and offer-to-close return (total underpricing) for hot IPOs.

H.3 There is a negative relationship between offer-to-open return (primary underpricing) and offer-to-close return (total underpricing) for cold IPOs.

H.4 There is a positive relationship between offer-to-open return (primary underpricing) and open-to-close return (secondary underpricing) for hot IPOs.

H.5 There is a negative relationship between offer-to-open return (primary underpricing) and open-to-close return (secondary underpricing) for cold IPOs.

2. RESEARCH METHOD AND DATA SELECTION

To verify the hypotheses, the statistical analysis covering either companies debuting on the regulated market of the Warsaw Stock Exchange between 2005 and 2022 or companies debuting on the NewConnect market between 2007 and 2022 was conducted. The initial group included 451 companies debuting on the regulated market and 668 companies debuting on the alternative market respectively. Consistent with other studies [Loughran and Ritter 1995: 23–51; 2002: 413–443; 2004: 5–37] among others the following entities were excluded from the analysis: companies that changed the trading floor from MTS Ceto and NewConnect to the regulated market, companies debuting after demerger by spin-off, companies without a public offering, foreign companies, companies for which no data was available. After the exclusions the research sample consisted of 271 companies debuting on the regulated market of the Warsaw Stock Exchange between 2005 and 2022 and 585 companies debuting on the NewConnect market between 2007 and 2022.

The data was obtained from daily statistics presented on <https://www.gpw.pl/statystyki-gpw> for the main market and <https://newconnect.pl/statystyki-okresowe> for the alternative market.

Primary underpricing was measured as “offer to open return” and is called also “opening return”.

$$R_P = \frac{P_{i_o} - P_{i_a}}{P_{i_a}}$$

where:

P_{i_o} – the opening price of the i -th offer from the first day of trading;

P_{i_a} – the offer price set by the i -th offering.

Secondary underpricing was measured as “open to close” return and is called also “intraday return”.

$$R_S = \frac{P_{i_c} - P_{i_o}}{P_{i_o}}$$

where:

P_{i_o} – the opening price of the i -th offer on the first day of trading;

P_{i_c} – the closing price of the i -th offer on the first day of trading.

Total underpricing was measured as “offer to close return” and is called also “first day return”.

$$R_T = \frac{P_{i_c} - P_{i_a}}{P_{i_a}}$$

where:

P_{i_c} – the closing price of the i -th offer on the first day of trading;

P_{i_a} – the allocation price set in the i -th offering.

Using initial returns, rather than adjusted initial returns, is according to Barry and Jenings [1993: 54–63] who proved that underpricing is almost entirely “corrected” by the market at the opening. The price adjusts to the equilibrium value through the interaction of buyers with market makers and dealers in a single transaction. Therefore, they suggest that in studies of the price behavior of IPOs that use time frames as short as one day, there is no need to adjust initial returns to the market.

The study uses Chan’s approach [2010: 1475–1495], which, using a split between primary and secondary market returns, divided IPOs into cold, hot and neutral offerings as follows:

- cold IPOs belonging to the bottom tercile of the open-to-close return distribution;
- neutral IPOs – IPOs belonging to the middle of the open-to-close terciles return distribution;
- hot IPOs – IPOs belonging to the top terciles of the open-to-close return distribution.

T-tests for estimation of the significance of the rate of returns both on regulated and alternative market were conducted. For the differences between rates of returns on regulated and alternative market unpaired T-tests were carried out. The correlations were estimated using Pearson’s index. The strength of the correlation between the variables was measured based on the scale proposed by Davies [1971]: very high (0.70–1.00), high (0.50–0.69), moderate (0.30–0.49), lower (0.10–0.29), and to be ignored (0.01–0.09). All statistical significance results assume that observations are cross sectionally independent and that the underlying returns distributions are normal.

3. RESULTS

Table 1 shows the distribution of sample companies obtaining positive, negative and “zero” returns. More than 73% companies sampled on the regulated market had positive returns that were calculated on an offer-to-open basis and almost 68% on an offer-to-close basis, while only 41% had positive intraday returns. On the alternative market the opening positive returns obtained more than 82% while only about 34% received positive intraday returns.

Table 1. The distribution of positive, negative and zero returns

Description	Total underpricing	Primary underpricing	Secondary underpricing
Regulated market			
mean	0.1326	0.1314	-0.0015
median	0.0533	0.0622	-0.0107
standard deviation	0.3731	0.2658	0.1124
“>0”	69.74%	73.43%	41.33%
“<0”	26.57%	21.03%	56.09%
“=0”	3.69%	5.54%	2.58%
N	271		
NewConnect			
mean	0.3458	0.3639	-0.0143
median	0.1333	0.2245	-0.0348
standard deviation	1.0666	1.0275	0.2567
“>0”	67.69%	82.05%	33.85%
“<0”	28.21%	13.85%	59.66%
“=0”	4.10%	4.10%	6.50%
N	585		

Source: Own calculations.

Table 2 includes the results of both the primary and secondary market returns on the regulated market. It should be highlighted that there were no IPOs on the regulated market in 2022, and the debuts concerned only companies switching from the New Connect market to the regulated market, which were excluded from the original research sample. Statistically significant primary underpricing (offer-to-open) exceeds 99% of the total underpricing while secondary underpricing (open-to-close) return is negative but not statistically significant. Interestingly, companies debuting in the technology sector had the highest statistically significant rate in the primary market and at the same time the lowest statistically significant rate in the secondary market.

Table 2. Underpricing on regulated market

Sample classification	N	Primary underpricing		Secondary underpricing		Total underpricing	
		R _P	t-stat	R _S	t-stat	R _T	t-stat
All sample companies	271	0.1314	8.1224***	-0.0015	-0.2145	0.1326	5.8424***
By industry							
industrial and construction production	61	0.0908	4.1688***	-0.0007	-0.0726	0.0883	3.8269***
finance	47	0.1584	2.8941***	0.0362	1.6937*	0.2362	2.219**
commerce and services	43	0.1508	3.2256***	0.0198	1.4523	0.1671	3.7789***
consumer goods	41	0.0908	4.4386***	-0.0322	-1.4316	0.0512	1.9563*
technology	30	0.2263	3.2941***	-0.0543	-2.9817***	0.1349	3.1851***
chemistry and raw materials	21	0.0623	2.2263**	-0.0113	-0.843	0.0525	1.4544
healthcare	16	0.1820	2.6503**	-0.0028	-0.1297	0.1850	2.1681**
fuel and energy	12	0.1173	1.7692	0.0268	0.5665	0.1720	1.2416
By listing year							
2005	33	0.1098	4.2527***	-0.0202	-2.629**	0.0859	3.457***
2006	31	0.3669	3.7249***	0.0133	0.3879	0.4147	2.5642**
2007	57	0.1613	6.055***	0.0138	0.8709	0.1825	4.6161***
2008	24	0.0440	1.7944*	-0.0632	-1.9039*	-0.0210	-0.5053
2009	10	0.1269	2.3075**	0.0119	0.4424	0.1338	3.1057**
2010	20	0.0896	4.1986***	-0.0253	-1.6363	0.0599	2.7621**
2011	17	0.0072	0.2678	0.0347	1.9164*	0.0388	1.551
2012	8	0.0865	1.6144	0.0609	1.2905	0.1556	1.8024
2013	11	0.0618	1.2161	0.0163	0.5445	0.0724	1.6084
2014	12	0.0192	1.4166	0.0020	0.1422	0.0197	2.1637*
2015	13	0.0197	0.7855	0.0070	0.2555	0.0218	0.9987
2016	12	0.0487	2.0479*	0.0039	0.3353	0.0517	2.3273**
2017	5	0.0940	1.6216	-0.0528	-1.204	0.0299	0.926
2018	3	0.0668	1.4009	0.0470	0.5208	0.1209	0.8692
2019	1	0.1945	–	-0.0394	–	0.1474	–
2020	4	0.8294	2.4665*	-0.0453	-0.9271	0.7187	2.5463*
2021	10	0.0553	1.5432	-0.0097	-0.4037	0.0448	1.0401
2022	0	–	–	–	–	–	–

Significance level: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.

Source: Own calculations.

Table 3 includes the results of both the primary and secondary market returns on the alternative market. Statistically significant underpricing on the primary market exceeds 95% of the total underpricing while secondary underpricing (open-to-close) return is negative but not statistically significant. The highest primary underpricing was observed for the commerce and services industry. A surprisingly high return was observed on the secondary market for consumer good industry, but it is not statistically significant.

Table 3. Underpricing on NewConnect

Sample classification	N	Primary underpricing		Secondary underpricing		Total underpricing	
		R _P	t-stat	R _S	t-stat	R _T	t-stat
All sample companies	585	0.3639	8.5059***	-0,0143	-1.3412	0,3458	7.7885***
By industry							
commerce and services	266	0.4589	5.1008***	-0,0272	-1.6707*	0.4007	4.7206***
technology	117	0.3309	9.8753***	0,0017	0.0685	0.3561	6.0639***
finance	89	0.2603	7.0529***	-0,0194	-0.699	0.2359	4.7979***
industrial and construction production	45	0.2576	5.7800***	0,0260	0.8612	0.2806	5.0797***
healthcare	39	0.2720	3.0796***	-0,0202	-0.4491	0.3434	1.4651
chemistry and raw materials	11	0.3508	3.9386***	-0,0328	-0.6612	0.3170	2.5782**
fuel and energy	11	0.1357	1.4523	-0.0525	-0.95	0.0627	0.6529
consumer goods	7	0.1942	1.4468	0.1358	1.2605	0.4102	1.5179
By listing year							
2007	23	0.9086	2.8558***	0.0507	0.5302	1.4553	1.7332*
2008	55	1.0135	2.5159**	-0.1451	-4.092***	0.4134	2.5018**
2009	22	0.6762	3.7977***	0.1835	1.291	1.1797	2.402**
2010	73	0.3612	8.8458***	-0.0195	-0.9287	0.3456	6.5058***
2011	148	0.2304	9.6466***	-0.0473	-3.5456***	0.1747	5.9347***
2012	83	0.2399	9.0463***	-0.0215	-1	0.2189	5.6645***
2013	37	0.2062	6.0286***	0.0476	1.4217	0.2719	4.4851***
2014	18	0.2868	5.7380***	0.1077	2.1136**	0.4402	4.3047***
2015	14	0.2704	4.8743***	0.1539	1.9582*	0.4925	3.2565***
2016	14	0.4687	6.8053***	-0.0097	-0.1592	0.4677	4.0249***
2017	19	0.2552	3.2411***	0.0414	0.698	0.3367	2.6431**
2018	14	0.3645	4.7554***	0.0413	0.4994	0.4456	2.7329**
2019	12	0.3457	4.3664***	0.0616	0.7367	0.4556	2.6708**
2020	6	0.1630	1.6337	-0.0620	-1.2353	0.1082	0.6966
2021	32	0.1393	2.3490**	-0.0310	-1.1176	0.1133	1.4832
2022	15	-0.1144	-1.6585	-0.1233	-1.5923	-0.1926	-1.4875

Significance level: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.

Source: Own calculations.

Table 4. Differences in underpricing between regulated and alternative markets

Year	# RM	# NC	Primary underpricing		Secondary underpricing		Total underpricing					
			R _P (RM)	R _P (NC)	t-stat	R _S (RM)	R _S (NC)	t-stat	R _T (RM)	R _T (NC)	t-stat	
By listing year												
2005	33	-	0.1098	-	-	-0.0202	-	0.0859	-	-	-	-
2006	31	-	0.3669	-	-	0.0133	-	0.4147	-	-	-	-
2007	57	23	0.1613	0.9086	-4.6074***	0.0138	0.0507	0.1825	1.4553	-2.2401**	0.4134	-1.161
2008	24	55	0.0440	1.0135	-0.6445	-0.0632	-0.1451	-0.0210	0.4134	6.0703***	0.1338	-1.698*
2009	10	22	0.1269	0.6762	-3.0376***	0.0119	0.1835	0.1338	1.1797	-1.5055	0.1338	-0.7723
2010	20	73	0.0896	0.3612	-11.1198***	-0.0253	-0.0195	0.0599	0.3456	-0.8926	0.0599	-6.9604***
2011	17	148	0.0072	0.2304	-11.3585***	0.0347	-0.0473	0.0388	0.1747	13.2654***	0.0388	-4.5808***
2012	8	83	0.0865	0.2399	-7.5736***	0.0609	-0.0215	0.1556	0.2189	6.1493***	0.1556	-1.4622
2013	11	37	0.0618	0.2062	-10.8986***	0.0163	0.0476	0.0724	0.2719	-2.7223***	0.0724	-5.3811***
2014	12	18	0.0192	0.2868	-27.0103***	0.0020	0.1077	0.0197	0.4402	-10.2441***	0.0197	-10.4183***
2015	13	14	0.0197	0.2704	-26.6477***	0.0070	0.1539	0.0218	0.4925	-8.2681***	0.0218	-7.7676***
2016	12	14	0.0487	0.4687	-29.4469***	0.0039	-0.0097	0.0517	0.4677	1.2871	0.0517	-10.8386***
2017	5	19	0.0940	0.2552	-3.4221***	-0.0528	0.0414	0.0299	0.3367	-3.5259***	0.0299	-2.5466**
2018	3	14	0.0668	0.3645	-7.0052***	0.0470	0.0413	0.1209	0.4456	0.1135	0.1209	-1.6752
2019	1	12	0.1945	0.3457	-	-0.0394	0.0616	0.1474	0.4556	-	0.1474	-
2020	4	6	0.8294	0.1630	6.5201***	-0.0453	-0.0620	0.7187	0.1082	2.4512**	0.7187	5.7317***
2021	10	32	0.0553	0.1393	-2.6632**	-0.0097	-0.0310	0.0448	0.1133	2.9924***	0.0448	-1.3137
2022	-	15	-	-0.1144	-	-	-0.1233	-	-0.1926	-	-	-

Significance level: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

Source: Own calculations.

Table 4 includes the results of t-test of the differences in underpricing between regulated and alternative markets. It has been confirmed that except for a few years, there are statistically significant differences in returns between the regulated market and NewConnect calculated for both primary and secondary markets. Overall results indicate that the debuts on NewConnect are more underpriced. This is consistent with Johan research [2010] indicating that the signalling benefit of high listing standards is manifested in less underpricing. Similarly, Carpentier et al. [2012: 56–91] argued the choice of the listing method and regulation strictness significantly influence the value and long-run performance of newly listed firms, which is consistent with theories suggesting that a commitment by a firm to a stricter regulatory oversight lowers the information asymmetry component of the cost of capital, reducing the heterogeneity of expectations and mispricing.

It has been proved that either in regulated market or in alternative market the main beneficiaries of underpricing are investors participating in the offering, thus hypothesis 1 has been confirmed.

Table 5. The relationship between underpricing (hotness according to Chan)

Description	Cold IPOs	Neutral IPOs	Hot IPOs	All IPOs
Regulated Market				
N	89	90	92	271
Primary underpricing	0.1830***	0.0973***	0.1148***	0.1314***
Secondary underpricing	-0.0926***	-0.0110***	0.0960***	-0.0015
Total underpricing	0.0661***	0.0849***	0.2438***	0.1326***
Pearson correlation between Primary and Secondary	-0.3083***	-0.1270	0.6646***	0.0983
Pearson correlation between Primary and Total	0.8592***	0.9963***	0.9672***	0.8451***
Pearson correlation between Secondary and Total	0.1817*	-0.0428	0.7982***	0.5566***
NewConnect				
N	193	156	236	585
Primary underpricing	0.4406***	0.1763***	0.4251***	0.3639***
Secondary underpricing	-0.2404***	-0.0552***	0.1975***	-0.0143
Total underpricing	0.0132	0.1112***	0.7730***	0.3458***
Pearson correlation between Primary and Secondary	-0.4496***	-0.0222	0.4088***	0.0058
Pearson correlation between Primary and Total	0.8033***	0.9897***	0.9100***	0.5622***
Pearson correlation between Secondary and Total	-0.0290	0.1180	0.6593***	0.6000***

Significance level: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.

Source: Own calculations.

Table 5 shows the results of the relationship between primary, secondary, and total returns on the regulated market and NewConnect depending on the “hotness” of the market. As highlighted earlier, the decisive share of total underpricing is

accounted for by the rates of return achieved on the primary market. The results confirmed that there is a significant statistical correlation between primary and total underpricing. At the same time, the returns achieved on the primary market have no effect on the returns achieved on the secondary market which suggests there is no presence of informational cascades that extend past the opening of aftermarket trading following an IPO. Furthermore, as it was defined earlier, I divided the sample into cold, neutral, and hot IPOs according to Chan's approach [2010: 1475–1495]. Given the definition used, on regulated market cold markets included all IPOs that had an open to close return lower than -0.0362 , neutral markets included those IPOs with an open to close return between -0.0362 and 0.0145 , and hot markets included those with an open to close return greater than 0.0145 . Similarly, on NewConnect cold markets included all IPOs that had an open to close return lower than -0.1156 , neutral markets included those IPOs with an open to close return between -0.1156 and 0 , and hot markets included those with an open to close return greater than 0 . It is worth noting that in the regulated market, the average primary underpricing for cold IPOs is higher (0.1830) than for hot IPOs (0.1148), but differences can be seen in total underpricing of 0.0661 versus 0.2438 , respectively. A similar situation is observed on NewConnect where the average primary underpricing for cold IPOs is higher (0.4406) than for hot IPOs (0.4251), with respective differences in total underpricing of 0.0132 versus 0.7730 . Average secondary underpricing is negative for cold IPOs and positive for hot IPOs on both, the regulated (-0.0926 and 0.0960) and alternative market (-0.2404 and 0.1975).

CONCLUSIONS AND DISCUSSION

The research identifies underpricing of initial public offerings in Poland on the regulated and alternative markets, by using the first day raw returns (offer to close returns), opening price returns (offer to open returns), and the intraday returns (open to close returns). The statistical analysis covers 271 companies debuting on the regulated market of the Warsaw Stock Exchange between 2005 and 2022 and 585 companies debuting on NewConnect between 2007 and 2022.

The results of the analysis show that in Poland, the IPO underpricing occurring in the primary market is significantly positive, representing the remuneration of subscribers for participating in the initial public offering. Moreover, it is higher for IPO on the alternative market than on the regulated market. In contrast, returns calculated from opening prices to closing prices on the first day of trading are negative in both markets, with lower returns in the NewConnect market. The presented tests provide evidence that the first day's return on IPOs is earned at the opening transaction. Either on a regulated or on an alternative market the average primary underpricing for cold IPOs is higher than for hot IPOs. Average

secondary underpricing is negative for cold IPOs and positive for hot IPOs on both the regulated and alternative market.

There is a strong statistically significant positive correlation between primary and total underpricing regardless of the hotness of the IPOs (hypothesis 2 is confirmed and hypothesis 3 is rejected). These results support the findings confirming hypothesis 1, according to which the original purchasers of the shares are the main beneficiaries of underpricing, not those who jump on the bandwagon. However, there is evidence of the cascade effect for hot IPOs, which suggests that investors follow the behavior of preceding investors as was indicated by Welch [1992].

There is no evidence that price support of the underwriters occurs on the Polish market. This is consistent with the author's own research indicating that stabilization that is one of the methods of such support, occurs very rarely in IPOs on the Warsaw Stock Exchange (only around 9% of IPOs have such foreseen option, but the exercise was reported by only a few companies).

Furthermore, a positive statistically significant correlation between primary and secondary underpricing occurs only for hot markets, so hypothesis 4 is confirmed. This points out that investors get on the bandwagon and one can conclude that the cascade effect occurs during hot IPOs. Such results are consistent with the findings of Chan [2010: 1475–1495]. There is also a negative but moderate correlation between primary underpricing and secondary underpricing for cold IPOs both on regulated and alternative markets, so hypothesis 5 can neither be confirmed nor rejected.

The limitation of the study is the lack of relationship between the rate of returns with turnover and volatility, so in further research this element should be included.

REFERENCES

- Acedo-Ramírez, M.Á. and Ruiz-Cabestre, F.J. (2019). Total and Primary Underpricings in the IPO Market: Are They Explained by the Same Variables? *Spanish Journal of Finance and Accounting / Revista Española de Financiación y Contabilidad*, no. 48(2), pp. 134–159.
- Acedo-Ramírez, M.Á., and Ruiz-Cabestre, F.J. (2014). Secondary Price Formation of IPOs on the First Trading Day in the Spanish Market. *Revista de Economía Aplicada*, no. 22(65), pp. 71–97.
- Aggarwal, R. (2000). Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, no. 55(3), pp. 1075–1103, <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00241>
- Aggarwal, R. (2003). Allocation of Initial Public Offerings and Flipping Activity. *Journal of Financial Economics*, no. 68(1), pp. 111–135, [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00250-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00250-7)
- Aggarwal, R. and Conroy, P. (2000). Price Discovery in Initial Public Offerings and the Role of the Lead Underwriter. *The Journal of Finance*, no. 55(6), pp. 2903–2922, <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00312>
- Aggarwal, R., Krigman, L. and Womack, K. (2002). Strategic IPO Underpricing, Information Momentum, and Lockup Expiration Selling. *Journal of Financial Economics*, no. 66(1), pp. 105–137, [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00152-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00152-6)

- Allen, F. and Faulhaber, G.R. (1989). Signaling by Underpricing in the IPO Market, *Journal of Financial Economics*, no. 23(2), pp. 303–324, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90060-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90060-3)
- Barry, Ch.B. and Jennings, R.H. (1993). The Opening Price Performance of Initial Public Offerings of Common Stock. *Financial Management*, no. 22(1), pp. 54–63, <https://doi.org/10.2307/3665965>
- Bear, R.M. and Curley, A.J. (1975). Unseasoned Equity Financing. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, no. 10(2), pp. 311–325, <http://dx.doi.org/10.2307/2979038>
- Bhagat, S., Lu, J. and Rangan, S. (2018). *IPO Valuation: The International Evidence*. In: D. Cumming, S.A. Johan ed., *The Oxford Handbook of IPO*, pp. 108–145. New York: Oxford University Press.
- Bradley, D.J., Gonas, J.S., Highfield, M.J. and Roskelley, K.D. (2009). An Examination of IPO Secondary Market Returns. *Journal of Corporate Finance*, no. 15(3), pp. 316–330, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2009.01.003>
- Carpentier, C., Cumming, D. and Suret J.M. (2012). The Value of Capital Market Regulation: IPOs Versus Reverse Mergers. *Journal of Empirical Legal Studies*, no. 9(1), pp. 56–91, <https://doi.org/10.1111/j.1740-1461.2011.01247.x>
- Chan, K., Wang, J. and Wei, K. (2004). Underpricing and long-term performance of IPOs in China. *Journal of Corporate Finance*, no. 10(3), pp. 409–430, [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00023-3](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00023-3)
- Chan, Y. (2010). Retail Trading and IPO Returns in the Aftermarket. *Financial Management*, no. 39(4), pp. 1475–1495, <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01119.x>
- Chang, E., Chen, Ch., Chi, J. and Young, M. (2008). IPO Underpricing in China: New Evidence from the Primary and Secondary Markets. *Emerging Markets Review*, no. 9(1), pp. 1–16.
- Davies, J.A. (1971). *Elementary survey analysis*. New Jersey: Prentice Hall.
- Derrien, F. (2005). IPO Pricing in “Hot” Market Conditions: Who Leaves Money on the Table? *The Journal of Finance*, no. 60(1), pp. 487–521, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00736.x>
- Dudycz, T. and Brycz B. (2017). What Drives the Amount of Capital Raised at IPO? Evidence from the Warsaw Stock Exchange. *Argumenta Oeconomica*, no. 2(39), pp. 61–89, <https://doi.org/10.15611/aoe.2017.2.03>
- Ellis, K. (2006). Who trades IPOs? A close look at the first days of trading. *Journal of Financial Economics*, no. 79(2), pp. 339–363, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.09.006>
- Ellis, K., Michaely R. and O’Hara M. (2000). When the Underwriter Is the Market Maker: An Examination of Trading in the IPO Aftermarket. *The Journal of Finance*, no. 55(3), pp. 1039–1074, <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00240>
- Gale, I. and Stiglitz, J.E. (1989). The Informational Content of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, no. 44(2), pp. 469–477, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb05066.x>
- Hadro, D. and Pauka, M. (2019). Underpricing on the Selected European Alternative Investment Markets. *Financial Internet Quarterly “e-Finance”*, no. 15(2), pp. 87–94, <https://doi.org/10.2478/fiqf-2019-0014>
- He, P. (2007). A Theory of IPO Waves. *The Review of Financial Studies*, no. 20(4), pp. 983–1020, <https://doi.org/10.1093/revfin/hhm004>
- Helwege, J. and Liang, N. (2004). Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, no. 39(3), pp. 541–569. <https://doi.org/10.1017/S0022109000004026>
- Ibbotson, R.G. (1975). Price Performance of Common Stock New Issues. *Journal of Financial Economics*, no. 2(3), pp. 235–272, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(75\)90015-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(75)90015-X)
- Ibbotson, R.G. and Jaffe, J. (1975). ‘Hot issue’ markets. *Journal of Finance*, no. 30(4), pp. 1027–1042, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(75\)90015-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(75)90015-X)
- Ibbotson, R.G., Sindelar, J.L. and Ritter, J.R. (1988). Initial public offerings. *Journal of Applied Corporate Finance*, no. 1(2), pp. 37–45, <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1988.tb00164.x>

- Ibbotson, R.G., Sindelar, J.L. and Ritter, J.R. (1994). The Market's Problems with the Pricing of Initial Public Offering. *Journal of Applied Corporate Finance*, no. 7(1), pp. 66–74, <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1994.tb00395.x>
- Johan, S.A. (2010). Listing standards as a signal of IPO preparedness and quality. *International Review of Law and Economics*, no. 30(2), pp. 128–144, <https://doi.org/10.1016/j.irle.2009.12.001>
- Krigman, L., Shaw, W.H. and Womack, K.L. (1999). The Persistence of IPO Mispricing and the Predictive Power of Flipping. *The Journal of Finance*, no. 54(3), pp. 1015–1044, <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00135>
- Lizińska, J. and Czapiewski, I. (2015). Determinanty underpricingu w Polsce i na innych rynkach wschodzących. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, nr 386, s. 112–125.
- Lizińska, J. and Czapiewski, L. (2014). Performance of Polish IPO Firms: Size and Profitability Effect. *Gospodarka Narodowa*, no. 1, pp. 53–71, <https://doi.org/10.33119/GN/100877>
- Ljungqvist, A. (2007). *IPO Underpricing*. In: B.E. Eckbo ed., *Handbook of Corporate Finance*, pp. 375–422. North Holland: Elsevier.
- Ljungqvist, A.P. (1997). Pricing initial public offerings: Further evidence from Germany. *European Economic Review*, no. 41(7), pp. 1309–1320, [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(96\)00035-9](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(96)00035-9)
- Loughran, T. and Ritter, J.R. (1995). The New Issues Puzzle. *The Journal of Finance*, no. 50(1), pp. 23–51, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05166.x>
- Loughran, T. and Ritter, J.R. (2002). Why Don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs? *The Review of Financial Studies*, no. 15(2), pp. 413–443, <https://doi.org/10.1093/rfs/15.2.413>
- Loughran, T. and Ritter, J.R. (2004). Why Has IPO Underpricing Changed Over Time? *Financial Management*, no. 3(4), pp. 5–37, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.331780>
- Loughran, T., Ritter, J.R. and Rydqvist, K. (1994). Initial Public Offerings: International Insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, no. 2, pp. 165–199, [https://doi.org/10.1016/0927-538X\(94\)90016-7](https://doi.org/10.1016/0927-538X(94)90016-7)
- Lowry, M. (2003). Why does IPO volume fluctuate so much? *Journal of Financial Economics*, no. 67(1), pp. 3–40, [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00230-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00230-1)
- Lowry, M., Officer, M.S. and Schwert, G.W. (2010). The Variability of IPO Initial Returns. *The Journal of Finance*, no. 65(2), pp. 425–465, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01540.x>
- Mąka, M. (2008). Stabilizowanie kursów akcji i praw do akcji w świetle prawa polskiego i prawa wspólnotowego. *Transformacje Prawa Prywatnego*, nr 1, s. 19–31.
- McDonald, J.G. and Fisher, A.K. (1972). New-Issue Stock Price Behavior. *The Journal of Finance*, no. 27(1), pp. 97–102, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1972.tb00624.x>
- Miller, E.E. (1977). Risk, uncertainty, and divergence of opinion. *Journal of Finance*, no. 32(4), pp. 1151–1168, <https://doi.org/10.2307/2326520>
- Miller, R.E. and Reilly, F.K. (1987). An Examination of Mispricing, Returns, and Uncertainty for Initial Public Offerings. *Financial Management*, no. 16(2), pp. 33–38, <https://doi.org/10.2307/3666001>
- Mizerka, J. i Lizińska, J., red. (2017). *Pierwsze oferty publiczne w Polsce i na świecie. Kontrowersje wokół anomalii rynkowych*. Warszawa: CeDeWu.
- Neuberger, B.M. and Hammond, C.T. (1974). A Study of Underwriters' Experience with Unseasoned New Issues. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, no. 9(2), pp. 165–177, <http://dx.doi.org/10.2307/2330092>
- Perera, W. and Kulendran, N. (2016). New evidence of short-run underpricing in Australian IPOs. *Investment Management and Financial Innovations*, no. 13(2), pp. 99–108, [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.13\(2\).2016.11](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.13(2).2016.11)

- Podedworna-Tarnowska, D. (2020). *Niedowartościowanie spółek debiutujących na rynku głównym i alternatywnym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*. W: P. Antonowicz, P. Galiński, P. Pisarewicz, red., *Perspektywa ekonomiczna, finansowa i prawna kreowania wartości w gospodarce*, s. 267–281. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Podedworna-Tarnowska, D. (2022). Costs of IPO in Poland. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H – Oeconomia*, no. 56(4), pp. 135–160, <http://dx.doi.org/10.17951/h.2022.56.4.135-160>
- Pomykalski, P. and Domagalski, M. (2015). IPO Underpricing and Financial Analysts' Forecast Accuracy in Poland. *Acta Universitatis Lodzianis, Folia Oeconomica*, no. 1(310), pp. 117–132, <https://doi.org/10.18778/0208-6021.310.09>
- Puławski, M. (2013). Koszt pierwszej oferty publicznej na rynku akcji w Polsce w latach 2008–2012. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, nr 63, s. 435–447.
- Reilly, F.K. (1973). Further Evidence on Short-Run Results for New Issue Investors. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, no. 8(1), pp. 83–90, <https://doi.org/10.2307/2329750>
- Reilly, F.K. (1977). New Issues Revisited. *Financial Management*, no. 6(4), pp. 28–42, <http://dx.doi.org/10.2307/3664963>
- Reilly, F.K. and Hatfield, K. (1969). Investor Experience with New Stock Issues. *Financial Analysts Journal*, no. 25(5), pp. 73–80, <http://dx.doi.org/10.2469/faj.v25.n5.73>
- Ritter, J.R. (1984). The “Hot Issue” Market of 1980. *The Journal of Business*, no. 57(2), pp. 215–240, <http://doi.org/10.1086/296260>
- Ritter, J.R. (1987). The Costs of Going Public. *Journal of Financial Economics*, no. 19(2), pp. 269–281, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(87\)90005-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(87)90005-5)
- Ritter, J.R. (2003). Differences between European and American IPO Markets. *European Financial Management*, no. 9(4), pp. 421–434, <https://doi.org/10.1111/1468-036X.00230>
- Ritter, J.R. and Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *The Journal of Finance*, no. 57(4), pp. 1795–1828, <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00478>
- Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced? *Journal of Financial Economics*, no. 15, pp. 187–212, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90054-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90054-1)
- Rydqvist, K. and Hogholm, K. (1995). Going public in the 1980s: Evidence from Sweden. *European Financial Management*, no. 1(3), pp. 287–315, <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.1995.tb00021.x>
- Schultz, P.H. and Zaman, M.A. (1994). After Market Support and Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*, no. 35(2), pp. 199–219, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)90004-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)90004-3)
- Shiller, R.J. (1990). Speculative Prices and Popular Models. *Journal of Economics Perspectives*, no. 4(2), pp. 55–65, <http://dx.doi.org/10.1257/jep.4.2.55>
- Sieradzki, R. (2016). *Niedowartościowanie pierwotnych ofert publicznych na przykładzie akcji notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*. Rozprawa doktorska. Kraków: Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.
- Siwek, P. (2005). *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*. Warszawa: CeDeWu.
- Stoll, H.R. and Curley, A.J. (1970). Small Business and the New Issues Market for Equities. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, no. 5(3), pp. 309–322, <http://dx.doi.org/10.2307/2329998>
- Stoughton, N.M., Wong, K.P. and Zechner, J. (2001). IPOs and Product Quality. *The Journal of Business*, no. 74(3), pp. 375–408, <https://doi.org/10.1086/321931>
- Sukacz, D. (2005). *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*. Warszawa: CeDeWu.
- Welch, I. (1992). Sequential Sales, learning, and Cascades. *The Journal of Finance*, no. 47(2), pp. 695–732, <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04406.x>

- Vismara, S., Paleari, S. and Ritter, J.R. (2012). Europe's Second Markets for Small Companies. *European Financial Management*, no. 18(3), pp. 352–388, <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2012.00641.x>
- Zarzecki, D. and Wołoszyn, A. (2013). The impact of the January Effect on the IPO Underpricing in Poland. *Folia Oeconomica Stetinensia*, no. 13(1), pp. 121–135, <https://doi.org/10.18276/frfu.2016.4.82/2-28>

NOWE UJĘCIE ZJAWISKA UNDERPRICINGU W POLSCE

STRESZCZENIE

Cel artykułu/hipoteza. Celem artykułu jest identyfikacja i ocena niedowartościowania pierwszej oferty publicznej w Polsce na rynku regulowanym i alternatywnym z uwzględnieniem podziału całkowitego niedowartościowania na niedowartościowanie pierwotne i niedowartościowanie wtórne. W badaniu uwzględniono również różne rodzaje IPO (zimne, neutralne, gorące). Takie podejście do obliczania underpricingu w oparciu o dane pochodzące zarówno z rynku regulowanego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, jak i rynku alternatywnego – NewConnect, jest pionierskie na polskim rynku.

Metodyka. Analizą statystyczną objęto 271 spółek debiutujących na rynku regulowanym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2005–2022 oraz 585 spółek debiutujących na rynku alternatywnym NewConnect w latach 2007–2022. Dokonano podziału łącznego niedowartościowania na niedowartościowanie pierwotne i niedowartościowanie wtórne. Podzielono IPO na oferty zimne, gorące i neutralne według poziomu wtórnego niedowartościowania. Istotność poziomu stóp zwrotu na rynku regulowanym i alternatywnym oraz różnic między nimi oceniono na podstawie testów T-studenta. Korelacje oszacowano za pomocą wskaźnika Pearsona.

Wyniki/Rezultaty badania. Wyniki analizy pokazują, że w Polsce niedowartościowanie w IPO występujące na rynku pierwotnym jest istotnie dodatnie, stanowiąc wynagrodzenie subskrybentów za uczestnictwo w pierwszej ofercie publicznej. Ponadto, jest ono wyższe dla debiutów na rynku alternatywnym niż rynku regulowanym. Natomiast stopy zwrotu wyliczane z cen otwarcia i cen zamknięcia w pierwszym dniu notowań są ujemne na obydwu rynkach, przy czym na rynku NewConnect są one niższe. Zarówno na rynku regulowanym, jak i alternatywnym średnie pierwotne niedowartościowanie dla zimnych IPO jest wyższe, niż dla gorących IPO. Średnie niedowartościowanie wtórne jest ujemne dla zimnych IPO i dodatnie dla gorących IPO zarówno na rynku regulowanym, jak i NewConnect. Co więcej, istnieje znacząca dodatnia korelacja pomiędzy pierwotnym i całkowitym niedowartościowaniem niezależnie od gorącego charakteru IPO, a dodatnia znacząca korelacja pomiędzy pierwotnym i wtórnym niedowartościowaniem występuje tylko w przypadku gorących ofert, podczas, gdy w przypadku zimnych ofert jest ona ujemna.

Słowa kluczowe: pierwsza oferta publiczna (IPO), niedowartościowanie pierwotne, niedowartościowanie wtórne.

JEL Class: G12; G14; G24; G32.

SENIOR NON-PREFERRED BONDS AS AN INSTRUMENT TO MEET THE MREL REQUIREMENT

Magdalena Kozińska*



<https://doi.org/10.18778/2391-6478.S2.2023.07>

SENIOR NON-PREFERRED BONDS AS AN INSTRUMENT TO MEET THE MREL REQUIREMENT

ABSTRACT

The purpose of the article is to present the results of the first assessment of the senior non-preferred (SNP) bond market's development in Poland. SNP bonds were introduced to facilitate meeting the banks' MREL, which aims to build banks' loss absorption and recapitalization capacity. At the same time, they are the next source of bank funding. The development of the SNP bond market has been initiated relatively recently with the full establishment of resolution systems and the introduction of the MREL requirement for banks. Although the first non-binding decisions to impose the MREL requirement were issued in 2016, the concept of SNP was formally introduced in 2017. In 2019, an amendment to the rules for determining the MREL requirement was adopted, which was implemented into the Polish legal framework in 2021, and in 2022, an amendment to the regulations on bonds was introduced, enabling the issuance of SNP bonds counted to MREL. Since then (2022), there has been a full legal framework for setting and maintaining the MREL requirement, and therefore full conditions for the development of this market in Poland. Therefore, it is justified to say that this market is relatively young. Moreover, it is under-investigated by scientists. This justifies the assessment of the potential scale of this market, its ability to achieve the goal for which it was created, as well as the premises and barriers to its development.

Methodology. The research methods were quantitative analysis (calculation of the potential shortage of the MREL requirement and needs in the field of securities issuance based on reporting data) and qualitative analysis (in terms of assessing the challenges).

Results of the research. The main determinant of its potential is the amount of MREL shortfall, which depends on the financial situation of banks and partly on the strategy of resolution

* Dr, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, e-mail: magdalena.kozinska@sgh.waw.pl, <https://orcid.org/0000-0001-8767-6545>

authorities (responsible for setting the level of this requirement). The main challenges for the Polish SNP bond market are related to the prospects for further development of the banking sector and its environment (business and strategic). Nevertheless, it seems that the potential of the SNP bond market in Poland is underrated. The article contributes to general knowledge about bank funding sources.

Keywords: resolution, MREL, senior non-preferred, SNP bonds, bank financing.

JEL Class: G21, G23, G33.

INTRODUCTION

The purpose of banking regulations is to increase the safety of banks' operations at various stages of their functioning. A special area of these regulations is the legal framework for crisis resolution (in Poland: forced restructuring). Although they focus on the powers of resolution authorities to deal with banks on the verge of bankruptcy, a certain area of the resolution framework concerns requirements addressed to all banks. Their goal is to build their loss absorption and recapitalization capacity (LARC). In this regard, resolution systems also contribute to prudential regulations, the purpose of which is to prevent bank failures (as one of the functions of micro-prudential and macro-prudential supervision, i.e., the preventive one¹). This is the aim that is different from the primary function of typical crisis management regulations, which consists primarily in preventing the effects of materializing or materialized risk of bank failure.

An example of a prudential regulation imposed on banks by resolution authorities as part of the resolution system in the EU is the minimum requirement for own funds and eligible liabilities (MREL requirement)². Its build-up should ensure that banks can cover losses or recapitalize themselves in a crisis by writing down or converting debt into the bank's capital, respectively. The final and binding level of capital requirements that banks should meet simultaneously are the MREL requirement and capital adequacy requirements (including the combined buffer requirement, which might not be consumed to meet MREL) [Czechowska et al. 2023: 20]. The MREL requirement may be met using both own funds and eligible liabilities. The combination of the use of these sources depends mainly on the strategic decisions of the bank's management³. An example of eligible

¹ Oziębala [2020] writes more about micro- and macro-prudential supervision.

² The genesis, objectives and original shape of the MREL requirement and its global equivalent, TLAC, are discussed in more detail by Szczepańska [2015]. Details of MREL calculation are presented by Kozłowska and Wilk [2023] and the drawbacks of the requirement by Tröger [2020].

³ On managing credit institutions and banking risk management from various perspectives, see: Proniewski, Tarasiuk [2012], Korzeb [2013], Gospodarowicz, Nosowski [2016], Niedziółka [2019], Hull [2021], Modras [2023].

liabilities is senior non-preferred debt (SNP debt), the form of which might be SNP bonds issued by banks. It is assumed that banks that have not yet met the MREL requirement will (if they have such possibilities) try to issue SNP bonds to meet it. Looking at the position of such bonds in the order of covering losses, these bonds (as they cover losses later than other instruments qualifying for MREL – more information in section 2) are a cheaper source of meeting the MREL requirement than instruments classified as own funds (in particular equity [BCBS 2010: 48]).

The development of the SNP bond market has been initiated relatively recently with the full establishment of resolution systems and the introduction of the MREL requirement for banks. Although the first non-binding decisions to impose the MREL requirement were issued in 2016, the concept of SNP was formally introduced in 2017. In 2019, an amendment to the rules for determining the MREL requirement was adopted, which was implemented into the Polish legal framework in 2021, and in 2022, an amendment to the regulations on bonds was introduced, enabling the issuance of SNP bonds counted to MREL. Since then (2022), there has been a full legal framework for setting and maintaining the MREL requirement, and hence full conditions for the development of this market in Poland. Therefore, it is justified to say that this market is relatively young. Moreover, it is under-investigated by scientists. This justifies the assessment of:

- the potential scale of this market;
- achieving the goal for which it was created, as well as;
- the premises and barriers to its development.

It should not be forgotten that the MREL requirement strongly influences also bank funding strategies [Martino and Parchimowicz 2022: 608–639].

