

Marek Zwolankowski

Profil analizy fundamentalnej banku w warunkach kryzysu finansowego

Ekonomiczne Problemy Usług nr 38, 389-396

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

MAREK ZWOLANKOWSKI
Uniwersytet Szczeciński

PROFIL ANALIZY FUNDAMENTALNEJ BANKU W WARUNKACH KRYZYSU FINANSOWEGO

Wprowadzenie

Współczesny kryzys finansowy – złożony co do przyczyn i rozległy co do skutków – skłania do refleksji wykraczającej poza świat finansów. G. Bateson, zgłębiając naturę ewolucji biologicznej, postawił tezę o podporządkowaniu wszelkiego poznania poszukiwaniu „wzorca, który łączy”.¹ Taki wzorzec buduje teoria informacji. W warunkach silnych zaburzeń środowiska (*vide* kryzys finansowy) „(...) niespójności między kolejnymi fragmentami i poziomami informacji będą stwarzać wiele problemów w sferze przetrwania i wyznaczać wiele kierunków zmiany”². Można więc przyjąć, *per analogiam*, że:

- 1) banki znalazły się w warunkach skrajnych, z realnymi zagrożeniami dla przetrwania również dlatego, że kryzys zniekształcił funkcję informacyjną rynku finansowego;
- 2) w warunkach rosnącej złożoności informacji i nasilającej się asymetrii informacji (czyli mniejszej przejrzystości informacyjnej rynku finansowego) nie istnieje uniwersalna strategia przezwyciężania kryzysu.

Przed uczestnikami życia gospodarczego: regulatorami, klientami banków, inwestorami finansowymi stoi wyzwanie oceny kondycji ekonomicznej banków; oceny ich zdolności adaptacyjnej i potencjału obrony przed skutkami kryzysu finansowego. Tego rodzaju ocena mieści się w logice analizy fundamentalnej jako „(...) wszechstronnego i długookresowego oglądu siły finansowej banku i jego praktyk stosowanych w dziedzinie zarządzania ryzykiem”. W artykule zostanie podjęty problem dostosowania analizy fundamentalnej banku do warunków kryzysu finansowego, czyli – w świetle wyżej wyłożonych argumentów – do warunków wynikających z niedoskonałej wiedzy o kondycji ekonomicznej banku.

¹ Por. G. Bateson: *Umysł i przyroda. Jedność konieczna*, PIW, Warszawa 1996, s. 19.

² *Ibidem*, s. 37.

Wykorzystanie dorobku nadzorców bankowych w profilowaniu analizy fundamentalnej banku

Ogólnoświatowy dorobek instytucji nadzoru bankowego jest tak znaczący, że nie można go pomijać w poszukiwaniu schematów badania zachowań adaptacyjnych banków w warunkach zaburzeń na rynku finansowym. Szczególnie cennym elementem tych badań jest rozpoznanie warunków trwałej stabilności banku. W centrum ich metodologii nigdy nie zostanie postawiona ocena zarządzania efektywnością, gdyż jest ona domeną kierownictwa banków. Nadzór bankowy zawsze stawia na pierwszym miejscu ocenę zdolności banku do zachowania stabilności, akcentuje skuteczność banków w zarządzaniu ryzykiem, a dopiero w dalszym planie związaną z nim efektywność mierzoną stopą zwrotu z kapitału własnego lub stopą zwrotu z aktywów.

Nadzór ostrożnościowy ze względu na swój cel jest powszechnie utożsamiany z działaniem nadzorca „na przedpolu bankructwa”. Właściwość przynależną metodom wczesnego ostrzegania ma system nadzoru bankowego Stanów Zjednoczonych, utrwalony w praktyce i w teorii jako system CAMEL lub w wersji poszerzonej CAMEL'S. Walorem tego systemu jest prostota i przejrzystość informacyjna. Nadzorcy bankowi oceniają bank w tym systemie tylko w pięciu (co najwyżej w sześciu) obszarach, a pięciostopniowy rating (jeden do pięciu punktów) w jednoznaczny sposób raportuje stan kondycji ekonomicznej banku. Tradycyjny system CAMEL, wprowadzony do praktyki amerykańskiej w 1996 roku zyskał powszechną akceptację i uruchomił liczne poszukiwania nad doskonaleniem jego formuły. Liczne próby modyfikacji systemu spowodowały między innymi różnice interpretacyjne, lecz zawsze trzonem tego modelu oceny banku jest:

