

3. Figurska I., Kapitał ludzki w teoriach rynku pracy, (w): Kapitał ludzki jako czynnik przewagi konkurencyjnej. D. Kopycińska (red.). Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego. Szczecin 2009.
4. Gębski M., Wybrane teorie rynku pracy, Studia i Materiały UH-P w Kielcach 2009, Nr 2.
5. Jarmułowicz W., Knapińska M., Współczesne teorie rynku pracy a mobilność i przepływy pracowników w dobie globalizacji, Zeszyt Naukowy PTE 2011, Nr 9.
6. Keynes J.M., Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza, PWN, Warszawa 2003.
7. Kryńska E., Dylematy polskiego rynku pracy, IPISS, Warszawa 2001.
8. Kryńska E., Segmentacja rynku pracy. Podstawy teoretyczne i analiza statystyczna, Wyd. UŁ, Łódź 1996.
9. Kwiatkowski E., Bezrobocie. Podstawy teoretyczne, PWN, Warszawa 2002.
10. Potiopa J., Regionalne zróżnicowanie rynku pracy na Mazowszu, w: J. Skrzyp, Zrównoważony rozwój regionów, Wyd. UPH w Siedlcach, Siedlce 2011.
11. Say J.B., Traktat o ekonomii politycznej, czyli prosty wykład sposobu w jaki się tworzą, rozdzielają i spożywają bogactwa, PWN, Warszawa 1960.
12. Snowdon B., Vane H., Wynarczyk P., Współczesne nurty teorii makroekonomii, PWN, Warszawa 1998.

dr. Krzysztof Szlichcinski,

Collegium Mazovia, Innowacyjna Szkoła Wyższa
w Siedlcach, Polska

INSTYTUCJA AGENCJI RATINGOWYCH JAKO STYMULATOR EFEKTYWNOŚCI RYNKÓW FINANSOWYCH

Wprowadzenie

Podstawowym celem prezentowanego opracowania jest dokonanie charakterystyki oraz określenie roli spełnianej przez agencje ratingowe na rynkach finansowych. Zasadniczym obszarem funkcjonowania kluczowych agencji ratingowych jest dokonywanie oceny ratingowej dłużnych papierów wartościowych w powiązaniu z oceną wiarygodności finansowej emitentów. W obszarze usług ratingowych funkcjonuje swoisty oligopol, gdyż rynek ten w ujęciu globalnym został zdominowany przez trzy agencje: Standard and Poor's, Moody's Investor Services oraz Fitch Ratings. W prezentowanym opracowaniu opis roli spełnianej przez te agencje dokonany został głównie na podstawie analizy wybranych publikacji opisujących prawidłowości zaobserwowanych na rynku dłużnych papierów Stanów Zjednoczonych, stanowiącym kolebkę zarówno rynków finansowych, jak i agencji ratingowych.

1. Charakterystyka działalności kluczowych agencji ratingowych

Kluczowe agencje ratingowe zaczęły powstawać w miarę zaawansowania rozwoju rynku papierów dłużnych w XIX wieku w Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej. Na początku - jak na przykład w latach 40-tych tego wieku, Standard and Poor's - pełniły one rolę agencji-wywiadowni gospodarczych, gromadząc informacje na temat kluczowych przedsiębiorstw podejmujących próby pozyskania finansowania z rynku poprzez emisje dłużnych papierów wartościowych. Potencjalni nabywcy tych papierów wartościowych potrzebowali niezależnego źródła informacji na temat wiarygodności finansowej emitentów. W miarę rozwoju rynku, emitenci potrzebowali potwierdzenia swojej wiarygodności przez niezależny i opiniotwórczy podmiot, tak aby emitowane papiery wartościowe można było ułokować na rynku po możliwie niskich kosztach. Pojawił się popyt na usługi oceny wiarygodności finansowej. Adekwatność i niezawisłość tych ocen wzbudziła zaufanie rynków pomimo tego, że koszty analizy i oceny wiarygodności finansowej poszczególnych emisji oraz emitentów z reguły są pokrywane przez emitentów.