The article aims to present the results of the assessment of the SNP bond market development in Poland, including the comparison of the Polish market with the European one, the identification of impact factors, and the challenges faced by participants in this market. So far, no analyses and assessments of the SNP bond market have been made in the Polish literature. In this way, the article fills the existing research gap. At the same time, SNP bonds constitute the next type of bank financing, and understanding the drivers and challenges in this market facilitates the comprehension of the general mechanisms of bank funding (funding mix). The applied research methods were quantitative analysis (calculation of the potential shortage of the MREL requirement and needs in the field of securities issuance based on reporting data) and qualitative analysis (in terms of assessing the challenges).

1. IMPACT FACTORS OF BANKS' FUNDING STRUCTURE – A REVIEW OF LITERATURE

Banks are vulnerable to liquidity and funding risk due to their underlying economic functions, e.g., maturity transformation. To be able to provide society with a credit supply, banks have to manage how financial resources are collected [Crespi and Mascia 2018: 2]. The funding resources include in general, debt (e.g., SNP bonds) and equity. The difficult and responsible task of bank management is, however, to decide about the funding mix used (including the parameters of the financial instruments used to fund the banking activity). The fundamentals of corporate decisions regarding the use of capital and debt are explained by the model of Modigliani and Miller [1958]. Diamond [1984] argues that banks need to be partially equity-financed to provide bank managers with incentives to monitor the profitability of the institution. At the same time, Calomiris [1999] suggests that subordinated debt holders can also perform a similar monitoring function if they are excluded from the scope of the deposit guarantee scheme. Evanoff et al. [2011] suggest that banks should issue subordinated debt to show their viability (the ability to attract investors on the markets is seen as a proof of a bank's viability). According to Van Rixel et al. [2015], firm-specific determinants of funding mix (namely the issue of debt instruments) are, for example, agency costs, asymmetric information, or tax benefits. In terms of non-equity funding, banks need to decide between deposit and non-deposit sources of financing. Huang and Ratnovski [2010] prove that dependence on wholesale funding may destabilize banks since this kind of funding is vulnerable to cheap and noisy signals of bank solvency, causing solvent banks to fail. Even senior bonds are more sensitive to changes in bank solvency than deposits [Arnould et al. 2021: 931–963]. Consequently, deposit and non-deposit funding are divergent in terms of the speed and size of changes in funding costs (wholesale funding being subject to quicker and sharper changes). The notion of bank runs should, however, not be forgotten in this respect.

Part of the literature tries to show that there is a dependency between the type and profile of bank activity and its funding mix. Song and Thakor [2007] suggest that relationship loans are associated with a higher share of core (stable) deposits in funding. Demirguc-Kunt and Huizinga [2010] prove that large and fast-growing banks tend to have higher non-deposit funding shares.

There is also a strand of literature that shows the impact of financial crises on funding strategies. During turbulent times when liquidity is scarce, banks tend to increase funding from more core, stable sources (e.g., deposits or secured financing) [EBC 2009]. Le Lesle [2012] also showed that, especially in the EU, just after the global financial crisis, bonds were typical funding vehicles. At the same time, US banks used mainly off-balance sheet securitization. Although senior debt was also issued by banks, its level waned due to the exploitation of other available,

robust, and cheap funding sources, namely the central bank's refinancing programs. It is also proven that the post-crisis reform impacted the banks' funding mix. According to Fiordelisi and Scardozzi [2022: 15] removing an implicit guarantee by resolution regulations generated a change in the funding strategy, resulting in the reduction of riskier funding sources. Barattieri et al. [2021: 148–171], however, proposed a model under which non-core funding sources provide insurance against failure.

The banks' decisions regarding funding structure are also dependent on the regulatory framework [Crespi and Mascia 2018: 9]. The funding mix has to be adjusted to various supervisory requirements, for example, the MREL requirement. There is no research showing how much MREL impacts the banks' funding mix and what role is played by SNP bonds that were created to meet the MREL requirement.

2. SNP BONDS AS ONE OF THE OPTIONS TO MEET THE MREL REQUIREMENT

The MREL requirement may be met with its own funds or eligible liabilities. Eligible liabilities are defined in the CRR Regulation (Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of June 26, 2013 on prudential requirements for credit institutions and amending Regulation (EU) No 648/2012, OJ L 176, 27.6.2013, p. 1). The elements constituting the amount of eligible liabilities are presented in Scheme 1.

Eligible liabilities	Eligible liabilities items	Tier II (maturity between 1–5 years)
		Eligible liabilities instruments
– Deductions*		

Scheme 1. Eligible liabilities and their components

* Deductions apply only in the case of TLAC requirement's calculation (loss absorption and recapitalization requirement – analogous to MREL – applicable to global systemically important banks, G-SIBs).

Source: Own study based on Art. 72a–72c CRR.

Scheme 1 shows that the key method for increasing the value of eligible liabilities is the issue of eligible liabilities instruments. These instruments, as a rule, should fit into an additional category created for this purpose in the hierarchy of banks' claims. This hierarchy was introduced in Art. 108 sec. 2 of the BRR Directive by way of its amendment by the BCH Directive (Directive (EU) 2017/2399 of the European Parliament and of the Council of December 12, 2017 amending

Directive 2014/59/EU as regards the ranking of unsecured debt instruments in the insolvency hierarchy (OJ L 345 of 27.12.2017, p. 96, the so-called Bank Creditor Hierarchy Directive). This solution has been implemented in Poland in Art. 440 sec. 2 of the bankruptcy law (Act of February 28, 2003. Bankruptcy Law, Journal of Laws of 2022, item 1520, as amended). The change brought about by this amendment is summarized in Scheme 2. It consisted in the creation of an additional category of banks' claims, separated from other (more senior) categories of instruments whose write-down or conversion could be difficult. In the absence of such a change, instruments of different significance for the resolution process would be in the same category of claims, which would imply the need for their simultaneous and proportionate write-down or conversion in case of resolution. Failure to use them proportionally to cover losses would mean breaking one of the basic resolution principles, i.e., the principle of no-creditor-worse-off (NCWO) [Szczepańska, Dobrzańska and Zdanowicz 2015: 20; Kozłowska 2018b: 92–93].

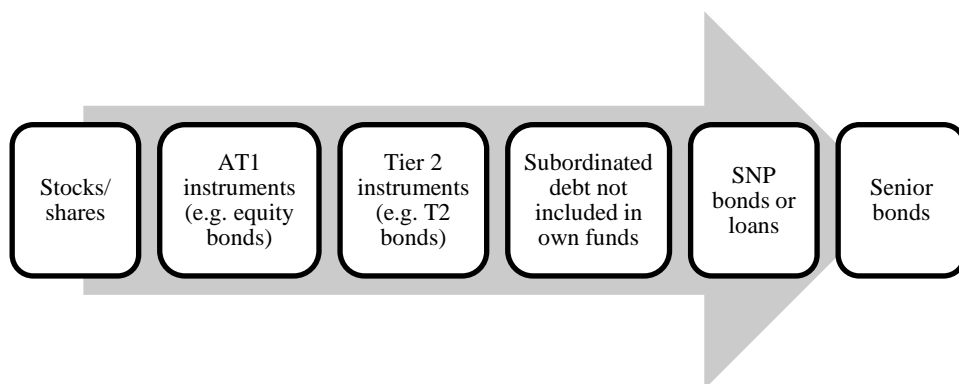
Simplified characteristics of debt categories before the introduction of the BCH Directive				Simplified characteristics of debt categories after the introduction of the BCH Directive				
Own funds	Subordinated debt not included in own funds	Liabilities issued to meet MREL , senior liabilities (ordinary senior debt), deposits above the guarantee level, etc.	Liabilities excluded from bailin or conversion	Own funds	Subordinated debt not included in own funds	Liabilities issued to meet MREL (senior non-preferred)	Senior liabilities (ordinary senior debt), deposits above the guarantee level, etc.	Liabilities excluded from bailin or conversion

Scheme 2. Change in the hierarchy of claims introduced by the BCH Directive

Source: Own elaboration based on the BCH Directive.

Instruments issued under the newly created category in the claims' hierarchy are defined in the legislation as senior non-preferred (SNP) debt, which takes the form of bonds (i.e., SNP bonds) or loans (SNP loans). It is worth noting that – probably due to the immaturity of this market – in market practice, a single, universally applicable name has not yet been established. Banks operating in Poland also refer to SNP bonds as “MREL bonds” or “non-preferred bonds”, and in the international nomenclature, in addition to the name of senior non-preferred (SNP), there is also the name of non-preferred senior (followed by the abbreviation NPS).

Partly, the resolution authority may agree to include ordinary senior debt as eligible liability instruments. The place of various securities in the order of loss coverage is shown in Scheme 3. SNP bonds, which are the subject of this article, were created specifically to enable entities to meet the MREL requirement and had not existed on the market before (unlike other instruments⁴).



Scheme 3. Types of instruments issued by banks in the order of loss coverage

Source: Own study based on Art. 25–80 CRR, Art. 108 of the BRR Directive and Art. 440 of the bankruptcy law.

The inclusion of a given SNP bond issue as eligible liabilities of entities is dependent on meeting certain requirements (i.e. having certain characteristics). They are defined in Art. 72b and 72c sec. 2 CRR. These include the following key obligations:

- 1) the instruments are issued by a given entity (and not another company in the capital group);
- 2) the instruments are fully paid-in, and their purchase cannot be directly or indirectly financed by the issuing entity;
- 3) the liability is subordinated to liabilities excluded from the application of the write-down or conversion tool (i.e. the liability is included in the category of senior non-preferred debt in the claims' hierarchy);

⁴ With regard to AT1-type instruments, it should be added that although this form of bank financing was regulated in 2013 with the entry into force of the CRR, full legal basis was adopted in Poland only in 2023. The use of AT1-type instruments (in Poland in the form of capital) by banks operating in Poland is currently limited. Nevertheless, these instruments have been used by European entities to meet the own funds requirements and at the level of the entire European market they are an example of an already formed instrument. For this reason, they are not considered for the purposes of this article as a newly created instrument for financing the activities of banks.

- 4) the instrument has no embedded derivatives or is not itself a derivative;
- 5) the residual maturity is min. 1 year.

The issue documentation should address the following issues:

1) it should not contain a redemption option exercisable by the holder of the instrument (Article 72b(2)(h) of CRR);

2) it should contain a clear reference to the possibility of exercising the right to write down or convert by the resolution authority (Article 72b(2)(n) of the CRR);

3) it should contain provisions in which the buyer recognizes the possibility of write-down or conversion and agrees to be binding – if the issue is regulated by the law of a third country (Article 55 of the BRR Directive);

4) it should contain provisions in which the buyer recognizes the powers of the resolution authority to limit its rights associated with the security (Article 71a of the BRR Directive).

It is worth mentioning that each instrument that meets the relevant conditions is classified as eligible liabilities without the need for its recognition by the resolution authority. However, early redemption of such an instrument (resulting in a reduction in the level of eligible liabilities) requires the prior consent of the resolution authority (the framework of this process is referred to as the permission regime).

3. SNP BOND MARKET IN POLAND

As mentioned at the beginning, SNP bonds are an instrument created to enable banks to meet the MREL requirement. It was assumed that the issue of debt relatively senior to subordinated bonds (but still subordinated to liabilities excluded from the write-down or conversion) would enable banks to build their loss absorption and recapitalization capacity at a lower cost than the cost of issuing equity. Therefore, the potential shortage of the MREL requirement determines the potential for the development of the SNP bond market.

3.1. The level of the MREL requirement and its possible shortages

According to the estimates carried out in 2018 for the banks' data as of the end of 2016, the potential shortfall of the MREL requirement for banks operating in Poland amounted to PLN 59 billion under the most conservative assumptions [Kozłowska 2018a: 261]. The sample of that research included: PKO BP SA, Pekao SA, mBank SA, Bank Zachodni WBK SA, ING Bank Śląski SA, Bank Handlowy w Warszawie SA, Bank Millennium SA, Bank BGŻ BNP Paribas SA, Getin Noble Bank SA, Deutsche Bank Polska SA, BPS SA and SGB-Bank SA. These were banks designated in Poland as systemically important.

Since 2018, the principles for MREL determination have been changed, although – as indicated by the BFG [2021: 10] – the amended rules have been implemented by the Fund in such a way as to maintain the previously defined level of the requirement at a similar level. Therefore, it might be assessed that the estimates from 2018 might still be treated as a starting point for the analysis. In light of past estimates, it is possible to verify to what extent the MREL requirement was met at the end of 2022 and what role SNP bonds played. For this purpose, data on the target MREL requirements of the same group of banks and the level of instruments that count towards meeting the MREL requirement (as of the end of 2022) were used. The decision to conduct the analysis based on data as of the end of 2022 is justified by the fact that at the time of the analysis, these are the most up-to-date, audited reporting banks' data. For consistency, the analysis was carried out in the group of the same banks (without Getin Noble Bank, which was resolved in 2022 and declared bankrupt in 2023; Deutsche Bank Polska, in turn, was taken over in 2018 by Santander Bank Polska – previously Bank Zachodni WBK SA). The results of the analysis are summarized in Table 1.

Table 1. Compliance with the MREL requirement for the analysed banks
(data in PLN thousand; as of 31 December 2022)

Bank name	Target MREL requirement (holding amount) ^{a,b}	Own funds	Subordinated debt (not included in own funds)	SNP liabilities (SNP bonds or loans)	Surplus (+) / Deficiency (-) of the MREL requirement
PKO BP SA	35,188,992.00	40,723,000.00	–	–	5,534,008.00
Pekao SA	22,774,392.42	25,826,539.00	–	–	3,052,146.58
mBank SA	16,347,982.88	14,403,163.00	–	2,344,950.00 (SNP bonds)	400 130.12
Santander Bank SA	20,953,337.26	26,237,342.00	439,652.00	–	5,723,656.74
ING Bank Śląski SA	17,611,623.99	16,462,100.00	–	–	-1 149 523.99
Bank Handlowy w Warszawie SA	4,563,560.76	5,240,801.00	–	–	677,240.24
Bank Millennium SA	9,161,137.33	6,991,125.00	–	–	-2 170 012.33
BNP Paribas Bank Polska SA	15,378,009.45	14,842,133.00	314,172.00	450,000.00 (SNP loan)	228,295.55

BPS SA	1,582,573.59	1,049,633.00	–	–	–532,940.59
SGB-Bank SA	1,602,033.75	1,276,310.00	–	–	–325,723.75
Sum	145,163,643.42	153,052,146.00	753,824.00	2,794,950.00	11,437,276.58

^a this amount was calculated based on published BFG decisions regarding the amount of MREL-TREA and MREL-TEM and the amount of TREA and TEM of each bank

^b this amount was calculated as of December 31, 2022 – if the bank’s TREA or TEM level changes, this requirement will change

Source: Own study based on Bank Handlowy w Warszawie SA [2022, 2023], Bank Millennium [2023a, 2023b], BNP Paribas Bank Polska SA [2023a, 2023b], BPS SA [2023], ING Bank Śląski SA [2023a, 2023b], mBank SA [2023a, 2023b], Pekao SA [2022, 2023a], PKO BP SA [2022, 2023], Santander Bank Polska SA [2023a, 2023b], SGB-Bank SA [2023].

The analysis shows that the majority of banks already met the MREL requirement at the end of 2022. Among the banks that did not meet the MREL requirement, there were four entities, i.e. ING Bank Śląski, Bank Millennium, BPS, and SGB-Bank. It should be explained, however, that already in December 2022, ING Bank Śląski signed a loan agreement (as the bank indicated in the press release, it was a “non-preferred senior loan (NPS)”) in the amount of EUR 260 million, thanks to which the MREL shortfall was covered on the date of the transaction, i.e. January 5, 2023 [ING Bank Śląski 2023]. In the case of associating banks (BPS SA and SGB-Bank SA), the high level of MREL results from the high level of the total exposure measure (TEM) that does not take into account their specificity (accepting mandatory contributions from associated cooperative banks and investing them in money market instruments, usually treasury or monetary bonds or deposits). As of August 2023, changes in the method of calculating TEM are being processed on the EU level, which will lead to a significant reduction of TEM and the banks will most likely meet the MREL requirement [Bank.pl 2023]. Therefore, the only bank (in the group of analyzed entities and unless the TREA and TEM of other banks increase, forcing the banks to meet the growing requirement) that will have to take action to meet the MREL requirement is Bank Millennium SA. Due to the shortfall of the MREL-eligible instrument, this bank received the decision of the BFG imposing restrictions on profit and variable remuneration distribution, the so-called M-MDA [Bank Millennium 2023a].

3.2. Use of SNP bonds to meet the MREL requirement as of the end of 2022

In the context of the SNP bond market analysis and the role of SNP bonds in meeting the MREL requirement, i.e. ensuring the loss absorption and recapitalization capacity, it should be noted that:

1) the total amount of PLN 145.16 billion of the required level of the MREL requirement is fully covered (on the scale of the entire analyzed group) with own funds (PLN 153.1 billion);

2) banks' own funds in Poland are dominated by CET1, mainly share capital and retained earnings, which means that the main instrument for meeting the MREL requirement in Poland turned out to be the accumulation of profits and the banks' share capital;

3) only a few banks decided (by the end of 2022) to issue SNP liabilities to meet the MREL requirement – the issue amount was only 1.9% of the required MREL level as of the end of December 2022;

4) SNP liabilities were used only by those banks that would not have met the MREL requirement without their issuance - none of the banks meeting the requirement decided to use them to build, in particular, recapitalization capacity or to finance their operations at a cost lower than the cost of equity;

5) SNP bonds were held by only one entity (approximately 1.6% of the required MREL).

The above-mentioned facts mean that at the end of 2022, banks operating in Poland did not use SNP bonds to a significant extent as a source of meeting the MREL requirement. Consequently, SNP bonds were not a key tool to increase the ability of banks to absorb losses or recapitalize in Poland. As of the end of 2022, they were used only by one bank (one issue), i.e., mBank SA (at the same time, it should be noticed that mBank is not the first bank to issue such bonds to count them toward the MREL requirement – the first one was Santander Bank Polska, the issue of which took place on September 20, 2018; the issued bonds were listed on the Irish (Euronex Dublin) and the Warsaw Stock Exchange; the issue amounted to EUR 500 million. The bonds had a fixed interest rate of 0.75%). The bonds issued by mBank SA are also an example of green bonds and are listed on the Luxembourg Stock Exchange.

The financing obtained by BNP Paribas Bank Polska SA took the form of a loan that met the conditions for qualifying it as eligible liabilities (SNP loan), which was granted to the bank by the European Bank for Reconstruction and Development (EBRD). It was the first transaction of this type on the Polish market. However, it was not the issue of SNP bonds that are the main subject of the article.

3.3. Use of SNP bonds after the cut-off date

In the period from December 31, 2022 to June 30, 2023, banks operating in Poland organized a few issues of SNP bonds. In the group of reviewed banks, there were two entities (3 issues): Santander Bank Polska (1 issue) and Pekao SA (2 issues). The total amount of their issued debt amounted to PLN 3 billion. The largest

Table 2. Listed outstanding SNP bonds as of the end of June 2023

Bank	Applicable law	Issue date	Maturity date	Issue amount	Issue currency	Nominal value of one bond	Issue amount in PLN	Interest	Interest payment	Collateral	Call option (issuer call)	Call option date	ESG	Sales to individual customers	Where listed
mBank S.A	English law (except status, set-off, and bail – in issues which are governed by Polish law)	September 20, 2021	September 21, 2027	500,000,000	EUR	100,000	2,344,950,000	0.9660%	Annually (if they are not redeemed on the call date – then they continue to pay a quarterly coupon)	Lack	Yes	September 21, 2026	Green bonds	No	Luxembourg Stock Exchange
Santander Bank Polska S.A	Polish law	March 30, 2023	March 31, 2025	1,900,000,000	PLN	500,000	1,900,000,000	LIBOR6M +1.9%	Semi-annually	Lack	Yes	March 31, 2024, September 30, 2024	Sustainability bonds	No	Catalyst
Pekao S.A	Polish law	04/03/2023	04/03/2026	750,000,000	PLN	500,000	750,000,000	LIBOR6M +2.4%	Annually	Lack	Yes	04/03/2025	No	No (addressed only to qualified investors in accordance with Article 2(e) of the Prospectus Regulation)	Catalyst
Pekao S.A	Polish law	July 28, 2023	July 28, 2027	350,000,000	PLN	500,000	350,000,000	LIBOR6M +2.19%	Semi-annually	Lack	Yes	July 28, 2026	No	No (addressed only to qualified investors in accordance with Article 2(e) of the Prospectus Regulation)	Catalyst
Alior Bank SA (outside the group of reviewed banks)	Polish law	June 26, 2023	June 26, 2026	400,000,000	PLN	400,000	400,000,000	LIBOR6M +3.1%	Semi-annually	Lack	Yes	every business day after June 26, 2025 (inclusive)	No	No (for institutional investors only)	Catalyst

Source: Own study based on mBank SA (2021), Santander Bank Polska SA (2023c), Pekao SA (2023b, 2023c), and Alior Bank SA (2022, 2023).

transaction was organized by Santander Bank Polska (PLN 1.9 billion). Pekao SA organized two issues in the amount of PLN 750 and 350 million. In all cases, the face value of a single bond was PLN 500,000. All issues were denominated in Polish zloty and were based on a variable interest rate (WIBOR6M + margin). The margin ranged from 1.9% (Santander Bank Polska) to 2.4% (the first issue of Pekao SA). The terms of the issue involved annual or semi-annual interest payments. The maturity dates were initially 2–4 years (securities with the shortest maturities were issued by Santander Bank Polska; the longest maturities applied for securities issued by Pekao SA during the second issue). All issues provided for the possibility of early redemption rights for the issuer. Although the solutions applied in this respect differ, all issues foresaw the possibility of redemption one year before the originally planned redemption date at the earliest. This is related to the fact that from that time on (i.e., one year before the original maturity date), these bonds cease to be classified as meeting the MREL requirement. SNP bonds issued by Santander Bank Polska SA included the possibility of early redemption six months and a year before the maturity date. Pekao SA SNP bonds provided for early redemption one year before the maturity date. All of them were issued under the Polish law, and all are listed on Catalyst.

Apart from the group of analyzed banks, there is also another bank that issued SNP bonds, i.e., Alior Bank SA. The conditions of issue of these bonds do not differ significantly from the ones described above. The organized issue of SNP bonds by Alior Bank SA amounted to PLN 400 million, although the nominal value of a single bond was PLN 400,000 PLN (and not PLN 500,000 as in the case of the banks analyzed above). The interest rate on these bonds was also set as a variable interest rate (WIBOR6M + margin). The margin was 3.1%, and interest is paid semi-annually. The bonds have an early redemption option, which can be exercised any business day after June 26, 2025 (inclusive), i.e., in the last year of the bonds, when the issue ceases to meet the MREL requirement.

The terms of all MREL-compliant issues outstanding at the end of June 2023 are summarized below.

3.4. Factors affecting the SNP bond market in Poland

The market for SNP bonds is affected by at least several factors of a regulatory and business nature.

Firstly, it should be pointed out that the MREL requirement might be met not only with SNP bonds but also with own funds. Building, in particular, CET1 own funds allows entities to meet not only the MREL requirement but also other requirements, i.e., capital adequacy ratio requirements, capital buffer requirements, and leverage requirements. Moreover, the building of CET1 own funds is

facilitated by the so-called supervisory dividend policy. It significantly limits banks' ability to withdraw (or payout) profits, which, being retained in the bank, naturally builds its CET1. Therefore, banks have more incentives to build a high level of their own funds, which, to a large extent, allows them to meet the MREL requirement. However, this limits the development of the SNP bond market. In this respect, a project that may increase the use of SNP bonds, is the introduction of the long-term financing ratio (WFD) proposed by the Polish Financial Supervisory Authority [KNF 2023].

Secondly, the levels of MREL requirements imposed on banks operating in Poland are among the lowest in the EU [EBA 2023b: 4]. The structure of the MREL requirement also does not oblige banks to meet at least a part of the requirement in the form of debt instruments. It should also be added that some banks operating in Poland are part of international capital groups, and supplementing potential shortages of own funds or eligible liabilities to meet the MREL requirement may be made by the parent company by taking up certain securities without their public issue (this applies in particular in groups for which the preferred resolution strategy is SPE, i.e., a single point of entry, where resolution tools are going to be implemented only against the parent company – as a consequence, the parent entity is obliged to build the loss absorption and recapitalization capacity for the entire capital group and to distribute it within the group). It is the parent company that may be responsible for issuing the appropriate value of instruments and then “distributing” them within the group in the form of transactions between the parent company and its subsidiaries. Therefore, the structure of the MREL requirement itself is not a significant incentive for the development of the SNP bond market in Poland.

Thirdly, the general liquidity needs of banks in Poland have a significant impact on the possible need to issue SNP bonds. In the period when banks were building the amount of their own funds and eligible liabilities to meet the MREL requirement, general sector liquidity remained at a high level. Although in the years 2020–2022 liquidity in the sector was characterized by increased volatility (determined by various factors, e.g., pandemics and outbreak of war in Ukraine), the sector still maintained its significant surpluses. In some years, the central bank itself indicated the necessity to conduct monetary policy in the event of excess liquidity in the banking sector [NBP 2021: 12]. At the same time, the limited creditworthiness of Poles resulting from high interest rates (and low demand in particular for mortgage loans) and the slowing down of economic growth in 2023 (limiting demand for corporate loans) harmed the volume of bank lending. This exacerbated the problem of excess liquidity of banks. In other words, banks operating in Poland had to deal with a surplus of free funds. Under such conditions, banks operating in Poland had limited business needs in terms of obtaining further liquidity (also by issuing SNP bonds).

A factor that may contribute to the increased interest of banks in SNP bonds is the term structure of financing in Poland, which is based mainly on short-term deposits. Such a strategy of financing banking activity results in high liquidity risk, in particular, the risk of the bank's balance sheet structure (it is debatable whether, the bank is subject to an increased risk of a run, where deposit guarantee schemes play a stabilizing role in this respect – more on this topic is written, for example, by Gospodarowicz [2015]). Limiting the use of short-term deposits and replacing them with long-term SNP bonds will reduce this problem. This will also contribute to the improvement of supervisory liquidity ratios, in particular the NSFR.

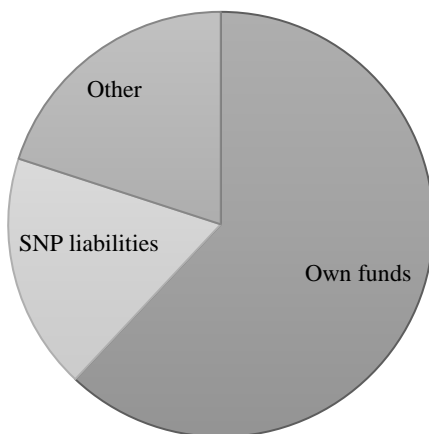
It is worth paying attention to the demand side of the SNP bond market. As regards the MREL requirement (not the TLAC requirement), these bonds are not subject to a mandatory deduction regime (if they are purchased by another bank). This is a factor that broadens the potential group of entities interested in investing in SNP bonds. In addition to banks, other interested parties may include investment funds or insurance companies. Given that SNP bonds are issued by supervised entities whose financial data are largely published, the risk of default is easier to identify, and the role of such bonds in the event of possible bankruptcy or resolution is strictly defined. In this regard, the status of retail clients as investors in SNP bonds is interesting. To avoid their purchase by non-professional entities, mechanisms limiting their availability (but not prohibiting their sale) are envisaged. In Poland, SNP bonds sold to retail customers must have a nominal value of at least PLN 400,000. This is to limit the availability of such securities to investors with lower incomes. Such a solution reduces the demand for SNP bonds, although it does not eliminate retail clients from the group of investors (worth noting that similar restrictions do not apply to, for example, the purchase of bank shares, which is associated with a higher risk of loss – the shareholder as the owner covers the bank's losses in the first place). At the same time, the framework increases the probability that among the potential buyers of SNP bonds, there are entities with higher risk awareness and more experience in investing. This is conducive to stabilizing the investor base while limiting legal risk in the future, due to the lack of understanding of securities by investors.

4. SNP BOND MARKET IN THE UE

The only source of information about the scale of markets for instruments used to meet the MREL requirement are EBA reports on monitoring compliance with the MREL requirement in the EU. The latest public report summarizes the size of the MREL requirement and how it is met according to data as of the end of 2021. While it does not correspond with the analysis of the MREL requirement and

potential shortages presented above for the Polish market, it does provide an overview of the SNP bond market at the end of 2021, when banks operating in Poland almost did not use this instrument to meet MREL (except for mBank, which at the end of 2021 was the only bank that had issued, outstanding SNP bonds).

According to EBA data [2023a: 62], banks in the EU issued over EUR 30 billion of SNP liabilities (not specified if they are bonds or loans) in each quarter of 2021 (in Q1 and Q2 2021 it was almost EUR 70 billion each). Analyzing the use of all possible instruments to meet the MREL requirement, SNP bonds accounted for approx. 20% of the requirement coverage. CET1, dominant in meeting the MREL requirement in Poland, was responsible for “only” about 50% of the coverage of the MREL requirement in the EU [EBA 2023a: 53].



Scheme 4. Instruments used to meet the MREL requirement in EU countries

Source: Own elaboration based on EBA [2023, p. 53].

Both in nominal terms and as a percentage of TREA, the main issuers of SNP liabilities were banks operating in Denmark. In nominal terms, the main issuers of SNP liabilities were global systemically important banks (G-SIBs). In 2021, they issued a total of over EUR 100 billion of SNP liabilities. The largest share of TREAs was met using SNP liabilities by banks with balance sheet totals between EUR 10 and 50 billion [EBA 2023a: 59]. The EBA report does not analyze the characteristics of individual SNP issues.

It is worth adding, however, that banks, in particular in the euro area, had to take into account the withdrawal of the European Central Bank (ECB) from quantitative easing (QE) programs [ECB 2023] in their decisions regarding the

financing of banking activities. QE included, for example, loan programs for banks. As a result, banks operating in the euro area had to prepare for a gradual reduction in their dependence on financing from the ECB. One of the tools (cheaper compared to equity, AT1 bonds, Tier 2 bonds, and subordinated debt) were issues of SNP bonds.

CONCLUSION

Banks operating in Poland must meet the MREL requirement by the end of 2023. This requirement might be met with own funds or eligible liabilities, an example of which are SNP bonds. They are a relatively new instrument in the hands of banks, which allows them not only to meet regulatory requirements (MREL requirement, NSFR ratio) but also to introduce changes in their financing strategies. SNP bonds make it possible to reduce dependence on financing in the form of short-term deposits. Their potentially wide catalog of buyers also allows banks to build a group of investors with a relatively lower risk (legal risk for the bank and risk of loss for investors, as these bonds cover losses only after AT1 bonds, Tier 2 bonds, and subordinated debt).

The MREL shortfall estimates calculated in 2018 (according to data as of the end of 2016) indicated a significant amount of approx. PLN 60 billion in the Polish banking sector. A similar analysis conducted for the data of 2022 showed that the MREL requirement was met by the majority of banks in the analyzed group. Nevertheless, instruments classified as banks' own funds remained the dominant instruments for meeting the MREL requirement. Until the end of 2022, SNP bonds were of marginal importance from the point of view of meeting the MREL requirement. Therefore, the banks did not utilize the advantages offered by SNP bonds compared to other sources of financing (both own funds and short-term deposits). At the end of 2022, only one bank had outstanding SNP instruments. After that date, of the group of analyzed banks, only two banks decided to use SNP bonds. However, this state of affairs is affected by several regulatory and business factors. First, they concern the relationship between the MREL requirement and other requirements, as well as the instruments using which individual requirements can be met. Banks have more incentives to build their own funds. This is also influenced by the policy of the Polish Financial Supervisory Authority. The lack of willingness to issue SNP bonds also results from the construction of the MREL requirement, especially concerning banks operating in Poland that are part of larger banking groups. Business factors, such as the excess liquidity of the sector or the volatility of market conditions, are not without influence. To sum up, the Polish SNP bond market is at a very early stage of development. Other European markets, in particular in Denmark, France, and Germany, are more

developed in this area. However, SNP bonds offer many benefits compared to building own funds in the form of CET1, which should be taken into account by banks operating in Poland, as they are related to the strategic management of these entities, in particular in the context of sources of financing banking activities and their appropriate combination.

FINANCING

The article was financed from the general subsidy to maintain research potential at the Warsaw School of Economics.

AUTHOR'S DECLARATION

The author declares no conflicts of interests.

REFERENCES

- Alior Bank SA (2022). *Prospekt bazowy programu ofertowego obligacji do kwoty 2.000.000.000 PLN* [Base prospectus of the bond offering program up to PLN 2,000,000,000], <https://www.aliorbank.pl/dodatkowe-informacje/relacje-inwestorskie/wieloletni-program-emisji-obligacji/program-ofertowy-do-2000000000-zl/dokumenty-programu-ofertowego.html> (accessed 16.08.2023).
- Alior Bank SA (2023). *Ostateczne warunki* [Final terms], <https://www.aliorbank.pl/dodatkowe-informacje/relacje-inwestorskie/wieloletni-program-emisji-obligacji/program-ofertowy-do-2000000000-zl/dokumenty-programu-ofertowego.html> (accessed 16.08.2023).
- Arnould, G., Avignone, G., Pancaro, C. and Zochowski, D. (2021). Bank funding costs and solvency. *European Journal of Finance*, no. 28(10), pp. 931–963, <https://doi.org/10.1080/1351847X.2021.1939753>
- Bank Handlowy (2022). *Raport bieżący nr 35/2022* [Current Report No. 35/2022], <https://www.citibank.pl/poland/files/raport-biezacy-nr35-2022.pdf> (accessed 09.08.2023).
- Bank Handlowy (2023). *Informacje w zakresie adekwatności kapitałowej Grupy Kapitałowej Banku Handlowego w Warszawie według stanu na 31 grudnia 2022 roku* [Information on the capital adequacy of the Capital Group of Bank Handlowy w Warszawie as of 31 December 2022], https://www.citibank.pl/poland/files/adekwatnosc_kapitalowa_2022_12_31.pdf (accessed 14.08.2023).
- Bank Millennium (2023a). *Raport bieżący nr 19/2023* [Report current issue no. 19/2023], <https://www.bankmillennium.pl/o-banku/relacje-inwestorskie/raporty-biezace/-/r/30314009> (accessed 09.08.2023).
- Bank Millennium (2023b). *Raport w zakresie adekwatności kapitałowej, ryzyka oraz polityki wynagrodzeń Grupy Kapitałowej Banku Millennium SA za 2022 rok* [Report on capital adequacy, risk and remuneration policy of the Bank Millennium SA Capital Group for 2022], https://www.bankmillennium.pl/documents/10184/31801731/Raport_kapita%C5%82_ryzyko_wynagrodzenia-Gru-2022-sig-sig-sig-sig-sig-sig-sig.pdf (accessed 14.08.2023).
- Bank.pl (2023). *Nowe przepisy CRR/CRD uwzględnią postulaty ZBP* [New CRR/CRD regulations will take into account ZBP's demands], <https://bank.pl/nowe-przepisy-crr-crd-uwzlednia-postulaty-zbp/?id=454572&catid=25925> (accessed 10.08.2023).

- Barattieri, A., Moretti, L. and Quadri, V. (2021). Bank funding, leverage, and investment. *Journal of Financial Economics*, no. 141(1), pp. 148–171, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.06.022>
- BFG (2021). *Metodyka MREL* [MREL methodology], <https://www.bfg.pl/wp-content/uploads/metodyka-mrel.pdf> (accessed 25.01.2024).
- BCBS (2010). *An assessment of the long-term economic capital and liquidity requirements*, BIS.
- BNP Paribas (2023a). *Raport bieżący nr 27/2023* [Current Report No. 27/2023].
- BNP Paribas (2023b). *Informacje dotyczące adekwatności kapitałowej grupy kapitałowej BNP Paribas Bank Polska SA według stanu na dzień 31 grudnia 2022 roku* [Information on the capital adequacy of the BNP Paribas Bank Polska SA capital group as of December 31, 2022], www.bnpparibas.pl (accessed 14.08.2023).
- BPS SA (2023). *Informacja dotycząca adekwatności kapitałowej Grupy Kapitałowej Banku BPS SA podlegająca ujawnieniom na dzień 31.12.2022 r.* [Information on the capital adequacy of the Bank BPS SA Capital Group to be disclosed as of December 31, 2022], https://www.bank-bps.pl/images/Dokumenty/adekwatnosc_kapitalowa/Informacja_dot_adekwatno%C5%9Bci_na_31.12.2022_r_do_podpisu_na_stron%C4%99_internetow%C4%85-sig-sig-sig.pdf (accessed 14.08.2023).
- Calomiris, Ch. (1999). Building an incentive-compatible safety net. *Journal of Banking and Finance*, no. 23, pp. 1499–1519.
- Czechowska, D., Lipiński, Cz., Borys, M., Stawska, J., Stepińska, J. i Zatoń, W. (2023). *Wymóg MREL w realiach systemu bankowego w Polsce*. PAB/WIB grudzień.
- Song, F. and Thakor, A. (2007). Relationship banking, fragility, and the asset-liability matching problem. *The Review of Financial Studies*, no. 20, pp. 2129–2177.
- Huang, R. and Ratnovski, L. (2010). *The dark side of bank wholesale funding*. IMF Working Paper, WP/10/170.
- Demirguc-Kunt, A. and Huizinga, H. (2009). *Bank Activity and Funding Strategies. The Impact on Risk and Returns*, Policy Research Working Paper 4837.
- Diamond, D. (1984). Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *The Review of Economic Studies*, vol. 51, no. 3, pp. 393–414, <https://doi.org/10.2307/2297430>
- Crespi, F. and Mascia, D. (2018). *The Funding Strategies of European Banks: A Discussion, Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions*. In: *Bank Funding Strategies*, Palgrave Macmillan.
- EBA (2023a). *EBA MREL Quantitative monitoring report and impact assessment*, EBA/REP/2023/03.
- EBA (2023b). *MREL Dashboard. Data as of Q4 2022*, https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Risk%20Analysis%20and%20Data/Risk%20dashboard/Q2%202023/1058317/MREL%20Dashboard%20-%20Q4%202022.pdf (accessed 14.08.2023).
- EBC (2023). *Quantitative tightening: rationale and market impact*, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230302~41273ad467.en.html> (accessed 28.08.2023).
- Evanoff, D., Jagtiani, J. and Nakata, T. (2011). Enhancing market discipline in banking: The role of subordinated debt in financial regulatory reform. *Journal of Economics and Business*, vol. 63(1), pp. 1–22, <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2010.07.001>
- Gospodarowicz, A. i Nosowski, A. (2016). *Zarządzanie instytucjami kredytowymi* [Managing credit institutions]. Warszawa: Wydawnictwo C.H.Beck.
- Gospodarowicz, M. (2015). *System gwarantowania depozytów z uwzględnieniem ryzyka banku i ryzyka systemowego* [Deposit guarantee system, taking into account bank risk and systemic risk]. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
- Hull, J. (2021). *Zarządzanie ryzykiem instytucji finansowych* [Risk management and financial institutions], Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

- ING Bank Śląski (2022). *Raport nr 27/2022* [Report No. 27/2022], <https://www.ing.pl/fileserver/item/unysrcv> (accessed 28.08.2023)
- ING Bank Śląski (2023a). *Raport nr 12/2023* [Report No. 12/2022], <https://www.ing.pl/fileserver/item/funvuo9> (accessed 09.08.2023).
- ING Bank Śląski (2023b). *Informacje o charakterze jakościowym i ilościowym dotyczące adekwatności kapitałowej oraz zmiennych składników wynagrodzenia za rok 2022* [Qualitative and quantitative information on capital adequacy and variable remuneration components for 2022], <https://www.ing.pl/fileserver/item/dzeczbuq> (accessed 14.08.2023).
- KNF (2023). *Długoterminowe finansowanie kredytów hipotecznych* [Long-term financing of mortgage loans], https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Koncepcja_finansowania_hipotek_82201.pdf (accessed 14.08.2023).
- Koleśnik, J. (2019). *Bankowe ryzyko systemowe. Źródła i instrumenty redukcji* [Banking systemic risk. Sources and instruments of reduction], Warszawa: Difin.
- Koziańska, M. (2018a). MREL a polski sektor bankowy [MREL and Polish banking sector]. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, nr 531, s. 253–265, <https://doi.org/10.15611/pn.2018.531.23>
- Koziańska, M. (2018b). Structure of the Passive Side of a Bank's Balance Sheet Versus the Pari Passu and No-Creditor-Worse-Off Rules. *Financial Sciences. Nauki o Finansach*, vol. 23, issue 3, pp. 84–101, <https://doi.org/10.15611/fins.2018.3.07>
- Koziańska, M. i Wilk, B. (2022). Charakter prawny sankcji ze strony Bankowego Funduszu Gwarancyjnego za niespełnienie wymogu MREL oraz ich ekonomiczna skuteczność [MREL requirement – legal nature of sanctions imposed by the Bank Guarantee Fund for failure to meet the requirement and their economic effectiveness]. *Bezpieczny Bank*, nr 4(89), s. 29–52, <https://doi.org/10.26354/bb.2.4.89.2022>
- Korzeb, Z. (2013). Koncepcja RAPM (Risk Adjusted Performance Measure) jako zintegrowany model zarządzania ryzykiem i efektywnością w banku komercyjnym [The concept of RAPM (Risk Adjusted Performance Measure) as an integrated risk and performance management model in a commercial bank]. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, vol. 289, s. 294–303.
- Le Lesle, V. (2012). *Bank debt in Europe: "Are funding models broken"*. IMF Working Paper No. 12/299.
- Martino, E. and Parchimowicz, K. (2021). Go Preventive or Go Home – The Double Nature of MREL. *European Company and Financial Law Review*, no. 18(4), pp. 608–639, <https://doi.org/10.1515/ecfr-2021-0023>
- mBank (2021). *Final terms*, https://www.mbank.pl/pdf/msp-korporacje/relacje-inwestorskie/ratingi-instrumenty-dluzne/mbank_snp-green-issuance_final-terms_signed.pdf (accessed 16.08.2023).
- mBank (2023a). *Raport 23/2023* [Report No. 23/2023], <https://www.mbank.pl/relacje-inwestorskie/komunikaty-gieldowe/komunikat.html?i=5759#hyxq68qa41> (accessed 09.08.2023).
- mBank (2023b). *Ujawnienia dotyczące adekwatności kapitałowej Grupy mBank SA na dzień 31 grudnia 2022 roku* [Disclosures regarding the capital adequacy of mBank SA Group as of 31 December 2022], <https://www.mbank.pl/pdf/relacje-inwestorskie/rn/2022/ujawnienia-pl.pdf> (accessed 14.08.2023).
- Modigliani, F. and Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, vol. 48, no. 3, pp. 261–297.
- Modras, A. (2023). *Zarządzanie ryzykiem prawnym w bankowości* [Legal risk management in banking]. Warszawa: PWE.
- Niedziółka, P. (2019). *Pojęcie i rodzaje ryzyka bankowego* [The concept and types of banking risk]. In: M. Zaleska, red., *Świat bankowości* [World of banking]. Warszawa: Difin.