1. *Capital* – uściślany jako adekwatność kapitałowa banku, jego siła kapitałowa lub podstawa długoterminowej stabilności.
2. *Assets quality* – jakość aktywów zależna przede wszystkim od jakości portfela kredytów. Warunki wysokiej jakości spełniają aktywa generujące zyski i wolne od ryzyka utraty wartości.
3. *Management* – element opisywany w dwojakim sensie, trudnym do rozróżnienia w polskim odpowiedniku tego słowa. Anglojęzyczne brzmienie oddaje bowiem dwa dopełniające się znaczenia tego słowa. Po pierwsze, zarząd w sensie personalnym (doświadczenie kadry kierowniczej i umiejętności w procesie zarządzania ryzykiem). Po drugie, zarządzanie w sensie procesowym.
4. *Earnings* – dochody banku, inaczej potencjał do kreowania i utrzymywania zysków w długim okresie. W tym kontekście używano często określenia „zyski wysokiej jakości”, czyli zyski powtarzalne, będące efektem obrony udziału w rynku.
5. *Liquidity* – płynność finansowa.

W formule poszerzonej i zmodyfikowanej element szósty – *sensitivity to market risk* – oznacza wrażliwość banku na zagrożenia związane z ryzykiem zmiany cen na rynkach finansowych.

Dowodem na siłę diagnostyczną i prognostyczną systemu CAMELS jest fakt, że podlega on procesowi rozwoju i jest obiektem wielu analiz typu eksperckiego. V.N. Domrachev¹ twierdzi, że jest to jeden z najlepiej poznanych systemów oceny banku, a jego przydatność aplikacyjna zwiększa się wraz z napływem doświadczeń nadzorców bankowych. W próbach modyfikowania tego systemu za szczególnie cenne należy uznać dążenie do poszerzenia formuły monitorowania banku o analizę rynkowych uwarunkowań kondycji banku. Z dwóch powodów za ciekawą należy uznać modyfikację systemu CAMEL dokonaną przez F. Pasiourasa, Ch. Gagalisa, C. Zapounidisa. Po pierwsze, autorzy podają mocne argumenty na rzecz wyłączenia z systemu elementu oznakowanego jako Management. Jest to bowiem element niepodatny na kwantyfikację, zależny od ocen subiektywnych i dlatego otwierający przestrzeń do nadmiernej spekulacji o faktach dotyczących kondycji ocenianego banku⁴. W swoim opracowaniu autorzy nie uwzględnili jednak faktu, że zarządzanie bankiem łączy wszelkie pozostałe elementy systemu CAMEL. Nie powinno być zatem elementem wyizolowanej oceny. Po drugie, autorzy poszerzyli formułę systemu o dwie grupy czynników:

- a) specyficzne charakterystyki banku, tj. wielkość, siłę marketingową i formę własności;
- b) charakterystyki rynku, takie jak jego koncentracja i proporcje podziału pomiędzy banki krajowe i zagraniczne oraz prywatne i państwowe.

Kontekst rynkowy w ocenie ekspozycji na ryzyko banku i efektów zarządzania tą ekspozycją ilustruje zjawisko „błędnego cyklu ryzyka” (rys. 1).

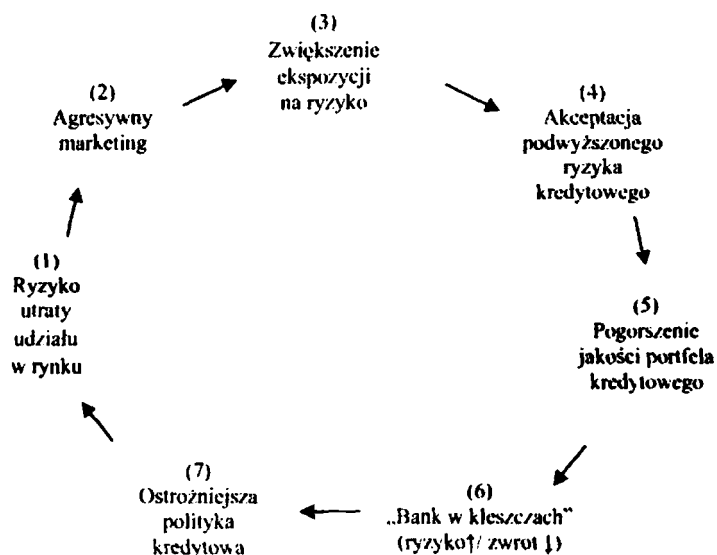
Publikowanie informacji o strukturze rynku bankowego powinno pozwolić uczestnikom rynku odczytać kierunek ewentualnych przemian na rynku, zwłaszcza w następstwie wahań cyklu koniunkturalnego. Amerykański nadzór bankowy identyfikując skłonność banków do podejmowania nadmiernego ryzyka łączy to zjawisko z agresywnym wzrostem. Taki wzrost prowadzi do obniżania standardów w zakresie zabezpieczania kredytów i selekcyjonowania ryzyka, jak również do pogorszenia jakości zarządzania oraz osłabienia istniejących procedur kontroli wewnętrznej. Ponieważ wymienione wyżej czynniki mają charakter w znacznym stopniu jakościowy, nadzorcy amerykańscy stworzyli listę ośmiu symptomów agresywnego wzrostu. Znalazły się na niej następujące charakterystyki:

- a) wzrost odchyła się znacząco od budżetów banków lub planów strategicznych;
- b) profil ryzyka jest wyższy niż przewidywany;
- c) korygowane są standardy w zakresie zabezpieczeń i klasyfikacji ryzyka;
- d) zarówno w strukturach komórek kontroli wewnętrznej, jak i w procedurach ich działania nie zachodzą zmiany („brak odpowiedzi na wzrost skali działania”);
- e) wskaźniki kapitałowe obniżają się gwałtownie;

¹ Por. V.N. Domrachev: *Expert System – Adviser of Financial Manager Commercial Bank*. Workshop of computer science and information technologies CSIT, Moscow 1999, s. 1.

⁴ F. Pasiouras, Ch. Gagalis, C. Zapounidis: *The impact of bank regulation, supervision, market structure and bank characteristics on individual bank ratings. A cross-country analysis*. Review of Quantitative Finance and Accounting nr 27/2006, s. 403–409.

- f) źródła pozyskiwania funduszy stają się niestabilne i skracają się wyraźnie terminy zapadalności długu;
- g) nowe produkty i nowe formy działalności przyczyniają się do powstawania napięć w procesie zarządzania ryzykiem;
- h) wzrost napędzany jest poprzez transakcje dokonywane poprzez wyprowadzenie znacznej części aktywności w trybie outsourcingu, przy czym instytucje realizujące te operacje nie są dostatecznie silnie związane z zarządzaniem i strategią banków⁵.



Rys. 1. „Błędny cykl ryzyka” banku w warunkach ekspansji kredytowej

Elementy metodologii agencji ratingowych w analizie fundamentalnej banku

J. Madura⁶, eksponując rolę analizy makroekonomicznej w fundamentalnej ocenie kondycji banków, twierdzi, że wpływy środowiska makroekonomicznego konkretyzują się na wielkości i zmienności *cash flow* banku, a tym samym – w świetle powszechnych technik wyceny banku – także na jego wartości. Proponuje uwzględnić w tej analizie trzy czynniki:

- 1) zmianę we wzroście gospodarczym;
- 2) zmianę w poziomie długoterminowej stopy procentowej wolnej od ryzyka;
- 3) zmianę w warunkach funkcjonowania sektora bankowego.

⁵ Por. *Problem Bank Identification, Rehabilitation and Resolution. A Guide for Examiners*, Comptroller of the Currency, Administrator of National Banks, January 2001, s. 4-5.

⁶ Por. J. Madura: *Financial Markets and Institutions*. Thomson, South-Western, 2003, s. 566-569.

Czwartym czynnikiem są umiejętności zarządów i kierownictwa banków w odczytywaniu wspomnianych wyżej zmian, uchwycenia w nich elementów regularności i zdolności doboru odpowiednich działań korygujących. Wyższe tempo wzrostu gospodarczego poprawia *cash flow* banków nie tylko z powodu wzrostu popytu na kredyty bankowe. Praktyka pokazuje, że ożywionej akcji kredytowej banków w odpowiedzi na wzrost gospodarczy zaczyna wkrótce towarzyszyć wzrost popytu na inne usługi bankowe. Na poziom długoterminowej stopy wolnej od ryzyka oddziałują:

- oczekiwania inflacyjne,
- podaż pieniądza,
- deficyt budżetowy.