Początki znanej aktualnie agencji Standard and Poor's wzięły się od opublikowania w 1860 roku przez Henry'ego V. Poor'a kompendium na temat rozwoju linii kolejowych w USA¹. W 1868 roku, przedsiębiorstwo Henry'ego V. Poor'a (ojca) i Henry'ego W. Poor'a (syna) opublikowało liczący 442 strony «Przewodnik po liniach kolejowych Stanów Zjednoczonych», którego w ciągu kilku miesięcy sprzedano dwa i pół tysiąca egzemplarzy po cenie jednostkowej wynoszącej pięć dolarów. Ten Przewodnik aktualizowano corocznie, a jego sprzedaż na wiele lat gwarantowała prosperowanie spółki założonej przez ojca i syna Poor'ów². Historia drugiej agencji ratingowej, założonej przez Johna Moody jest całkiem podobna, gdyż rozpoczęła swoją działalność od określenia wiarygodności finansowej budowy połączenia kolejowego przez kompanię kolejową w USA. John Moody w 1900 roku, na dziewięć lat przed założeniem agencji ratingowej, opublikował przewodnik na temat metod oceny papierów wartościowych³.

Fitch Ratings, aktualnie trzecia agencja na świecie, rozpoczęła działalność podobnie jak jej poprzedniczki, gdyż została założona, jako Fitch Publishing Company 24 grudnia 1913 r. przez Johna Knowlesa Fitcha i rozpoczęła działalność publikując statystyki finansowe firm obecnych na Nowojorskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Agencja Fitch stała się liderem w zakresie statystyk finansowych przygotowywanych na potrzeby inwestorów, które publikowane były w «Fitch Bond Book» oraz «Fitch Stock and Bond Manual»⁴.

Szacuje się, że w USA około 150 podmiotów publikuje oceny ratingowe lub analizy wiarygodności kredytowej, jednak większość z nich to podmioty nieduże i nieodgrywające istotnej roli na rynku.⁵ Globalny rynek usług ratingowych został zdominowany przez trzy agencje: Standard and Poor's, Moody's Investor Services oraz Fitch Ratings⁶. Największe agencje ratingowe czerpią swoje

przychody zarówno od emitentów jak i inwestorów. Emitenci papierów wartościowych dokonują płatności za zamawiane oceny ich wiarygodności finansowej. Agencje ratingowe udzielają również ocen niezamawianych przez emitentów, lecz interesujących dla uczestników rynków finansowych. Analizy i oceny niezamawiane przez podmioty będące ich przedmiotem są dokonywane na podstawie ogólnie dostępnych danych i informacji. Agencje dokonują takich analiz i ocen ze względu na znaczenie danego państwa, instytucji międzynarodowej, banku czy korporacji dla pełnego przeglądu sytuacji na świecie, w danym regionie geograficznym czy sektorze gospodarki. Po dokonaniu niezamawianych badań i przeglądów wiarygodności finansowej agencje z reguły publikują ich rezultaty lub publikują informację o dokonaniu takich przeglądów, co oznacza, że uzyskanie do nich dostępu jest odpłatne.

Moody's Investors Service (dalej: «MIS») osiągnęła w 2011 roku przychody w kwocie 1,57 mld dolarów USA, lecz całość grupy, czyli Moody's Corporation osiągnęła w sumie prawie 2,3 miliarda dolarów przychodów, gdyż wchodząca w jej skład spółka Moody's Analytics stanowiąca ramię analityczno-doradcze, wypracowała blisko 712 milionów dolarów przychodów.