- NBP (2021). *Raport Roczny 2020. Płynność sektora bankowego. Instrumenty polityki pieniężnej NBP* [Annual Report 2020. Liquidity of the banking sector. NBP monetary policy instruments], <https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/07/raport2020.pdf> (accessed 14.08.2023).
- Oziębala, W. (2020). *Współczesne tendencje kształtowania się modelu nadzoru bankowego. Nadzór makro i mikroostrożnościowy* [Contemporary trends in shaping the model of banking supervision. Macro and micro-prudential supervision]. Warszawa: Wydawnictwo C.H.Beck.
- Pekao SA (2022). *Raport 27/2022* [Report 27/2022], <https://www.pekao.com.pl/relacje-inwestorskie/raporty-i-sprawozdania/raporty/4e9b9731-92bb-445b-8de3-20732bdce5b3/raport-27-2022.html> (accessed 09.08.2023).
- Pekao SA (2023a). *Informacje w zakresie adekwatności kapitałowej Grupy Kapitałowej Banku Pekao SA według stanu na 31 grudnia 2022 roku* [Information on the capital adequacy of the Bank Pekao SA Capital Group as of December 31, 2022], <https://www.pekao.com.pl/dam/jcr:f9398ca2-0510-43d9-b39d-72df8d143c51/Filar%20Grupa%20Banku%20Pekao%2031.12.2022.pdf> (accessed 14.08.2023).
- Pekao SA (2023b). *Raport 7/2023* [Report 7/2023], <https://www.pekao.com.pl/relacje-inwestorskie/raporty-i-sprawozdania/raporty/dabc86a6-252e-49ad-8220-b67d5f68bcac/raport-7-2023.html> (accessed 16.08.2023).
- Pekao SA (2023c). *Raport 19/2023* [Report 19/2023], [https://www.pekao.com.pl/relacje-inwestorskie/raporty-i-sprawozdania/raporty/f2414722-19aa-45be-86ac-bfb3861fbb80/raport-19-2023.html#:~:text=%C5%81%C4%85czna%20warto%C5%9B%C4%87%20nominalna%20emitowanych%20obligacji%3A%20750.000.000%20PLN%20\(s%C5%82ownie.Format%20emisji%3A%20NC1%2C%20tj](https://www.pekao.com.pl/relacje-inwestorskie/raporty-i-sprawozdania/raporty/f2414722-19aa-45be-86ac-bfb3861fbb80/raport-19-2023.html#:~:text=%C5%81%C4%85czna%20warto%C5%9B%C4%87%20nominalna%20emitowanych%20obligacji%3A%20750.000.000%20PLN%20(s%C5%82ownie.Format%20emisji%3A%20NC1%2C%20tj) (accessed 16.08.2023).
- PKO BP (2022). *Raport nr 35/2022* [Report No. 35/2022], <https://www.pkobp.pl/relacje-inwestorskie/raporty-biezace/raport-nr-35-2022-pismo-bankowego-funduszu-gwarancyjnego-w-sprawie-ustalenia-minimalnego-wymogu-dotyczacego-funduszy-wlasnych-i-zobowiazan-kwalifikowanych-mrel-dla-pko-banku-polskiego-s-a/> (accessed 09.08.2023).
- PKO BP (2023). *Adekwatność kapitałowa oraz inne informacje Grupy Kapitałowej Powszechnej Kasy Oszczędności Banku Polskiego Spółki Akcyjnej podlegające ogłoszeniu według stanu na 31 grudnia 2022 roku* [Capital adequacy and other information of the Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna Group to be published as of 31 December 2022], https://www.pkobp.pl/media_files/dff25ed6-2e1e-4e5c-ac03-960dff262998.pdf (accessed 14.08.2023).
- Proniewski, M. i Tarasiuk, W. (2012). *Zarządzanie instytucjami kredytowymi. Strategie, modele biznesowe i operacyjne* [Management of credit institutions. Strategies, Business and Operational Models]. Warszawa: Wydawnictwo C.H.Beck.
- Santander Bank Polska (2023a). *Raport bieżący nr 23/2023* [Current Report No. 23/2023], <https://www.santander.pl/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-lista/raport-biezacy-nr-23-2023> (accessed 09.08.2023).
- Santander Bank Polska (2023b). *Informacja w zakresie adekwatności kapitałowej Grupy Kapitałowej Santander Bank Polska SA (na dzień 31 grudnia 2022 roku)* [Information on the capital adequacy of the Santander Bank Polska SA Group (as of 31 December 2022)], https://www.santander.pl/regulation_file_server/time20230222104615/download?id=165127&lang=pl_PL (accessed 14.08.2023).
- Santander Bank Polska (2023c). *Emisje obligacji i papierów wartościowych* [Issues of bonds and securities], <https://www.santander.pl/relacje-inwestorskie/emisje> (accessed 16.08.2023).
- SGB-Bank SA (2023). *Ujawnienia w zakresie profilu ryzyka i poziomu kapitału SGB-Banku SA w Poznaniu według stanu na dzień 31 grudnia 2022 roku* [Disclosures regarding the risk profile and capital level of SGB-Bank SA in Poznań as of 31 December 2022], https://www.sgb.pl/wp-content/uploads/2023/06/Ujawnienia-Raport_12_2022.pdf (accessed 14.08.2023).

- Smaga, P. (2020). *Polityka makroostrożnościowa w sektorze bankowym. Teoria i praktyka* [Macroprudential policy in the banking sector. Theory and Practice]. Warszawa: Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.
- Szczepańska, O. (2015). MREL and TLAC i.e. How to increase the loss absorption capacity of banks. *Bezpieczny Bank*, no. 3(60), pp. 37–53.
- Szczepańska, O., Dobrzańska, A. i Zdanowicz, B. (2015). *Resolution, czyli nowe podejście do banków zagrożonych upadłością* [Resolution as a new approach to banks at risk of bankruptcy], <https://nbp.pl/wp-content/uploads/2022/09/Resolution.pdf> (accessed 17.08.2023).
- Tröger, T. (2020). Why MREL won't help much: minimum requirements for bail-in capital as an insufficient remedy for defunct private sector involvement under the European bank resolution framework. *Journal of Banking Regulation*, no. 21(1), pp. 64–81.
- Van Rixtel, A., Gonzalez, L. and Yang, J. (2015). *The determinants of long-term debt issuance by European banks: Evidence of two crises*. BIS Working Papers No. 513.
- Zaleska, M. (2019). *Nadzór mikroostrożnościowy* [Microprudential supervision]. W: M. Zaleska, red., *Świat bankowości* [World of banking]. Warszawa: Difin.
- Zaleska, M. i Koleśnik, J. (2019). *Nadzór makroostrożnościowy* [Macroprudential supervision]. W: M. Zaleska, red., *Świat bankowości* [World of banking]. Warszawa: Difin.

OBLIGACJE TYPU SENIOR NON-PREFERRED JAKO INSTRUMENT SPEŁNIENIA WYMOGU MREL

STRESZCZENIE

Cel artykułu/hipoteza. Celem artykułu jest przedstawienie wyników pierwszej oceny rozwoju rynku obligacji niepreferowanych (SNP) w Polsce. Obligacje SNP zostały wprowadzone, aby ułatwić osiągnięcie przez banki MREL, którego celem jest budowanie zdolności banków do absorpcji strat i dokapitalizowania. Jednocześnie są kolejnym źródłem finansowania banków. Rozwój rynku obligacji SNP został zapoczątkowany stosunkowo niedawno wraz z pełnym utworzeniem systemów przymusowej restrukturyzacji i wprowadzeniem wymogu MREL dla banków. Choć pierwsze niewiążące decyzje o nałożeniu wymogu MREL wydano już w 2016 r., to już w 2017 r. formalnie wprowadzono koncepcję SNP. W 2019 r. przyjęto nowelizację zasad ustalania wymogu MREL, która została wdrożona do polskiego prawa w 2021 r. i 2022 r. wprowadzono nowelizację przepisów o obligacjach, umożliwiającą emisję obligacji SNP zaliczanych do MREL. Od tego czasu (2022 r.) istnieją pełne ramy prawne umożliwiające ustalanie i utrzymywanie wymogu MREL, a co za tym idzie pełne warunki rozwoju tego rynku w Polsce. Uzasadnione jest zatem stwierdzenie, że jest to rynek stosunkowo młody. Co więcej, jest on niedostatecznie zbadany przez naukowców. Uzasadnia to ocenę potencjalnej skali tego rynku, realizacji celu, dla którego został stworzony, a także przesłanki i bariery jego rozwoju.

Metodyka. Zastosowanymi metodami badawczymi była analiza ilościowa (obliczenie potencjalnego niedoboru wymogu MREL i potrzeb w zakresie emisji papierów wartościowych na podstawie danych sprawozdawczych) oraz analiza jakościowa (pod kątem oceny wyzwań).

Wyniki/Rezultaty badania. Główną determinantą jego potencjału jest wielkość niedoboru MREL, która jest uzależniona od sytuacji finansowej banków, a częściowo od strategii organów przymusowej restrukturyzacji (odpowiedzialnych za ustalenie poziomu tego wymogu). Główne wyzwania stojące przed polskim rynkiem obligacji SNP związane są z perspektywami dalszego rozwoju sektora bankowego i jego otoczenia (biznesowego i strategicznego). Niemniej jednak wydaje się, że

potencjał rynku obligacji SNP w Polsce jest niedoceniany. Artykuł wzbogaca ogólną wiedzę na temat źródeł finansowania banków.

Słowa kluczowe: przymusowa restrukturyzacja, MREL, podrzędny dług uprzywilejowany, SNP, finansowanie bankowe.

JEL Class: G21, G23, G33.

DWIE DEKADY NADUŻYĆ NA RYNKU W POLSCE MANIPULACJE INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI ORAZ UJAWNIANIE I WYKORZYSTYWANIE INFORMACJI POUFNYCH W LATACH 2002–2022

Czesław Bartłomiej Martysz*

Joanna Skrodzka**



<https://doi.org/10.18778/2391-6478.S2.2023.08>

TWO DECADES OF MARKET ABUSE IN POLAND. MARKET MANIPULATION, INSIDER TRADING AND UNLAWFUL DISCLOSURE OF INSIDE INFORMATION FROM 2002 TO 2022

ABSTRACT

The purpose of the article/hypothesis. The purpose of the article is to present key conclusions from the analysis of case law, including the most common *modus operandi* of perpetrators and the characteristic features of the crimes of manipulation, insider trading and unlawful disclosure of inside information. These offenses (classified under the MAR Regulation as market abuse) are particularly harmful to the Polish capital market, as they damage investor confidence in the market and destroy its efficiency.

Methodology. The authors, based on the literature, reports of the supervisory authority over the Polish capital market (KPWiG / KNF) and court judgments, have created the first comprehensive study of case law for market abuse in the Polish literature.

Results of the research. The duration of the prosecutorial and judicial process for market abuse took 6.5–7.8 times longer than the average criminal trial. The effectiveness of insider trading adjudication was significantly lower than in the case of manipulation (46%). The typical *modus operandi* of manipulation was artificial one-person trading “with oneself” or closely related

* Dr, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, e-mail: cmarty@sgh.waw.pl, <https://orcid.org/0000-0003-2461-0121>

** Absolwentka, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, e-mail: asia.skrodzka@gmail.com

activity of several people (*wash trade*). The perpetrators of the market abuses were mostly people with extensive knowledge about how stock exchange works, who tried to hide behind ignorance or speculation during the proceedings, but often market participants were unaware of the illegality of their actions.

Keywords: market abuse, market manipulation, insider trading, insider dealing, capital market.

JEL Class: K14, K22, G14, G18, G19, G23.

WSTĘP

Bez wątpienia najwyżej plasującymi się w hierarchii nierpawidłowościach na rynkach finansowych są właśnie nadużycia na rynku¹ [Płókarz i in. 2021: 45]. Są to szczególnie szkodliwe przestępstwa, ponieważ zakłócają obrót instrumentami finansowymi i naruszają zaufanie inwestorów do rynku, niszcząc jego efektywność i przejrzystość. Nadużyciami na rynku są wykorzystywanie informacji poufnych (*insider trading* lub *insider dealing*), bezprawne ujawnianie informacji poufnych oraz manipulacje na rynku (w uproszczeniu manipulacje instrumentami finansowymi)² [Dz.U. UE L 173/1, dalej jako MAR].

Autorzy, bazując na raportach Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) oraz jej poprzedniczki – Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG)³, zbadali statystyki karalności nadużyć oraz zwrócili się do polskich sądów (w trybie dostępu do informacji publicznej) o udostępnienie zanonimizowanych wyroków za nadużycia (z lat 2005–2021) wraz z uzasadnieniami. Dzięki obszernemu materiałowi badawczemu autorzy stworzyli unikalny, pierwszy w polskiej literaturze szeroki przegląd orzecznictwa w zakresie nadużyć na rynku.

Celem artykułu jest określenie istoty nadużyć oraz analiza orzecznictwa, w tym najczęstszych *modus operandi* oraz charakterystycznych cech nadużyć. Rozważania mogą być wykorzystane choćby do skuteczniejszego wykrywania i zwalczania nadużyć, ale także do podniesienia świadomości inwestorów. Artykuł jest unikatowy, ponieważ w literaturze brakuje badań poświęconych orzecznictwu w zakresie manipulacji instrumentami finansowymi i insider tradingu.

¹ W niniejszym artykule wszystkie „nadużycia” będą oznaczały „nadużycia na rynku”. Autorzy zwracają jednak uwagę na potoczne, szersze znaczenie pojęcia „nadużycie”, rozumiane jako „postępowanie lub czyn niezgodne z przyjętymi normami postępowania”.

² Manipulacja może też dotyczyć niebędących instrumentami finansowymi wskaźników referencyjnych, dlatego pojęcie „manipulacja instrumentami finansowymi” zastąpiono szerszą definicją „manipulacji na rynku”. To rozszerzenie jest pokłosiem tzw. „afery LIBOR”.

³ KNF utworzono 21 lipca 2006 roku.

1. CZYM SĄ NADUŻYCIA NA RYNKU?

1.1. Wprowadzenie

W tym rozdziale, na podstawie literatury oraz uzasadnień orzeczeń sądowych, zebrano kluczowe cechy nadużyć na rynku. Z uwagi na szeroki okres badawczy (2002–2022) opisano także historię ewolucji definicji nadużyć. Początkowo w polskim prawie giełdowym istniała wyłącznie kara za (ogólnie sformułowane) „sztuczne podwyższanie lub obniżanie ceny papierów wartościowych”⁴ oraz za wykorzystywanie informacji poufnych⁵. W 2004 roku pojawiły się nowe definicje nadużyć na rynku, wynikające z wejścia Polski do Unii Europejskiej (UE) i z implementacji Dyrektywy MAD [Dz.U. UE L 96]⁶ [Kwieciński 2019: 12]. Od 3 lipca 2016 roku⁷ do dziś obowiązują bezpośrednio definicje nadużyć na rynku z Rozporządzenia MAR (594/2014), które (w stosunku do definicji z Dyrektywy MAD) są tożsame dla rynków regulowanych, jak i alternatywnych systemów obrotu (ASO). W zakresie manipulacji przepisy MAR są bardziej precyzyjne i wskazują na obiektywne i łatwiejsze do wykazania przesłanki wystąpienia manipulacji niż zachowania ogólnie “wprowadzające inwestorów w błąd”. W przypadku informacji poufnych przepisy MAR są już bardziej rewolucyjne, m.in. z uwagi na bardziej ogólną definicję informacji poufnej oraz całkowite przerzucenie na emitenta obowiązku rozpoznawania tych informacji [Martysz i Rzeszutek 2016: 85].

Do najważniejszych aktów prawa UE uzupełniających MAR należą m.in. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku) [Dz.U. UE L 173/179], Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2016/522 z 17 grudnia 2015 roku [Dz.U. UE L 88 z 5.4.2016]⁸, Dyrektywa wykonawcza Komisji (UE) 2015/2392 z 17 grudnia

⁴ Jest to m.in. art. 177 (sankcje za sztuczne podwyższanie lub obniżanie ceny papierów wartościowych) ustawy z 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi.

⁵ W szczególności jest to art. 4 ust. 19 (definicja informacji poufnej) oraz art. 176 (sankcje) ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi.

⁶ Chodzi nową definicję manipulacji z art. 97 ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (znowelizowanej w 2004 r.), a także art. 39–41 (w zakresie manipulacji) oraz art. 154–156 (w zakresie informacji poufnej) zastępującej ją ustawy o obrocie instrumentami finansowymi z dnia 29 lipca 2005 r.

⁷ Uchylenie kolidujących z MAR przepisów nastąpiło efektywnie dopiero 5 maja 2017 r., dlatego w literaturze pojawia się teza, że pomiędzy 3 lipca 2016 r., a 5 maja 2017 r. w polskim prawie nastąpiła depenalizacja manipulacji na rynku finansowym [Pawelec 2021: 367].

⁸ Jest to tzw. akt prawny drugiego poziomu UE (RTS, *regulatory technical standards*), uzupełniający MAR w zakresie m.in. okoliczności manipulacji i tzw. „scenariuszy manipulacyjnych”.

2015 roku [L 332/126]⁹ oraz Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/1055 z 29 czerwca 2016 roku [Dz.U. UE L.2016.173.47]¹⁰.

Przepisy MAR stosuje się m.in. do instrumentów finansowych (a) dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym, na wielostronnych platformach obrotu (MTF) lub będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na tych rynkach, (b) będących przedmiotem obrotu na zorganizowanych platformach obrotu (OTF) oraz (c) innych niż wskazane powyżej, których cena lub wartość zależą od ceny lub wartości instrumentów finansowych wskazanych powyżej (np. instrumenty pochodne, swapy, kontrakty na różnice itp.) [MAR art. 2]. W uproszczeniu przepisy MAR dotyczą zatem spółek, których instrumenty (np. akcje lub obligacje) są publicznie notowane w obrocie zorganizowanym.

1.2. Manipulacje instrumentami finansowymi

Manipulacja instrumentami finansowymi to stosowanie różnych nieuczciwych środków w celu wpływania na cenę lub wolumen publicznego instrumentu finansowego dla pewnych zamiarów (zwykle dla osiągnięcia zysków lub unikania strat¹¹). Ogółem manipulacja to zawieranie transakcji oraz składanie zleceń w ukrytym, wyrachowanym celu lub rozpowszechnianie fałszywych informacji, co może wprowadzać inwestorów w błąd co do podaży lub popytu na dany instrument lub utrzymać jego cenę na sztucznym poziomie. Zmiana ceny instrumentu finansowego nie jest jednak warunkiem koniecznym do stwierdzenia manipulacji, gdyż może nią być sama zmiana wolumenu obrotu czy nawet składanie zleceń, które ostatecznie nie stworzą transakcji [Martysz 2015: 71–72].

Uproszczona definicja manipulacji jest następująca [MAR art. 12 ust. 1]:

- a) zawieranie transakcji, składanie zleceń lub inne zachowania, które:
 - i) wprowadzają lub mogą wprowadzać w błąd co do podaży lub popytu na instrument finansowy (...), lub
 - ii) utrzymują albo mogą utrzymywać cenę instrumentu finansowego (...) na nienaturalnym lub sztucznym poziomie;
- b) zawieranie transakcji, składanie zleceń lub inne działania lub zachowania wpływające, albo mogące wpływać na cenę instrumentu finansowe-

⁹ Uzupełnia MAR m.in. w zakresie zgłaszania właściwym organom naruszeń MAR.

¹⁰ Uzupełnia MAR m.in. o techniczne warunki publikacji informacji poufnych.

¹¹ Inne motywy manipulacji to m.in. wpływanie na wynik finansowy spółki mającej w bilansie instrument o zmanipulowanej cenie, poprawa współczynników zabezpieczeń czy ratingu kredytowego, klasyfikacja akcji spółki do indeksu giełdowego i osiągnięcie korzyści z tym związanych (np. zainteresowanie funduszy benchmarkowych, reklama w prasie), „podkreślenie” wyników funduszy inwestycyjnych (ang. *window dressing*), wpływanie na wycenę akcji będących przedmiotem procesu M&A, wpływanie na wycenę instrumentów powiązanych (ang. *cross-product manipulation*), wpływanie na wycenę identycznych instrumentów w innych systemach obrotu (ang. *inter-trading venues manipulation*) i wiele innych.

- go (...), związane z użyciem fikcyjnych narzędzi lub innych form wprowadzania w błąd lub podstęp;
- c) rozpowszechnianie za pośrednictwem mediów (...) informacji, które wprowadzają lub mogą wprowadzać w błąd, co do podaży lub popytu na instrument finansowy (...) w przypadku, gdy osoba rozpowszechniająca te informacje wiedziała lub powinna była wiedzieć, że informacje te były fałszywe lub wprowadzające w błąd;
 - d) przekazywanie fałszywych lub wprowadzających w błąd informacji (...) jeżeli osoba przekazująca informacje lub dostarczająca dane wiedziała lub powinna była wiedzieć, że są fałszywe i wprowadzające w błąd (...).

Dalsza część definicji manipulacji [MAR art. 12 ust. 2] to niezamknięty i przykładowy katalog zachowań uznawanych za manipulacje na rynku (rozwińnięcie pierwszej części), przy czym, aby te przykłady typizacji były uznane za manipulację, muszą stanowić sposób realizacji jednej z ww. form bezprawnej manipulacji [Królikowski 2016: 152]. Z definicji manipulacji wyłączono cztery przypadki (tzw. kontratypy), tj. skup akcji własnych, stabilizację papierów wartościowych [MAR art. 5], transakcje organów publicznych [MAR art. 6] oraz przyjęte praktyki rynkowe¹² [MAR art. 13].

Manipulację sankcjonuje się karnie [Dz.U. 2023 poz. 646, art. 183, dalej jako UOIF]¹³, jednak za jej skutki częściowo grożą także sankcje administracyjne¹⁴. Manipulację w praktyce traktuje się jak oszustwo, ponieważ tworzy ona pewną „sztuczną” cenę, zaburza mechanizmy rynkowe i godzi w interes publiczny. Trudno jednak zdefiniować „wprowadzenie w błąd” i „sztuczną cenę”, ponieważ według finansów behawioralnych każdy inwestor kształtuje własny obraz rynku, który uważa za racjonalny. Ponadto uczestnicy rynku giełdowego popełniają wiele błędów, które nie muszą być związane z zamiarem dokonania manipulacji [Martysz 2015: 129, 236–237]. Jak więc taki zamiar udowodnić?

Manipulacja jest **przestępstwem umyślnym**. Poza stwierdzeniem pewnych faktów czy zdarzeń (np. składania dopasowanych zleceń lub rozpowszechniania fałszywych informacji) należy również udowodnić naganną intencję manipulanta,

¹² Kontratypy szczegółowo opisano w MAR. Praktyka rynkowa musi być zaakceptowana przez krajowy organ nadzoru, lecz w Polsce to nigdy nie nastąpiło. Z kolei publicznie ogłaszana stabilizacja ceny może dawać inwestorom sygnał o przewartościowaniu waloru i powodować spadek jego ceny. Przypomina to zamieszczenie ogłoszenia o zatrudnieniu stróża nocnego do magazynu, co dla niektórych może być zaproszeniem do włamania się do tego magazynu.

¹³ Dobrem chronionym jest prawidłowość funkcjonowania rynku papierów wartościowych, dlatego przepis art. 183 UOIF, penalizując działania mogące wprowadzać w błąd co do popytu lub podaży, zabezpiecza w istocie rynek już przed zaistnieniem sytuacji stwarzającej zagrożenie dla prawidłowości obrotu.

¹⁴ Przykładowo, art. 100 ustawy o ofercie publicznej [Dz.U. 2022, poz. 2554] pozwala KNF nakładać kary grzywny np. na członków zarządów spółek giełdowych za podawanie do publicznej wiadomości (w związku z art. 17 MAR) nieprawdziwych informacji, które teoretycznie mogą także wprowadzać inwestorów w błąd i tym samym stanowić manipulację informacyjną.

tj. zamiar zmanipulowania kursu i osiągnięcia pewnego celu. **Zamiar manipulacji może być bezpośredni** (ktoś chce wpływać na ceny / popełnić manipulację) lub **ewentualny**¹⁵ (wynikowy, tj. sprawca ma świadomość, że może wprowadzić w błąd innych inwestorów, choć nie jest to jego głównym celem) [III K 256/11].

Zamiar manipulacji, o ile sprawca sam się do niego nie przyzna (co jest rzadkością), można ustalić odtwarzając przeżycia psychiczne sprawcy w oparciu o uzewnętrznione przejawy jego zachowania. Treść tych przeżyć można ustalić na podstawie okoliczności sprawy, uwzględniając zarówno przesłanki natury przedmiotowej (w szczególności okoliczności i sposób działania), jak i natury podmiotowej (tło zdarzenia, osobowość oskarżonego, jego poziom umysłowy i intelektualny, zachowanie przed popełnieniem przestępstwa i po jego popełnieniu) [X Ka 42/19]. Czasem trudno odróżnić manipulację transakcyjną od legalnej i pożądanej ekonomicznie spekulacji, gdyż efekty obu tych działań mogą być do siebie zbliżone, a jedyna różnica polega właśnie na negatywnej intencji manipulanta [Błachnio-Parzych 2011: 287]. Celem manipulanta jest wpływanie na ceny a celem spekulanta jest ich przewidywanie. Typowa taktyka obrony oskarżonego o manipulację polega więc na dowodzeniu bycia spekulantem, przy czym oskarżony (w zależności od zarzutów) próbuje, po zapoznaniu się z materiałem dowodowym, „wstecznie wyjaśniać” motywację swoich transakcji to w oparciu o czynniki techniczne, fundamentalne lub po prostu niewiedzę lub chaos decyzyjny. Sztuka dowodzenia manipulacji transakcyjnych polega więc na wskazywaniu powtarzalnych okoliczności i symptomów zachowań manipulacyjnych, a także motywów sprawców (często zmiennych, dopasowanych do okoliczności lub niespójnych z wyjaśnieniami) lub elementów wskazujących na współdziałanie w grupie¹⁶. Dowodząc zamiaru manipulacji, w praktyce orzeczniczej stosuje się też tzw. zasady doświadczenia życiowego i kojarzenie faktów.

Manipulacje instrumentami finansowym zasadniczo dzielimy na **manipulacje transakcyjne** (bezpośrednie, oparte na mechanizmie składania zleceń i zawierania transakcji) oraz **manipulacje informacyjne** (pośrednie, oparte na przekazywaniu fałszywych informacji, zwykle połączone z zawieraniem transakcji¹⁷). Najczęściej spotykamy manipulacje transakcyjne wykorzystujące:

¹⁵ W doktrynie istnieje polemika dotycząca ewentualnego zamiaru manipulacji, ponieważ niektóre rodzaje manipulacji niejako immanentnie charakteryzują się tym, że wymagają działania intencjonalnego, nastawionego na osiągnięcie pewnego naganego celu [Korn 2012b: 64].

¹⁶ Listę takich okoliczności zawiera zał. 1 MAR oraz Rozporządzenie 2016/522 – są to m.in.: udział transakcji w dziennym wolumenie obrotów, liczba i częstotliwość transakcji oraz czas ich zawarcia, zdominowanie obrotu po stronie popytu lub podaży, a także odstępstwa od dotychczasowej strategii inwestycyjnej. Największą trudnością jest jednak określenie progu istotności.

¹⁷ Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) podkreśla, że autor fałszywego przekazu nie musi być równocześnie aktywny w obrocie giełdowym i już samo przekazywanie fałszywych lub wprowadzających w błąd informacji może samo w sobie stanowić manipulację [www4, dostęp 09.02.2024]. W opinii autorów brak równoległej aktywności w obro-

- a) fikcyjne narzędzia (czynności prawnie pozorne)¹⁸, gdzie manipulant zawiera *de facto* transakcje „sam ze sobą”, korzystając z jednego lub kilku rachunków inwestycyjnych, lecz łączny stan jego posiadania nie zmienia się,
- b) tzw. zlecenia dopasowane¹⁹, gdzie przynajmniej dwie współdziałające osoby zawierają transakcje, aby zainteresować (wprowadzić w błąd) inwestorów.

Popularną manipulacją jest też m.in. *spoofing*, czyli składanie tzw. zleceń zachęcających, które również mogą wprowadzić inwestorów w błąd²⁰.

Inwestorzy kupują lub sprzedają walory w oparciu o docierające do nich informacje takie, jak m.in. raporty prasowe, komunikaty spółek oraz notowania giełdowe. Każda transakcja potwierdza lub zmienia kurs instrumentu. Kierunek tych zmian zwykle wynika z różnicy zdań o danym emitencie lub o całym rynku, z osobistej perspektywy inwestora czy z jego chwilowych potrzeb. Suma wielu poglądów różnych inwestorów na temat informacji o danym emitencie (np. spółce giełdowej i jej akcjach) oraz jego (prawdopodobnych) przyszłych wynikach tworzy zatem efektywną cenę giełdową. Im więcej anonimowych, niepowiązanych ze sobą inwestorów bierze udział w tej „wymianie poglądów”, tym bardziej rynek jest zatem efektywny²¹. Pamiętajmy również, że obrót giełdowy jest anonimowy, oparty na zasadzie maklerskiego przymusu²², a inwestorzy zwykle nie wiedzą²³, z kim handlują, bo widzą jedynie zlecenia w giełdowym arkuszu. Skomplikowane mechanizmy manipulacji można więc w uproszczeniu porównać do teatru, a manipulantów traktować, jak aktorów udających niepowiązanych ze sobą inwestorów, których aktywność może „przekonać”

cie zdecydowanie utrudnia dowodzenie manipulacyjnego zamiaru, szczególnie w kontekście „niepoważnych” wypowiedzi na forach internetowych, jednak wówczas większego znaczenia nabiera status danej osoby, jej powiązanie z emitentem lub pełniona funkcja (np. znany inwestor).

¹⁸ Przed wejściem w życie MAR, art. 39 ust. 2 pkt 3 UOIF opisywał tę technikę jako składanie zleceń lub zawieranie transakcji z zamiarem wywołania innych skutków prawnych niż te, dla osiągnięcia, których faktycznie jest dokonywana dana czynność prawna.

¹⁹ Ang. *improper matched orders*; inaczej czysty handel (ang. *wash trade*), spółdzielnia (ang. *pool*) lub handel okrężny (ang. *circular trader*), które należy traktować podobnie, jak transakcje fikcyjne, ponieważ mają charakter prawnie pozorny i nie dochodzi do przepływu kapitału w sensie ekonomicznym [Martysz 2015: 164]. Zewnętrznym efektem tych aktywności, podobnie, jak zawierania transakcji „sam ze sobą”, jest zmiana lub utrzymanie kursu lub wzrost wolumenu obrotów, które mogą zachęcać inwestorów do podjęcia aktywności w obrocie giełdowym.

²⁰ Manipulant składa (bez zamiaru wykonania) zlecenia kupna/sprzedaży (jedno lub kilka, „warstwami”) z ceną wykonania tuż poniżej/powyżej ceny bieżącej. Może to wywołać u inwestorów mylne wrażenie o większym popycie/podaży na dany walor i w konsekwencji doprowadzić do wzrostu/spadku kursu instrumentu finansowego. Następnie manipulant wycofuje swoje pierwotne zlecenia i składa zlecenia przeciwstawne (sprzedaży/kupna), zawierając transakcje z „zachęconymi” wcześniej inwestorami.

²¹ Według noblisty E. Famy efektywny rynek finansowy to taki rynek, na którym ceny zawsze w pełni odzwierciedlają dostępne informacje.

²² Inwestorzy składają zlecenia za pośrednictwem brokerów a nie bezpośrednio na giełdę.

²³ Wyjątkiem są wcześniej uzgodnione transakcje pakietowe czy pozagiełdowe.

obserwatorów do podjęcia oczekiwanych przez manipulantów aktywności, zgodnie z powszechnie znanym efektem dowodu społecznego. Wszak często mówi się, że „z rynkiem się nie dyskutuje”.

Manipulację instrumentami finansowymi należy ocenić jednoznacznie negatywnie, ponieważ w jej efekcie kursy giełdowe przestają być wypadkową anonimowych ocen wielu inwestorów, lecz staje się swoistą „inscenizacją”, stworzoną przez manipulantów „sterujących” oczekiwaniami inwestorów, wprowadzając ich (nawet potencjalnie) w błąd. Pamiętajmy bowiem, że manipulacja to **przestępstwo formalne (bezskutkowe)**, a nie skutkowe (materialne), co oznacza, że istotne jest samo zachowanie sprawców mogące wprowadzać w błąd (usiłowanie), a nie faktyczne zmanipulowanie inwestora [Błachnio-Parzych 2023]. Innymi słowy warunkiem koniecznym zaistnienia manipulacji nie jest stwierdzenie ewentualnej szkody, lecz potwierdzenie wspomnianych już manipulacyjnych symptomów i zachowań²⁴.

W przypadku typowej manipulacji zewnętrzny obserwator może bowiem dojść do wniosku, że w spółce „coś się dzieje”, że być może akcje kupuje pewien spekulant lub insider (osoba dobrze znająca spółkę, niejednokrotnie mająca dostęp do informacji poufnych na jej temat). Zainteresowani spekulanci też zaczynają kupować akcje, kurs dalej rośnie, a manipulanci powoli się wycofują z zyskiem. Warto podkreślić, że rynek notowań nie ma znaczenia jeśli chodzi o stopień szkodliwości społecznej manipulacji, ponieważ każdy jej przypadek w podobny sposób negatywnie wpływa na integralność rynku i zaufanie inwestorów. Niestety nie zawsze takie podejście widać w orzecznictwie²⁵.

Kluczowym czynnikiem sprzyjającym manipulacjom jest **ograniczona płynność**²⁶ wynikająca z „płytkiego” arkusza zleceń, ponieważ wówczas każda, nawet niewielka transakcja, może istotnie wpłynąć na kurs giełdowy. Z tego powodu manipulanci na ogół za swój cel obierają np. spółki o niewielkiej kapitalizacji, notowane w alternatywnych rynkach obrotu (np. NewConnect, gdzie płynność obrotu jest zwykle niższa od rynku regulowanego). Ograniczanie płyn-

²⁴ W literaturze pojawiają się tezy o konieczności przyjęcia materialnego charakteru przestępstwa manipulacji, która mogłaby wystąpić pod warunkiem skutku w postaci szkody inwestorów, co miałyby ułatwić prowadzenie postępowania karnego i ścigać sprawców rzeczywistych naruszeń [Karlík 2020: 5]. W ocenie autorów takie podejście rodziłoby konieczność trudnego ustalania wysokości ew. szkody i dawałoby przyzwolenie do próby manipulowania rynkiem, które okazałyby się nieskuteczne, niewidoczne lub nie prowadziłyby do powstania szkody.

²⁵ Autorzy krytycznie oceniają uzasadnienie wyroku Sądu Okręgowego w Warszawie z 13 stycznia 2020 r.: „nie bez znaczenia dla oceny stopnia społecznej szkodliwości czynu miał też fakt, że oskarżony dokonywał manipulacji instrumentami finansowymi na platformie (...) [przeznaczonej] dla akcji spółek o mniejszej wartości niż spółki, których akcje notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych [IX Ka 1220/19].

²⁶ W kontekście rynku giełdowego płynność oznacza możliwość zawierania transakcji bez wpływania na cenę. Celowe ograniczanie płynności to „chowanie”, „parkowanie” lub „pudełkowanie” akcji (ang. *box job*).

ności instrumentu finansowego, będącego jednocześnie przedmiotem krótkiej sprzedaży, nazywamy **corneringiem**²⁷. Podobnie działa tzw. „wyciskanie” (ang. *abusive squeeze*), czyli wykorzystanie sztucznie stworzonego niedoboru waloru na rynku kasowym poprzez dominację na rynku terminowym²⁸. Ograniczeniu płynności obrotu sprzyja również wysoka koncentracja akcjonariatu i niewielka nominalna liczba akcji w wolnym obrocie (ang. *free float*)²⁹.

Typową manipulacją informacyjną jest strategia „**napompuj i porzuć**” (ang. *pump and dump*). Polega one na namawianiu inwestorów (głównie za pomocą telemarketingu³⁰ i forów internetowych) do kupna akcji mało znanych („śmieciowych”) spółek lub związanych z tymi spółkami instrumentów finansowych, które wcześniej nabyli sami manipulanci. Popyt generowany przez inwestorów, którzy „złapali haczyk”, pozwala manipulantom sprzedać swoje walory przy sztucznie zawyżonym, a nawet nadal rosnącym kursie. Odwrotnie działa technika „**wyrzucić do kosza i kupić**” (ang. *trash and cash*), gdzie najpierw namawia się inwestorów do sprzedaży, a potem kupuje od nich tańsze walory.

1.3. Wykorzystywanie informacji poufnych (*insider trading, insider dealing*) oraz ujawnianie informacji poufnych

Termin *insider trading* pochodzi z USA (ew. *insider dealing* z UE) i oznacza każdą formę handlu giełdowego bazującą na niedostępnej publicznie materialnej informacji, zwanej też informacją poufną (ew. prywatną). W prawie europejskim *insider dealing* to **nieuprawnione wykorzystanie informacji poufnej**, czyli (i) nabywanie lub zbywanie w oparciu o tę informację, na rachunek własny lub osoby trzeciej, bezpośrednio lub pośrednio, publicznych instrumentów finansowych, których ta informacja dotyczy, (ii) anulowanie lub zmiana zlecenia dotyczącego publicznego instrumentu finansowego, którego ta informacja dotyczy, o ile to zlecenie złożono przed zdobyciem informacji poufnej, a także (iii) udzielanie rekomendacji, aby inna osoba wykorzystwała informacje poufne lub nakłanianie innej osoby do takiego wykorzystania, jeżeli osoba rekomendująca/

²⁷ Manipulant wykupuje instrument bazowy, często zatajając swój stan posiadania lub działając za pośrednictwem „słupów”. W ten sposób zapędza on grających na krótko inwestorów „w kozi róg”, ponieważ, aby zamknąć swoje krótkie pozycje, muszą oni kupić pozostałe w wolnym obrocie akcje, co prowadzi do wzrostu ich kursu.

²⁸ Przykładowo, spółka Great Western Food Distribution w 1947 r. zajęła długą pozycję w kontraktach terminowych na jajka na Chicago Mercantile Exchange i jednocześnie, tuż przed wygaśnięciem kontraktów, zakupiła na rynku kasowym znaczną ilość jaj, wysuszając tym samym ich podaż. W rozliczeniu kontraktów spółka żądała fizycznej dostawy jajek, ale skoro była ich jedynym posiadaczem w okolicy, to mogła dyktować ceny sprzedaży jajek [Martysz 2015: 188].

²⁹ Na dzień 9.01.2022 r. z 48 spółek rynku regulowanego GPW oraz ASO (NewConnect), mających nominalny free float poniżej 5 mln zł, aż 41 notowano na NewConnect [Martysz 2022].

³⁰ Nielegalne call center, udające biuro maklerskie, to tzw. kotłownia (ang. *boiler room*).

nakłaniająca wie lub powinna wiedzieć, że jest to oparte na informacji poufnej [MAR art. 8]. Z kolei **ujawnianiem informacji poufnej** jest przekazywanie lub umożliwianie wejścia w posiadanie przez osobę nieuprawnioną tego typu informacji [MAR art. 9]. Zakazane jest wykorzystywanie, bezprawne ujawnianie informacji poufnej oraz udzielanie wszelkich rekomendacji lub nakłanianie innych do zawierania transakcji w oparciu o takie informacje [MAR art. 14]. W polskim prawie zarówno ujawnienie [UOIF art. 180], jak i wykorzystanie informacji poufnej [UOIF art. 181] jest sankcjonowane karnie.

Insider trading nie może istnieć bez **informacji poufnej** – jest to informacja (a) niepubliczna, (b) związana z emitentem lub instrumentem finansowym w publicznym obrocie giełdowym, (c) cenotwórcza³¹ oraz (d) precyzyjna³² [MAR art. 7]. O zakwalifikowaniu danej informacji jako poufnej decyduje emitent papierów wartościowych, w oparciu o ustalone ogólnie kryteria. Emitent musi niezwłocznie raportować informacje poufne (eliminując okazje do jej wykorzystania) albo (w uzasadnionych przypadkach) taki raport opóźnić. Jeśli spółka spełnia obowiązki informacyjne wynikające m.in. z MAR, to w zasadzie nie powinna „mieć” żadnych informacji poufnych.

Insider to każdy (bez względu na stanowisko), kto wszedł w posiadanie informacji poufnej. Nie każdy *insider* jest przestępcą – karalne jest tylko nieuprawnione wykorzystywanie lub ujawnianie informacji poufnej³³. *Insiderów* dzielimy na **pierwotnych** (ang. *primary insiders*) powiązanych zawodowo z emitentem oraz **wtórnych** (ang. *secondary insiders*), którzy pozyskują informacje poufne od *insiderów* pierwotnych.