Łatwo zauważyć, że w tym elemencie środowiskowych uwarunkowań banków analitycy fundamentalni oceniają politykę monetarną i fiskalną z osobna, ale także stopień ich „dopasowania”, funkcjonujący w teorii i praktyce jako problem *good policy mix*. Warunki panujące wewnątrz sektora bankowego determinują *cash flow* każdego banku przede wszystkim poprzez siłę regulatorów, innowacje produktowe, procesowe i technologiczne oraz presję konkurencji. Związana z tym ostatnim czynnikiem analiza pozycji rynkowej banku jest nie tylko kluczowym elementem analizy fundamentalnej, ale i wyróżnia się ze względu na umiejscowienie w sekwencji badania ratingowego. Stanowi ona element przejścia od czynników makroekonomicznych do mikroekonomicznych i odgrywa także rolę logicznego łącznika gwarantującego spójność wszystkich, proceduralnie wyodrębnionych, elementów oceny. Agencja Standard & Poor's, w wykładni celów swojej polityki w zakresie oceny emisji akcji, definiuje proces badania banku jako zdyscyplinowaną pod względem metodologicznym analizę fundamentalną, prowadzoną przez wykwalifikowanych analityków zgodnie z określoną sekwencją badawczą i obejmującą nie tylko ekonomiczne, lecz także trendy polityczne i regulacyjne⁷. Proces ten podzielony został na dwa etapy obejmujące łącznie dziewięć kroków (rys. 2).

Przegląd informacji dostępnych publicznie otwiera proces badawczy i dobrze oddaje wartości misji każdej agencji ratingowej. Jej przejawem jest dążenie do uzyskania, w opinii społecznej, statusu instytucji zdolnej tworzyć *benchmarki*, czyli punkty odniesienia do oceny kondycji gospodarki. Rozmowy z zarządem można interpretować jako punkt wyjścia do uzyskania efektu badania kompletnego, bo łączącego w jedną całość czynniki jakościowe i ilościowe. Rozmowy z zarządem powinny ułatwić badającym zrozumienie tendencji w działalności banku, uchwycenie stanowiska zarządu wobec poziomu dźwigni finansowej (bieżącej i projektowanej) oraz ocenę programów efektywnościowych. Trzeci krok służy wstępnej kwantyfikacji charakterystyk banku. Przygotowanie projekcji zysku w perspektywie trzech lat wynika z dążenia do oceny trwałości zysków. Trwałość zysków w analizie fundamentalnej staje się synonimem ich jakości. Przegląd założeń finansowych zostaje

⁷ Por. *Standard & Poor's Equity Research Services*. Research Objectivity Policy, Sempember 15, 2007, s. 4

Etapy w metodologii badania emisji akcji								
I. Analiza fundamentalna spółki akcyjnej						II. Analiza wyceny spółki akcyjnej		
1. Przegląd informacji dostępnej publicznie	2. Rozmowy z zarządem	3. Przygotowanie trzyletniego wstępnego modelu zysków	4. Przegląd założeń finansowych do badania	5. Analiza SWOT	6. Finalizacja modelu zysku	7. Przyjęcie założeń i sformułowanie wieloelementowych kryteriów oceny	8. Dokonanie wyceny wewnętrznej wartości akcji	9. Rekomendacja oparta o wynik modelu wyceny

Rys. 2. Etapy i elementy w analizie fundamentalnej spółki akcyjnej

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Standard & Poor's Equity Research Metodology*.

zazwyczaj oparty o analizę trendów w zakresie konkurencji oraz pozycji badanego banku w sektorze. Następnym krokiem jest rozwinięcie i uściślenie tych założeń, a jego celem jest szczegółowe zbadanie struktury popytu i podaży, zagrożeń ze strony instytucji niebankowych, barier do wejścia na rynek usług bankowych i zapowiedź ewentualnych zmian w regulacji finansowej. Kolejnym krokiem jest sfinalizowanie modelu zysku poprzez oszacowanie elementu określanego w badaniu jako „rdzeń zysku”. Dalsze trzy kroki konstruują wycenę. Drugim etapem badania rozpoczyna się od przyjęcia przez analityków kryteriów dla wyceny banku. Podporządkowanie kryterium obiektywizacji oceny wymaga zastosowania kilku modeli, między innymi: analizy wartości wewnętrznej, analizy wartości względnej (porównanie z innymi bankami notowanymi na giełdzie papierów wartościowych) i analizy wartości jako „sumy części”. W drugim kroku tego etapu badania uzyskuje się efekt zastosowania modelu wyceny. Agencja ratingowa stosuje przy tym taką praktykę, że przykładowo opierając się o model wewnętrznej wartości akcji określa:

- cenę docelową akcji banku w okresie 12 miesięcy,
- ryzyko zmienności tak określonej ceny akcji w skali trójstopniowej (wysokie/średnie/niskie).