MIS generowała przychody dzięki analizom i ocenom ratingowym udzielanym w procesie pozyskiwania przez przedsiębiorstwa finansowania z rynków (corporate finance), projektów strukturyzowanych (structured finance), ratingom dla instytucji finansowych oraz dla finansowania publicznych projektów infrastrukturalnych. Na rynku krajowym wygenerowano 56% przychodów, a przy tym 42% przychodów stanowiły dochody powtarzalne osiągane dzięki stałej, wieloletniej współpracy z różnymi podmiotami, natomiast pozostałe 58% uzyskano dzięki nowym transakcjom. Spółka Moody's Analytics (dalej: «MA») osiągnęła 42% tych przychodów na krajowym rynku amerykańskim. 80% przychodów tej spółki ma charakter powtarzalny. Przychody tej drugiej spółki osiągnięto głównie dzięki dostarczaniu klientom na zlecenie wyników przeprowadzonych badań oraz informacji i danych, a także dzięki sprzedaży narzędzi i oprogramowania do zarządzania ryzykiem oraz innych wyspecjalizowanych profesjonalnych usług. Skonsolidowany zysk netto wyniósł 571 mln dolarów przy aktywach równych 2 mld 876 mln dolarów⁷. Według sprawozdania za 2011 rok korporacja Moody's zatrudniała 6126 pracowników w 28 państwach, przy czym 2465 w USA.

Standard and Poor's (dalej: «S&P») osiąga głównie dochody dzięki dokonywaniu okresowych przeglądów wiarygodności finansowej emitentów papierów wartościowych oraz poszczególnych programów emisji. W 2011 roku agencja ta osiągnęła przychód w kwocie 1,77 miliarda dolarów, przy czym 910 milionów dolarów w kraju, a 867 milionów dolarów na rynkach międzynarodowych. Agencja przyznawała oceny ratingowe emisjom następujących papierów wartościowych: zabezpieczonych na kredytach hipotecznych na cele mieszkalne (residential mortgage-backed securities - RMBS) oraz komercyjnych kredytach hipotecznych (commercial mortgage-backed securities - CMBS), zabezpieczonych obligacji (collateralized debt obligations - CDO), papierów sekurytyzowanych (asset-backed securities - ABS) oraz listów zastawnych (covered bonds)⁸. Kolejna ze spółek wchodzących w skład konglomeratu McGraw-Hill Companies, S&P Capital IQ/S&P Indices osiągnęła 1,36 miliarda dolarów przychodów, przy czym 941 mln USD w kraju i 413 mln dolarów na rynkach międzynarodowych. Z tej ogólnej kwoty sprzedaż produktów objętych subskrypcją przyniosła 994 mln dolarów przychodów. Główne źródła przychodów w tym obszarze osiągnięto dzięki sprzedaży gamy produktów zapewniających inwestorom i analitykom dostęp do danych, informacji i opracowań ulokowanych na stronie internetowej⁹.

Fitch Ratings - trzecia z globalnych agencji ratingowych należy do Grupy Fimalac, której akcje są notowane na giełdzie paryskiej.

W 1924 roku Fitch wprowadził znaną do dziś skalę ratingów od oceny najwyższej «AAA» do najniższej «D». Skala ratingowa agencji Fitch, w połączeniu z dogłębną analizą dokonywaną przez ekspertów w zakresie inwestycji, szybko stała się rozpoznawalna i zaczęła stanowić dla finansistów kryterium wyboru przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. W sprawozdaniu za rok finansowy 2010 Fitch wykazała przychody w kwocie 657 milionów dolarów, przy czym 38% tej kwoty wygenerowano na terenie Ameryki Północnej. Kwotę 550 milionów dolarów osiągnięto z tytułu udzielenia ocen ratingowych dla nowych przedsiębiorstw, dla nowych emisji obligacji oraz z tytułu monitorowania podmiotów objętych ocenami ratingowymi w latach poprzednich. Natomiast kwotę 107 milionów dolarów przychodów osiągnęła Fitch Solutions wchodząca w skład Grupy Fitch. Głównym źródłem tych przychodów była subskrypcja analiz zlecana przede wszystkim przez wiodące banki i zarządzających aktywami, zamówienia na dane i informacje oraz rosnące zapotrzebowania szkoleniowe z obszaru kredytów komercyjnych. Pierwsze dwa źródła odgrywały najistotniejszą rolę¹⁰. Fitch Ratings, relatywnie «najmłodsza» stażem i najmniejsza z pierwszej trójki wiodących globalnych agencji ratingowych, dokonuje ocen około 6 tysięcy instytucji finansowych, włączając ok. 3,5 tys. banków, 1,4 tys. instytucji ubezpieczeniowych oraz liczne instytucje leasingowe, zarządzające aktywami i funduszami, brokerów sell-side, itd. Agencja ta dokonuje ocen dla 2 tys. emitentów korporacyjnych, 100 państw, 200 regionów czy lokalnych samorządów, 300 globalnych wykonawców infrastruktury, 46 tys. transakcji instytucji lokalnych w USA. Fitch obejmuje monitoringiem 6,5 tys. amerykańskich, 1,3 tys. europejskich i 800 zlokalizowanych w Azji transakcji strukturyzowanych¹¹.