W literaturze podkreśla się, że *insider trading* godzi w jeden z fundamentów rynku kapitałowego, jakim jest powszechny i równy dostęp do informacji. Wejście w posiadanie informacji poufnej tworzy asymetrię informacji pomiędzy *insiderem* a rynkiem. Powodzenie *insider trading* warunkowane jest właśnie wykorzystaniem tej asymetrii, zanim dana informacja stanie się publiczna. W praktyce *insider trading* polega na zakupie (w przypadku dobrej informacji)

³¹ Tzn. może mieć wpływ na wartość lub cenę walorów, bądź powiązanych z nimi instrumentów pochodnych.

³² Tzn. wskazuje na zbiór okoliczności bądź zdarzenie (które wystąpiły lub można ich oczekiwać), jeśli można z niej wywnioskować potencjalny wpływ na ceny instrumentów finansowych.

³³ Tłumaczenie *insider trading* jako „transakcje insiderów” to błąd. Insiderami zwykle nie są tzw. zręczni inwestorzy (ang. *astute investors*), czyli osoby doświadczone i posiadające obszerną wiedzę, które na podstawie dostępnych publicznie faktów, plotek i pogłosek, własnego doświadczenia oraz kontekstu nadającego kierunek ich wykorzystaniu tworzą informację poufną, wykorzystując efekt synergii pozyskanych zasobów (zgodnie z tzw. teorią mozaiki). Oznacza to, że tę samą ceną informację można próbować pozyskać w sposób nielegalny (np. w wyniku kradzieży lub uzyskania jej od pracownika emitenta), jak i legalny (np. w sposób analityczny z wykorzystaniem wielu źródeł informacji), który jest jednak zawsze obciążony ryzykiem niepewności.

lub sprzedaży (w przypadku złej informacji) przez *insidera* instrumentu finansowego, zanim związana z nim informacja poufna ujrzy światło dzienne.

Insiderzy pierwotni mogą celowo powstrzymać się przed zawieraniem transakcji na własny rachunek w oparciu o informacje poufne i zamiast tego wolą przekazywać te informacje insiderom wtórnym – głównie przez to, że operacje giełdowe insiderów pierwotnych podlegają ścisłemu nadzorowi lub raportowaniu [MAR art. 19] lub nie mogą być w ogóle zawierane m.in. z uwagi na ograniczenia kontraktowe lub tzw. okresy zamknięte [MAR art. 11–12]. Po drugie, korzyści z informacji poufnej są potęgowane przez zaangażowany w tym procesie kapitał – im jest on większy, tym wyższe są potencjalne zyski z „konsumpcji” informacji poufnej³⁴. Po trzecie, rozdzielenie osoby będącej źródłem informacji od osoby zawierającej transakcje w oparciu o tę informację utrudnia dowodzenie insider tradingu³⁵. Przekazanie takiej informacji może nastąpić zarówno w utrwalonej czy zostawiającej ślad formie (np. maila, wiadomości tekstowej czy rozmowy telefonicznej), ale także ustnie czy niewerbalnie. Pamiętajmy jednak, że każda wątpliwość (w tym brak dostatecznych dowodów łączących *insidera* pierwotnego z wtórnym) przemawia na korzyść podejrzanych. Ustalenie źródła informacji poufnej bywa trudne, ponieważ emitenci nie zawsze prawidłowo wypełniają wynikające z MAR obowiązki wpisywania posiadaczy informacji poufnych na listę *insiderów*. Na to wszystko nakłada się podstawowa trudność, czyli poprawna identyfikacja informacji poufnej oraz dowodzenie, że miała ona faktyczną wartość w aktywności giełdowej.

Powszechny zakaz *insider trading* jest od dawna krytykowany. Zwolennicy legalizacji *insider trading*, m.in. noblista Milтона Friedmana oraz Henry Manne, wskazują pozytywny wpływ *insider trading* na rynek kapitałowy, gdyż ma on poprawiać efektywność informacyjną i przyspieszać dyskontowanie się informacji w cenach, zwiększać płynność, stabilizować i „wygładzać” kursy dzięki inwestorom „kopiującym” transakcje *insiderów*. *Insider trading* mógłby też stanowić dodatkową premię dla pracowników emitenta³⁶. Z drugiej strony, zakaz *insider tradingu* ogranicza asymetrię informacji i zjawisko negatywnej selekcji (odejście inwestorów z rynku), wzmacnia zaufanie inwestorów do rynku, sprzyja poprawie płynności i ogranicza koszt kapitału. *Insider trading* to *de facto* kradzież informacji należącej do spółki [Martysz 2015: 256–257]. Poza tym lepszy

³⁴ Insiderowi pierwotnemu może się bardziej opłacać ujawnienie informacji poufnej insiderowi wtórnemu (np. majątnemu koledze lub zarządzającemu funduszem inwestycyjnym), np. w zamian za udział w zyskach z transakcji, niż samodzielnie zawierać takie transakcje.

³⁵ Nie bez znaczenia jest tu aspekt trudności dowodowych, ponieważ ustalenie powiązań między *insiderem* pierwotnym a wtórnym bywa trudne.

³⁶ Niektórzy ekonomiści nurtu neoklasycznego uważali nawet, że skoro rynek kapitałowy jest w pełni efektywny informacyjnie to *insider trading* jest w praktyce niemożliwy, więc nie ma sensu go penalizować. Niestety przeczą temu liczne badania naukowe, ponieważ rynek jest efektywny informacyjnie co najwyżej w tzw. półsilnej wersji.

wpływ na efektywność rynku ma nie tyle „kopiowanie” transakcji *insiderów*³⁷, lecz raportowanie informacji poufnej przez spółkę³⁸. *Insider trading* stwarza poczucie, że tylko nieliczna grupa ma szansę podejmować trafione decyzje inwestycyjne i w efekcie odstręcza wielu inwestorów od rynku. Ogółem *insider trading* przynosi rynkowi więcej szkód niż korzyści, dlatego też jest powszechnie zakazany, choćby przez ONZ³⁹.

Transakcje oparte o informację poufną są często zawierane na kilka dni przed jej upublicznieniem. Na podstawie analizy 1859 transakcji fuzji i przejęć z lat 1996–2012 w USA stwierdzono, że nawet 25% transakcji M&A było poprzedzonych pozytywnym, nadzwyczajnym obrotem na opcjach na akcje przejmowanej spółki, choć amerykański nadzór SEC nabierał podejrzeń jedynie w przypadku 5% transakcji [Augustin i Brenner i Subrahmanyam 2015].

2. KLUCZOWE STATYSTYKI NADUŻYĆ W POLSCE

2.1. Analiza raportów organu nadzoru nad rynkiem kapitałowym z lat 2002–2022

W raportach rocznych KNF oraz KPWiG znajdują się informacje o podjętych przez urząd działaniach⁴⁰ z zakresu zwalczania nadużyć, w tym liczbie zawiadomień do prokuratury o podejrzeniu popełnienia przestępstwa, aktów oskarżenia skierowanych przez prokuraturę do sądów oraz wyroków skazujących i warunkowych umorzeń. Na podstawie tych danych autorzy stworzyli statystyki karalności.

Ogółem w latach 2002–2022 (21 lat) organ nadzoru złożył 418 zawiadomień podejrzenia popełnienia przestępstwa, prokuratora skierowała do sądów 123 akty oskarżenia, a sądy wydały 114 wyroków skazujących (średnio 4,7 rocznie). Podsumowanie statystyk na bazie raportów organu nadzoru jest

³⁷ Naśladowanie insiderów może być nieskuteczne szczególnie z uwagi na niezrozumienie powodów i motywacji, dla których zbywali oni akcje (np. problemy emitenta czy chęć spieniężenia inwestycji?); polskie badania potwierdzają, że istotny wpływ na ponadprzeciętne zmiany cen akcji wpłata mają jedynie komunikaty o nabyciu akcji (przez członków jej zarządu i członków jej rady nadzorczej), ale komunikaty o zbyciu akcji już nie [Gemra i Kwestarz 2021: 20].

³⁸ Łatwiej zrozumieć raport emitenta niż „domyślić” się zamiarów insidera, który np. sprzedaje akcje nie z powodu problemów spółki, lecz by mieć pieniądze na budowę domu.

³⁹ *Insider trading* narusza m.in. Konwencję ONZ przeciwko korupcji [www1, dostęp 30.09.2023].

⁴⁰ Działania te są podejmowane przez organ nadzoru nie tylko z urzędu, ale również na podstawie zawiadomień, w tym **zgłoszeń podejrzanых transakcji i zleceń STOR** (ang. *suspicious transaction and order report*), składanych przez operatorów systemów obrotu oraz każdą osobę zawodowo zajmującą się pośrednictwem w zawieraniu transakcji lub wykonywaniu zleceń. Podmioty te ustanawiają i utrzymują skuteczne rozwiązania, systemy i procedury mające na celu zapobieganie i wykrywanie nadużyć na rynku [MAR art. 16] [Włodarczyk 2016].

w tabeli 1, natomiast szczegółowe dane dla każdego roku i przestępstwa przedstawiono na wykresach 1 i 2. Należy jednak podkreślić, że raporty organu nadzoru zawierają pewne nieścisłości, rzutujące na przejrzystości naszego badania⁴¹.

O ile liczba wyroków za manipulacje to 46% zawiadomień, o tyle dla wykorzystywania informacji poufnych (*insider trading*) oraz ich ujawniania to zaledwie 7%. Na podstawie poniższych statystyk i doświadczenia autorów można postawić tezę, że o ile oba przestępstwa występują podobnie często, o tyle powodem niższej skuteczności penalizacji ujawniania i wykorzystywania informacji poufnych są trudności procesowe, w tym poszlakowy charakter postępowań⁴² oraz brak wystarczających dowodów na oparcie aktywności podejrzanego na informacji poufnej czy jego powiązaniach z insiderem pierwotnym.

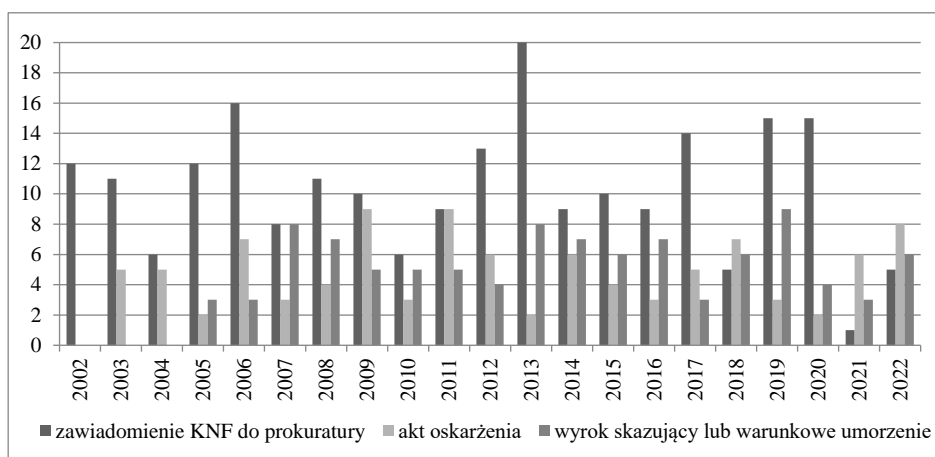
Tabela 1. Podstawowe statystyki nadużyć w latach 2002–2022

Rodzaj przestępstwa i podstawa prawna	Zawiadomienia KNF/KPWIG do prokuratury	Akty oskarżenia	Wyroki skazujące lub warunkowe umorzenia postępowania
sztuczne podwyższenie lub obniżenie ceny [Dz.U. 2002, nr 49, poz. 447, art. 177] manipulacja instrumentami finansowymi [Dz.U. 2023, poz. 646, art. 183]	217 (100%)	99 (46%)	99 (46%)
ujawnianie lub wykorzystanie informacji poufnej [Dz.U. 2002, nr 49, poz. 447, art. 176] [Dz.U. 2023, poz. 646, art. 180–181]	201 (100%)	24 (12%)	15 (7%)
Razem	418 (100%)	123 (29%)	114 (27%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań KNF oraz KPWiG z lat 2002–2022.

⁴¹ (1) w 2002 r. brakuje informacji o aktach oskarżenia; (2) w raportach sprzed 2002 r. brakuje informacji o wyrokach sądowych, co skłoniło autorów do ograniczenia zakresu badania właśnie do 2002 r.; (3) w raporcie z 2006 r. nie podano dat wyroków ani nazw sądów, które te wyroki wydały; (4) w raportach sprzed 2010 r. przy konkretnych wyrokach brakuje informacji o dacie złożenia przez organ nadzoru zawiadomienia do prokuratury; (5) w raporcie z 2022 r. brakuje dokładnych dat wydanych wyroków.

⁴² Materiał dowodowy w sprawach nadużyć związanych z informacjami poufnymi opiera się głównie na zeznaniach świadków, analizie transakcji (w tym wpłat i wypłat pieniężnych na rachunkach insiderów wtórnych i pierwotnych) oraz danych od operatorów telekomunikacyjnych (mogących potwierdzić kontakty ww. insiderów).



Wykres 1. Sztuczne podwyższenie i obniżanie ceny oraz manipulacje instrumentami finansowymi w latach 2002–2022

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań KNF oraz KPWiG z lat 2002–2022.



Wykres 2. Ujawnianie i wykorzystywanie informacji poufnych w latach 2002–2022

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań KNF oraz KPWiG z lat 2002–2022.

2.2. Analiza wyroków sądowych z lat 2005–2021

Na podstawie informacji o wyrokach sądowych zawartych w raportach rocznych KPWiG oraz KNF⁴³, autorzy zwrócili się do polskich sądów w trybie dostępu do informacji publicznej [Dz.U. 2019, poz. 1429, art. 14 ust. 1] o udostępnienie zapadłych w latach 2002–2022 zanonimizowanych wyroków dotyczących nadużyć wraz z ich uzasadnieniami. W ten sposób powstała baza 130 wyroków dotyczących nadużyć zapadłych w latach 2005–2022, przy czym 123 wyroki były skazujące, a dla 106 wyroków autorzy uzyskali akta sądowe (w tym 63 z uzasadnieniem). Spośród 123 wyroków skazujących, aż 104 dotyczyło manipulacji, a tylko 21 ujawniania lub wykorzystywania informacji poufnych, zaś w dwóch przypadkach zarówno manipulacji, jak i wykorzystania informacji poufnych (dwa wyroki są liczone podwójnie). Łącznie 98 wyroków wydano w pierwszej instancji (niemal wyłącznie sądy rejonowe), 22 wyroki w drugiej instancji (sądy okręgowe), jeden wyrok wydał sąd rejonowy w ramach ponownego rozpatrzenia sprawy, a dwa wydał Sąd Najwyższy.

Na podstawie dostępnych informacji ustalono, że niemal wszystkie przypadki manipulacji dotyczyły manipulacji transakcyjnych (tylko jedna dotyczyła manipulacji informacyjnej⁴⁴). Wśród 84 spraw ustalono przedmiot manipulacji i w większości (64/84) były to akcje spółek lub praw do akcji (PDA), w tym 35 z runku regulowanego GPW, a rzadziej kontrakty terminowe (16/84). Głównym motywem manipulacji było osiągnięcie korzyści finansowych, a w trzech przypadkach wygranie konkursu z atrakcyjną nagrodą. Oskarżeni o manipulację często zawierali transakcje „sami ze sobą”, korzystając z własnego rachunku inwestycyjnego lub także rachunku, do którego mieli dostęp lub pełnomocnictwo (51 wyroków skazujących) bądź też działali w grupie w porozumieniu (*wash trade*, 22 wyroki skazujące). Oznacza to, że dwa najczęściej spotykane schematy manipulacji (transakcje „sam ze sobą” lub w ramach grupy) wystąpiły przynajmniej w 70% wyroków (73/104). Dla 13 wyroków nie ustalono *modus operandi*.

Manipulanci przeważnie mieli sporą wiedzę o rynku kapitałowym (długoletni inwestorzy rynkowi, maklerzy giełdowi, doradcy inwestycyjni). Ogółem skazano 158 osób, w tym jedną osobę w 77 wyrokach, dużo rzadziej dwie osoby (20/104) lub więcej niż dwie osoby (7/104). W przypadku wyjaśnień i tłumaczenia się oskarżonych o manipulację dominowało stwierdzenie, że przyjęli właśnie taką strategię inwestowania, że działali w sposób nietypowy (chaotyczny),

⁴³ Podstawą żądania do sądów były informacje o dacie i miejsca wydania wyroku, zawarte w raportach KPWiG/KNF w latach 2002–2021. W 2022 r. KNF przestał podawać dokładne daty wyroków, co uniemożliwiło autorom sformułować precyzyjne zapytania do sądów.

⁴⁴ Chodziło o publikację dwóch artykułów (19.03.2009 r. i 28.05.2009 r.) i rozpowszechnianie za pomocą środków masowego przekazu fałszywych informacji o spółce, dotyczących (i) rzekomo planowanych przejęć innych podmiotów gospodarczych oraz (ii) rzekomego istnienia wpływu na wyniki finansowe planowanego kontraktu na dostawę produktów do spółki.

zasłaniał się błędami inwestycyjnym lub nawet niewiedzą (czemu zwykle przeczył ich długi staż oraz liczba zawartych transakcji). Niektórzy próbowali nawet zrzucić winę na tajemnicze osoby, którym powierzyli dostęp do rachunków⁴⁵. Warto podkreślić, że w kilku przypadkach manipulacji oskarżeni działali na rachunkach osób trzecich bez oficjalnego pełnomocnictwa, często na zasadzie „koleżeńskiej przysługi”, dysponując jedynie danymi do logowania (login i hasło), prowadząc działalność zbliżoną swym charakterem do usługi zarządzania aktywami, za co otrzymywali także wyrok z art. 178 UOIF⁴⁶. Uczestnicy rynku często w ogóle nie byli świadomi bezprawności swych działań i nie kryli zaskoczenia z powodu stawianych im zarzutów.

W 21 wyrokach skazujących dotyczących insider tradingu skazano łącznie 24 osoby⁴⁷ co pokazuje, że niemal zawsze zaangażowana w proceder była jedna osoba. Najprostszym sposobem uzyskania dostępu do informacji poufnej było zatrudnienie w spółce, której dotyczy owa informacja. Przesłanki insider tradingu najczęściej dokonywały osoby na wyższych stanowiskach, czyli tzw. osoby pełniące obowiązki zarządcze (OPOZ) – w praktyce członkowie zarządu oraz rady nadzorczej). W mniejszym stopniu insider tradingu dopuszczali się inni pracownicy spółki publicznej oraz osoby spoza spółki, które nabyły informację np. dzięki zatrudnieniu w firmie reprezentującej spółkę w wezwaniu do sprzedaży akcji, w banku udzielającym finansowania czy w firmie doradczej.

Pomimo, że transakcje OPOZ podlegają ścisłemu nadzorowi, to nie zniechęcało ich to do insider tradingu. Oskarżeni na ogół twierdzili, że nie mieli dostępu do informacji poufnej lub w ich mniemaniu informacja, którą wykorzystali, nie miała znamion poufności. W przypadku insiderów wtórnych dowodami świadczącymi na ich niekorzyść były m.in. rozmowy telefoniczne z insiderami pierwotnymi oraz skorelowane ze sobą wpłaty i wypłaty gotówki.

Analizując 102 prawomocne wyroki skazujące z lat 2005–2022 widać, że przeciętne nadużycie dotyczyło jednoosobowej manipulacji akcjami na GPW⁴⁸, a mediany średnich kar grzywny za manipulację oraz wykorzystywanie lub ujawnianie informacji poufnych wynosiły odpowiednio 8 tys. zł i 47 tys. zł. W 79 na 86 prawomocnych wyroków dotyczących manipulacji nałożono karę grzywny, przy czym 61 kar grzywny mieściło się w przedziale „zaledwie” do 20 000 zł (włącznie). Mimo, iż tylko w przypadku 21 prawomocnych wyroków za nadużycia na rynku można było (na podstawie uzasadnienia) ustalić poten-

⁴⁵ Oskarżony nie potrafił nawet podać nazwiska tajemniczego mężczyzny, któremu miał przekazać dostępy do dwóch rachunków maklerskich (swojego oraz innego pokrzywdzonego), co sąd uznał za sprzeczne z zasadami doświadczenia życiowego [VI K 1837/08].

⁴⁶ Prowadzenie działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi bez zezwolenia.

⁴⁷ W tabelach 2 i 3 pominięto wyrok z 2004 r. (dwie skazane osoby).

⁴⁸ Spośród 102 wyroków prawomocnych, aż 52 dotyczyły instrumentów notowanych na rynku regulowanym GPW, a zaledwie 13 z NewConnect (ASO), jednak dla 35 wyroków nie można było ustalić rynku (z uwagi na brak uzasadnienia lub wymazane pola).

cialne korzyści z przestępstwa, to można uznać, że kary były na ogół dość niskie do wyrządzonych (także potencjalnie) szkód lub odniesionych korzyści, co jest dodatkową motywacją dla przyszłych naruszczyieli.

Podsumowanie statystyk 123 wyroków⁴⁹ za nadużycia, nałożonych w latach 2005–2022, przedstawiono w tabeli 2. Kar więzienia nie uwzględniono w tym zestawieniu, ponieważ występowały zaledwie w co piątym wyroku (30/123) nie przekraczając średnio jednego roku w zawieszeniu na 2,5 roku.

Tabela 2. Podsumowanie wszystkich wyroków za nadużycia na rynku w latach 2005–2022

Rok wyroku	Manipulacja instrumentami finansowymi							Wykorzystanie lub ujawnienie informacji poufnej					
	Liczba wyroków skazujących	Znana treść wyroku	Sprawy dotyczące „wash trade” lub „sam ze sobą”	Liczba skazanych	Suma kar grzywny w tys. PLN ^a	Średnia kara w tys. PLN	Średni czas od zawiadomienia do skazania (lata)	Liczba wyroków skazujących	Znana treść wyroku	Liczba skazanych	Suma kar grzywny w tys. PLN	Średnia kara w tys. PLN	Średni czas od zawiadomienia do skazania (lata)
2005	3	0	0	3	52	17	N/D						
2006	4	0	0	5	18	5	N/D	1	0	1	0	0	N/D
2007	8	4	4	11	249	23	N/D	1	1	1	120	120	N/D
2008	6	4	4	11	446	37	N/D	1	1	2	12	6	N/D
2009	5	5	4	6	31	4	N/D				0	0	
2010	7	6	6	14	2 523	114	N/D	2	2	2	95	48	3,7
2011	6	6	5	7	66	10	3,0				0	0	
2012	5	4	4	5	34	7	2,7	1	1	1	55	55	3,2
2013	9	9	8	12	119	12	6,2	1	1	1	47	47	1,4
2014	6	6	4	7	80	8	4,7				0	0	
2015	7	7	5	8	727	57	3,4				0	0	
2016	8	7	6	11	115	11	5,4	1	1	2	142	71	4,8
2017	3	3	3	5	126	22	5,2	1	1	1	2	2	N/D
2018	6	5	4	8	1 219	177	6,5	1	1	1	92	92	6,6
2019	11	10	10	34	4 534	200	5,7	5	5	5	187	37	3,6
2020	4	4	4	4	80	20	5,2	3	3	3	157	52	3,8
2021	3	3	2	4	84	18	5,6	2	2	2	100	100	3,3
2022	3	0	0	3	350	175	N/D				0	0	
Suma	104	83	73	158	10 858	–		20	19	22	1 010	–	
Średnia	5,8	4,6	4,1	8,8	603	56,6	5,1	1,7	1,4	1,8	84	46	3,7

^a Są to kary grzywny wraz z przepadkiem korzyści (ale bez kosztów sądowych).

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy wyroków sądowych.

Jako, że część wyroków wydano w tej samej sprawie, dla ukazania pełniejszego obrazu orzecznictwa w tabeli 3 nie uwzględniono wyroków

⁴⁹ W tabelach 2 i 3 pominięto wyrok z 2004 r. za wykorzystanie informacji poufnych (dwie skazane osoby). Ponadto dwa wyroki dotyczą zarówno manipulacji, jak i wykorzystania informacji poufnych, dlatego ujęto je podwójnie (suma daje 123 sprawy).

nieprawomocnych⁵⁰. Ogółem stwierdzono 102 prawomocne wyroki skazujące za nadużycia na rynku, w tym 86 za manipulacje oraz 17 za ujawnienie lub wykorzystywanie informacji poufnych (jeden wyrok podwójny). Średni czas od zawiadomienia (składanego przez KPWiG/KNF do prokuratury, bo tylko te sprawy badano) do wydania prawomocnego wyroku w przypadku manipulacji wyniósł 57,6 miesiąca (4,8 roku), a w przypadku wykorzystywania lub ujawniania informacji poufnych 48 miesięcy (4 lata). Biorąc pod uwagę, że przeciętny proces karny w Polsce (od zawiadomienia prokuratury do wydania wyroku przez sąd) wynosił 7,4 miesiąca⁵¹, to wyroki za nadużycia na rynku zapadają odpowiednio 7,8 oraz 6,5 raza dłużej. Pamiętajmy jednak, że zawiadomienie do prokuratury z reguły poprzedza postępowanie wyjaśniające w UKNF, trwające do 12 miesięcy, co dodatkowo odsuwa w czasie wydanie wyroku, wpływając niekorzystnie na efektywność i dotkliwość sankcji. Z tego powodu w doktrynie spotyka się postulaty dekryminalizacji nadużyć na rynku na rzecz kar administracyjnych KNF, które nakładane są szybciej.

Tabela 3. Podsumowanie prawomocnych wyroków za nadużycia na rynku w latach 2005–2022

Rok wyroku	Manipulacja instrumentami finansowymi							Wykorzystanie lub ujawnienie informacji poufnej						
	Liczba wyroków skazujących	Znana treść wyroku	Sprawy dotyczące „wash trade” lub „sam ze sobą”	Liczba skazanych	Suma kar grzywny w tys. PLN ^a	Średnia kara w tys. PLN	Średni czas od zawiadomienia do skazania (lata)	Liczba wyroków skazujących	Znana treść wyroku	Liczba skazanych	Suma kar grzywny w tys. PLN	Średnia kara w tys. PLN	Średni czas od zawiadomienia do skazania (lata)	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2005	3	0	0	3	52	17	N/D							
2006	3	0	0	4	12	5	N/D	1	0	1	0	0	N/D	
2007	7	3	3	9	149	19	N/D	1	1	1	120	120	N/D	
2008	6	4	4	11	446	37	N/D	1	1	2	12	6	N/D	
2009	2	2	1	3	23	6	N/D				0	0		
2010	5	4	4	10	2 073	107	N/D	2	2	2	95	48	3,7	
2011	5	5	4	6	64	12	3,0				0	0		
2012	5	4	4	5	34	7	2,7	1	1	1	55	55	3,2	
2013	8	8	7	11	114	13	6,2	1	1	1	47	47	1,4	

⁵⁰ Chodzi o sprawy, dla których autorzy mieli pewność, że zapadły prawomocne wyroki sądów kolejnych instancji lub też sprawy rozpatrywano ponownie.

⁵¹ Średni czas postępowania w sprawach karnych i wykroczeniowych w sądach rejonowych w latach 2014–2021 wynosił 3,6 miesiąca [www2, dostęp 30.09.2023], a średni czas postępowania prokuratorskiego w sprawach karnych w latach 2016–2017 wynosił 3,8 miesiąca [www3, dostęp 30.09.2023].

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	5	5	3	6	70	8	5,1				0	0	
2015	7	7	5	8	727	57	3,4				0	0	
2016	7	6	6	10	113	12	4,7	1	1	2	142	71	4,8
2017	2	2	2	3	6	3	5,5	1	1	1	2	2	N/D
2018	5	4	3	6	1 019	192	5,0	1	1	1	92	92	6,6
2019	6	5	5	18	4 261	348	6,1	2	2	2	90	45	3,6
2020	4	4	4	4	80	20	5,2	2	2	2	57	29	5,1
2021	3	3	2	4	84	18	5,6	2	2	2	100	100	3,3
2022	3	0	0	3	350	175	N/D				0	0	
Suma	86	66	57	124	9 677	-		16	15	18	813	-	
Średnia	4,8	3,3	3,2	6,9	538	62,8	4,8	1,3	1,3	1,5	68	46	4,0

^a Są to kary grzywny wraz z przepadkiem korzyści (ale bez kosztów sądowych).

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy wyroków sądowych.

2.3. Wybrane przypadki nadużyć na rynku

Na podstawie analizy wyroków sądowych autorzy w tabeli 3 przedstawili 14 wybranych, najciekawszych ich zdaniem, przypadków nadużyć, wraz z opisem ich *modus operandi*.

Tabela 4. Wybrane studia przypadku nadużyć

Data wyroku	Sygnatura	Czas od zawiadomienia do skazania (lata)	Rodzaj sprawy ^a	Średnia grzywna w tys. PLN ^b	Modus Operandi (oskarżonego / oskarżonych)
1	2	3	4	5	6
07.02.2008	VI K 1012/06	BD	M	1	Skazany Z.S., działając na rachunku własnym oraz jako pełnomocnik na rachunku B.S., na 14 sesjach podwyższał średnio o ok. 3% kurs akcji w fazie otwarcia (TKO)
16.11.2010	II K 993/07	4,6	WIP	90	M.N. będąc zatrudniony w spółce X i znając jej plany inwestycyjne, wykorzystał informację poufną o zamiarze nabycia przez spółkę X udziałów spółki sp. z o.o. od spółki Z, nabył wcześniej akcje spółki publicznej na rachunek osoby trzeciej, do którego to rachunku był pełnomocnikiem
08.08.2011	XII K 291/11	1,2	M	4	Skazani A.S. i M.B., działając w porozumieniu między 29 marca 2010 r. a 14 kwietnia 2010 r., składali umówione zlecenia i zawierali transakcje na akcjach spółek publicznych w celu zwycięstwa w konkursie „V Mistrzostwa Polski Inwestorów” i uzyskania nagrody (samochodu o wartości 143 tys. zł)
19.01.2012	II K 910/11.K	2,6	M	5	Skazany J.S. od 2 lutego 2009 r. do 1 kwietnia 2009 r. w krótkich odstępach czasu, składał zlecenia i zawierał naprzemienne transakcje kupna i sprzedaży ze swojego rachunku oraz z rachunku żony (A.S.) powodując, tym samym stratę na własnym rachunku i zysk na rachunku żony, w celu zdobycia nagrody przez żonę w konkursie
17.05.2013	II K 33/13	1,4	WIP	47	3 listopada 2010 r., dysponując informacją poufną o podpisaniu listu intencyjnego (pomiędzy spółką z o.o. a spółką giełdową), wykorzystał ją tak, że przed opublikowaniem o godz. 17.05 raportu bieżącego złożył dwa zlecenia kupna (g. 13:41 i g. 16:09) i nabył 212 000 akcji spółki o wartości 104 980 zł, które sprzedał 4-5 listopada 2010 r. za kwotę 111 980, uzyskując korzyść majątkową w wysokości 7 000 zł

1	2	3	4	5	6
10.10.2013	II K 910/11	6,2	M	5	W krótkich odstępach czasu składał przeciwstawne zlecenia kupna-sprzedaży akcji na rachunek własny i matki, do którego skazany był pełnomocnikiem, powodując sztuczne ustalenie się kursu akcji ww. spółek i wprowadzając w błąd inwestorów
07.08.2015	V K 193/13	4,6	M	4	W krótkich odstępach czasu z własnego rachunku składał zlecenia kupna i sprzedaży akcji, podnosząc kurs o 81,86%, a następnie składał zlecenia, które powstrzymały spadek kursu, sztucznie ustalając ceny wprowadzając w błąd inwestorów
07.04.2016	II K 441/15	3,1	M	5	w krótkich odstępach czasu składał przeciwstawne zlecenia kupna-sprzedaży akcji na rachunek inwestycyjny spółki z o.o., do którego pełnomocnikiem był J.D., i zawierał transakcje, sztucznie ustalając kurs akcji spółki i wprowadzając w błąd inwestorów
14.02.2017	III K 256/11	9,6	M	1	Skazane małżeństwo, działając w porozumieniu, w krótkich odstępach czasu manipulowali akcjami dwóch spółek (z WIG20), składając przeciwstawne zlecenia kupna i sprzedaży akcji na rachunku skazanego i rachunku skazanej, sztucznie ustalając kursy akcji obu spółek i wprowadzając w błąd pozostałych inwestorów, a także usiłowali wyłudzić od organizatora konkursu (gry giełdowej) nagrodę (samochód) warty 125 000 zł, ale skazany został wykluczony z konkursu; sąd uznał szkodliwość za nieznaczną, korzyść ok. 4,8 tys. zł
21.11.2017	II K 1024/15	4,5	M	60	R.K. oraz G.K. w okresie od 19 do 30 kwietnia 2013 r., działając wspólnie i w porozumieniu, bezpośrednio oraz przez pełnomocnika, w krótkich odstępach czasu zawarły ze sobą łącznie transakcje na 650 mln akcji spółki X o wartości 290 mln zł, nie zmieniając ostatecznie stanu posiadania akcji spółki X i nie odnosząc żadnych zysków (ponosząc koszty prowizji maklerskich) w celu utrzymania akcji spółki X w indeksie giełdowym. Oskarżeni twierdzili, że ich celem była optymalizacja podatkowa ^e
27.04.2018	IV K 275/17	6,6	UIP i WIP	92	Skazany P.N., w celu osiągnięcia korzyści majątkowej, działając w ramach uzgodnionego podziału wspólnie i w porozumieniu z R.B. wykorzystał informacje poufne dotyczące akcji trzech spółek w ten sposób, że w ramach uzgodnionego podziału P.N. ujawnił R.B. posiadane informacje poufne o inwestycjach pewnej spółki w ww. spółki, nakłaniając go do nabycia ich akcji, a R.B. wykorzystując te informacje poufne nabywał akcje ww. spółek, które następnie zbywał po podaniu informacji poufnych do publicznej wiadomości, uzyskując korzyść majątkową w wysokości 48 638 zł
06.07.2018	V K 1210/07	14,4	M	100	R.G. (specjalista w domu maklerskim) oraz A.O. (pełnomocnik rachunku spółki z Brytyjskich Wyp Dżewicznych), działając w porozumieniu, 4 lutego 2004 r. sztucznie obniżyli i podwyższyli kurs kontraktu terminowego na indeks WIG 20 w ten sposób, że R.G. wprowadził do giełdowego systemu notowań WARSET z rachunku inwestycyjnego A.K., niezgodnie z telefoniczną dyspozycją A.K., zlecenie otwarcia pozycji krótkiej 4 000 kontraktów terminowych (po każdej cenie), sztucznie obniżając kurs z 1634 punktów do 1526 punktów (-6,6%), a krótko po tym wprowadził do systemu WARSET (również z rachunku A.K., bez dyspozycji posiadacza rachunku) zlecenie otwarcia pozycji długiej 4 000 kontraktów terminowych (po każdej cenie), sztucznie podwyższając kurs z 1526 punktów do 1788 punktów (+17,1 % w stosunku do najniższego kursu), generując ok. 2,5 mln zł zysku na rachunku spółki z Brytyjskich Wyp Dżewicznych oraz stratę domu maklerskiego w wysokości 3,8 mln zł ^f
23.10.2018	VIII K 387/18	2,7	M	864	Skazany działając w krótkich odstępach czasu, na rachunku własnym oraz jako pełnomocnik kilku rachunków osób trzecich, składał zlecenia i zawierał transakcje na akcjach spółki giełdowej na NewConnect, podnoszące kurs, nie podnoszące kursu, ale zdejmując podaż na danych poziomach cenowych, a także zawierając transakcje pomiędzy „obsługiwanymi” przez siebie rachunkami, osiągając korzyść 863 tys. zł
10.09.2019	II K 582/18	4,7	WIP	50	Wykorzystanie przez członka rady nadzorczej informacji poufnej o złych wynikach spółki i sprzedaż akcji tej spółki wartyh 37 tys. zł mimo okresu zamkniętego

^aM – manipulacje instrumentami finansowymi, WIP – wykorzystywanie informacji poufnych, UIP – ujawnianie informacji poufnych.

^bSrednia grzywna z utratą kosztów (bez ewentualnych kosztów procesu) w tys. PLN.

^cChodzi o sprawę Romana i Grażyny Karkosików oraz spółki Boryszew. Prawomocny wyrok w tej sprawie zapadł 13.09.2018 r. (IX Ka 205/18) [Ciechoński 2018]. Co ciekawe, oskarżeni złożyli skargi konstytucyjne (SK 34/19 i SK 35/19), nierozstrzygnięte przez Trybunał Konstytucyjny do czasu publikacji tego artykułu, jednak Sejm RP wniósł o stwierdzenie, że zgodna z Konstytucją jest sankcja za zlecenia lub transakcje mogące wpływać na pozycję spółki w indeksie giełdowym, które jednocześnie (potencjalnie) nie wprowadzały innych inwestorów w błąd co do ceny akcji [Spyra 2020: 252].

^dJest to tzw. „Afera 100 sekund” [Martysz 2023]. W wyroku II instancji (syg. X Ka 42/19 z 15.03.2019 r.) zasądono dodatkowo naprawienie szkody brokera w wys. 3 829 390 PLN.

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy wyroków sądowych.

2.4. Lista uzyskanych wyroków sądowych za nadużycia na rynku

W tabeli 5 uszeregowano chronologicznie 106 wyroków sądowych dotyczących nadużyć, zapadłych w latach 2007–2021, dla których autorzy ustalili sygnaturę i poznali ich treść. Jest to prawdopodobnie pierwsze w historii polskiego rynku kapitałowego tak kompleksowe zestawienie wyroków sądowych za nadużycia na rynku, które może posłużyć do dalszych badań nad orzecznictwem w tym zakresie. Poniższa lista wyroków jest dopełnieniem bibliografii artykułu.