Celem ostatniego etapu jest wydanie syntetycznej oceny jakościowej, która będzie miała wartość rekomendacji dla inwestorów finansowych. Agencja ratingowa wykorzystuje na tym etapie posiadaną bazę wiedzy i w oparciu o zasadę porównań dla różnych klas ryzyka inwestycyjnego przyznaje badanemu bankowi ocenę poziomu inwestycyjnego lub spekulacyjnego.

Kryzys finansowy w istotny sposób zakłóca analizę fundamentalną banku. Po pierwsze, w warunkach zaburzeń na rynku finansowym zostaje zniekształcona wycena banków.

W dokumentach ujawniających metodologię ratingowej oceny banków, stosowaną przez agencję ratingową Fitch, sformułowano tezę o ograniczeniach w rzetelnej ich wycenie. Wynika to z obiektywnej trudności wypracowania wzorca „banku idealnego”, jako obiektu odniesienia do fundamentalnie badanych banków. Nie istnieje skuteczny sposób – twierdzą analitycy Fitch⁸ – zdefiniowania uniwersalnych atrybutów „banku idealnego” żadną z trzech potencjalnych dróg:

- poprzez zastosowanie zbioru mierników oceny kondycji finansowej banku,
- drogą wypracowania kryteriów weryfikacji empirycznej,
- na podstawie konfrontacji z modelem banku efektywnego.

W takim przypadku agencje ratingowe odwołują się do porównania badanego banku z odpowiednio dobraną grupą kontrolną i sięgają do danych pochodzących z giełdy papierów wartościowych. Problem polega jednak na tym, że w warunkach kryzysu finansowego podstawowe miary oceny giełdowej – wskaźniki P/E i P/BV – zostają zniekształcone i tracą walor obiektywnych *benchmarków*. Po drugie, istnieją obiektywne trudności w ustaleniu *fair value* aktywów banku, a w konsekwencji w oszacowaniu ewentualnych strat banku. Inny aspekt reakcji na kryzys finansowy podnosi mniej znana amerykańska agencja ratingowa DBRS. W dokumencie ogłoszonym w lutym 2009 roku agencja podała informację o modyfikacji w metodologii oceny ratingowej banków⁹. Programy pomocy dla zagrożonych banków dały asumpt do wyodrębnienia w analizie fundamentalnej dwóch bloków:

- 1) tradycyjnego bloku szacowania wewnętrznej wartości akcji banku (ocena pozycji rynkowej, wartość marki, siła i spoistość zarządu, wartość strategii i możliwość jej implementacji, potencjał dochodotwórczy oraz profil ryzyka i zarządzanie ryzykiem);
- 2) bloku szacowania wartości „programów wsparcia” (kapitałowego i płynnościowego).

W tym drugim bloku ocena agencji DBRS formułuje opinię również w kwestii prawdopodobieństwa pojawienia się programów pomocy dla banków ważnych systemowo (zajmujących istotną pozycję na rynku kredytów i depozytów oraz ważnych dla niezakłóconego funkcjonowania powszechnego systemu płatniczego).

THE PROFILE OF FUNDAMENTAL ANALYSIS OF A BANK DURING THE CRISIS

Summary

One of the main reasons of current financial crisis is complexity and asymmetry of information. In such conditions regulators, clients of banks and financial investors aren't able to assess finan-

⁸ Por. *Bank Rating Methodology. Criteria Report*, Fitch Ratings, 25 May 2004, s. 1–2.

⁹ *Enhanced Methodology for Bank Ratings – Intrinsic and Support Assessment*, DBRS, February 2009, s. 4–6.

cial strength, risk profile and value of banks. As the consequence of those problems appears a need to modify fundamental analysis of bank. Directions of such modification indicates the methodology of bank assessment, which was created by supervisors and rating agencies.