Analiza źródeł przychodów trzech największych podmiotów wskazuje, że nastąpiła dywersyfikacja źródeł przychodów agencji ratingowych, które pierwotnie pozyskiwały i odpłatnie udzielały informacji na temat wybranych podmiotów gospodarczych, później czerpały dochody dzięki dokonywaniu na zlecenie ocen wiarygodności finansowej emitentów dłużnych papierów wartościowych, a także poszczególnych emisji tych walorów. Funkcjonowanie agencji ratingowych w ramach grup kapitałowych, których akcje są notowane na giełdach papierów wartościowych w dużym stopniu gwarantuje transparentność ich działalności dla uczestników rynków. Łączenie usług ratingu wiarygodności finansowej z usługami doradztwa, sprzedażą systemów oceny ryzyka oraz wyspecjalizowanych narzędzi informatycznych wyszło naprzeciw zapotrzebowaniom zgłaszanym przez uczestników rynków finansowych i przypomina politykę prowadzoną przez tzw. wielką czwórkę firm zajmujących się audytem finansowym przedsiębiorstw¹².

3. Wzrost roli agencji ratingowych na rynku finansowym

Znaczenie i zasięg stosowania ocen ratingowych na rynku USA jest usankcjonowany stosowaną praktyką przez uczestników rynku oraz precyzyjnie unormowany właściwymi przepisami. Jednym z podstawowych elementów funkcjonowania rynku obligacji jest Zestawienie Indeksów Lehman Brothers, który od listopada 2008 roku został przemianowany na Zestawienie Indeksów Barclays Capital.

Krótki opis podstawowych etapów rozwoju Indeksów Lehman Brothers zawiera Tabela 1.