Tabela 5. Lista polskich wyroków sądowych dotyczących nadużyć na rynku z lat 2007–2021

Data wyroku	Sygnatura	Sygnatura bazowa (jeśli odwołanie lub ponowne rozpatrzenie)	Nazwa sądu (SR – Sąd Rejonowy, SO – Sąd Okręgowy)	Czy jest uzasadnienie?	Rodzaj sprawy ^a
1	2	3	4	5	6
01.02.2007	IX K 231/06		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
26.04.2007	II K 6643/00	II K 6643/00	SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
16.10.2007	XXIII K 851/07		SR w Poznaniu	NIE	WIP
18.10.2007	III K 640/06		SR dla Warszawy–Woli	NIE	M
29.10.2007	VI K 311/07		SR w Skierniewicach	NIE	M
17.01.2008	II K 197/06		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
07.02.2008	VI K 1012/06		SR w Pszczynie	NIE	M
29.04.2008	II K 22/08		SR w Skierniewicach	NIE	M
15.05.2008	V K 1189/04		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	UIP, WIP
29.04.2009	II K 125/09		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
03.06.2009	II K 13/08	II K 13/08	SR w Lesznie	TAK	M
02.10.2009	III K 30/09		SR w Bielsku-Białej	NIE	M
07.10.2009	II K 380/09	II K 380/09	SR w Ostrowie Wielkopolskim	TAK	M
03.11.2009	VI K 1837/08	VI K 1837/08	SR Poznań–Nowe Miasto i Wilda	TAK	M
02.12.2009	IV Ka 1735/09	II K 13/08	SO w Poznaniu	TAK	M
14.01.2010	II K 190/08	II K 190/08	SR w Zielonej Górze	TAK	M
15.03.2010	IV Ka 203/2010	VI K 1837/08	SO w Poznaniu	TAK	M
23.03.2010	IV Ka 46/10	II K 380/09	SO w Kaliszu	TAK	M
31.03.2010	II K 403/05	II K 403/05	SR w Dąbrowie Górniczej	TAK	M
21.05.2010	II 1 K 636/10		SR w Nowym Sączu	NIE	WIP
23.07.2010	II K 76/10		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
03.09.2010	VII Ka 511/10	II K 403/05	SO w Katowicach	TAK	M
16.11.2010	II K 993/07		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	WIP
01.03.2011	VII Ka 759/10	II K 190/08	SO w Zielonej Górze	NIE	M
06.04.2011	II K 161/08		SR Gdańsk–Północ	TAK	WIP
04.07.2011	II K 413/10		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
08.08.2011	XII K 291/11		SR dla Wrocławia Fabryczna	NIE	M

1	2	3	4	5	6
11.08.2011	II K 844/09	II K 13/08, IV Ka 1735/09, II K 844/09	SR w Lesznie	TAK	M
24.10.2011	II K 621/11		SR w Sierpcu	TAK	M
16.12.2011	II K 930/11		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
18.01.2012	XVII Ka 1037/11	II K 844/09	SO w Poznaniu	TAK	M
19.01.2012	II K 910/11.K		SR dla Krakowa–Krowdrzy	NIE	M
19.04.2012	III K 812/10		SR dla Warszawy–Mokotowa	NIE	M
18.05.2012	X K 1053/11		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	WIP
13.09.2012	II K 568/12		SR w Koszalinie	NIE	M
09.01.2013	V KK 149/12		Sąd Najwyższy	NIE	M
11.01.2013	II K 1152/11		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
19.03.2013	X K 1442/10		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
17.05.2013	II K 33/13		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	WIP
24.05.2013	II K 613/11		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
12.06.2013	IV K 677/09		SR Szczecin–Centrum	TAK	M
04.09.2013	II K 562/12		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
10.10.2013	II K 910/11		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
18.10.2013	X K 1936/10	X K 1936/10	SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
29.10.2013	II K 685/11		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
10.03.2014	III K 581/13		SR Katowice–Zachód	TAK	M
24.03.2014	V K 72/14		SR dla Warszawy–Woli	NIE	M
16.05.2014	X Ka 173/14	X K 1936/10	SO w Warszawie	TAK	M
18.06.2014	III K 711/07		SR dla m. st. Warszawy	TAK	M
15.07.2014	IV K 852/13		SR dla Warszawy–Woli	NIE	M
05.09.2014	IX K 125/14		SR w Bydgoszczy	TAK	M
09.12.2014	II K 870/13	II K 870/13	SR Gdańsk–Południe	TAK	M
08.05.2015	II K 1073/14		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
12.06.2015	II K 845/14		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
24.06.2015	V Ka 192/15	II K 870/13	SO w Gdańsku	NIE	M
29.07.2015	IV K 792/09		SR dla m. st. Warszawy	TAK	M
07.08.2015	V K 193/13		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
02.09.2015	VIII K 116/15		SO w Warszawie	NIE	M
08.12.2015	XI K 365/14	XI K 365/14	SR w Częstochowie	TAK	M
17.12.2015	VII K 339/15		SR dla Łodzi–Widzewa	NIE	M
21.01.2016	VII K 450/15		SR w Zabrzu	NIE	M
16.03.2016	II K 53/14		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
07.04.2016	II K 441/15		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
20.05.2016	III K 707/15		SR dla m. st. Warszawy	NIE	M
24.05.2016	VII Ka 311/16	XI K 365/14	SO w Częstochowie	TAK	M
30.06.2016	IV K 921/12		SR dla Warszawy–Woli	TAK	UIP, WIP
01.09.2016	II K 273/16		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
07.11.2016	II K 924/15		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M

1	2	3	4	5	6
09.11.2016	IX K 5/16	IX K 5/16	SR w Kielcach	TAK	M
14.02.2017	III K 256/11		SR dla Warszawy–Woli	TAK	M
05.06.2017	II K 899/16		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
22.09.2017	VIII K 475/17		SR dla Warszawy–Mokotowa	NIE	WIP
21.11.2017	II K 1024/15	II K 1024/15	SR w Toruniu	TAK	M
25.01.2018	IX Ka 782/17	IX K 5/16	SO w Kielcach	TAK	M
06.03.2018	XI K 466/16	XI K 365/14, VII Ka 311/16	SR w Częstochowie	TAK	M
26.04.2018	VII K 33/18		SR w Płocku	NIE	M
27.04.2018	IV K 275/17		SR dla Warszawy–Woli	TAK	UIP, WIP
06.07.2018	V K 1210/07	V K 1210/07	SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
13.09.2018	VII Ka 735/18	XI K 365/14, XI K 466/16	SO w Częstochowie	TAK	M
13.09.2018	IX Ka 205/18	II K 1024/15	SO w Toruniu	TAK	M
23.10.2018	VIII K 387/18		SR dla Warszawy–Mokotowa	NIE	M
04.01.2019	II K 569/12	II K 569/12	SR w Chełmie	TAK	M
31.01.2019	II K 607/18	II K 607/18	SR w Dzierżonowie	TAK	M
15.03.2019	X Ka 42/19	V K 1210/07	SO w Warszawie	TAK	M
23.04.2019	IV Ka 225/19	II K 607/18	SO w Świdnicy	NIE	M
07.05.2019	II K 36/19		SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	M
28.05.2019	V K 299/18	V K 299/18	SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	WIP
17.06.2019	II K 434/17	II K 434/17	SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
10.09.2019	II K 582/18		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	WIP
04.10.2019	VIII K 622/18		SR dla Warszawy–Mokotowa	TAK	M
08.10.2019	X Ka 892/19	V K 299/18	SO w Warszawie	TAK	WIP
07.11.2019	XI Ka 462/19	II K 569/12	SO w Lublinie	TAK	M
07.11.2019	V K 133/18	V K 133/18	SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	UIP
06.12.2019	II K 990/18	II K 990/18	SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
23.12.2019	II K 174/17	II K 174/17	SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M, WIP
13.01.2020	IX Ka 1220/19	II K 434/17	SO w Warszawie	TAK	M
10.07.2020	X Ka 184/20	V K 133/18	SO w Warszawie	TAK	UIP
15.07.2020	V K 248/20	V K 248/20	SR dla Warszawy Śródmieścia	NIE	WIP
20.08.2020	X Ka 279/20	II K 990/18	SO w Warszawie	TAK	M
24.08.2020	II K 698/20/P		SR dla Krakowa–Podgórze	TAK	M
17.12.2020	X Ka 242/20	II K 174/17	SO w Warszawie	TAK	M, WIP
27.01.2021	II K 477/18		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	WIP
20.04.2021	X K 586/20	V K 248/20	SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	WIP
30.07.2021	II K 732/18		SR w Płocku	TAK	M
29.09.2021	II K 605/21		SR dla Warszawy Śródmieścia	TAK	M
08.12.2021	IX Ka 1129/21	II K 605/21	SO w Warszawie	NIE	M

^a M – manipulacje instrumentami finansowymi, WIP – wykorzystywanie informacji poufnych, UIP – ujawnianie informacji poufnych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy wyroków sądowych.

PODSUMOWANIE

W Polsce w latach 2002–2022 (według organu nadzoru nad rynkiem kapitałowym) zapadły 123 wyroki skazujące za nadużycia na rynku, w tym 104 dotyczyło manipulacji, a tylko 21 insider tradingu. Najczęściej występującym *modus operandi* manipulacji (70% spraw) był sztuczny handel „sam ze sobą” dokonywany przez jedną osobę na jednym lub rzadziej na kilku rachunkach inwestycyjnych lub przez kilka osób działających w ramach powiązanej grupy (*wash trade*). Typowa manipulacja dotyczyła akcji na rynku regulowanym GPW, trwała ok. 95 dni, a jej celem było osiągnięcie korzyści finansowej. Od zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia danego nadużycia do wydania wyroku skazującego mijało średnio, aż 48 miesięcy dla wykorzystywania lub ujawniania informacji poufnych oraz, aż 57,6 miesiąca dla manipulacji – było to odpowiednio 6,5 i 7,8 raza dłużej od przeciętnego procesu karnego, co w ocenie autorów wynika głównie ze skomplikowanej materii nadużyć na rynku.

Do największych wyzwań w penalizacji nadużyć na rynku należy dowodzenie, że sprawca miał manipulacyjny zamiar lub, że składał zlecenia w oparciu o informacje poufne. Szczególnie niska karalność dotyczy ujawniania i wykorzystywania informacji poufnych, co zdaniem autorów wynika głównie z charakteru poszlakowego postępowania dowodowego – (według statystyk nadzoru) spośród 201 zawiadomień KNF do prokuratury powstały jedynie 24 akty oskarżenia i zaledwie 15 wyroków (7% zawiadomień), natomiast w przypadku manipulacji było dużo lepiej – 217 zawiadomień oraz po 99 aktów oskarżenia i wyroków skazujących (46% zawiadomień).

Sprawcami nadużyć na rynku były przeważnie osoby o dużej wiedzy o funkcjonowaniu giełdy, które w toku postępowania próbowały zasłaniać się niewiedzą czy działaniem nieprzemyślanym. Sprawcy ci często nie byli świadomi bezprawności oraz szkodliwości swoich działań, co sugeruje potrzebę szerszego edukowania inwestorów o tym, czym są nadużycia na rynku.

Manipulacje instrumentami finansowymi mogą wprowadzać inwestorów w błąd. Z kolei ujawnianie lub wykorzystywanie informacji poufnych stwarza poczucie, że tylko nieliczni mogą podejmować trafione decyzje inwestycyjne, co odstręcza inwestorów od zaangażowania w rynku giełdowym. Oba nadużycia na rynku kapitałowym powodują erozję zaufania do rynku kapitałowego i odejście z niego inwestorów. Wówczas rynek przestaje spełniać swoją rolę, bo kapitał nie trafia tam, gdzie mógłby być najlepiej wykorzystany i jest go po prostu mniej.

Aby móc w pełni ocenić skuteczność orzekania i wyjaśnić dysproporcję pomiędzy liczbą zawiadomień do prokuratury, a liczbą wyroków, należałoby (oprócz wyroków) przestudiować też zawiadomienia do prokuratury oraz akty prokuratorskie, zwłaszcza w przypadku spraw umorzonych lub zakończonych uniewinnieniem. Dopiero wówczas można byłoby próbować ustalić, czy mate-

riał dowodowy był niewystarczający, czy też brakło przesłanek wskazujących na wystąpienia nadużyć na rynku. Tylko dla niespełna 59% wyroków sądowych, których treść autorzy poznali (62/106), sporządzono szczegółowe uzasadnienie, z którego można spróbować ustalić *modus operandi* nadużyć na rynku.

Wreszcie, autorzy sugerują dalsze badania nad wpływem płynności obrotu giełdowego na skuteczność manipulacji – wydaje się bowiem, że popularyzacja rynku kapitałowego, zwiększenie globalnego wolumenu obrotów oraz dążenie do jak największej liczby akcji w wolnym obrocie (*free float*) powinno w naturalny sposób ograniczać potencjał do dokonywania manipulacji instrumentami finansowymi.

DEKLARACJA AUTORÓW

Autorzy zgłaszają brak konfliktu interesów.

BIBLIOGRAFIA

- Augustin, P., Brenner, B. and Subrahmanyam, M.G. (2015). *Informed Options Trading prior to M&A Announcements: Insider Trading?*, NY University – L.N. Stern School of Business working papers, <https://doi.org/10.2139/ssrn.2441606>
- Błachnio-Parzych, A. (2011). *Kryminalizacja manipulacji instrumentami finansowymi*. Warszawa: Wolters Kluwer business.
- Błachnio-Parzych, A. (2023). Komentarz do art. 183, s. 1705–1751. W: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, red., *Prawo rynku kapitałowego. Tom I, Komentarz*. Warszawa: C.H.Beck.
- Ciechoński, T. (2018). Prawomocny wyrok: Karkosik z żoną manipulowani. *Gazeta Wyborcza*, 13.09.2018.
- Dusza, M. (2011). *Najgroźniejsze przestępstwa giełdowe. Implikacje i sposoby przeciwdziałania*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2003/6/WE z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku), Market Abuse Directive, Dz. Urz. UE L 96 z 12.04.2003.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku) [Dz.U. UE L 173/179]
- Dyrektywa Wykonawcza Komisji (UE) 2015/2392 z dnia 17 grudnia 2015 r. w sprawie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do zgłaszania właściwym organom rzeczywistych lub potencjalnych naruszeń tego rozporządzenia, L 332/126.
- Gemra, K. i Kwestarz P. (2021). Wpływ transakcji insiderów na ceny akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2010–2020. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H – Oeconomia*, vol. 55(4), s. 7–21, <https://doi.org/10.17951/h.2021.55.4.7-21>
- Karlik, P. (2020). Kontrowersje wokół karalnej manipulacji instrumentem finansowym. *Monitor Prawniczy*, nr 5, s. 255–259, <https://doi.org/10.32027/MOP.20.5.3>
- Korn, K. (2012a). Pojęcie Manipulacji Instrumentem finansowym – część I. *Transformacje Prawa Prywatnego*, nr 3, s. 29–48, <https://doi.org/10.26106/25e1-rd17>

- Korn, K. (2012b). Pojęcie Manipulacji Instrumentem finansowym – część II. *Transformacje Prawa Prywatnego*, nr 4, s. 31–66, <https://doi.org/10.26106/1crx-k579>
- Królikowski, M. (2016). *Informacje poufne, wykorzystywanie informacji poufnych, bezprawne ujawnienie informacji poufnych i manipulacje na rynku*. W: M. Wierzbowski, red., *Rozporządzenie UE nr 594/2014 w sprawie nadużyć na rynku. Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*. Warszawa: C.H.Beck.
- Kwieciński, J. (2019). Przepięstwo manipulacji na rynku kapitałowym w świetle ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i prawa wspólnotowego. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, SGH, nr 174, s. 9–31, <https://doi.org/10.33119/SIP.2019.174.1>
- Martysz C.B., 2015, *Manipulacje instrumentami finansowymi i insider trading. Analiza prawno-ekonomiczna*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Martysz, C.B. (2022). Free Float in the Polish Capital Market and Its Importance for Investors. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H – Oeconomia*, vol. 56(4), s. 83–106, <https://doi.org/10.17951/h.2022.56.4.83-106>
- Martysz, C.B. (2023). 2,5 mln złotych w 100 sekund, czyli manipulacje giełdowe w pigułce. *Obserwator Finansowy*, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/rynki-finansowe/bankowosc/25-mln-zlotych-w-100-sekund-czyli-manipulacje-gieldowe-w-pigulce/>
- Martysz, C.B. i Rzeszutek, M. (2016). *Problem informacji cenotwórczych w kontekście nowych unijnych obowiązków informacyjnych spółek publicznych*. W: A. Karmańska, J. Ostaszewski, red., *Przelamywanie dysonansów poznawczych jako czynnik stymulowania rozwoju nauk o finansach*, Warszawa: SGH, s. 87–104.
- Pawelec, S. (2021). Przepięstwo manipulacji instrumentem finansowym (manipulacji na rynku) w perspektywie reguł prawa karnego międzyczasowego. *Studia Prawnoustrojowe*, nr 52, <https://doi.org/10.31648/sp.6643>
- Płókarz, R., Czapiewski, M., Stryśnik, J., Włodarczyk, G. i Zacharzewski K. (2021). *Przestępczość finansowa. Tom 2. Rynki finansowe*. Warszawa: Difin.
- Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2016/522 z dnia 17 grudnia 2015 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w kwestiach dotyczących wyłączenia niektórych organów publicznych i banków centralnych państw trzecich, okoliczności wskazujących na manipulację na rynku, progów powodujących powstanie obowiązku podania informacji do wiadomości publicznej, właściwych organów do celów powiadomień o opóźnieniach, zgody na obrót w okresach zamkniętych oraz rodzajów transakcji wykonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze podlegających obowiązkowi powiadomienia, Dz.U. UE L 88 z 5.4.2016.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku, skrót „MAR”, Dz.U. UE L 173/1.
- Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2016/1055 z 29 czerwca 2016 r. ustanawiające wykonawcze standardy techniczne w odniesieniu do technicznych warunków właściwego podawania do wiadomości publicznej informacji poufnych i opóźniania podawania do wiadomości publicznej informacji poufnych zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014, Dz.U. UE L.2016.173.47.
- Spyra, M. (2020). Ocena zgodności z Konstytucją przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. *Zeszyty Prawnicze BAS*, nr 2(66), s. 217–254, <https://doi.org/10.31268/ZPBAS.2020.46>
- Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz.U. 2002, nr 49, poz. 447.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. 2023, poz. 646, skrót „UOIF”.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. 2022, poz. 2554.

- Ustawa z dnia 6 września 2001 r. o dostępie do informacji publicznej, Dz.U. 2019, poz. 1429.
- Więckowska, M. i Borowski K. (2020). *Manipulacja i wykorzystanie przewagi informacyjnej na rynku finansowym*. Warszawa: SGH.
- Włodarczyk, G. (2016). Trade surveillance (pod MAR) dla osób zawodowo zajmujących się pośrednictwem w zawieraniu transakcji lub wykonywaniu zleceń – część pierwsza – wprowadzenie. *Compliance i Zarządzanie*, wyd. 1, jesień, <https://compliancemifid.wordpress.com/artykuly-mar/> [dostęp 10.02.2024].
- [www1] https://www.unodc.org/documents/treaties/UNCAC/E-Learning/English/inside_information/index.2004.htm [dostęp 30.09.2023].
- [www2] <https://isws.ms.gov.pl/baza-statystyczna/opracowania-wieloletnie/download.2853.55.html/> [dostęp 30.09.2023].
- [www3] <https://www.gov.pl/web/prokuratura-krajowa/sprawozdania-i-statystyki> [dostęp 30.09.2023].
- [www4] https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-02/ESMA74-1103241886-912_Warnings_on_Social_Media_and_Investment_Recommendations.pdf [dostęp 09.02.2024].

DWIE DEKADY NADUŻYĆ NA RYNKU W POLSCE MANIPULACJE INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI ORAZ UJAWNIANIE I WYKORZYSTYWANIE INFORMACJI POUFNYCH W LATACH 2002–2022

STRESZCZENIE

Cel artykułu. Celem artykułu jest przedstawienie kluczowych wniosków z analizy orzecznictwa, w tym definicji oraz najczęstszych *modus operandi* sprawców oraz charakterystycznych cech przestępstw manipulacji, wykorzystywania oraz ujawniania informacji poufnych. Przestępstwa te (klasyfikowane zgodnie z Rozporządzeniem MAR jako nadużycia na rynku) są szczególnie szkodliwe dla polskiego rynku kapitałowego, ponieważ naruszają zaufanie inwestorów do rynku i niszczą jego efektywność.

Metodyka. Autorzy, bazując na literaturze, raportach organu nadzoru nad polskim rynkiem kapitałowym (KPWiG / KNF) oraz wyrokach sądowych, stworzyli pierwsze w polskiej literaturze kompleksowe opracowanie orzecznictwa dla nadużyć na rynku.

Wyniki badania. Czas trwania procesu prokuratorsko-sądowego dla wykorzystywania lub ujawniania informacji poufnych trwał 6,5, a w przypadku manipulacji, aż 7,8 razy dłużej od przeciętnego procesu karnego. W przypadku wykorzystywania i ujawniania informacji poufnych skuteczność orzekania była zdecydowanie niższa (7% zawiadomień do prokuratury zakończyło się wyrokami skazującymi), niż w przypadku manipulacji (46%). Statystyki te wynikają głównie ze skomplikowanej materii nadużyć na rynku. Typowym *modus operandi* manipulacji był sztuczny jednoosobowy handel „sam ze sobą” lub ściśle powiązana ze sobą aktywność kilku osób (*wash trade*). Sprawcami nadużyć były przeważnie osoby o dużej wiedzy o funkcjonowaniu giełdy, które w toku postępowania próbowały zasłaniać się niewiedzą czy spekulacją, jednak często uczestnicy rynku nie byli świadomi bezprawności podejmowanych działań.

Słowa kluczowe: nadużycia na rynku, manipulacje instrumentami finansowymi, informacje poufne, *insider trading*, rynek kapitałowy.

JEL Class: K14, K22, G14, G18, G19, G23.

FUZJE I PRZEJĘCIA W CZASIE PANDEMII COVID-19 W POLSCE

Rafał Tuzimek*



<https://doi.org/10.18778/2391-6478.S2.2023.09>

MERGERS AND ACQUISITIONS DURING THE COVID-19 PANDEMIC IN POLAND

ABSTRACT

The purpose of the article. The purpose of the study is to assess the impact of the COVID-19 pandemic on Polish companies' M&A transaction activity, both occurring on the buy-side and seeking investors.

Methodology. The survey was conducted by questionnaire on a sample of 111 companies operating in the industrial sector, and the results were compared with the number of transactions concluded in 2017–2022.

Results of the research. The impact of the COVID-19 pandemic was felt by the majority of surveyed entities, but the magnitude of the impact differed significantly between potential buyers and sellers, who declared a greater negative impact of the pandemic on operations. The intention to sell the business was motivated by the impact of the COVID-19 pandemic outbreak in only 22% of cases. Companies with an active acquisition policy in most cases assessed their financial situation as stable, while the company's financial problems were cited as one of the motives for the contemplated sale in about 20% of cases. It is noteworthy that for many companies the outbreak of the pandemic did not cause a change in the previously adopted strategy, which was maintained by 54% of companies planning acquisitions and 35% of companies seeking an investor. The outbreak of the pandemic caused a significant number of those considering buying a company to expect a drop in valuations and the emergence of investment opportunities. This phenomenon was not observed among sellers, which could indicate the periodic occurrence of a difference in price expectations between the parties to the transaction. An analysis of the number of ex-post transactions allows us to conclude that the risks identified in the initial phase of the pandemic did not negatively affect the M&A market in Poland, and after an initial slowdown due to lockdown

* Dr hab., Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, e-mail: rtuzim@sgh.waw.pl; <https://orcid.org/0000-0001-9775-6768>

and economic uncertainty, the Polish M&A market has returned to the upward trends observed before the outbreak of the COVID-19 pandemic.

Keywords: mergers, acquisitions, acquisition motives, strategy, COVID-19, capital markets.

JEL Class: F23,G15, G34.

WSTĘP

Wybuch pandemii COVID-19 istotnie wpłynął na procesy społeczne i gospodarcze. Skala oddziaływania i poziom niepewności towarzyszący rozprzestrzenianiu się pandemii miał także wpływ na postawy związane z realizacją strategii fuzji i przejęć („M&A”).

Niniejsze opracowanie ma na celu ocenę wpływu pandemii COVID-19 na planowaną aktywność polskich przedsiębiorstw na rynku fuzji i przejęć. Autor podjął, między innymi, próbę analizy i oceny różnorodnych motywów podejmowanych działań w zakresie fuzji i przejęć w okresie pandemii. Sformułowano następującą hipotezę badawczą: wpływ COVID-19 na działalność prowadzoną przez przedsiębiorstwa stworzy dodatkowe szanse dla realizacji projektów fuzji i przejęć.

Badanie zostało przeprowadzone na próbie celowej $n=111$ przedsiębiorstw, które zostały podzielone na grupę podmiotów zamierzających przejmować inne przedsiębiorstwa oraz grupę podmiotów, co do których planowana była sprzedaż/pozyskanie inwestora. Badanie zostało przeprowadzone na przełomie maja i czerwca 2020 roku, a zatem w początkowym okresie pandemii, charakteryzującym się wysoką niepewnością co do oceny średnio- i długoterminowych jej skutków. Wyniki badania zostały zestawione z obserwowaną w latach 2017–2022 liczbą transakcji zawartych z udziałem polskich przedsiębiorstw, zarówno występujących po stronie kupującej, jak i będących celami transakcyjnymi dla przedsiębiorstw zagranicznych.

1. PANDEMIA COVID-19

Początek pandemii COVID-19 wywoływanej wirusem SARS-COV-2 miał miejsce w chińskim mieście Wuhan, gdzie w grudniu 2019 roku stwierdzono pierwszy oficjalny przypadek zakażenia wirusem [Platto i in. 2021]. Niedługo potem – w styczniu 2020 roku, odnotowano we Francji pierwsze zgłoszenie COVID-19 w Europie. Łatwość transmisji i szybkie rozprzestrzenianie się wirusa doprowadziło do ogólnoświatowej pandemii. W odpowiedzi na rosnące zagrożenie dla życia i zdrowia ludzi ze strony COVID-19, rządy wielu państw wprowadziły bezprecedensowe ograniczenia mające na celu zmniejszenie liczby kontaktów międzyludzkich i tym samym spowolnienie rozprzestrzeniania się wirusa. Ogra-

niczenia te bezpośrednio i natychmiastowo dotknęły takie gałęzie gospodarki i życia społecznego, jak turystyka i podróże, transport ludności, usługi kulturalne i rozrywkowe, czy szkolnictwo, gdyż ich funkcjonowanie jest silnie zależne od kontaktów i interakcji międzyludzkich [de Vet i in. 2021]. Rosnąca liczba infekcji (często wymagających hospitalizacji) oraz wprowadzone ograniczenia w przemieszczaniu się ludności, postawiły przedsiębiorstwa przed koniecznością zmierzenia się z nową sytuacją społeczno-gospodarczą [Związek Przedsiębiorców i Pracodawców 2021].

Zaistniała sytuacja szybko uwidoczniła się także na rynkach kapitałowych, dobitnie wskazując na rosnące obawy inwestorów. Analiza notowań akcji 2 tys. największych przedsiębiorstw przeprowadzona przez firmę doradczą Accenture dla okresu od 21 lutego do 16 marca 2020 roku wykazała, że kapitalizacja w segmencie spółek świadczących usługi turystyczne i hotelowe spadła aż o 49% [Accenture 2020]. Dla spółek z segmentu bankowego i rynków kapitałowych spadek wyniósł 31%, dla segmentu energetycznego 24% oraz 19% dla przedsiębiorstw z segmentu handlu detalicznego i 16% dla z segmentu dóbr konsumpcyjnych. W tym samym okresie wartość indeksu WIG notowanego na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie spadła o ponad 34%. Pogarszające się wskaźniki na rynkach kapitałowych po części odzwierciedlały szerszej rozumiane nastroje i obawy inwestorów, w tym w zakresie prowadzonych lub planowanych transakcji M&A [Lyocsa i in. 2020]. Stąd ważnym stało się pytanie, na ile pandemia COVID-19 wpłynęła na postawy właścicieli i kadry zarządzającej przedsiębiorstw prowadzących lub planujących aktywności w tym zakresie. Było to pytanie istotne i ciekawe, gdyż w okresie poprzedzającym pandemię wartość światowych transakcji M&A wrosła z 2,9 biliona dolarów w 2017 roku do 3,4 biliona dolarów w 2019 roku [Bain & Company 2020]. W Polsce wartość ogłoszonych transakcji M&A w 2019 roku osiągnęła 1093 mld EUR, co stanowiło wzrost o 4,44 mld EUR w stosunku do roku poprzedniego [CMS 2022]. Jednocześnie sytuacja rynkowa sprzed pandemii (dostęp do finansowania przy niskich stopach procentowych) sprzyjała potencjalnemu wzrostowi rynku M&A [Adra i in. 2020].

Według badań opublikowanych w Harvard Business Review [Stone Herman 2021] 72% respondentów (spośród blisko 500 dyrektorów wykonawczych, z którzy wzięli udział w badaniu) spodziewało się wzrostu zainteresowania transakcjami M&A w porównaniu do okresu sprzed pandemii, a 70% z nich oczekiwało konsolidacji rynku w wyniku zmiany otoczenia makroekonomicznego przedsiębiorstw. Także w raporcie firmy doradczej EY [EY 2021] wskazano, że 80% respondentów (z ponad 2400 dyrektorów wykonawczych z całego świata ankietowanych w okresie od listopada 2020 roku do stycznia 2021 roku) spodziewało się w kolejnych 12 miesiącach większej aktywności w zakresie akwizycji aktywów (głównie ze strony funduszy typu *private equity*).

2. WYBRANE MOTYWY KONSOLIDACJI PRZEDSIĘBIORSTW

Zgodnie z dominującym obecnie podejściem głównym celem działalności przedsiębiorstwa jest maksymalizacja wartości dla jego właścicieli. Według A. Rappaporta wartość przedsiębiorstwa zależy od szeregu czynników o charakterze finansowym, marketingowym oraz czynników związanych ze składnikami niematerialnymi przedsiębiorstwa [Rappaport 1998].

M&A odgrywają bardzo ważną rolę z punktu widzenia kreowania wartości dla właścicieli. Skuteczna realizacja synergii w ramach transakcji M&A najczęściej prowadzi do znacznie szybszego wzrostu wartości, niż miałyby to miejsce w przypadku wzrostu organicznego prowadzonej działalności gospodarczej.

Uzyskanie synergii i ich realizacja jest podstawowym elementem kreowania wartości w transakcjach M&A [Korpus 2014]. Potencjalnych korzyści poszukuje się po stronie przychodowej, jak i kosztowej, ale także w zakresie dostępu do kapitału i obniżenia jego kosztu. Szczegółowe motywy transakcji oraz generatory wartości, które będą interesowały jej strony mogą być wielorakie, różniąc się najczęściej po stronie nabywców i stronie sprzedających. Dla nabywców fuzje i przejęcia mogą stanowić strategię rozwoju przedsiębiorstwa, podczas, gdy gotowość sprzedaży może wynikać z czynników takich, jak chęć realizacji przyszłych zysków i pozyskanie środków pieniężnych na inne cele właścicieli, czy chociażby przekazanie przez właściciela przedsiębiorstwa niezależnemu inwestorowi w przypadku braku sukcesora.

W literaturze odnaleźć można wiele przykładów i klasyfikacji motywów podejmowania transakcji M&A wraz z ich dokładnym omówieniem. Jedną z możliwych klasyfikacji motywów nabywcy przewiduje ich podział na cztery podstawowe grupy: techniczne i operacyjne, rynkowe i marketingowe, finansowe oraz menadżerskie. Natomiast motywy sprzedawcy można podzielić na: finansowe, strategiczne, administracyjne oraz menadżerskie [Frąckowiak 2009].

Inny podział transakcji M&A, w szczególności w kontekście zmian wywołanych pandemią COVID-19, przedstawiła firma Deloitte [Deloitte 2020], dzieląc transakcje M&A na ofensywne i defensywne. Transakcje ofensywne mają na celu dostosowanie prowadzonego biznesu do nowych warunków i zapewnienie bezpieczeństwa w przyszłości. Do tej grupy zaliczono także transakcje mające na celu zdobycie wiodącej pozycji na rynku. Natomiast celem realizacji transakcji defensywnych jest głównie odzyskanie wartości (w przypadku przedsiębiorstw, które ucierpiały w wyniku pandemii i muszą zoptymalizować swoje aktywa) oraz ochrona rynków w celu utrzymania dotychczasowej pozycji. Wyniki badania przeprowadzonego przez Deloitte [Deloitte 2021] w okresie wrzesień–październik 2020 roku (grupa 1578 dyrektorów finansowych z 18 krajów europejskich) wskazały, że blisko 59% dyrektorów skłaniało się do wyboru strategii ofensywnych, podczas, gdy 41% deklarowało wybór strategii defensywnych. Jednak

wybór danej strategii musi zostać poprzedzony odpowiednią analizą szans i zagrożeń, jakie stoją przed danym przedsiębiorstwem, co powinno pozwolić na wybór rozwiązań, które najlepiej spełniają oczekiwania interesariuszy, a jednocześnie pozwolą na wzmocnienie pozycji rynkowej przedsiębiorstwa [Toborek-Mazur i in. 2022].

Wybór odpowiedniej strategii może także zależeć od gałęzi gospodarki, w której dane przedsiębiorstwo działa. Ze względu na restrykcje mające na celu ograniczenie transmisji wirusa, pandemia COVID-19 w swojej początkowej fazie dotknęła głównie te segmenty, których funkcjonowanie w znacznej mierze opiera się na mobilności ludności czy interakcjach międzyludzkich, jak transport, turystyka, hotelarstwo, gastronomia, szkolnictwo. Z drugiej strony ograniczona mobilność przyczyniła się do szybszej adopcji narzędzi teleinformatycznych wspomagających pracę i naukę zdalną, czy też do większego wykorzystania narzędzi oferujących cyfrową rozrywkę, np. wykorzystujących *streaming* [Toborek-Mazur 2023], co w oczach inwestorów zwiększyło atrakcyjność podmiotów dostarczających takie rozwiązania oraz treści cyfrowe.

3. WYNIKI PRZEPROWADZONEGO BADANIA

3.1. Zakres i założenia badania

Badanie zostało przeprowadzone w okresie maja i czerwca 2020 roku na celowej próbie 111 podmiotów działających w branży przemysłowej, których kierownictwo lub właściciele zadeklarowali zainteresowanie transakcją zakupu bądź sprzedaży przedsiębiorstwa. 78% (n=86) wśród badanych podmiotów to przedsiębiorstwa osiągające powyżej 100 mln zł przychodów rocznie. Badaniem objęto spółki z przemysłu budowlanego (n=14), motoryzacyjnego (n=13), spożywczego (n=12), elektrycznego, elektronicznego i elektromaszynowego (n=12), chemicznego (n=11), technologicznego (n=11), ciężkiego (n=7), energetycznego (n=7), meblarskiego i drzewnego (n=6), odzieżowego (n=6), farmaceutycznego i biotechnologicznego (n=3) oraz spółki z pozostałych segmentów (n=9).

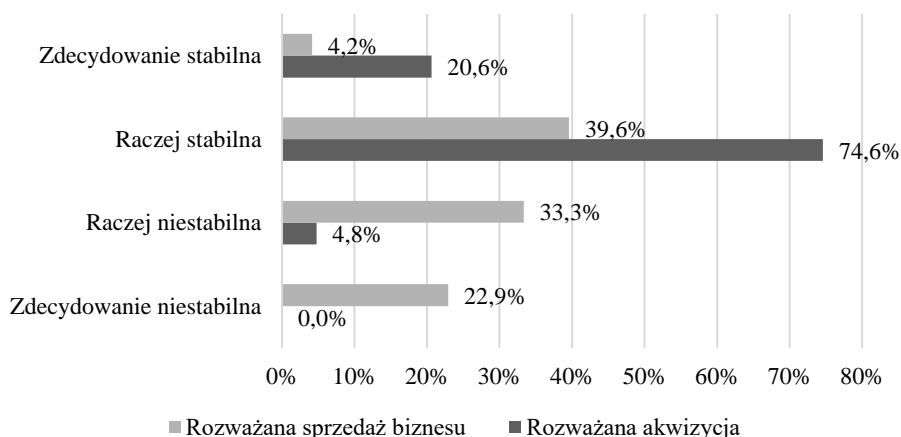
W badanej próbie przedsiębiorstw 57% (n=63) z nich zadeklarowało planowaną akwizycję innego podmiotu lub marki, natomiast w pozostałych 43% (n=48) przypadków deklaracja dotyczyła potencjalnej sprzedaży całości lub części biznesu. Badanie przeprowadzono w formie wywiadów online (CAWI) oraz wywiadów telefonicznych (CATI). W gronie respondentów znaleźli się właściciele, członkowie zarządów oraz dyrektorzy spółek. Sformułowano następującą hipotezę badawczą: wpływ COVID-19 na działalność prowadzoną przez przedsiębiorstwa stworzy dodatkowe szanse dla realizacji projektów fuzji i przejęć. W celu zweryfikowania hipotezy postawiono następujące pytania badawcze:

- Czy pandemia COVID-19 wpłynęła na działalność i osiągnięte wyniki przedsiębiorstw?
- Czy pandemia COVID-19 zwiększyła presję na sprzedaż przedsiębiorstwa ze względu na występujące trudności finansowe?
- Czy pandemia COVID-19 to dobry moment na przejęcie innego przedsiębiorstwa?

Dodatkowo, w ramach badania zapytano respondentów o wybrane motywy związane z planowanymi akwizycjami.

3.2. Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

Według respondentów badania w 73% (n=81) przypadków kryzys spowodowany pandemią nie zdestabilizował finansów badanych przedsiębiorstw. Z perspektywy czasu wynik taki może wydawać się zaskakująco pozytywny, należy jednak pamiętać, że badanie zostało przeprowadzone niedługo po wybuchu pandemii COVID-19, kiedy jej skutki mogły nie być jeszcze w pełni odczuwalne, a przyszłe konsekwencje były trudne do oszacowania.



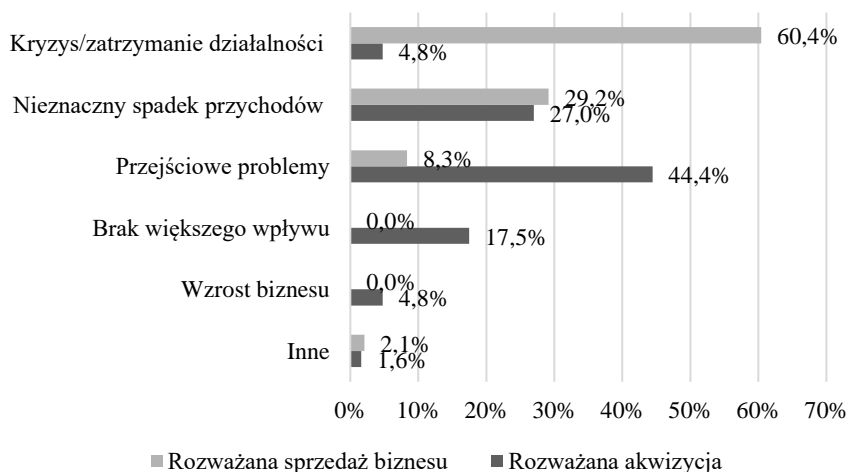
Wykres 1. Jak oceniliby Państwo sytuację finansową spółki?

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania (n=111).

W przypadku respondentów deklarujących sprzedaż spółki (n=48) ponad 56% z nich określiła sytuację finansową spółki jako niestabilną lub raczej niestabilną (wykres 1). Jedyne w przypadku 4,2% spółek z tej grupy zadeklarowano, że ich sytuacja finansowa jest zdecydowanie stabilna. W grupie spółek rozważających transakcję akwizycji (n=63), aż w 74,6% (n=47) zadeklarowano, że spółka jest raczej stabilna finansowo, a w 20,6% (n=13), że jest zdecydowanie stabilna.

Można zatem stwierdzić, iż spółki rozważające akwizycję charakteryzowały się znacznie lepszą oceną stabilności finansowej z perspektywy zarządzających lub ich właścicieli. Stabilność finansowa może być jednym z czynników warunkujących planowanie przyszłych transakcji M&A. Jednocześnie brak takiej stabilności może być przyczyną istniejących lub spodziewanych problemów prowadzących do decyzji o sprzedaży spółki.

Nieco inaczej przedstawia się ocena szeroko rozumianego wpływu pandemii COVID-19 na działalność badanych przedsiębiorstw (wykres 2). Blisko 86% (n=95) z wszystkich badanych przedsiębiorstw odnotowało negatywny wpływ pandemii na biznes, przy czym, aż w ponad 60% (n=29) spółek, dla których rozważana była sprzedaż biznesu wpływ ten był krytyczny i/lub prowadził do zatrzymania działalności gospodarczej. W skali całej próby krytyczny wpływ na biznes zadeklarowano dla 28,8% spółek (n=32). W przypadku grupy spółek rozważających przeprowadzenie w najbliższej przyszłości potencjalnej akwizycji w odniesieniu do 44% z nich (n=28), problemy wynikające z pandemii COVID-19 określono jako przejściowe. Według opinii respondentów, spośród badanych spółek w znaczącym stopniu kryzys odczuły: branża budowlana, technologiczna oraz elektromaszynowa. Przejściowe problemy i nieznaczny spadek przychodów w największej mierze dotyczył spółek z branży motoryzacyjnej, chemicznej i spożywczej.



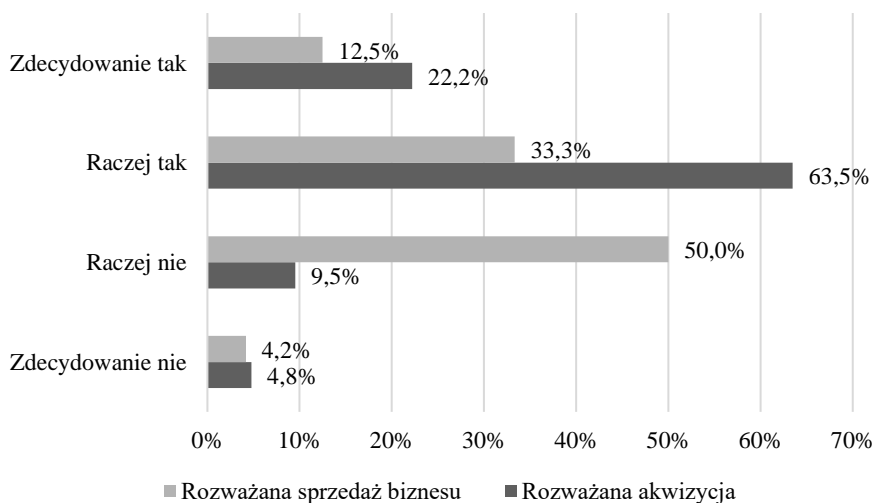
Wykres 2. Jak pandemia COVID-19 wpłynęła na działalność Państwa spółki i osiągnięte wyniki?

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania (n=111).

Wyniki badania wskazują, że ocena sytuacji finansowej spółek, jak i negatywnego wpływu COVID-19 na prowadzoną działalność biznesową była dużo bardziej negatywna w odniesieniu do spółek, które potencjalnie miały być

przedmiotem sprzedaży. Należy jednak zaznaczyć, że jedynie w 10 przypadkach na 48 spółek w tej grupie wskazano pandemię COVID-19 jako bezpośrednią przyczynę rozważanej sprzedaży, natomiast pozostałe podmioty rozważały sprzedaż już przed pandemią.

Respondentów zapytano również, czy czas pandemii jest okazją do relatywnie tanich przejęć innych podmiotów na rynku polskim (wykres 3). Pośród badanych przeważał pogląd, że okres pandemii może stworzyć atrakcyjne okazje cenowe dla podmiotów planujących przejęcia, przy czym zachodziły wyraźne różnice w ocenie pomiędzy badanymi grupami spółek. Potencjalni kupujący w większym stopniu (niż sprzedający) spodziewali się wystąpienia takich okazji inwestycyjnych. Szczególnie dotyczyło to rynku polskiego, dla którego odpowiedzi „zdecydowanie tak” i „raczej tak” wskazało 85,7% (n=54) respondentów w tej grupie. W odniesieniu do podobnego pytania, ale dotyczącego potencjalnych okazji na rynkach zagranicznych oceny były nieco bardziej sceptyczne – analogiczne odpowiedzi wskazało 74,6% (n=47) respondentów. Jednocześnie aż 50,0% (n=24) respondentów z grupy spółek przeznaczonych do potencjalnej sprzedaży raczej nie spodziewało się pojawienia się okazji do tanich przejęć na rynku polskim i aż 58,3% (n=28) na rynkach zagranicznych.



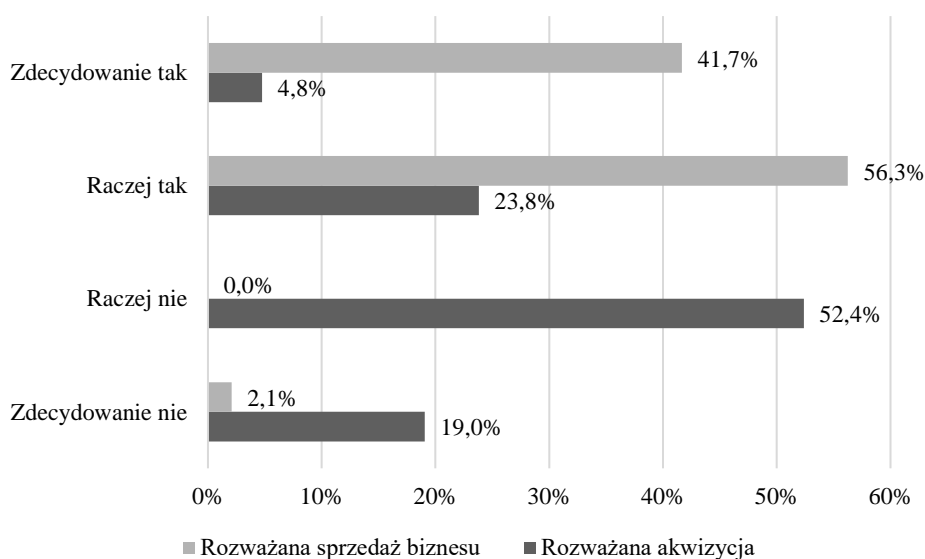
Wykres 3. Czy czas pandemii jest Państwa zdaniem okazją do relatywnie tanich przejęć innych podmiotów na rynku polskim?

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania (n=111).

Różnica opinii co do potencjalnych okazji inwestycyjnych może wynikać z rodzaju realizowanych strategii M&A – większy optymizm deklarowali respondenci rozważający akwizycje. Chociaż nie można takiego wniosku wyciągnąć

wprost, to jednak, takie zrozumienie sytuacji rynkowej mogło prowadzić do rozbieżności w oczekiwaniach cenowych pomiędzy stronami potencjalnych transakcji M&A. Sprzedający przy takiej ocenie sytuacji rynkowej mogli oczekiwać wyższych wycen transakcyjnych, niż wyceny dokonywane przez sprzedających, a uwzględniające dyskonta z tytułu trudnej sytuacji rynkowej i zwiększonego poziomu ryzyka.

W odniesieniu do presji na sprzedaż biznesu wynikającej z pandemii (wykres 4) blisko 98% (n=47) respondentów z grupy spółek rozważanych do sprzedaży stwierdziło, że taka presja ma lub będzie miała miejsce w okresie pandemii. W grupie spółek planujących akwizycje ponad 71% (n=45) takiej presji nie dostrzegają, co wydaje się nie wspierać deklarowanego oczekiwania i optymizmu co do potencjalnych okazji do relatywnie tanich przejęć. Zatem przedsiębiorstwa rozważające akwizycje upatrywały przyczyn pojawienia się okazji do tanich przejęć w czynnikach innych, niż ewentualne problemy finansowe po stronie ich potencjalnych celów inwestycyjnych.



Wykres 4. Czy Państwa zdaniem czas pandemii determinuje większą presję na sprzedaż biznesu ze względu na problemy finansowe?

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania (n=111).

Jak wspomniano wcześniej jedynie w przypadku 22,0% (n=10) przedsiębiorstw deklarowana przyczyna rozważanej sprzedaży była bezpośrednio związana z COVID-19. Bardziej szczegółowe motywy rozważanej sprzedaży przedstawiono na wykresie 5.



Wykres 5. Jaki jest powód sprzedaży przedsiębiorstwa?

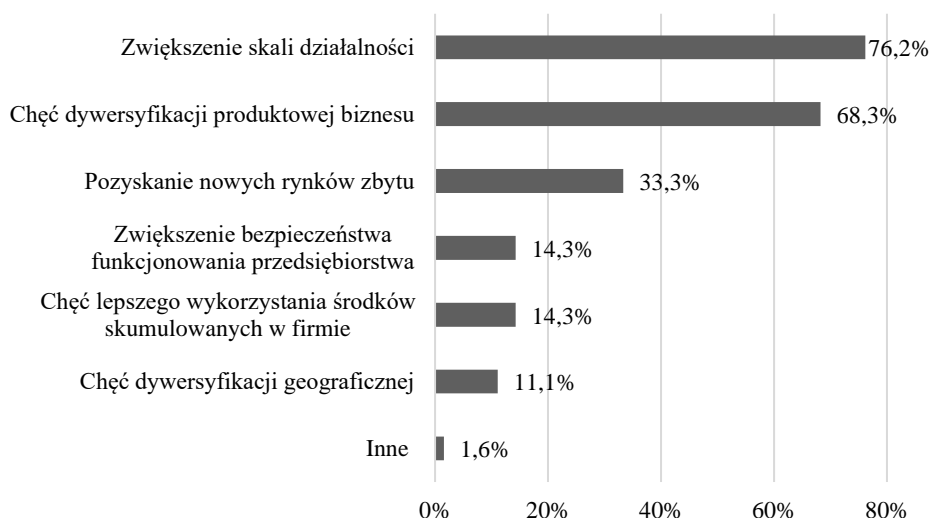
Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania (n=48, możliwość wielokrotnego wyboru).

Jak wynika z uzyskanych odpowiedzi planowana sprzedaż spółki uzasadniona była głównie chęcią pozyskania kapitału na realizację nowych pomysłów (41,7%; n=20) lub wynikała z wcześniej podjętych decyzji o sprzedaży (35,4%; n=17). W przypadku spółek planujących przejęcia w 54% (n=34) przypadków zadeklarowano, że plany akwizycyjne wynikały z wcześniej przyjętej strategii (przed wybuchem pandemii). 18% (n=20) respondentów stwierdziło natomiast, że pandemia ujawniła ryzyka, którymi planowano zarządzać poprzez realizację akwizycji (np. zerwane łańcuchy dostaw).

Należy jednak zauważyć, że w przypadku rozważanych akwizycji, jak i potencjalnych sprzedaży spółek, plany deklarowane przez respondentów w momencie przeprowadzania badania po części wynikały z realizacji strategii przyjętej przez spółki jeszcze przed wystąpieniem pandemii COVID-19. W przypadku spółek planujących akwizycje było to 54% (n=34), a w przypadku spółek, których sprzedaż rozważano, było to 35% (n=17).

3.3. Modele akwizycji

Interesującym aspektem, szczególnie w okresie trwającej pandemii COVID-19, są motywy podejmowania akwizycji. W celu określenia przesłanek akwizycji zapytano respondentów o główne przyczyny planowanych akwizycji (wykres 6) oraz o kierunek produktowy/technologiczny planowanych akwizycji (wykres 7).



Wykres 6. Jaka jest główna przyczyna planowanej akwizycji?

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania (n=63, możliwość wielokrotnego wyboru).



Wykres 7. Jaki jest kierunek produktowy/technologiczny planowanej akwizycji?

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania (n=63, możliwość wielokrotnego wyboru).

Głównym czynnikiem motywującym do podejmowania działalności akwizycyjnej okazało się dążenie do zwiększania skali działalności (76,2%; n=48). Podejście takie prowadzi do umocnienia pozycji rynkowej oraz zwiększenia potencjalnych korzyści skali. Kryzys pokazał także, że istotne znaczenie we wszystkich branżach ma dywersyfikacja produktowa (68,3%; n=43), ale także geograficzna (11,1%; n=7).

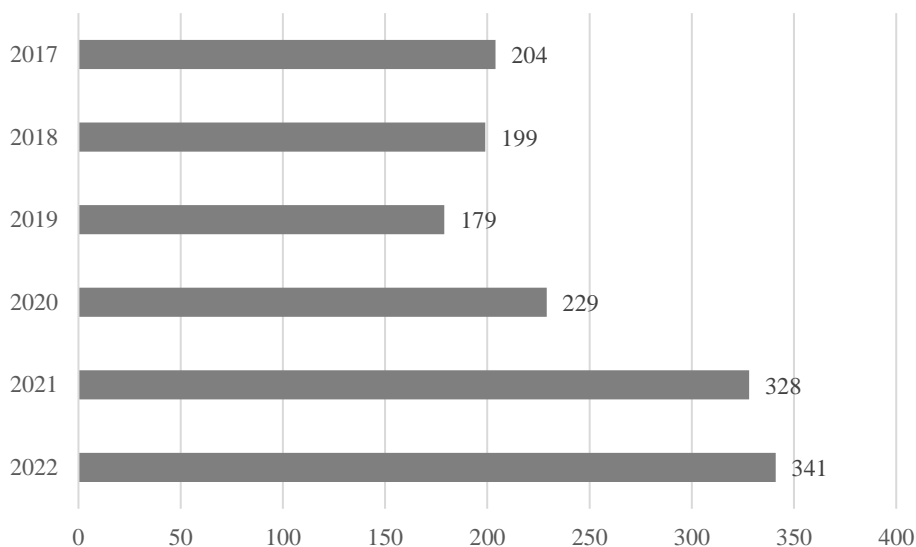
W kontekście kierunków produktowych i technologicznych planowanych akwizycji, 33,3% (n=21) spółek rozważało przejęcie innego podmiotu w ramach konsolidacji pionowej (uzupełnienie łańcucha wartości), natomiast 30,2% (n=19) w ramach konsolidacji poziomej (przejęcie konkurenta). Konsolidacja pionowa może zapewnić bezpieczeństwo łańcucha dostaw i ułatwić podnoszenie jakości produktów w sposób kompleksowy i zintegrowany, natomiast konsolidacja pozioma umożliwia zwiększenie skali działalności i otwarcie się na nowe rynki zbytu, a także dywersyfikowanie portfela klientów i dostawców. Przejęcie technologii, która pozwala na zwiększenie zaawansowania produkcji i maksymalizację wartości dodanej produktów przy ograniczeniu ryzyka personelu, jako kierunek akwizycji wskazało 27% (n=17) respondentów.

4. WYNIKI BADANIA NASTROJU PRZEDSIĘBIORCÓW A LICZBA ZREALIZOWANYCH TRANSAKCJI

Badanie, którego dotyczy niniejsze opracowanie, przygotowano w początkowym okresie występowania ognisk COVID-19 na terytorium Polski. Jak wykazano przez Autora, część przedsiębiorców odczuwała w pewnym stopniu niekorzystne skutki postępującego lockdownu, mającego minimalizować interakcje społeczne, natomiast wydaje się, iż skłonność do akceptacji niższej ceny za zbywane przedsiębiorstwo była ograniczona.

Należy wskazać, iż obawy przedsiębiorców przed pogorszeniem sytuacji gospodarczej na skutek pandemii mogły zostać odzwierciedlone w ich planach w zakresie realizacji transakcji M&A z pewnym opóźnieniem, względem momentu wybuchu pandemii, jednocześnie w przypadku transakcji ogłoszonych w pierwszych miesiącach pandemii warunki przejęcia najprawdopodobniej ustalone zostały przez strony we wcześniejszym okresie, dlatego istotnym aspektem jest analiza ex-post trendów na polskim rynku M&A.

Jak wynika z raportów kwartalnych M&A Index Poland dotyczących transakcji fuzji i przejęć na polskim rynku, przygotowywanych cyklicznie przez Navigator Capital pod kierownictwem R. Tuzimka, liczba obserwowanych w latach 2020–2022 transakcji wykazywała tendencję wzrostową i była wyższa niż w latach 2017–2019 (wykres 8).



Wykres 8. Liczba ogłoszonych transakcji M&A w okresie od rozpoczęcia pandemii Covid-19 na rynku polskim

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów M&A Index Poland – edycje 2017–2022.

Oznacza to najprawdopodobniej, iż materializacja ryzyk i pojawiające się okazje wskazane przez respondentów przyczyniły się do wzrostu aktywności podmiotów na polskim rynku M&A. Możliwym jest także, iż zidentyfikowane poprzez badanie różnice w oczekiwaniach finansowych kupujących i sprzedających zostały w pewnym stopniu zniwelowane poprzez łagodzenie polityki monetarnej, zapewniające atrakcyjne warunki finansowania potencjalnych transakcji, jednakże obszar ten wymaga dalszej analizy [Kosman i in. 2021].

Należy zauważyć, że w okresie 2020–2022 wystąpiły inne, poza pandemią COVID-19, czynniki mające istotny wpływ na sytuację przedsiębiorstw. W 2022 roku wybuchła wojna w Ukrainie (luty), istotnie wzrosły ceny energii oraz ceny towarów i usług konsumpcyjnych, co wpłynęło na podejście przedsiębiorstw w zakresie podejmowanych decyzji długoterminowych, w tym także dotyczących transakcji M&A. Jak wskazano w [Toborek-Mazur 2022] rosnąca niepewność otoczenia gospodarczego w wyniku oddziaływania pandemii COVID-19 oraz wybuchu wojny w Ukrainie mogła spowodować ostrożniejsze podejście inwestorów do transakcji realizowanych na rynku polskim powodując, że preferowane były transakcje o mniejszej wartości jednostkowej niosące ze sobą mniejsze ryzyko finansowe.

PODSUMOWANIE I WNIOSKI

Kluczowe wnioski z przeprowadzonego badania można ująć w następujących punktach:

- W początkowym okresie COVID-19 większość badanych spółek odczuła w większym lub mniejszym stopniu negatywny wpływ pandemii na prowadzony biznes, przy czym skala jego oddziaływania była zróżnicowana między dwoma badanymi grupami respondentów (potencjalni nabywcy i sprzedawcy w procesach M&A). Znacznie większy negatywny wpływ zadeklarowano w przypadku spółek przeznaczonych do sprzedaży (włączając w to sytuacje kryzysowe i konieczność zatrzymania działalności). Jednocześnie sama sprzedaż tylko w 22% przypadków była motywowana bezpośrednim pojawieniem się i skutkami pandemii COVID-19. Należy jednak zauważyć, że badanie zostało zrealizowane w początkowym okresie pandemii, w związku z czym pełny wpływ negatywnego oddziaływania pandemii na kondycję przedsiębiorstw mógł jeszcze nie być uwidoczniiony w deklaracjach respondentów.
- Sytuacja finansowa w przypadku spółek prowadzących aktywną politykę akwizycyjną została scharakteryzowana jako stabilna, co pozwalało tym podmiotom planować potencjalne aktywności w zakresie fuzji i przejęć.
- W przypadku spółek, które poszukiwały inwestorów w większości przypadków ich sytuacja finansowa została określona jako „zdecydowanie” lub „raczej” niestabilna, przy czym problemy finansowe zostały wskazane w 20,8% przypadków jako jeden z motywów rozważanej sprzedaży spółki. Jednakże, w ponad 60% przypadków respondenci reprezentujący tę grupę spółek wskazali, że COVID-19 doprowadził do kryzysu w działalności prowadzonej przez spółki, włączając w to sytuacje ograniczenia lub zatrzymania działalności. To kolejna przesłanka wskazująca na to, że w momencie przeprowadzenia badania negatywny wpływ COVID-19 na kondycję przedsiębiorstw, w tym wypadku finansową, mógł nie być w tym okresie w pełni odzwierciedlony w odpowiedziach respondentów. Tym samym deklaracje odnośnie do planowanych aktywności w zakresie fuzji i przejęć mogły być jeszcze obciążone „niedoszacowaniem” negatywnego wpływu COVID-19 na przyszłą sytuację przedsiębiorstw.
- Przedstawiciele badanych spółek, które rozważały akwizycje spodziewali się, że w wyniku pandemii COVID-19 na rynku pojawią się atrakcyjne cenowo okazje inwestycyjne. W przypadku spółek przeznaczonych do sprzedaży nie spodziewano się pojawienia takich okazji.

Wyniki przeprowadzonego badania wskazują, że badani respondenci odczuli problemy wynikające z negatywnego oddziaływania pandemii COVID-19 na prowadzoną działalność, a także dostrzegli możliwość pojawienia się atrakcyjnych

cenowo okazji do przeprowadzenia transakcji M&A. Wskazali także, że COVID-19 jest źródłem presji na sprzedaż spółki w wyniku pogorszenia się sytuacji finansowej. Obserwacje te są zgodne z wynikami badań rynku uzyskanymi przez EY [EY 2020] wskazującymi na oczekiwany wzrost aktywności na rynku M&A, jak i wynikami badań rynkowych Deloitte [Deloitte 2021] wskazujących na zróżnicowanie podejścia do realizowanych strategii M&A (ofensywne, defensywne) w zależności od bieżącej sytuacji finansowej i rynkowej danego przedsiębiorstwa.

Analiza liczby transakcji M&A *ex post* wskazuje, iż w okresie pandemii COVID-19 liczba transakcji M&A wzrosła i w latach 2020–2022 przekraczała liczbę transakcji zrealizowanych w latach 2017–2019. Uzyskane rezultaty badania oraz obserwacje *ex post* liczby zrealizowanych transakcji nie dają jednoznacznej odpowiedzi, ile z tych transakcji miało swoje bezpośrednie przyczyny w sytuacji spowodowanej oddziaływaniem COVID-19, a w jakim zakresie było wynikiem oddziaływania innych czynników, które pojawiły się w 2022 roku (wojna w Ukrainie, wzrost cen energii, wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych), co jest podnoszone także w [Toborek-Mazur 2022] – jest to zagadnienie, które zdaniem Autora mogłoby stanowić przedmiot dalszego, pogłębianego badania.

BIBLIOGRAFIA

- Adra, S., Barbopoulos, L. and Saunders, A. (2020). The impact of monetary policy on M&A outcomes. *Journal of Corporate Finance*, vol. 62, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101529>
- De Vet, J.M., Nigohosyan, D. and Núñez Ferrer, J. (2021). *Impacts of the COVID-19 pandemic on EU industries*, Publication for the committee on Industry, Research and Energy, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg.
- Frąckowiak, W. (2009). *Fuzje i przejęcia*, Warszawa: PWE.
- Korpus, J., red. (2020). *Fuzje i przejęcia. Kluczowe czynniki sukcesu i przyczyny niepowodzeń transakcji*, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Kosman, J. i Kosman, M.M. (2021). Polityka Narodowego Banku Polskiego w zakresie stóp procentowych wobec pierwszej fali pandemii COVID-19. *Świat Idei i Polityki*, t. 20, nr 2, s. 163–185, <https://doi.org/10.34767/SIIP.2021.02.08>
- Lyocsa, S., Baumöhl, E., Výrost, T. and Molnár, P. (2020). Fear of the coronavirus and the stock markets. *Finance Research Letters*, vol. 36, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101735>
- Platto, S., Wang, Y., Zhou, J. and Carafoli, E. (2021). *History of the COVID-19 pandemic: Origin, explosion, worldwide spreading*. *Biochem Biophys Res Commun*, vol. 538, pp. 14–23, <https://doi.org/10.1016/j.bbrc.2020.10.087>
- Rappaport, A. (1998). *Creating shareholder Value (revised and updated)*. New York: The Free Press.
- Stone Herman, J. (2021). *A New Vision For How Organizations Can Use M&A to Adapt to a Post-Pandemic Economy*, Harvard Business Review.
- Toborek-Mazur, J. (2022). Mergers and acquisitions in the context of the COVID-19 pandemic and Russian-Ukrainian war. *ASEJ – Scientific Journal Bielsko-Biala School of Finance and Law*, vol. 26, no. 2, pp. 37–43, <https://doi.org/10.19192/wsfp.sj2.2022.6>

- Toborek-Mazur, J. (2023). Mergers and acquisitions in 2020–2022 in the context of WIG-20 index. *ASEJ – Scientific Journal Bielsko-Biala School of Finance and Law*, vol. 27, no. 2, pp. 32–39, <https://doi.org/10.19192/wsfp.sj2.2023.5>
- Toborek-Mazur, J. and Partacz K. (2022). Impact of the COVID-19 on creating business strategies in mergers and acquisitions. *ASEJ – Scientific Journal Bielsko-Biala School of Finance and Law*, vol. 26, no. 1, pp. 25–32, <https://doi.org/10.19192/wsfp.sj1.2022.4>

Źródła internetowe

- Accenture (2020). *COVID-19: Rebalance for resilience with M&A*, <https://www.accenture.com/acnmedia/PDF-122/Accenture-COVID-19-Rebalance-for-Resilience-Mergers-and-Acquisitions.pdf> (dostęp 9.01.2023).
- Bain & Company (2020). *Corporate M&A Report 2020: Disrupt or be disrupted? More companies choose to play offense with scope M&A*, <https://www.bain.com/> (dostęp 9.01.2023).
- CMS (2022). *Emerging Europe M&A Report 2020/2021*, <https://cms.law/en/pol/publication/emerging-europe-m-a-report-2020-2021> (dostęp 9.01.2023).
- Deloitte (2020). *M&A and COVID-19: Charting New Horizons*, <https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/finance/articles/rynek-fuzji-przejec-a-covid-19-raport.html> (dostęp 12.01.2023).
- Deloitte (2021). *Wpływ COVID-19 na plany CFO w zakresie inwestycji oraz fuzji i przejęć (webinar)*, https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/pl/Documents/Prezentacje-webinar/pl_webinar_19_01_2021_Agenda-CFO-2-Wp%C5%82yw-COVID-19-na-plan-y-CFO-w-zakresie-inwestycji-oraz-fuzji-i-przeji%C4%99%C4%87.pdf (dostęp 19.02.2024).
- EY (2021). *Will COVID-19 turbo-charge M&A and transformation?*, https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/ey-capital-confidence-barometer/ccb23/pdfs/ey-ccb23-mergers-acquisitions-strategy-study.pdf (dostęp 19.02.2024).
- Navigator Capital (2017–2022). *M&A Index Poland*, <https://navigatorcapital.pl/publikacje/?o=ma#0> (dostęp 9.01.2023).
- Związek Przedsiębiorców i Pracodawców (2021). *Podsumowanie Lockdown-u w Polsce*, <https://zpp.net.pl/wp-content/uploads/2021/01/25.01.2021-Business-Paper-Podsumowanie-lockdownu-w-Polsce.pdf> (dostęp 9.01.2023).

FUZJE I PRZEJĘCIA W CZASIE PANDEMII COVID-19 W POLSCE

STRESZCZENIE

Cel artykułu. Celem opracowania jest ocena wpływu pandemii COVID-19 na aktywność polskich przedsiębiorstw w zakresie dokonywania transakcji fuzji i przejęć, zarówno występujących po stronie kupującej, jak i poszukujących inwestora.

Metodyka. Badanie zostało przeprowadzone w formie ankietowej na próbie 111 przedsiębiorstw działających w sektorze przemysłowym, a jego wyniki zestawiono z liczbą transakcji zawartych w okresie 2017–2022.

Wyniki/Rezultaty badania. Wpływ pandemii COVID-19 był odczuwalny dla większości ankietowanych podmiotów, jednak skala oddziaływania była istotnie różna pomiędzy potencjalnymi nabywcami, a podmiotami sprzedawanymi, które to podmioty deklarowały większy negatywny wpływ pandemii na działalność. Intencja do sprzedaży przedsiębiorstwa była motywowana skutkami wybuchu pandemii COVID-19 tylko w 22% przypadków. Spółki prowadzące aktywną politykę

akwizycyjną w większości przypadków oceniały swoją sytuację finansową jako stabilną, podczas, gdy problemy finansowe przedsiębiorstwa były wymieniane jako jeden z motywów rozważanej sprzedaży w około 20% przypadków. Warto zwrócić uwagę, iż w przypadku wielu przedsiębiorstw wybuch pandemii nie spowodował zmiany we wcześniej przyjętej strategii, którą utrzymało 54% spółek planujących akwizycje i 35% spółek poszukujących inwestora. Wybuch pandemii spowodował, iż znaczna część podmiotów rozważających zakup przedsiębiorstwa oczekiwała spadku wycen oraz pojawienia się okazji inwestycyjnych. Zjawisko to nie było obserwowane wśród sprzedających, co mogło świadczyć o okresowym wystąpieniu różnicy w oczekiwaniach cenowych między stronami transakcji. Analiza liczby transakcji *ex post* pozwala wysnuć wniosek, iż ryzyka identyfikowane w początkowej fazie pandemii nie wpłynęły negatywnie na rynek fuzji i przejęć w Polsce, a po początkowym spowolnieniu spowodowanym lockdownem oraz niepewnością gospodarczą, polski rynek M&A powrócił do trendów wzrostowych obserwowanych przed wybuchem pandemii COVID-19.

Słowa kluczowe: fuzje, przejęcia, motywy akwizycji, strategie, COVID-19, rynki kapitałowe.

JEL Class: F23,G15, G34.

IRREGULARITIES IN CONSUMER CREDIT AGREEMENTS IN POLAND, THE CONTEX OF CONSUMER PROTECTION IN THE FINANCIAL SERVICES MARKET

Iwona Dorota Czechowska*

Dagmara Hajdys**

Magdalena Ślebocka***



<https://doi.org/10.18778/2391-6478.S2.2023.10>

IRREGULARITIES IN CONSUMER CREDIT AGREEMENTS IN POLAND, THE CONTEX OF CONSUMER PROTECTION IN THE FINANCIAL SERVICES MARKET

ABSTRACT

The purpose of the article and the research question. The aim of the article is to present and evaluate the functioning of the banking market in Poland from the perspective of the safety of banking services related to consumer protection. The realisation of the objective was limited to consumer credit market and the irregularities identified by consumer protection institutions during the COVID-19 pandemic.

The article poses the research questions: What measures have been taken by the government and the banking sector to protect consumers from the consequences of the COVID-19 pandemic? Which institutions are part of the system of consumer protection on the banking services market? What irregularities were reported by borrowers in the banking sector?

Methodology. The research focused on the literature review, regulations introduced in relation to the COVID-19 pandemic and data on rulings issued by the Banking Ombudsman and the Office of Competition and Consumer Protection related to banking market failures against consumers.

Results of the research. It has been found that “Credit holidays” were a way of protecting the financial situation of consumers/borrowers during the COVID-19 pandemic, when they lost their

* Prof. dr hab., University of Lodz, e-mail: iwona.czechowska@uni.lodz.pl, <https://orcid.org/0000-0003-1957-3717>

** Prof. dr hab., University of Lodz, e-mail: dagmara.hajdys@uni.lodz.pl, <https://orcid.org/0000-0001-6371-5423>

*** Dr, University of Lodz, e-mail: magdalena.slebocka@uni.lodz.pl, <https://orcid.org/0000-0003-1957-3717>

jobs or their source of income. Customers reported irregularities to: Financial Ombudsman, Office of Competition and Consumer Protection and Bank Arbitrator. The large number of credit offers, their high level of complexity and the low impact on the credit agreement meant that the consumer was exposed to unfair and unethical practices of creditors. Irregularities occurred both at the pre-contractual stage and during and after the credit agreement.

Keywords: COVID-19 pandemic, consumer credit, irregularities, consumer protection.

JEL Class: D14, G21, G28, O16.

INTRODUCTION

The emergence of the COVID-19 pandemic posed the greatest challenge to public administration. It changed the previous optics of socio-economic perception, forcing a reorganisation of citizens' lives and the management of public affairs worldwide. No continent has been able to resist the onslaught of the new virus known as COVID-19. The dynamics of the disease and the extent of the impact caused by the virus led the World Health Organisation to declare COVID-19 a pandemic on March 11, 2020 [World Health Organisation 2020]. A decision was taken in Poland and other countries to temporarily freeze their economies. This was a major legal and logistical test [Chlipala and Żbikowska 2022: 21]. In addition to health care, the priority became protecting jobs and allowing companies to wait out the worst moments, which could have led to bankruptcy [Polski Instytut Ekonomiczny 2021: 10]. The Polish authorities, in response to the pandemic, began to introduce a number of restrictions, leading to a reduction in social contact, aimed at reducing the rate of virus spread. Their effects affected the economy enormously, leading to a significant reduction in the activities of many industries, especially trade, services, catering and transport. The temporary closure of businesses resulted in a deterioration of their financial health, often leading to bankruptcy [Kosman and Kosman 2021: 164]. As a consequence of the lockdown, the incomes of many house-holds were reduced. The real ability to meet credit-like obligations declined, especially for those who lost their jobs or livelihoods. In view of the problems caused by the pandemic, in March 2020, the Polish government adopted a package of measures, called the Anti-Crisis Shield, aimed at limiting its negative effects. In the following weeks, the aid package was systematically expanded. In addition to numerous fiscal measures, monetary policy tools were also used [Markowiak 2022: 61].

The aim of the article is to present and evaluate the functioning of the banking market in Poland from the perspective of the safety of banking services related to consumer protection. The realisation of the objective was limited to the consumer credit market and the irregularities identified by consumer protection institutions during the COVID-19 pandemic.

The thesis of the article is that during the first period of the COVID-19 pandemic, banks deliberately harmed the interests of borrowers by providing incomplete information on the ‘loan holiday’ solutions offered.

The article is based on literature studies, regulations introduced in 2020 in relation to the COVID-19 pandemic and data on rulings issued by the Bank Consumer Arbiter and the OCC related to banking market failures against consumers.

1. ANTI-COVID PROGRAMMES

The lockdown and associated freezing of the economy forced those in power to implement solutions to compensate businesses and households for reduced or temporary income deprivation. The Anti-Crisis Shield programme was the most extensive programme applied by the Polish government to prevent the effects of the COVID-19 pandemic. It included anti-crisis measures primarily in the area of fiscal policy. The Shield 1.0 programme came into force on April 2, 2020. Due to the dynamics of change, the solution was modernized as the pandemic developed with further benefits for entrepreneurs and, indirectly, households. As a result of these developments, a total of nine versions of the scheme were adopted by the government by mid-2021. The shields, implemented through changes to the existing law, covered five essential areas of action called pillars of support (Figure 1). The aim of the adopted solutions were [Hajder, Kacperska and Donaj 2020: 186]:

- protection of jobs and security of workers and retention of employment;
- financing for entrepreneurs;
- strengthening the financial system;
- public investment;
- health care.



Figure 1. Pillars of the Anti-Crisis Shield package

Source: compiled on the basis of [Hajder, Kacperska, Donaj 2020: 186].

Almost 10 per cent of GDP was estimated to be allocated for the purposes identified in the crisis shields. The shields contained three main components. The first one was a cash government component of around 3%. This comprised government budget expenditures, Social Security Fund resources and special purpose funds. The second component was a liquidity component of the government worth 3.3% of GDP. This consisted of arrangements including credit holidays, deferred

tributes, and liquidity financing in the form of loans and equity. The third component is the liquidity package of the National Bank of Poland, providing firms with the necessary liquidity and credit conditions [Uścińska 2021: 10]. See Table 1 for the three assistance components implemented under four anti-crisis shields.

Table 1. Scope of assistance covered by the Crisis Shield in the period of March–June 2020

Shield 1.0	<ul style="list-style-type: none"> – regulations on the protection of jobs; – downtime benefits, co-financing of salaries of employees affected by economic downtime; – facilitate the payment of taxes and social security contributions; – reduction or abandonment of tax collection.
Shield 2.0	<ul style="list-style-type: none"> – extension of exemptions for the payment of social security contributions; – clarification of the rules for the implementation of the financial support programme for entrepreneurs (financial shield); – clarification of the provisions concerning the care benefit; – extension of the period of receiving the downtime benefit for small enterprises, sole proprietors and persons working under civil law contracts.
Shield 3.0	<ul style="list-style-type: none"> – clarification of the rules for the use of co-financing by the labor office; – extending the possibility of using downtime benefits and micro-loans by sole proprietors and micro-entrepreneurs; – the possibility of combining co-financing to the remuneration of a disabled employee and co-financing from the District Labor Office; – extension of the exemption for social security contributions for sole traders.
Shield 4.0	<ul style="list-style-type: none"> – introduction of a subsidy on bank loan rates; – facilitation of public procurement and access to credit holidays; – introduction of a protection package for local governments; – extension of the period of receiving the care allowance.

Source: compiled from: [Lament and Bukowska, (eds) 2021: 280].

The banking sector launched relief actions for borrowers, recognizing the risks concerning the spread of COVID-19 and the potential threats to borrowers' financial situation. The Communication of the Polish Bank Association (PBA) of March 6, 2020 announced assistance measures that the banks took [Związek Banków Polskich 2020] to propose solutions for those with credit repayment problems. Formalized and as simplified as possible, the proposals were related to the so-called “credit holidays”. Banks determined the scope of the offer which allowed to suspend repayment of loan or credit instalments. They also decided on the conditions for deferring (suspending) repayment of liabilities, and they determined the groups of borrowers covered by the offer, the type of instalments for which suspension (deferral) of payment as possible, the amounts of fees, the duration of the deferral, the conditions for using the offer and the type of products

that could be subject to suspension [Rzecznik Finansowy]. The banking sector set a maximum simplification and deferral (suspension) of principal and interest instalments or capital instalments for up to three months and an extension of the total loan repayment period by the same period, subject to the extension of the loan repayment security. This facilitation was applied to housing and consumer loans for individuals and entrepreneurs. In addition, it was advocated that applications from those customers whose financial situation had deteriorated due to the coronavirus pandemic, should be processed quickly [Niczyporuk 2021: 271]. The borrowers could apply online for such a ‘holiday’. Analogous measures were taken concerning lessees and factoring users. The proposed solutions were recommendatory and temporary, covering a maximum period of three months. In practice, there were different solutions on the market as commercial banks developed and implemented different support measures, e.g. the suspension of loan instalments did not result in a corresponding extension of the loan repayment period. This resulted in a significant increase in loan instalments after the suspension period [Niczyporuk 2021: 273–274].

The problem of loan settlement was also addressed by the European banking supervisor, the European Banking Authority (EBA). In April 2020, the EBA published ‘Guidance on statutory and non-statutory loan repayment moratoria applicable in the face of the COVID-19 crisis’. These guidelines set out the conditions that moratoria were to meet. Among other things, banks were to identify customer difficulties of a short-term nature, which in the long term could develop into long-term difficulties and ultimately even threaten insolvency [European Banking Authority 2020].

In Poland, in connection with the COVID-19 pandemic, the public authorities adopted a solution convenient for credit market customers, commonly called ‘statutory credit holidays’. Credit holidays were introduced by the Act of June 19, 2020. They regarded interest rate subsidies for bank loans granted to entrepreneurs affected by COVID-19 and they also regarded simplified proceedings for the approval of an arrangement in connection with the occurrence of COVID-19 (the so-called “Anti-Crisis Shield 4.0”) [Ustawa 2020]. Thanks to the solutions adopted in this law, the borrower obtained the right to suspend loan repayments for from one to three months, with a possibility to extend the loan period without being charged additional interest and other fees. Such measures were dedicated to people who lost their job or another primary source of income after March 13, 2020. It was also crucial for bank customers that if more than one borrower was party to the credit agreement, the loss of a job or primary source of income by one of them entitled all of them to benefit from a ‘credit holiday’, based on the submission of an appropriate application. The suspension of repayment of consumer loans and mortgages applied to both the principal and the interest portion. During the ‘statutory credit holidays’ period, the lender could not charge any other fees than

premiums for insurance contracts linked to the credit agreement [Mroczyński-Szmaj 2021: 238]. The government's proposed solutions aimed to protect the consumers in the complex, unpredictable times of the COVID-19 pandemic.

2. INSTITUTIONS INVOLVED IN CONSUMER PROTECTION IN THE FINANCIAL MARKET IN POLAND

The consumer protection system of the financial services market consists of several elements, such as institutions, regulations and instruments [Czechowska 2017: 40–44]. One institution staying active in consumer protection in the financial market, especially in the banking market, is the Bank Guarantee Fund (BGF). The BGF undertakes actions towards the stability of the domestic financial system, particularly by ensuring functioning of the mandatory deposit guarantee scheme and carrying out forced restructuring. The BGF protects deposits held in domestic banks, cooperative savings and credit unions, and branches of foreign banks [www.1]. Another entity remaining active in consumer protection in the financial services market is the Insurance Guarantee Fund (IGF). One of the purposes of the IGF is to pay compensation to persons injured in accidents caused by owners of motor vehicles without compulsory third-party liability insurance or whose identity cannot be established, as well as farmers without such insurance [www.2]. In addition, the system of consumer protection on the financial market in Poland includes entities whose task is to support consumers and resolve disputes between consumers and financial institutions. These entities are of the Alternative Dispute Resolution ADR type, which is an alternative to a general court for resolving consumer disputes, by an independent entity such as a mediator or arbitrator. A distinction is made between entities protecting consumers' collective and individual interests in the financial markets (Figure 2).

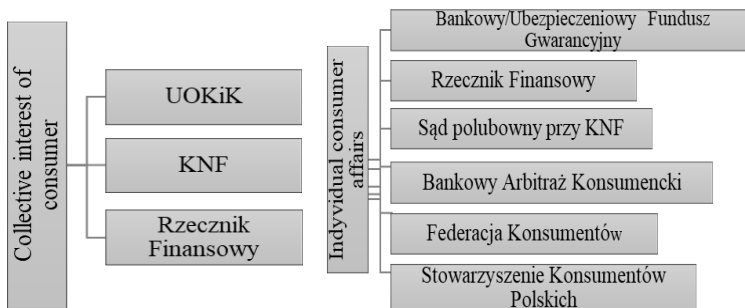


Figure 2. Consumer welfare institutions

Source: [NBP 2017: 85–87].

The entities acting in case of a violation of the collective interest of consumers are:

- Office of Competition and Consumer Protection (UOKiK);
- Financial Supervision Authority (KNF);
- Financial Ombudsman (RzF).

Entities active in cases of individual consumers of the financial market are:

- amicable courts at the KNF;
- Bank Guarantee Fund (BFG);
- Insurance Guarantee Fund (UFG);
- Polish Banking Ombudsman (BAK);
- consumer organizations, e.g. Federation of Consumers, Association of Polish Consumers, European Consumer Centre.

The Office of Competition and Consumer Protection (UOKiK) is the most important institution that settles disputes regarding collective consumer interests between financial institutions and consumers. UOKiK is a state administrative body which is responsible for the formulation and implementation of both competition and consumer protection policies in Poland. The state budget finances UOKiK's activities. The primary tasks of UOKiK, concerning the protection of collective consumer interests, are the elimination of practices that infringe on the collective interests of consumers, control of contractual patterns, and also ensuring the safety and quality of services. One of the tasks of UOKiK is the power to control entrepreneurs, including financial institutions, regarding the reliability and completeness of the information provided. The UOKiK's activities for the financial system's stability consist of the ability to control advertising and sales practices relating to, among other things, loans and credits. Within the scope of its competencies, the President of UOKiK, as a government representative, is responsible for developing the competition and consumer protection policies.

Another entity belonging to the consumer protection system is the Financial Supervisory Commission (FSC). It supervises the financial market, including banking, capital markets, insurance, pension funds, and financial conglomerates, electronic money institutions, and cooperative savings and credit unions [www.3]. Protecting the interests of financial market participants is one of the tasks of this institution. Supervisory activities are undertaken by the FSA in this area of concern: monitoring market practices and conducting intervention activities in areas where the laws or the interests of non-professional financial market participants are violated.

Another institution active in the area of consumer protection is the Financial Ombudsman (RzF). This institution resolves disputes in the financial markets by dealing with customers' interests in all financial market sectors. It can act in both individual and collective cases, representing the interests of consumers as well as

small and even large companies. The duties of the Financial Ombudsman include activities aimed at protecting financial market customers. The Financial Ombudsman protects financial market customers and represents their interests [www.4].

An entity that protects consumers exclusively in the banking services market is the Bank Consumer Arbiter (BAK). Its domain is the settlement of disputes between consumers and members of the Polish Bank Association. This entity plays an essential role in the consumer protection system and has a strong track record in strengthening the protection of consumers of banking services. During the period of BAK's operation 2002–2023, its activity varied, as illustrated by the characteristics of the number of court judgments, the average value of the dispute, and the average time taken to hear a case. Considering the number of judgments issued, the activity of the BAK increased between 2002 and 2015, with some fluctuations, while it decreased between 2015 and 2018 and increased again between 2018 and 2022. The highest number of judgments was issued in 2015 (1643) and the lowest in the first year of its operation, i.e. in 2002 (582). See Chart 1.

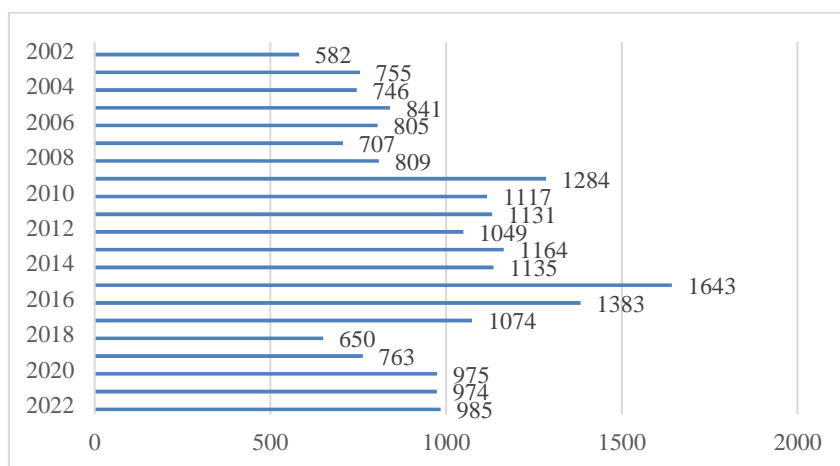


Chart 1. Number of decisions issued by BAK in the years 2002–2022

Source: [www.5].

The scope of the incoming requests varied, with the period 2014–2017 having the highest number of requests related to bank loans. In 2018 requests related to bank accounts, and deposits started to dominate. In addition to bank accounts, deposits, and loans, consumers raised concerns about payment transactions and various types of payment cards. During the period under review 2014–2022, the dispute's value increased from € 1033 in 2014 to € 4481 in 2019. In contrast, the average time taken to analyze a dispute ranged from 37 days in 2017 to 94 days in 2022. See Table 2 and Chart 2.

Table 2. The scope of incoming applications, the value of disputes, time to analyze applications

Specification	Years									
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Bank accounts and deposits	303	312	279	241	221	381	433	739	823	
Bank loans	767	711	778	603	257	286	392	239	184	
Payment transactions, including various types of bank cards	215	152	188	107	71	59	54	46	45	
Other	117	126	108	95	70	74	100	86	63	
Average value of the dispute in EUR	1033,3	1003,9	1188,4	1262,9	1320,1	4480,9	1641,9	1986,1	1578,3	
Average time to process an application in days	91	82	51	37	67	57	40	63	94	

Source: [www.6].

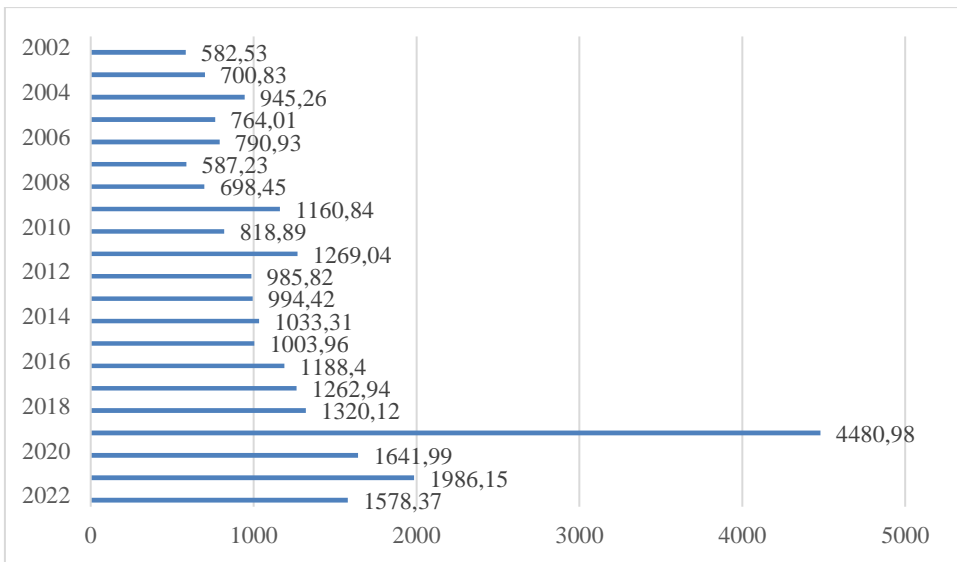


Chart 2. Average value in euro between 2002 and 2022 (BAK)

Source: [www.5].

The number of cases submitted to the Polish Banking Ombudsman consistently grows, which may indicate a growing consumer interest in the amicable resolution of disputes with banks. In addition, the number of arbitration requests sent electronically has been increasing since 2020, which may translate

into the speed of arbitration proceedings. The activity of the BAK in Poland is assessed positively. Disputes between banks and consumers of banking services are resolved in an increasingly shorter timeframe, and the costs of the procedures are much lower than in ordinary courts [www.5].

3. IDENTIFIED IRREGULARITIES IN CONSUMER CREDIT

The financial market continues to evolve, considering technological advances and changing customer needs. There are various irregularities in the market for banking services, some of which relate to consumer credit [Kalemlı-Ozcan, Papaioannou and Perri 2013: 495–510]. The actions of the entities in charge of consumer protection in the financial services market aim to eliminate irregularities from the credit market to improve the functioning of the entire banking system and the safety and strengthening of the economic interests of consumers. One of the entities in charge of consumer protection in the banking market, the FSC, identified irregularities concerning the internal sphere of the banks' operation, the management of money related to loans. Another institution in charge of consumer protection, the UOKiK, undertook actions to eliminate unfair market practices. The unfair practices identified by the UOKiK concerned the consumer and could be used by banks to make a profit. Due to the limited framework of this paper, the authors will present the irregularities identified against consumer credit by one of the consumer protection institutions in the banking market, the UOKiK.

Irregularities concerning consumer credit already occur at the pre-contractual stage, related to the advertising of the banking product [Ustawa... 2011]. In some situations, lenders do not fulfil their obligations and do not provide all relevant information about the credit product, especially information on credit costs. Also, the form of the information tends sometimes not to be clear, understandable and unambiguous, which leads to distorting the customer's final decision on taking out a loan [Sagan 2016: 82–83]. Anomalies also arise at the pre-contract stage about inflated fees and commissions, such as fees for [Biała 2022: 54–55]:

- delivery of funds to the place of registration;
- fast processing of the credit application;
- analysis and processing of the application;
- providing information and advice on different types of credit in the market;
- call for installment payments if there are delays.

Consumers are protected from the high cost of loans thanks to the lenders being obliged to provide the annual percentage rate of charge (APR). The total cost will only be known to the consumer at the end of the loan agreement due to possible changes such as a change in the term of the loan, which can be both

extended by delayed repayments and shortened by early repayment of part or all of the loan amount or a change in interest rates [Nowak 2019: 238–239]. Irregularities reported at this stage regarded [Decyzja... 2020–21]:

- incorrect total loan amount, including brokerage fees, which are credited loan costs;
- incorrect annual percentage rate of charge, which included brokerage fees, which are credit costs;
- granting credit on contractual terms that differed significantly from those initially sent by the bank;
- indication by the bank in contracts and information forms that the total amount of credit includes an insurance premium, which is a credited cost of credit;
- miscalculations of the total amount of credit, increasing the total amount by the sum of commissions, administrative fees or initial fees. The amount of credit was irregularly inflated, and the consumer paid credit interest on a higher amount;
- incomplete and unclear information related to the withdrawal from the credit agreement;
- complicating consumer credit agreements to limit informed customer choice;
- the obligation to open a bank account or use a credit card, as well as insurance;
- not providing a specific interest rate for the loan, but only indicating the method by which it will be determined.

Signals to the Financial Ombudsman concerning irregularities in ‘credit holidays’ concerned the following issues: the incompleteness and lack of transparency of the information provided to borrowers on the conditions relating to “non-statutory credit holidays”; the duration of their offer and the variability of the conditions under which they were offered; causing customer confusion, the cost of “non-statutory credit holidays”; the lengthy time taken to process applications (they were not processed in time before the date on which the next instalment fell due); the imprecise criteria for their granting; the use by lenders of provisions on recognition of the outstanding balance; lack of information about the transmission of data on the granting of ‘non-statutory credit holidays’ to the BIK and the resulting consequences of the possibility of obtaining loans while the ‘non-statutory credit holidays’ are in force, even up to a year after the end of the deferment period), lack of information about the possibility of withdrawing from the conditions of deferment of loan instalments granted to them [Rutkowska-Tomaszewska and Zwaliński 2021: 109].

As a result of the reported irregularities, the Financial Ombudsman requested the President of the Office of Competition and Consumer Protection (OCCP) to initiate proceedings in connection with the suspected violation of collective consumer interests by BNP Paribas Bank Polska SA and Santander Bank Polska SA when signing annexes concerning the rules for deferring the payment of credit instalments and including provisions on the so-called confirmation of the balance by the customer [Serzysko 2020].

Santander Bank required an affidavit to confirm the loan balance, while BNP Paribas, under the guise of providing the borrower with ‘statutory’ information, communicated the amount of outstanding capital and deferred capital. This construction of ‘informing’ about the loan balance created the risk that the bank would treat the signing of this document or the submission of a statement during a telephone call as a statement by the customer that the debt was acknowledged. This type of statement was considered an unfair practice by the District Court in Warsaw and banned. In the view of the court and the Financial Ombudsman, the bank’s use of such provisions in annexes granting so-called ‘credit holidays’ was grossly unfair, for under the guise of helping a person who, for example, had lost his or her job as a result of COVID-19, a product was offered that could significantly worsen the client’s chances of asserting his or her rights [Rutkowska-Tomaszewska and Zwaliński 2021: 110].

The next stage of the credit process is accompanied by irregularities occurring at the time of withdrawal and complaints. In this case, lenders are unclear about the possibility for consumers to make a complaint and they do not provide information about all possible ways for the customer to make a complaint, e.g. the possibility to make a complaint verbally over the phone or in person at a bank branch. Another issue is the unclear and often omitted information in contracts about the possibility of out-of-court dispute resolution [Rutkowska-Tomaszewska 2014: 148–149]. Irregularities occur at the time of termination of the revolving credit agreement. According to the law, the borrower has the right to terminate the revolving credit agreement at the time agreed and recorded in the agreement for this credit.

In some cases, these time are not respected, and also the agreement may contain an erroneous time period. The possibility of repaying the loan early is also an essential issue for the consumer. The bank cannot prohibit this possibility for the consumer. It cannot make this repayment conditional on the consumer informing the lender in advance of his or her desire to do so. Unfair practices concerning early repayment take the form of limiting the maximum time period by which the consumer can reduce the duration of the loan or charging him a fee in the event of an early repayment. In the event of an early repayment of a loan by a consumer, banks are obliged to reimburse the borrower a pro rata amount of non-interest costs such as commissions or origination fees. In addition, the costs

of this credit are reduced by the interest from the period by which the credit was reduced due to the early repayment. At this stage, consumers reported irregularities regarding [Pawlowska-Szawara 2020: 65–66]:

- not reducing the total cost of the consumer credit in the event of early repayment of all or part of the credit amount. Failure by the bank to reimburse money due in respect of the origination fee and other fees paid by the borrower when signing the credit agreement;
- charging the consumer with the costs of withdrawing from the agreement, e.g. an origination fee.

Consumer protection institutions identified the irregularities mentioned above on more than one occasion, which may mean that the regulations in place in these areas are insufficient or that the irregularities are challenging to eliminate. In addition, the bank is the party that primarily imposes its contractual terms on the other party. The consumer has relatively little influence over the provisions in the credit agreement. They usually have to accept the conditions imposed by the lender. A large number of credit offers, their high level of complexity and the limited level of influence over the credit agreement put the consumer, exposed to unfair and unethical practices of creditors in a position of risking taking a wrong decision. In summary, consumer credit market irregularities occur both at the pre-contractual stage and during the life of the credit agreement. There are also situations where long after the end of the contract, the consumer litigates with the creditor to recover the money owed.

SUMMARY

It is vital to protect the consumers from the banking market failures during the COVID-19 pandemic because of the following:

- consumer financial stability: The COVID-19 pandemic brought many problems. Protecting consumers from banking irregularities is essential to ensure the stability of their finances. By regulating and supervising banks' activities, the risk of over-indebtedness, poor risk management and unethical practices that can exacerbate consumers' financial difficulties should be minimized;
- protecting economic interests: Consumers have a right to deal with fair and transparent financial institutions. The introduction of strict controls over the banking sector during the COVID-19 pandemic reduced the risk of exposure to unfair practices such as hidden fees, excessive interest rates or unclear contract terms. By protecting the economic interests of

- consumers, trust in the banking sector is built, and healthy financial development is enabled;
- enhancing financial security: In times of the pandemic, when many people experienced their loss of income, maintaining financial security was crucial. Protecting consumers from banking irregularities, such as fraud, identity theft and mismanagement of personal information, contributes to maintaining the financial stability of individuals in difficult times. The introduction of appropriate security regulations and standards helps to prevent such risks and protect consumers from potential financial losses;
 - increased confidence in financial institutions: The COVID-19 pandemic caused tremendous anxiety and distrust in society. Protecting consumers from banking irregularities during this challenging period was crucial to rebuilding trust in financial institutions. By implementing effective regulations, supervision and sanctions in case of irregularities, the risk of the banking sector acting not honestly and irresponsibly is reduced, which can contribute to the increase of the public confidence;
 - stimulating economic growth: Consumers are the economy's main engine, and their confidence and financial security were critical to the economic recovery during the pandemic. Protecting consumers from banking irregularities impacts the stability and growth of the financial sector, which in turn promotes economic recovery. Improving the conditions for consumers, such as fair lending practices, access to financial services, and protection of their economic interests, promotes greater consumption and investment, which obviously supports economic growth.

From the considerations presented, the COVID-19 pandemic has generated new irregularities towards customers of banking services while determining the need for institutions to supervise lenders on an ongoing and effective basis so that their privileged position does not jeopardise the financial security of customers. Hence, the proposed areas of consumer protection need to be constantly monitored and regulated so that customers are institutionally safeguarded against unforeseen random events, as demonstrated by the outbreak of the coronavirus pandemic.

DEKLARACJA AUTORÓW

Autorzy zgłaszają brak konfliktu interesów.

BIBLIOGRAPHY

- Biała, E. (2022). *Rynek niebankowych instytucji pożyczkowych a ochrona konsumenta w Polsce*. Warszawa: Biblioteka UOKiK, Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów.
- Chlipała, P. i Żbikowska, A. (2022). *Konsumpcja w czasach pandemii. Jak kryzys spowodowany pandemią COVID-19 zmienił zachowania konsumentów?* Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Czechowska, I.D. (2017). *Architektura bezpieczeństwa i ochrony interesów konsumentów rynków finansowych*. W: *Ubezpieczenia i finanse. Rozwój i perspektywy*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, s. 40–44.
- Decyzja NR RKR – 7(2020). *Prezes Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów*, T. Chróstny, Kraków.
- European Banking Authority. (2020). *Guidelines on legislative and non-legislative moratoria on loan repayments applied in the light of the COVID-19 crisis*, https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Guidelines/2020/Guidelines%20on%20legislative%20and%20non-legislative%20moratoria%20on%20loan%20repayments%20applied%20in%20the%20light%20of%20the%20COVID-19%20crisis/882537/EBA-GL-2020-02%20Guidelines%20on%20payment%20moratoria.pdf [downloaded 12.06.2023].
- Hajder, K., Kacperska, M. i Donaj, Ł., red. (2020). *Konsekwencje pandemii COVID-19 świat i gospodarka*. Poznań: Wydawnictwo Naukowe Wydziału Nauk Politycznych i Dziennikarstwa.
- Kalemli-Ozcan, S., Papaioannou, E., and Perri, F. (2013). Global banks and crisis transmission. *Journal of international Economics*, no. 89(2), pp. 495–510.
- Kosman, J. i Kosman, M. (2021). Polityka Narodowego Banku Polskiego w zakresie stóp procentowych wobec pierwszej fali pandemii COVID-19. *Świat Idei i Polityki*, vol. 20, nr 2, <https://doi.org/10.34767/SIIP.2021.02.08>
- Lament, M. i Bukowska, J., red. (2021). *Gospodarka XXI wieku wyznania sektorowe*, Warszawa: CeDeWu.
- Markowiak, M. (2022). Ocena działań Narodowego Banku Polskiego podczas pandemii koronawirusa. Gdańsk: *Zeszyty Studenckie „Nasze Studia”*, nr 12.
- Mroczyński-Szmaj, Ł. (2021). Realizacja konstytucyjnej gwarancji bezpieczeństwa konsumenta przez władze publiczne w dobie Covid-19 na rynku usług finansowych i rynku energii. Zagadnienia wybrane. *Acta Iuridica Resoviensia*, no. 3(34), <https://doi.org/10.15584/acta-ir.2021.3.17>
- NBP (2017). *Financial system in Poland 2016*. Warsaw.
- Niczyporuk, P. (2021). Przywilej dla kredytobiorców w postaci tzw. wakacji kredytowych w okresie pandemii koronawirusa (Covid-19) – wybrane zagadnienia. *Studia Iuridica*, nr 88, <https://doi.org/10.31338/2544-3135.si.2021-88.14>
- Nowak, P. (2019). *Ochrona konsumenta przez ustawowe limitowanie opłat kredytowych*. Kraków: Uniwersytet Pedagogiczny w Krakowie.
- Pawłowska-Szawara, E. (2020). *Asymetria informacji na rynku bankowych kredytów konsumenci-kich w Polsce*. Warszawa: Difin SA.
- Polski Instytut Ekonomiczny. (2021). *Tarcza antykryzysowa. Koło ratunkowe dla firm i gospodarki?* Warszawa.
- Rutkowska-Tomaszewska, E. i Zwaliński, A. (2021). Umowne i ustawowe rozwiązania dotyczące „wakacji kredytowych” w sytuacji pandemii COVID-19. Prawo – praktyka – a rzeczywista ochrona kredytobiorcy konsumenta. *Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny* nr 7(10), <https://doi.org/10.7172/2299-5749.IKAR.7.10.7>

- Rzecznik Finansowy, „Wakacje kredytowe” – podsumowanie problematyki i działań podjętych przez Rzecznika Finansowego, <https://rf.gov.pl/wakacje-kredytowe-podsumowanie-problematyki-i-dzialan-podjetych-przez-rzecznika-finansowego/> [downloaded 07.06.2023].
- Sagan, B. (2016). Ochrona konsumenta w umowach zawieranych na odległość (zarys problemu). *Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy*, nr 45.
- Serzysko, A. (2021). *Klauzule umowne w umowach bankowych a COVID-19*, LEX/el.
- Ustawa z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim, Dz.U. 2022, poz. 246, 2339.
- Ustawa z dnia 19 czerwca 2020 r. o dopłatach do oprocentowania kredytów bankowych udzielanych przedsiębiorcom dotkniętym skutkami COVID-19 oraz o uproszczonym postępowaniu o zatwierdzenie układu w związku z wystąpieniem COVID-19, Dz.U. 2020, poz. 1086 z późn. zm.
- Uścińska, G. (2021). Rozwiązania ukierunkowane na przeciwdziałanie skutkom pandemii COVID-19 w zakresie bezpieczeństwa socjalnego obywateli w wybranych programach rządowych. *Zabezpieczenie społeczne. Teoria, prawo, praktyka*, no. 13.
- World Health Organization (2020). *Coronavirus disease 2019 (COVID-19), Situation Report*, no. 82.

Źródła internetowe

- [www.1] www.bfg.pl [downloaded 12.06.2023].
- [www.2] www.ufg.pl [downloaded 12.06.2023].
- [www.3] www.knf.gov.pl [downloaded 12.06.2023].
- [www.4] [www.rf.gov.pl](https://rf.gov.pl) [downloaded 13.06.2023].
- [www.5] www.zbp.pl [downloaded 14.06.2023].
- [www.6] www.zbp.pl/dla-klientow/arbiter-bankowy [downloaded, 14.06.2023].
- Związek Banków Polskich (2020). *Komunikat ZBP w sprawie działań pomocowych podejmowanych przez banki w związku z pandemią koronawirusa COVID 19*, <https://www.zbp.pl/Aktualnosci/Wydarzenia/Komunikat-ZBP-w-sprawie-dzialan-pomocowych-podejmowanych-przez-banki> [downloaded 12.06.2023].

NIEPRAWIDŁOWOŚCI W UMOWACH O KREDYT KONSUMENCKI W POLSCE, KONTEKST OCHRONY KONSUMENTA NA RYNKU USŁUG FINANSOWYCH

STRESZCZENIE

Cel artykułu, pytania badawcze. Celem artykułu jest przedstawienie i ocena funkcjonowania rynku bankowego w Polsce z punktu widzenia bezpieczeństwa usług bankowych związanego z ochroną konsumentów. Realizacja celu ograniczała się do rynku kredytów konsumenckich i nieprawidłowości zidentyfikowanych przez instytucje ochrony konsumentów w czasie pandemii Covid-19.

W artykule postawiono pytania badawcze: Jakie działania podjął rząd i sektor bankowy, aby chronić konsumentów przed skutkami pandemii Covid-19? Jakie instytucje wchodzi w skład systemu ochrony konsumentów na rynku usług bankowych? Jakie nieprawidłowości zgłosili kredytobiorcy w sektorze bankowym?

Metodyka. Badania dotyczyły przeglądu literatury oraz regulacji wprowadzonych w związku z pandemią Covid-19, a także danych o orzeczeniach wydanych przez Rzecznika Bankowego i Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów w związku z niedoskonałościami rynku bankowego wobec konsumentów.

Rezultaty badania. Stwierdzono, że „wakacje kredytowe” były sposobem na zabezpieczenie sytuacji finansowej konsumentów/kredytobiorców w czasie pandemii Covid-19, kiedy stracili oni pracę lub źródło dochodu. Klienci zgłaszali nieprawidłowości do: Rzecznika Finansowego, Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów oraz Arbitra Bankowego. Duża liczba ofert kredytowych, ich wysoki poziom skomplikowania i niski wpływ na umowę kredytową powodowały, że konsument był narażony na nieuczciwe i nieetyczne praktyki kredytodawców. Nieprawidłowości występowały zarówno na etapie przedkontraktowym, jak i w trakcie trwania umowy kredytowej oraz po jej zakończeniu.

Słowa kluczowe: pandemia COVID-19, kredyt konsumencki, nieprawidłowości, ochrona konsumentów.

JEL Class: D14, G21, G28, O16.

JAKOŚĆ WYNIKÓW FINANSOWYCH RAPORTOWANYCH W SPRAWOZDANIACH FINANSOWYCH GRUP KAPITAŁOWYCH

Michał Comporek*



<https://doi.org/10.18778/2391-6478.S2.2023.11>

THE QUALITY OF EARNINGS REPORTED IN FINANCIAL STATEMENTS OF CAPITAL GROUPS

ABSTRACT

The purpose of the article. The paper's main aim is a six-factor analysis of earnings quality in financial statements of public companies belonging to capital groups and listed on the Main Market of the Warsaw Stock Exchange.

Methodology. The category of earnings quality as estimated considering the discretionary accruals and current discretionary accruals coefficients, the ratio of conditional conservatism and indicators of stability, predictability or smoothness of the net financial result. Empirical research was conducted among 230 non-financial listed companies whose shares were traded in 2011–2021. The research methodology is based on the use of the Modified Jones model (1995), Dechow and Dichev model (2002), An model (2017), as well as statistics of the distribution of variables, Mann-Whitney-Wilcoxon test or Wilcoxon signed ranks test.

Results of the research. The empirical analyses proved that public companies not belonging to capital groups implement accrual-based earnings management practices to a greater extent than companies operating within these groups. Earnings quality in the consolidated statements is generally higher than the quality of profits (losses) appearing in the separate statements of the business units performing a superior function within individual capital groups.

Keywords: earnings quality, capital group, consolidated statements, separate statements.

JEL Class: G32, M40.

* Dr, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki, e-mail: michal.comporek@uni.lodz.pl, <https://orcid.org/0000-0002-1402-2505>

WPROWADZENIE

System sprawozdawczości finansowej grupy kapitałowej dostarcza informacji o łącznych efektach działalności wszystkich podmiotów gospodarczych wchodzących w skład takiej zbiorowości. Rachunkowość grup kapitałowych, której finalnym wyrazem jest sporządzenie skonsolidowanego sprawozdania finansowego, odznacza się wyraźną specyfiką, mającą swoje odzwierciedlenie m.in. w poszerzonym zbiorze potencjalnych instrumentów polityki bilansowej (w stosunku do pojedynczych przedsiębiorstw), za pomocą których można kształtować obraz sytuacji majątkowo-finansowej. W literaturze przedmiotu postuluje się zatem konieczność jednoczesnej analizy danych finansowych uwzględnianych w sprawozdaniach skonsolidowanych (względem grupy kapitałowej) i jednostkowych (względem poszczególnych podmiotów sprawozdawczych tworzących grupę kapitałową, z jednostką dominującą na czele). Jak podkreśla H. Buk (2015: 10), sprawozdanie jednostkowe każdego oddzielnego przedsiębiorstwa może nie odzwierciedlać pozytywnych bądź negatywnych następstw wynikających z uzależnienia kapitałowego czy ekonomicznego od innego przedsiębiorstwa powiązanego.

Zasadniczym celem opracowania jest sześcioczynnikowa analiza jakości wyników netto (*earnings quality*) prezentowanych w raportach finansowych spółek publicznych operujących w ramach grup kapitałowych i notowanych na Rynku Głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Kategoria jakości zysku (straty) netto oszacowana została na podstawie mierników obrazujących: zakres kształtowania wyniku typu rachunkowego (tj. współczynników dyskrecjonalnych oraz bieżących intencjonalnych różnic memoriałowych), miar szybkości ujmowania strat (konserwatywizmu warunkowego), jak również wskaźników stabilności, przewidywalności i gładkości wyniku finansowego. Dla operacjonalizacji celu badawczego w artykule postawiono dwie hipotezy badawcze, orzekające, że:

H.1. W badanej zbiorowości nie występują statystyczne różnice w kształtowaniu jakości wyników finansowych raportowanych w sprawozdaniach spółek publicznych operujących i nieoperujących w ramach grup kapitałowych.

H.2. Jakość wyników finansowych raportowanych w sprawozdaniach jednostkowych spółek pełniących funkcję nadrzędną w ramach grupy kapitałowej nie różnicuje się w sposób statystycznie istotny od jakości wyników finansowych prezentowanych w sprawozdaniach skonsolidowanych, przygotowanych dla ogółu jednostek powiązanych kapitałowo.

Można domniemywać, iż podjęty temat badań może mieć istotne znaczenie dla zróżnicowanych grup interesariuszy przedsiębiorstw publicznych (w tym inwestorów giełdowych). Bezpośrednie porównanie cech jakościowych strumieni wynikowych raportowanych w obu typach sprawozdań finansowych stanowi cenną informację, a zarazem przyczynek do dalszych prób zrozumienia ról, jakie

pełnią jednostki dominujące oraz jednostki zależne w strukturach konkretnych grup kapitałowych, czy też określenia preferowanych sposobów transferowania dochodów oraz podziału wyniku finansowego w podmiotach powiązanych kapitałowo i pozakapitałowo. Skupienie szczególnej uwagi na kategorii wyniku finansowego motywowane jest nadto faktem, że wartość raportowanego zysku (straty) jest szczególnym przedmiotem zainteresowania wszystkich adresatów i użytkowników sprawozdania finansowego. Ze względu na swój charakter wynik finansowy postrzegany jest bowiem za ostateczny test wydajności ekonomicznej biznesu (Ansoff, 1985: 93), wynagrodzenie za ponoszone ryzyko gospodarcze czy czynnik przyciągający kapitał konieczny do wdrażania innowacji i rozwoju podmiotu gospodarczego (Janik i Paździor, 2010: 22).

1. GRUPA KAPITAŁOWA JAKO SZCZEGÓLNY PODMIOT SPRAWOZDAWCZY – ZARYS PROBLEMATYKI PRZEDMIOTU

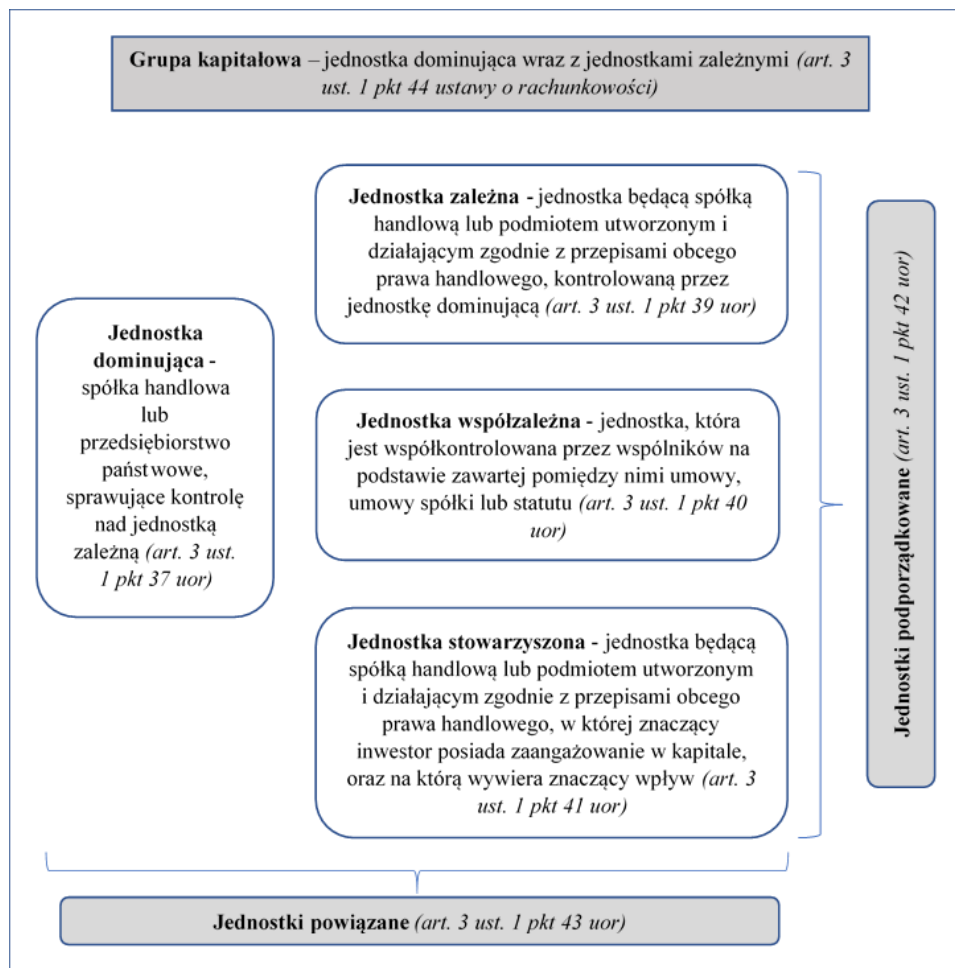
Grupa kapitałowa tworzona jest przez jednostki, które ze względu na zachodzące powiązania o charakterze kapitałowym, personalnym bądź umownym, mogą być traktowane jako jednostki dominujące, jednostki zależne oraz niebędące spółkami handlowymi jednostki współzależne (Remlein, Strojek-Filus i Świetla, 2021: 61). Jest to struktura powołana do realizacji przyjętych celów operacyjnych, taktycznych i strategicznych w ramach prowadzonej działalności gospodarczej, przy czym cechą charakterystyczną grupy kapitałowej według prawa bilansowego jest sprawowanie kontroli jednej jednostki nad pozostałymi (Gabrusewicz i Remlein, 2007: 229). Rodzaje pionowych i poziomych zależności występujących między jednostkami kontrolującymi i jednostkami podporządkowanymi mogą się wyraźnie dywersyfikować. H. Buk (2015: 10) podkreśla, że desygnat pojęcia „jednostki powiązanej z inną jednostką” jest dość szeroki, co ma swoje odzwierciedlenie m.in. w zapisach art. 3 ust. 1 ustawy o rachunkowości (zwanej dalej uor) czy MSR 24 („Ujawnianie informacji na temat podmiotów powiązanych”) (zob. rys. 1).

Z perspektywy sfery regulacyjnej grupy kapitałowe nie posiadają osobowości prawnej – są one jedynie tworzone przez zbiorowość co najmniej dwóch jednostek gospodarczych posiadających taką osobowość. Jednakże w świetle prawa bilansowego grupa kapitałowa jest postrzegana jako odrębny podmiot rachunkowości, zaś jej funkcjonowanie wiąże się m.in. z obowiązkiem przygotowania skonsolidowanego sprawozdania finansowego spoczywającym na jednostce nadrzędnej. Celem skonsolidowanego sprawozdania finansowego jest rzetelne, jasne i klarowne ukazanie sytuacji majątkowej, finansowej oraz rentowności jednostek operujących w ramach grupy kapitałowej w taki sposób, jak gdyby była ona jedną jednostką gospodarczą (Karmańska, 2005: 277). Skonsolidowane sprawozdanie finansowe składa się ze: skonsolidowanego bilansu, skonsolidowanego rachunku

zysków i strat, skonsolidowanego rachunku przepływów pieniężnych, skonsolidowanego zestawienia zmian w kapitale (funduszu) własnym oraz informacji dodatkowej, obejmującej wprowadzenie do skonsolidowanego sprawozdania finansowego oraz dodatkowych informacji i objaśnień. Jest ono zatem sporządzane w taki sposób i w takim trybie, jak sprawozdanie jednostkowe wybranego podmiotu gospodarczego (zob. Obwieszczenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 10 marca 2017 r...). Konsolidacja sprawozdań finansowych polega na sumowaniu odpowiednich pozycji sprawozdawczych jednostki kontrolującej oraz jednostek zależnych przy uwzględnieniu koniecznych wyłączeń i korekt (zob. art. 60 uor). Może być ona przeprowadzona za pomocą metody pełnej, metody proporcjonalnej lub wyceny udziałów metodą praw własności, przy czym dobór odpowiedniej procedury jest uzależniony przede wszystkim od zakresu kontroli jednego przedsiębiorstwa nad drugim. Warto nadmienić, iż zgodnie z uwarunkowaniami legislacyjnymi, w wyjątkowych sytuacjach jednostka dominująca może nie sporządzać skonsolidowanego sprawozdania finansowego, nie obejmować konsolidacją niektórych jednostek podporządkowanych bądź też wyłączyć niektóre podmioty z grupy kapitałowej z konsolidacji (zob. m.in. art. 56–58 uor).

W sprawozdawczości finansowej grup kapitałowych niebagatelną rolę odgrywają legitymizowane zasadami rachunkowości oraz krajowymi i zagranicznymi przepisami prawa bilansowego, handlowego i podatkowego, procesy rejestracji, ewidencji, przetwarzania oraz prezentacji i interpretacji zdarzeń gospodarczych. Wykorzystanie elastyczności i uznaniowości w sprawozdawczości finansowej oraz różnorodność uzasadnień etycznych podejmowanych w tym obszarze działań związane jest z implementowaną polityką bilansową (rachunkową), która odnosi się do przedsięwzięć podejmowanych w trakcie roku obrotowego oraz podczas sporządzania raportu finansowego, mających na celu wywarcie wpływu na określonych interesariuszy sprawozdania finansowego oraz skłonienie ich do pożądanego zachowań (Sieben, Matschke i König, 1981: 225, za: Remlein, Strojek-Filus i Świetla, 2021: 60). Ze względu na swoją specyfikę, grupy kapitałowe posiadają szersze możliwości kształtowania polityki bilansowej (rachunkowej) aniżeli pojedyncze jednostki gospodarcze. Wiąże się to z faktem, iż w ich przypadku polityka ta może być rozpatrywana na dwóch płaszczyznach, uwzględniając zarówno rozwiązania rachunkowe typowe dla podmiotu gospodarczego sporządzającego sprawozdanie finansowe na zasadach ogólnych, jak i praktyki księgowe możliwe do zastosowania wyłącznie w ramach grup kapitałowych (Remlein, 2013: 82; zob. rys. 2). Spektrum potencjalnych narzędzi polityki bilansowej (rachunkowej) grup kapitałowych dotyczy zatem zarówno instrumentów wynikających ze realizowanej polityki bilansowej przez jednostkę dominującą, jak i instrumentów mających zastosowanie na poziomie konsolidacji sprawozdań jednostkowych (np. dotyczących zakresu wyłączeń i zwolnień z konsolidacji, metod wyceny aktywów netto, wyceny udziałów niedających kontroli itp.) oraz osadzonych

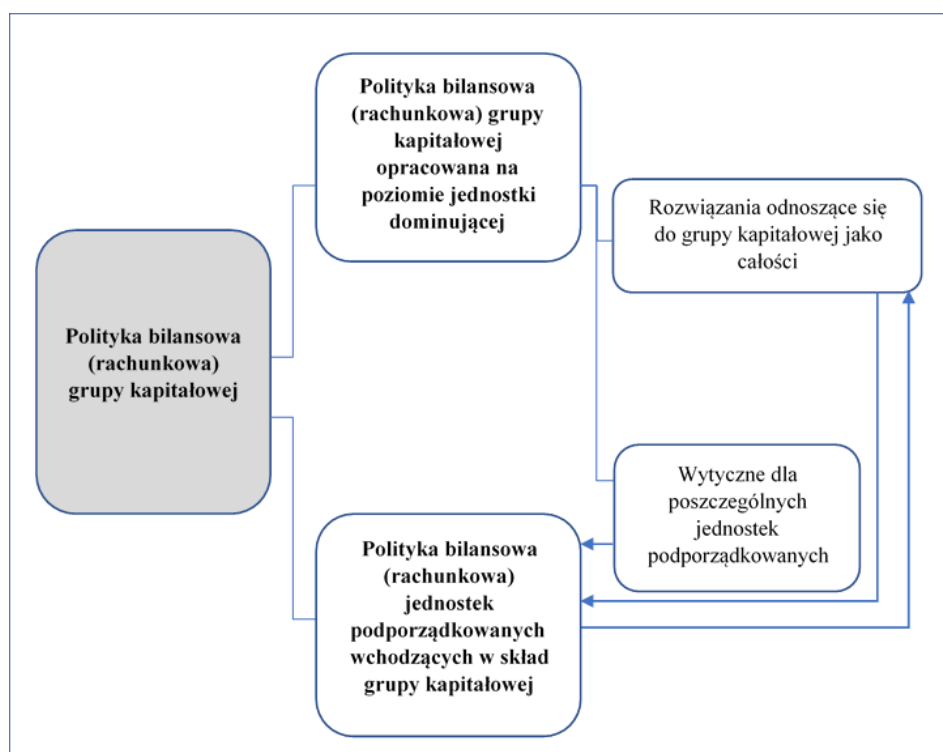
w ramach wewnętrznej polityki bilansowej grupy (np. dotyczących polityki cen transferowych, implementacji cash-poolingu itp.) (Piątek, 2009: 193; Sikacz, 2011: 113–116).



Rysunek 1. Schemat zależności między jednostkami tworzącymi grupę kapitałową.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. 1994, nr 121, poz. 591 z późn zm.).

W zgeneralizowanym modelu polityki bilansowej (rachunkowej) grupy kapitałowej (zob. rys. 2) podjęte zostały kwestie możliwej ingerencji kadry zarządzającej w poziom wykazywanego wyniku finansowego z wykorzystaniem możliwości zmiany skali, technik i kierunków wprowadzania zmian określonych danych sprawozdawczych wywierających wpływ na poziom raportowanego zysku (straty). Możliwości te są określane z jednej strony postulowanym poziomem realizacji wyniku finansowego, ustalonym na podstawie rynkowych, konkurencyjnych i umownych punktów referencyjnych, a z drugiej strony celami, motywami i możliwościami kompetencyjnymi, prawnymi i barierami psychologicznymi ingerowania w poziom raportowanych danych sprawozdawczych.



Rysunek 2. Dwupoziomowe ujęcie polityki bilansowej (rachunkowej) grupy kapitałowej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Remlein (2013: 82).

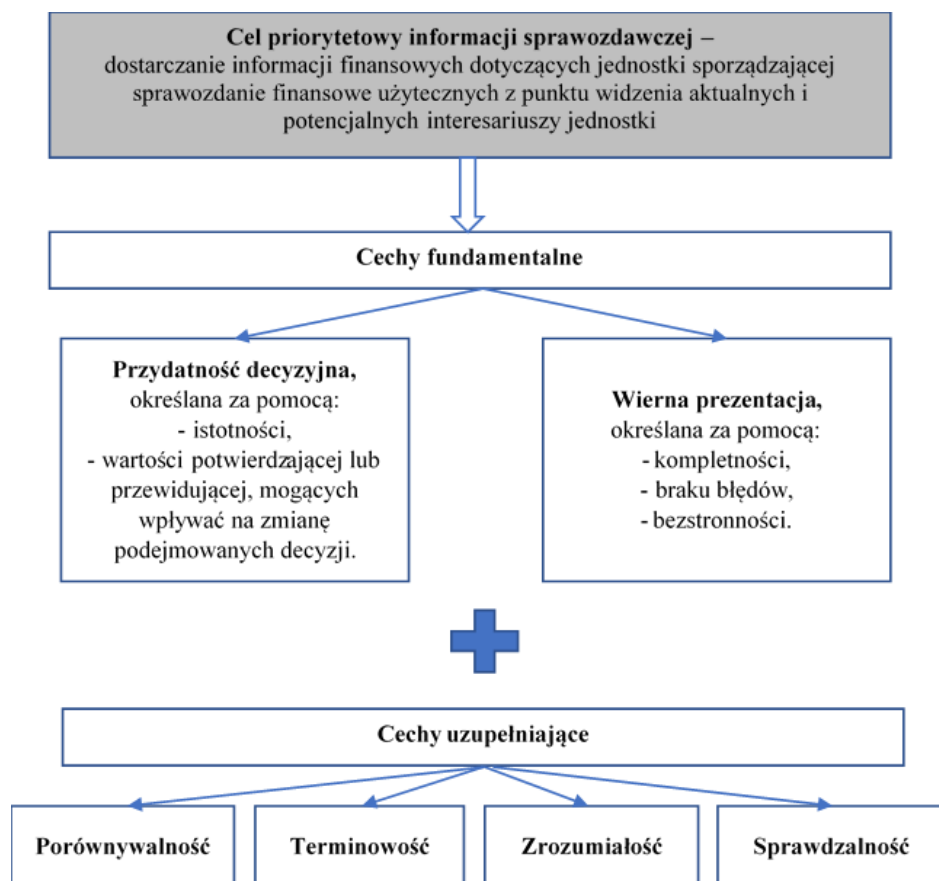
Jak zauważają A. Piosik i M. Strojek-Filus (2013: 32–34), grupy kapitałowe posiadają szczególne narzędzia kształtowania wyniku finansowego, do których należą m.in.: obniżanie kosztów przez nabywanie towarów i usług w jednostkach grupy kapitałowej, technika zbywania udziałów w nierentownych jednostkach

(*throw out a problem child*), podwyższanie wyniku finansowego poprzez nabywanie udziałów rentownych podmiotów gospodarczych (*big bet on the future*), zasady rozliczania ujemnej różnicy konsolidacyjnej, metody pomiaru i szacunki przyjęte do rozliczania wartości firmy z konsolidacji itd.

2. CECHY JAKOŚCIOWE WYNIKU FINANSOWEGO ORAZ NARZĘDZIA JEGO POMIARU

Informacja finansowa jest odzwierciedleniem i interpretacją zdarzeń gospodarczych, pochodzącą przede wszystkim z systemu rachunkowości finansowej i zarządczej przedsiębiorstwa. Szczególnym zbiorem informacji finansowych jest sprawozdanie finansowe, którego celem, w najbardziej ogólnym rozumieniu, jest zaspokojenie podstawowych potrzeb informacyjnych szerokiego kręgu użytkowników. Aby sprawozdanie finansowe mogło wypełnić swoje zadanie, musi ono zawierać informacje wymaganej jakości. Zgodnie z „Załoženiami koncepcyjnymi sporządzania i prezentacji sprawozdań finansowych” (MSSF 2016) wyróżnić można dwie grupy cech jakościowych informacji finansowych. Należą do nich cechy jakościowe o fundamentalnym znaczeniu, do których zakwalifikowano: przydatność decyzyjną oraz wierną prezentację (wraz z dodatkowymi komponentami uzupełniającymi wspomniane cechy), a także cechy wzbogacające użyteczność raportowanych informacji (do których zaliczono: porównywalność, sprawdzalność, terminowość oraz zrozumiałość – zob. rys. 3). Jednakże, w literaturze przedmiotu odnaleźć można wiele alternatywnych układów klasyfikacyjnych cech jakościowych informacji dostarczanych przez poprawnie funkcjonujące systemy rachunkowości (zob. m.in.: . Hendriksen i van Breda, 2002: 140–170; Gmytrasiewicz i Karmańska, 2006: 17; Eppler, 2006: 68–75; Cieślak, 2011: 74; Gabrusewicz i Remlein, 2011: 35). Akcentują one problematykę braku jednolitej systematyki atrybutów jakościowych, którymi powinny odznaczać się dane zawarte w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstw. Podobna sytuacja dotyczy zagadnień dotyczących oceny i pomiaru jakości raportowanych wyników finansowych.

B. Kamp (2002: 361–368) wyraża stanowisko, że o zyskach (stratach) charakteryzujących się wysoką jakością będzie można mówić wówczas, gdy wielkości te będą jasno odzwierciedlać bieżące przychody i koszty, jednoznacznie wskazywać wyniki płynące z działalności podstawowej przedsiębiorstwa, a także pozwolą na bezpośrednie powiązania raportowanych wyników z generowanymi operacyjnymi przepływami pieniężnymi. J. Cug i A. Cugova (2021: 2) podkreślają, że wysoka jakość raportowanych wyników wiąże się z prawdziwym, rzetelnym obrazem przedsiębiorstwa, bez anomalii oraz zniekształceń będących efektem sztuczek księgowych.



Rysunek 3. Klasyfikacja cech jakościowych danych sprawozdawczych według MSSF

Źródło: opracowanie własne.

P. Dechow, W. Ge i C. Schrand (2010: 344–401) stwierdzają, iż „wysokoja-kościowy wynik finansowy” dostarcza więcej informacji na temat dokonań finansowych podmiotu gospodarczego, które mogą być istotne dla podjęcia konkretnej decyzji przez konkretnego decydenta. Jest to przy tym kategoria kontekstowa, co oznacza, iż przy jej ocenie nie powinno się abstrahować od charakteru adresatów danych sprawozdawczych. Wspomniani autorzy zauważają, że jakość raportowanego wyniku finansowego to pojęcie wielowymiarowe, na które składają się różne właściwości, mogące być zaszeregowane do trzech odrębnych grup. Pierwszą z nich stanowią cechy jakościowe odnoszące się wprost do wartości zysku (straty)

w przedsiębiorstwie (*properties of earnings*). Mają one znaczny wpływ na użyteczność raportowanych wyników w procesach decyzyjnych i są zarówno wypadkową przyjętych w organizacji polityk rachunkowości, jak i efektem subiektywnych wyborów księgowych w zakresie intencjonalnego wpływania na wartość wyniku finansowego. Cechy te nie mają charakteru substytucyjnego, nie muszą być ze sobą silnie skorelowane, nie odznaczają się występowaniem tej samej sieci nomologicznej [Licerán-Gutiérrez i Cano-Rodríguez, 2019: 41–60]. Druga kategoria cech jakościowych wyniku finansowego według P. Dechow i in. (2010) jest definiowana w oparciu o reakcje inwestorów na poziom raportowanych wyników przez podmiot sprawozdawczy (*investor responsiveness to earnings*) i może być przedstawiana na podstawie związków pomiędzy zyskami księgowymi a kształtowaniem cen akcji czy stóp zwrotu. Z kolei trzecia grupa mierników opisujących zysk (stratę) w podmiocie gospodarczym jest efektem dostrzeżenia przez stronę zewnętrzną problemów z jakością udostępnianych danych sprawozdawczych (w zakresie zniekształceń wyniku finansowego, *external indicators of earnings misstatements*).

W szerokim wachlarzu wskaźników wykorzystywanych do oceny jakości raportowanego wyniku finansowego (zob. m.in.: Dechow i Schrand, 2004; Ball i Shivakumar, 2005: 83–128; Michalak, Waniak-Michalak i Czajor, 2012: 63–82; Perotti i Wagenhofer, 2014: 545–571; Beyer, Guttman i Marinovic, 2019: 77–101; Lizińska i Czapiewski, 2023: 79–97) odnaleźć można propozycje mierników nakierowanych na oszacowanie:

- stabilności (*persistence*) i przewidywalności (*predictability*) raportowanego wyniku finansowego – w ujęciu teoretycznym wskazane cechy będą pożądane przez inwestorów, bowiem stanowią oznakę regularności i harmonii działań realizowanych w obrębie podmiotu gospodarczego oraz zmniejszają ryzyko inwestycyjne;

- gładkości (*smoothness*) raportowanych wyników – celem wygładzania wyniku finansowego jest dążenie przedsiębiorstwa do zmniejszenia wahań raportowanych wyników z jednego okresu na drugi w taki sposób, aby przedstawić względną stałość raportowanych zysków w dłuższym horyzoncie;

- jakości różnic memoriałowych (w tym wartości bieżących i całkowitych dyskrecjonalnych różnic memoriałowych – *accruals quality, abnormal accruals*) – przyjmuje się, że znaczne odchylenia między wartościami raportowanego zysku (straty) netto a operacyjnymi przepływami pieniężnymi (określanymi mianem korekt zysku netto w rachunku przepływów pieniężnych sporządzonym przy użyciu metody pośredniej) mogą negatywnie świadczyć o jakości danych sprawozdawczych. Jednocześnie, wysokie odchylenia wartości dyskrecjonalnych korekt zysku netto od zera (w porównaniu np. ze średnią sektorową) mogą stanowić oznakę intensyfikacji praktyk z zakresu rachunkowego kształtowania wyniku finansowego (*accrual-based earnings management*), rozumianych jako manipulowanie

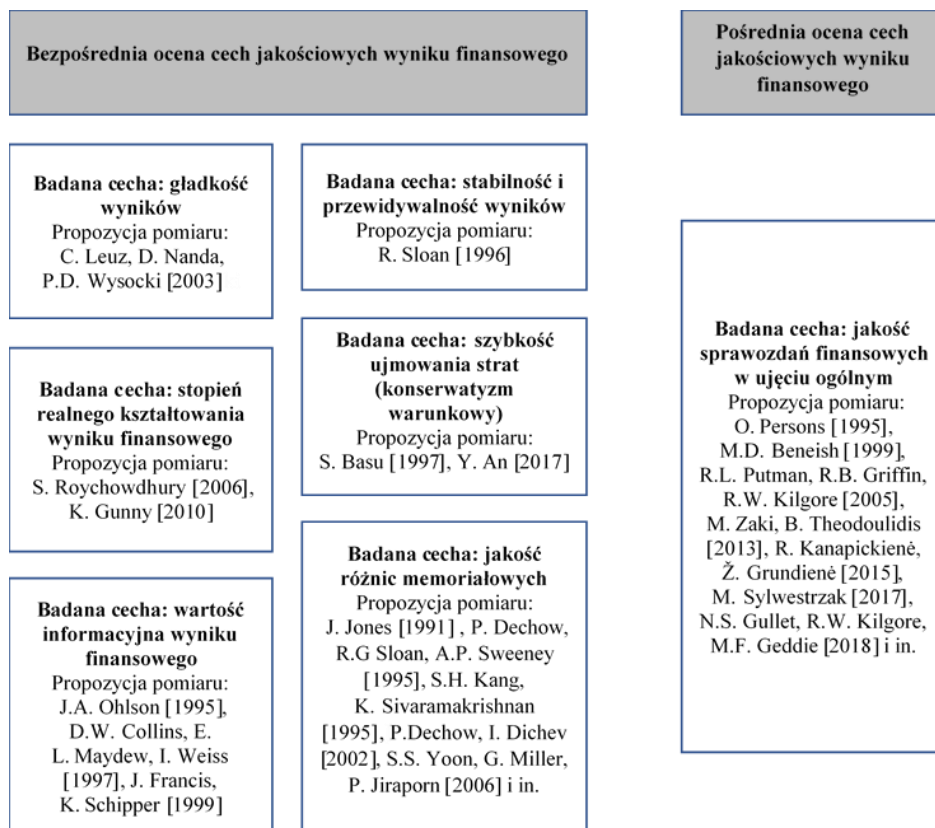
wartością wykazywanego zysku netto w celu odpowiedniego dostosowania sprawozdania finansowego do potrzeb określonej grupy interesariuszy przedsiębiorstwa, przy jednoczesnym wprowadzeniu w błąd niektórych akcjonariuszy oraz uczestników zawieranych transakcji co do założeń ekonomicznych firmy oraz wpłynięciu na realizację kontraktów, od których zależą jej wyniki finansowe [Healy i Wahlen, 1999: 365–383];

– współczynników realnego (rzeczowego) zarządzania wynikiem finansowym (*real earning management*) – określających wielkość zróżnicowanych operacji gospodarczych, nie mających swojego podłoża w subiektywnych wyborach księgowych, nakierowanych na ponadprzeciętną akcelerację (spowolnienie) sprzedaży lub nienaturalne kształtowanie kosztów produkcyjnych i kosztów uznaniowych w przedsiębiorstwie. Zdaniem R. Ewerta i A. Wagenhofera (2005: 1104) realne zarządzanie zyskiem ma jednoznacznie negatywny wpływ na organizację, bowiem ma miejsce wówczas, gdy menedżerowie podejmują transakcje nieefektywne z punktu widzenia firmy, ale generujące pożądaną poziom zysku lub straty w bieżącym okresie;

– szybkości ujawniania strat (*timely loss recognition*) – przyjmuje się, iż im wyższa jest terminowość rozpoznawania i ujawniania straty finansowej w podmiocie gospodarczym, tym lepsza jakość raportowanych danych sprawozdawczych. Cecha ta wiąże się z powszechną w praktyce gospodarczej asymetrią w rozpoznawaniu zdarzeń korzystnych i niekorzystnych (tzw. konserwatyzmem warunkowym, ang. *conditional conservatism*) (Klimczak i Michalak, 2014: 124);

– wartości informacyjnej wyniku finansowego (*value relevance*) – określa ona zdolność danych księgowych – w tym wyniku finansowego – do wyjaśniania kształtowania cen akcji na rynku kapitałowym (Perveen, 2019: 10–17]. J. Francis, R. LaFond, P.M. Olsson i K. Schipper (2014: 967–1010) wyrażają stanowisko, że wartość informacyjna wyniku oddaje zdolność omawianej kategorii księgowej do uzasadniania różnic w rynkowych stopach zwrotu, szczególnie w przypadkach, gdy pożądana jest większa moc wyjaśniająca.

Zaprezentowany na rys. 4 układ klasyfikacyjny narzędzi służących do estymacji jakości wyniku finansowego przedsiębiorstwa pozwala na wyodrębnienie zróżnicowanych instrumentów oceny *earnings quality* w ujęciu bezpośrednim i pośrednim.



Rysunek 4. Układ klasyfikacyjny narzędzi służących do estymacji jakości wyniku finansowego przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne.

3. METODYKA REALIZOWANYCH BADAŃ EMPIRYCZNYCH

Badania empiryczne przeprowadzone zostały w gronie spółek publicznych notowanych na Rynku Głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, których akcje były przedmiotem obrotu we wszystkich latach przyjętego okresu odniesienia 2011–2021. Z próby badawczej usunięte zostały przedsiębiorstwa prowadzące działalność gospodarczą w obszarze bankowości i ubezpieczeń (kody: 110 i 120 według klasyfikacji sektorowej GPW), jak również te spółki publiczne, które w swoich sprawozdaniach finansowych nie ujawniały wszystkich danych finansowych niezbędnych do obliczeń bądź też wykazywały w tym zakresie wyraźne braki. Tak przyjęta próba badawcza pozwoliła na zakwalifikowanie do

grupy podmiotów gospodarczych poddanych analizie łącznie 230 spółek giełdowych, z czego: 189 stanowiły przedsiębiorstwa prezentujące zarówno jednostkowe, jak i skonsolidowane raporty finansowe (funkcjonujące w grupach kapitałowych jako jednostki nadrzędne), zaś 41 – spółki sporządzające wyłącznie sprawozdania jednostkowe (nie wchodzące w skład grup kapitałowych).

W zrealizowanych badaniach empirycznych wykorzystano sześć odrębnych mierników jakości wyniku finansowego spółek publicznych. Zaliczono do nich: wskaźniki stabilności i przewidywalności zysku (straty) netto, wskaźnik gładkości wyniku finansowego netto, współczynniki dyskrecjonalnych różnic memoriałowych, wskaźnik jakości różnic memoriałowych oraz miarę szybkości ujmowania strat (konserwatyizmu warunkowego). Zostały one obliczone według następujących formuł analitycznych zaprezentowanych w tab. 1.

Tabela 1. Charakterystyka wybranych narzędzi analitycznych wykorzystanych do oceny cech jakościowych wyniku netto w spółkach publicznych notowanych na GPW w Warszawie

Stabilność i przewidywalność wyniku finansowego	
<p>Przy pomiarze stabilności wyniku finansowego (określanej dalej mianem PERS) wykorzystano modelu regresyjny Sloan'a. Przyjmuje on, iż wartość parametru β_1 określa stabilność wyniku finansowego jednostki – im jest ona wyższa, tym generowany zysk (strata) netto odznaczać się będzie wyższą jakością. Z kolei przewidywalność wyniku finansowego (PRED) oceniana jest na podstawie współczynnika determinacji R^2 tego modelu.</p>	
Autor	Formuła obliczeniowa
R. Sloan (1996)	$EAT_{t+1} = \alpha_1 + \beta_1 EAT_t + \varepsilon_t$
Gładkość wyniku finansowego	
<p>Gładkość wyniku finansowego (SMOOTH) kalkulowana jest za pomocą metodologii Leuza, Nandy i Wysockiego. Zakłada ona, iż o gładkości wyniku stanowi stosunek odchylenia standardowego wyniku netto do odchylenia standardowego operacyjnych przepływów pieniężnych. Im wyższą wartość będzie przybierała wspomniana miara, tym mniejsza będzie skala wygładzania wyników w przedsiębiorstwie. Zdaniem wspomnianych autorów gładkość wyniku nie jest cechą pożądaną.</p>	
Autorzy	Formuła obliczeniowa
C. Leuz, D. Nanda, P.D. Wysocki (2003)	$\sigma(EAT_t)/\sigma(OCF_t)$
Wskaźnik dyskrecjonalnych różnic memoriałowych	
<p>Przy szacowaniu dyskrecjonalnych różnic memoriałowych (DACC) wykorzystano propozycję metodologiczną autorstwa Dechow, Sloan'a i Sweeney. Wartości DACC wyznaczone zostały na podstawie różnicy między wartością empiryczną a teoretyczną zmiennej objaśnianej</p>	

<p>TACC, a zatem – zgodnie z założeniami modelu regresji – są równe wartości błędu losowego. W dalszych kalkulacjach za pomocą wartości absolutnych DACC zmierzono zakres potencjalnych praktyk rachunkowego kształtowania wyniku finansowego – zgodnie z założeniem, że im większe będzie odchylenie wartości DACC od 0, tym większa jest skala intencjonalnego zarządzania wynikiem finansowym netto. Dla porządku podkreślić należy, iż zmienną TACC obliczano za pomocą podejścia bilansowego, które pozwala na utożsamianie TACC ze zmianami kapitału pracującego netto, skorygowanymi o odpis amortyzacyjny rzeczowych i niematerialnych aktywów trwałych (Wróblewski, Callao i Jarne, 2017: 222–259).</p>	
<p>Autorzy</p> <p>P. Dechow, R.G Sloan, A.P. Sweeney (1995)</p>	<p>Formuła obliczeniowa</p> $\frac{TACC_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_t}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$
<p>Wskaźnik jakości różnic memoriałowych</p> <p>Jakość różnic memoriałowych estymowana została przy użyciu modelu Dechow i Dicheva. Podobnie jak miało to miejsce w przypadku szacowania dyskrecjonalnych różnic memoriałowych, wartość bieżących intencjonalnych korekt zysku netto (DCACC) obliczana jest w oparciu o składniki resztowe analizowanego modelu regresyjnego. O jakości różnic memoriałowych, zgodnie z prezentowaną metodologią, świadczą wartości odchylenia standardowego składników resztowych, przy czym im wyższa będzie wartość tegoż odchylenia, tym – z teoretycznego punktu widzenia – gorsza jest jakość raportowanych wyników finansowych.</p>	
<p>Autorzy</p> <p>P. Dechow, I. Dichev (2002)</p>	<p>Formuła obliczeniowa</p> $\frac{CACC_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{OCF_{t-1}}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{OCF_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{OCF_{t+1}}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$
<p>Szybkość ujmowania strat</p> <p>Szybkość ujmowania strat (CONS) opisana została w oparciu o model zaproponowany przez An (2017). W odróżnieniu od tradycyjnego modelu Basu (1997), nie opiera się on na takich zmiennych, jak: zysk na akcję (EPS), cena akcji oraz stopa zwrotu z akcji, lecz uwzględnia wartości całkowitych różnic memoriałowych (TACC) oraz operacyjnych przepływów pieniężnych. Stopień konserwatyizmu jest wyznaczony na podstawie wartości parametru α_4, przy czym im większa będzie jego wartość, tym większa jest tendencja przedsiębiorstwa do szybszego uwzględniania złych wiadomości o wyniku finansowym, aniżeli dobrych.</p>	
<p>Autor</p> <p>Y. An (2017)</p>	<p>Formuła obliczeniowa</p> $\frac{TACC_t}{TA_{t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{NOCF_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{OCF_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_4 \left(\frac{NOCF_t}{TA_{t-1}} \right) \times \left(\frac{OCF_t}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_t$

gdzie:

- EAT_t – wynik finansowy netto w roku t ;
- OCF_t – operacyjne przepływy pieniężne w roku t ;
- $TACC_t$ – całkowite różnice memoriałowe w roku t ;
- TA_t – wartość aktywów ogółem w roku t ;
- PPE_t – wartość rzeczowych aktywów trwałych w roku t ;
- REV_t – przychody ze sprzedaży w roku t ;
- REC_t – należności nieoprocentowane w roku t ;
- $CACC_t$ – bieżące różnice memoriałowe w roku t ;
- $NOCF$ – zmienna zerojedynkowa (równa 1 – gdy zmienna OCF w roku t przybierała wartości ujemne, równa 0 – w pozostałych przypadkach).

Źródło: opracowanie własne na podst.: Dechow, Sloan i Sweeney (1995); Sloan (1996); Leuz, Nanda i Wysocki (2003); Dechow i Dichev (2002); An (2017).

Ponadto w analizach empirycznych skorzystano z takich metod badawczych, jak: statystyki rozkładu zmiennych, testy istotności statystycznej, czy testy służące do weryfikacji hipotez nieparametrycznych (w tym test Manna-Whitneya-Wilcoxon, służący do sprawdzenia, czy wartości prób pobranych z dwóch niezależnych populacji są jednakowo duże, jak i test znakowanych rang Wilcoxon, będący odpowiednikiem *testu* t-studenta dla prób zależnych) (Szymczak, 2010).

4. WYNIKI BADAŃ EMPIRYCZNYCH

Analizę wyników zrealizowanych badań empirycznych otwiera ocena statystycznego rozkładu zmiennych uwzględnionych w badaniach (zob. tab. 2). Uzyskane rezultaty pozwalają na przedstawienie kilku wniosków wartych szerszego komentarza. Na podstawie obliczonych średnich i środkowych wartości współczynników dyskrecjonalnych różnic memoriałowych (DACC) oraz bieżących intencjonalnych różnic memoriałowych (DCACC) można zauważyć, iż spółki publiczne nieoperujące w ramach grup kapitałowych w większym stopniu wdrażały działania z zakresu kształtowania wyniku typu rachunkowego, aniżeli pozostałe podmioty gospodarcze uwzględnione w badaniach empirycznych. Otrzymane wyniki badań empirycznych sugerują również, iż wyniki finansowe prezentowane w sprawozdaniach skonsolidowanych, opisujące ekonomiczne dokonania całej grupy kapitałowej, cechują się wyższą jakością od wyników ukazywanych w raportach jednostkowych podmiotów sprawujących funkcję nadrzędną w ramach grupy kapitałowej. Wreszcie, w toku poczynionych analiz empirycznych odnotowano występowanie skrajnych wartości miar dyspersji (odchylenia standardowego oraz rozstępu, obliczanego na podstawie różnic między wartością minimalną i maksymalną) zmiennej CONS, opisującej szybkość ujmowania strat. Świadczą one o bardzo wysokim stopniu zróżnicowania wartości tegoż wskaźnika

(jednostki zbiorowości w znaczny sposób różnią się od średniej arytmetycznej badanej zmiennej) i jednocześnie skłaniają ku refleksji nad zasadnością dalszego wykorzystania tej miary analitycznej w badaniach empirycznych.

Tabela 2. Statystyka rozkładu zmiennych uwzględnianych w badaniach empirycznych

Wartości mierników jakości wyniku finansowego w spółkach funkcjonujących w ramach grup kapitałowych						
Miernik	Rodzaj sprawozdania	Miara statystyczna				
		<i>Minimum</i>	<i>Maksimum</i>	<i>Średnia</i>	<i>Mediana</i>	<i>Odchylenie stand.</i>
PERS	Jednostkowe*	-1,195	1,990	0,229	0,178	0,449
	Skonsolidowane	-0,813	1,868	0,293	0,241	0,445
PRED	Jednostkowe	0,000	0,804	0,157	0,087	0,187
	Skonsolidowane	0,000	0,827	0,178	0,097	0,202
SMOOTH	Jednostkowe	0,036	26,739	2,486	1,000	4,256
	Skonsolidowane	0,068	10,146	1,331	0,880	1,520
DACC	Jednostkowe	0,000	2,698	0,070	0,039	0,123
	Skonsolidowane	0,000	1,197	0,063	0,036	0,087
DCACC	Jednostkowe	0,007	3,340	0,084	0,044	0,252
	Skonsolidowane	0,006	0,871	0,058	0,038	0,076
CONS	Jednostkowe	-56,811	793,198	5,866	0,000	59,209
	Skonsolidowane	-1519,52	388,803	-5,779	0,000	114,674
* sprawozdanie jednostki nadrzędnej w ramach grupy kapitałowej						
Wartości mierników jakości wyniku finansowego w spółkach nie operujących w ramach grup kapitałowych						
Miernik	Rodzaj sprawozdania	Miara statystyczna				
		<i>Minimum</i>	<i>Maksimum</i>	<i>Średnia</i>	<i>Mediana</i>	<i>Odchylenie stand.</i>
PERS	Jednostkowe	-1,224	2,575	0,362	0,187	0,717
PRED	Jednostkowe	0,000	0,873	0,204	0,091	0,238
SMOOTH	Jednostkowe	0,100	22,734	1,811	0,870	3,731
DACC	Jednostkowe	0,000	1,810	0,113	0,057	0,184
DCACC	Jednostkowe	0,012	0,498	0,101	0,074	0,097
CONS	Jednostkowe	-14,033	56,486	0,626	0,000	9,539

Źródło: opracowanie własne.

Pogłębione badania empiryczne, przeprowadzone przy użyciu testów *Manna-Whitneya-Wilcoxon*, wskazują, iż w analizowanej próbie badawczej wykazano podstawy do odrzucenia hipotez zerowych H_0 , orzekających o równości średniego poziomu współczynników DACC i DCACC w obrębie spółek funkcjonujących i niefunkcjonujących w ramach grup kapitałowych (zob. tab. 3 i 4).

Tabela 3. Statystyczne zróżnicowanie mierników jakości wyniku finansowego – porównanie na podstawie danych zawartych w sprawozdaniach jednostkowych spółek niefunkcjonujących w ramach grup kapitałowych oraz raportach jednostkowych podmiotów pełniących funkcję nadrzędną w ramach grup kapitałowych

Miernik jakości wyniku finansowego	Funkcjonowanie w ramach grup kapitałowych	Średnia ranga	Suma rang	U Manna-Whitneya	W Wilcoxon	Istotność asympt.
PERS	TAK (n=189)	114,21	21586,00	3382,00	21586,00	0,528
	NIE (n=41)	121,44	4979,00			
PRED	TAK (n=189)	114,22	21588,00	3633,00	21588,00	0,532
	NIE (n=41)	121,39	4977,00			
SMOOTH	TAK (n=189)	118,11	22322,00	3382,00	4243,00	0,202
	NIE (n=41)	103,49	4243,00			
CONS	TAK (n=189)	116,79	22072,50	3631,50	4492,50	0,524
	NIE (n=41)	109,57	4492,50			
DACC	TAK (n=1890)	1114,16	2105755,0	318760,00	2105755,0	0,000*
	NIE (n=410)	1318,04	540395,00			
DCACC	TAK (n=189)	108,50	20506,00	2551,00	20506,00	0,001
	NIE (n=41)	147,78	6059,00			

Źródło: opracowanie własne.

Tego typu konstatacje dotyczą zarówno porównań cech jakościowych wyniku finansowego dokonanych w odniesieniu do danych liczbowych zawartych w sprawozdaniach jednostkowych, jak i skonsolidowanych, co potwierdza wcześniejsze przypuszczenia, iż poziom rachunkowego zarządzania zyskiem (stratą)

netto w przedsiębiorstwach nie działających grupach kapitałowych różnicuje się w sposób istotny statystycznie od skali tego typu działań w przedsiębiorstwach wchodzących w skład grup kapitałowych. Tym samym przedstawiona we wstępie pierwsza hipoteza badawcza została zweryfikowana negatywnie. Jednocześnie, nie znaleziono dowodów na statystyczne zróżnicowanie pozostałych mierników jakości zysku (straty) netto w badanych podpopulacjach.

Tabela 4. Statystyczne zróżnicowanie mierników jakości wyniku finansowego – porównanie na podstawie danych zawartych w sprawozdaniach jednostkowych spółek niefunkcjonujących w ramach grup kapitałowych oraz raportach skonsolidowanych grup kapitałowych

Miernik jakości wyniku finansowego	Funkcjonowanie w ramach grup kapitałowych	Średnia ranga	Suma rang	U Manna-Whitneya	W Wilcoxonu	Istotność asympt.
PERS	TAK (n=189)	115,91	21907,00	3797,00	4658,00	0,841
	NIE (n=41)	113,61	4658,00			
PRED	TAK (n=189)	115,91	21907,00	3840,00	21795,00	0,929
	NIE (n=41)	116,34	4770,00			
SMOOTH	TAK (n=189)	115,46	21821,00	3866,00	21821,00	0,982
	NIE (n=41)	115,71	4744,00			
CONS	TAK (n=189)	115,21	21775,00	3820,00	21775,00	0,883
	NIE (n=41)	116,83	4790,00			
DACC	TAK (n=189)	1109,53	2097020,0	310025,00	2097020,0	0,000
	NIE (n=41)	1339,34	549130,00			
DCACC	TAK (n=189)	106,52	20132,00	2177,00	20132,00	0,000
	NIE (n=41)	156,90	6433,00			

Źródło: opracowanie własne.

Dla pełniejszego rozpoznania zależności zachodzących pomiędzy jakością wyników finansowych prezentowanych w sprawozdaniach jednostkowych podmiotów pełniących funkcję nadrzędną w grupie kapitałowej oraz w raportach

skonsolidowanych danej grupy kapitałowej (po procesie konsolidacji), skorzystano z testu znakowanych rang Wilcoxon (zob. tab. 5). Z analizy otrzymanych rezultatów badań empirycznych wynika, iż statystyczne różnice w kształtowaniu wskaźników *earnings quality* odnotowano w przypadku miar stabilności (PERS) i gładkości (SMOOTH) wyniku finansowego, jak również w odniesieniu do obu współczynników rachunkowego zarządzania zyskiem (stratą) netto (DACC i DCACC). Pozwoliło to na negatywną weryfikację drugiej hipotezy badawczej zawartej we wprowadzeniu do opracowania. Interesujący wydaje się przy tym fakt, że to sprawozdania skonsolidowane, przygotowane dla wszystkich jednostek powiązanych kapitałowo, odznaczają się wyższą jakością raportowanych zysków (strat) netto, aniżeli sprawozdania sporządzone wyłącznie z myślą o podmiotach sprawujących funkcję dominującą w ramach grup kapitałowych.

Tabela 5. Analiza zmian wartości mediany mierników jakości wyniku finansowego netto w spółkach publicznych operujących w ramach grup kapitałowych - porównanie względem sprawozdań jednostkowych podmiotów pełniących funkcję nadrzędną w grupie kapitałowej i sprawozdań skonsolidowanych

Rangi				
Porównanie: sprawozdanie jednostkowe (jednostki nadrzędnej) – sprawozdanie skonsolidowane grupy kapitałowej	PERS	N	Średnia ranga	Suma rang
	Ujemne rangi	112	96,68	10828,0
	Dodatnie rangi	76	91,29	6938,0
	Wiązania	1	-	
	Ogółem	189		
	Z	-2,603		
	Istotność asymptotyczna	0,009		
	PRED	N	Średnia ranga	Suma rang
	Ujemne rangi	104	97,06	10094,0
	Dodatnie rangi	84	91,33	7672,0
	Wiązania	1	-	
	Ogółem	189		
	Z	-1,62		
	Istotność asymptotyczna	0,110		
	SMOOTH	N	Średnia ranga	Suma rang
	Ujemne rangi	88	74,41	6548,0
	Dodatnie rangi	100	112,18	11218,0
	Wiązania	1	-	
Ogółem	189			
Z	-3,125			
Istotność asymptotyczna	0,001			

CONS	N	Średnia ranga	Suma rang
Ujemne rangi	59	68,95	4068,0
Dodatnie rangi	80	70,80	5662,0
Wiązania	50	-	
Ogółem	189		
Z	-1,676		
Istotność asymptotyczna	0,094		
DACC	N	Średnia ranga	Suma rang
Ujemne rangi	871	927,54	807889,0
Dodatnie rangi	1009	951,69	960251,0
Wiązania	10	-	
Ogółem	1890		
Z	-3,236		
Istotność asymptotyczna	0,001		
DCACC	N	Średnia ranga	Suma rang
Ujemne rangi	76	83,88	6375,0
Dodatnie rangi	112	101,71	11391,0
Wiązania	1	-	
Ogółem	189		
Z	-3,357		
Istotność asymptotyczna	0,000		

Źródło: opracowanie własne.

PODSUMOWANIE

Zgodnie z założeniami ustawy o rachunkowości, do głównych czynników wpływających na wynik finansowy jednostki należą przychody uzyskane i koszty poniesione w związku z transakcjami zrealizowanymi w danym okresie obrachunkowym, jak również przychody i koszty, będące skutkiem dokonanej wyceny bilansowej. Jednakże, ważne miejsce w kształtowaniu jakości wyniku finansowego zajmują nie tylko efekty działalności operacyjnej, inwestycyjnej czy finansowej przedsiębiorstwa, lecz także praktyki i skutki intencjonalnego oddziaływania na wynik finansowy, będące m.in. wypadkową charakteru implementowanej polityki bilansowej. W procesie tym nieodzowną rolę odgrywają rachunkowe możliwości kształtowania sytuacji majątkowo-finansowej, oferowane przez sam fakt przynależności do grupy kapitałowej.

W toku poczynionych analiz empirycznych wykazano m.in., iż spółki publiczne nieprzynależące do grup kapitałowych w większym stopniu wpływają na wartość raportowanych wyników netto, aniżeli spółki operujące w ramach tychże

grup. Świadczą o tym m.in. estymowane wartości współczynników: dyskrecjonalnych (DACC) oraz bieżących intencjonalnych różnic memoriałowych (DCACC). Warty podkreślenia jest również fakt, iż jakość wyników finansowych prezentowanych w sprawozdaniach skonsolidowanych jest generalnie wyższa od jakości zysków (strat) widniejących w jednostkowych sprawozdaniach podmiotów pełniących funkcję nadrzędną w ramach poszczególnych grup kapitałowych.

Poczynione analizy empiryczne nie wypełniają warunku generalizacji. Pozwalają one jednak zwrócić uwagę na potrzebę kontynuacji badań naukowych nad zagadnieniami pomiaru jakości wyniku finansowego na polskim rynku kapitałowym. Szczególnie interesującym polem do dalszych eksploracji naukowych wydaje się być potencjalna analiza porównawcza współczynników realnego zarządzania zyskiem, miar wartości informacyjnej wyniku finansowego (*value relevance*) oraz alternatywnych wskaźników konserwatyizmu warunkowego w odniesieniu do jednostkowych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych spółek publicznych.

BIBLIOGRAFIA

- Ali, M.M. and Theodoulidis, B. (2014). *Analyzing Stock Market Fraud Cases Using a Linguistics-Based Text Mining Approach*, WaSABi-FEOSW@ESWC.
- An, Y. (2017). Measuring Earnings Quality Over Time. *International Journal of Economics and Financial Issues*, no. 73, pp. 82–87.
- Ansoff, I. (1985). *Zarządzanie strategiczne*. Warszawa: PWE.
- Ball, R. and Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, no. 391, pp. 83–128.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, no. 241, pp. 3–37.
- Beneish, M.D. (1999). The detection of earnings manipulation. *Financial Analysts Journal*, no. 555, pp. 24–36.
- Beyer, A., Guttman, I. and Marinovic, I. (2019). Earnings Management and Earnings Quality: Theory and Evidence. *The Accounting Review*, no. 944, pp. 77–101.
- Buk, H. (2015). Kwalifikowanie powiązań międzyorganizacyjnych dla celów skonsolidowanej sprawozdawczości finansowej. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, nr 224, ss. 7–19.
- Cieślak, M. (2011). *Podejście etyczne w rachunkowości a jakość sprawozdań finansowych*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
- Collins, D.W., Maydew, E.L. and Weiss, I. (1997). Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values Over the Past Forty Years. *Journal of Accounting & Economics*, no. 241, pp. 39–67.
- Cug, J. and Cugova, A. (2021). Relationship between Earnings Management and Earnings quality in the Globalized Business Environment. *SHS Web of Conferences*, no. 92, pp. 1–6.
- Dechow, P. and Dichev, I. (2002). The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, no. 771, pp. 35–59.
- Dechow, P., Ge, W. and Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, no. 50(2–3), pp. 344–401.

- Dechow, P. and Schrand, C. (2004). *Earnings quality*. Charlottesville: The Research Foundation of CFA Institute.
- Dechow, P., Sloan, R. and Sweeney, A. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, no. 702, pp. 193–225.
- Eppler, M.J. (2006). *Managing Information Quality: Increasing the Value of Information in Knowledge-intensive Products and Processes*. Heidelberg: Springer Science & Business Media.
- Ewert, R. and Wagenhofer, A. (2005). Economic Effects of Tightening Accounting Standards to Restrict Earnings Management. *The Accounting Review*, no. 804, pp. 1101–1124.
- Francis J., LaFond, R., Olsson, P.M. and Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *Accounting Review*, no. 79(4), pp. 967–1010.
- Francis, J. and Schipper, K. (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research*, no. 372, pp. 319–352.
- Gabrusewicz, W. i Remlein, M. (2011). *Sprawozdanie finansowe przedsiębiorstwa – jednostkowe i skonsolidowane*. Warszawa: PWE.
- Gmytrasiewicz, M. i Karmańska, A. (2006). *Rachunkowość finansowa*. Warszawa: Difin.
- Gullett, N.S., Kilgore, R.W. and Geddie, M.F. (2018). Use of Financial Ratios to Measure the Quality of Earnings. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, no. 222, pp. 1–12.
- Gunny, K.A. (2010). The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence From Meeting Earnings Benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, no. 273, pp. 855–888.
- Healy, P.M. and Wahlen, J.M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, no. 134, pp. 365–383.
- Hendriksen, E.S. i van Breda, M.F. (2002). *Teoria rachunkowości*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Janik, W. i Paździor, A. (2010). *Zarządzanie finansami spółki kapitałowej*. Warszawa: PWE.
- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, no. 29, pp. 193–228.
- Kamp, B. (2002). Earnings quality assessment by a sell-side financial analyst. *Issues in Accounting Education*, no. 174, pp. 361–368.
- Kanapickienė, R. and Grundienė, Ž. (2015). The Model of Fraud Detection in Financial Statements by Means of Financial Ratios. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, no. 213, pp. 321–327.
- Kang, S. and Sivaramakrishnan, K. (1995). Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. *Journal of Accounting Research*, no. 332, pp. 353–367.
- Karmańska, A. (2005). *Grupa kapitałowa*. W: M. Gmytrasiewicz, red., *Encyklopedia rachunkowości*. Warszawa: LexisNexis.
- Klimczak, K. i Michalak, J. (2014). Istotność sprawozdań finansowych dla wyceny a stosowanie zasady memoriałowej i konserwatyzm warunkowy. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, nr 66, ss. 123–133.
- Leuz, C., Nanda, D. and Wysocki, P.D. (2003). Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. *Journal of Financial Economics*, no. 69, pp. 505–527.
- Licerán-Gutiérrez, A. and Cano-Rodríguez, M. (2019). A Review on the multidimensional analysis of earnings quality. *Revista de Contabilidad Spanish Accounting Review*, no. 22(1), pp. 41–60.
- Lizińska, J. i Czapiewski, L. (2023). Financial distress and accrual and real earnings management in Polish public companies. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, nr 471, ss. 79–97.
- Michalak, J., Waniak-Michalak, H. i Czajor, P. (2012). Impact of mandatory IFRS implementation on earnings quality. Evidence from the Warsaw Stock Exchange. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, nr 68(124), ss. 63–82.
- Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej* (2016), SKwP.

- Obwieszczenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 10 marca 2017 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie szczegółowych zasad sporządzania przez jednostki inne niż banki, zakłady ubezpieczeń i zakłady reasekuracji skonsolidowanych sprawozdań finansowych grup kapitałowych, Dz.U. 2017, poz. 676.
- Ohlson, J.A. (1995). *Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. Contemporary Accounting Research*, no. 11, pp. 661–687.
- Perotti, P. and Wagenhofer, A. (2014). Earnings Quality Measures and Excess Returns. *Journal of Business Finance and Accounting*, no. 41, pp. 545–571.
- Persons, O. (1995). Using Financial Statement Data to Identify Factors Associated with Fraudulent Financial Reporting. *Journal of Applied Business Research*, no. 113, pp. 38–46.
- Perveen, S. (2019). The value relevance of accounting information: an empirical analysis of banking sector of Pakistan. *Journal of Marketing and Information Systems*, no. 12, pp. 10–17.
- Piątek, E. (2009). Polityka bilansowa grupy kapitałowej – aktualne wyzwanie teorii i praktyki. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, nr 17, ss. 475–483.
- Piosik, A. i Strojek-Filus, M. (2013). Procesy kształtowania wyników bilansowych. W: A. Piosik, red., *Kształtowanie zysków podmiotów sprawozdawczych w Polsce. MSR/MSSF a ustawa o rachunkowości*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Putman, R.L., Griffin, R.B. and Kilgore, R.W. (2005). A model for the determination of the quality of earnings. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, no. 93, pp. 41–50.
- Remelin, M., Strojek-Filus, M. i Świetla, K. (2021). *Polityka rachunkowości grup kapitałowych*. Warszawa: CeDeWu.
- Remlein, M. (2013). *Rachunkowość grup kapitałowych*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, no. 42, pp. 335–370.
- Sieben, G., Matschke, M.J. i Konig, E. (1981). *Bilanzpolitik*. Stuttgart: HWR.
- Sikacz, H. (2011). *Ocena sytuacji finansowej operacyjnych grup kapitałowych*. Warszawa: Wolters Kluwer Polska.
- Sloan, R. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *Accounting Review*, no. 713, pp. 289–315.
- Sylwestrzak, M. (2017). Wykorzystanie modelu CART-Logit do analizy fałszerstw sprawozdań finansowych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, nr 4(88/1), ss. 403–412.
- Szymczak, W. (2010). *Podstawy statystyki dla psychologów*. Warszawa: Wydawnictwo Difin.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 1994, nr 121, poz. 591 z późn zm.
- Wróblewski, D., Callao, S. and Jarne, J.I. (2017). Detecting Earnings Management Investigation on Different Models Measuring Earnings Management for Emerging Eastern European Countries. *International Journal of Research – Granthaalayah*, no. 511, pp. 222–259.
- Yoon, S.S., Miller, G. and Jiraporn, P. (2006). Earnings management vehicles for Korean firms. *Journal of International Financial Management & Accounting*, no. 172, pp. 85–109.

JAKOŚĆ WYNIKÓW FINANSOWYCH RAPORTOWANYCH W SPRAWOZDANIACH FINANSOWYCH GRUP KAPITAŁOWYCH

Cel artykułu. Zasadniczym celem artykułu jest sześcioczynnikowa analiza jakości wyników finansowych netto raportowanych w sprawozdaniach finansowych spółek publicznych operujących w ramach grup kapitałowych i notowanych na Rynku Głównym GPW w Warszawie.

Metodyka. Jakość wyniku finansowego estymowana została na podstawie współczynników dyskrecjonalnych różnic memoriałowych, współczynników bieżących intencjonalnych różnic memoriałowych, wskaźnika szybkości ujmowania strat oraz mierników stabilności, przewidywalności i gładkości zysku (straty) netto. Metodyka badań opiera się m.in. na zastosowaniu modeli: Dechow, Sloan'a i Sweeney (1995), Dechow i Dicheva (2002) czy An (2017), a także statystyk rozkładu zmierzonych, testów istotności statystycznej, czy testów nieparametrycznych: Manna-Whitneya-Wilcoxonona oraz znakowanych rang Wilcoxonona.

Wyniki/Rezultaty badania. Otrzymane wyniki badań empirycznych wskazują, że spółki publiczne nieprzynależące do grup kapitałowych w większym stopniu kształtują wyniki finansowe, aniżeli spółki operujące w ramach tychże grup. Ponadto, jakość wyników finansowych prezentowanych w sprawozdaniach skonsolidowanych jest generalnie wyższa od jakości zysków (strat) widniejących w jednostkowych sprawozdaniach podmiotów pełniących funkcję nadrzędną w ramach poszczególnych grup kapitałowych.

Słowa kluczowe: jakość wyniku finansowego, grupa kapitałowa, sprawozdanie jednostkowe, sprawozdanie skonsolidowane.

JEL Class: G32, M40.