Tabela 1. Ewolucja Zestawienia Indeksów Obligacji Banku Lehman Brothers

DATA I NAZWA WYDARZENIA	OPIS
1 stycznia 1973: Utworzenie i publikacja Zestawienia Indeksów Lehman Brothers.	Początkowa reguła Indeksu obligacji, to przyjęcie średniej z jej ratingów kredytowych od Moody's i S&P.
Sierpień 1988 Pierwsza zmiana podstawowej reguły Zestawienia Indeksów Lehman Brothers	Ocena ratingowa obligacji w Indeksie Lehman Brothers jest równa ocenie przyznanej przez z Moody's, a jeżeli brak oceny Moody's, to uznaje się ocenę ratingową obligacji przyznaną przez S & P
7 stycznia 2002: Wprowadzenie wymogu NASD*: TRACE Faza I **	Reguła NASD objęła wszystkie transakcje obligacjami na rynku over-the-counter i wprowadziła obowiązek ich zgłoszenia poprzez system TRACE w ciągu 75 minut od ich zawarcia. Reguła ta dotyczyła początkowo obligacji na poziomie inwestycyjnym (Investment Grade – IG), których wielkość emisji wyniosła pierwotnie co najmniej 1 miliard USD lub więcej (w sumie obejmując 500 takich emisji obligacji) oraz 50 emisji obligacji wysokiego zwrotu (High-Yield - HY), znajdujących się w Systemie Cen Instrumentów o Stałym Dochodzie (Fixed Income Pricing System)
3 marca 2003: TRACE Faza II	System TRACE objął wszystkie programy obligacji o oryginalnej wielkości emisyjnej co najmniej 100 mln dolarów z oceną ratingową co najmniej na poziomie A. W kwietniu 2003 r. w Fazie II włączono dodatkowo 120 programów obligacji z oceną na poziomie BBB o wartości poniżej 1 mld każda. Liczba programów emisji obligacji, o których informacje znajdowały się w indeksie wzrosła do około 4.200. Ponadto NASD skrócił czas potrzebny do zgłaszania wystąpienia transakcji do 45 minut
Październik 2003: Zmiana nr 2 w Indeksie Lehman Brothers	Bank Lehman Brothers wprowadza drugą zmianę zasady przypisując walorom w indeksie niższą spośród ocen Moody's i S & P, tak aby zmniejszyć uzależnienie indeksu od ocen jednej agencji ratingowej i dostosować praktykę zwyczajów już stosowanych
10 stycznia 2004: TRACE Faza III Etap I	Wszystkie «płynne» emisje obligacji (tj. objęte systemem informacyjnym TRACE zostają poddane obowiązkowi natychmiastowej publikacji o dokonaniu transakcji. W rezultacie liczba emisji obligacji objętych tym systemem wzrasta skokowo do 17.000. Ponadto czas raportowania o dokonaniu transakcji skrócono do 30 minut.
24 stycznia 2005: Zmiana nr 3 w Indeksie Lehman Brothers	Lehman Brothers, informuje, że oceny ratingowe agencji Fitch Ratings będą uwzględniane w Zestawieniu Indeksów. W ramach tej nowej reguły ocena przyjęta w Indeksie będzie stanowiła średnią z ocen przyznanych przez Moody's, S & P oraz Fitch Ratings. W przypadku, jeżeli oceny byłyby przyznane tylko przez dwie agencje, to nadal będzie obowiązywała reguła przypisywania oceny niższej spośród nich. Reguła wprowadzona w życie od dnia 1 lipca 2005 roku.
7 lutego, 2005: TRACE Faza III Etap II	Wszystkie emisje obligacji objęte systemem TRACE oraz podlegające regule NASD o rozpowszechnianiu informacji zostają objęte obowiązkiem publikowania danych na temat transakcji i ceny. Wymóg ten dotyczy całości rynku obligacji korporacyjnych, czyli około 29 tysięcy emisji Czas raportowania o dokonaniu transakcji skrócono docelowo do 15 minut. Reguła wprowadzona w życie od dnia 1 lipca 2005 roku.
3 listopada 2008: Zmiana nazwy wszystkich indeksów na Barclays Capital	W związku z przejściem aktywów Banku Lehman Brothers przez Barclays Capital dokonany zmiany nazwy oraz znaku firmowego

* - NASD - National Association of Securities Dealers - Krajowe Stowarzyszenie Dealerów Papierów Wartościowych. NASD organizowało i regulowało funkcjonowanie obrotu papierami wartościowymi monitorując prawidłowość działania i regulacji rynku NASDAQ i over-the-counter. W 2007 roku NASD połączyła się z Komisją Regulacyjną Giełdy w Nowym Jorku, tworząc Nadzór Regulacyjny Sektora Finansowego (FINRA - Financial Industry Regulatory Authority)¹³

** - TRACE (Trade Reporting And Compliance Engine) - Motor Raportowania i Zgodności, to program opracowany przez National Association of Securities Dealers (NASD), który pozwalał na zgłaszanie over-the-counter (OTC) transakcji dotyczących kwalifikowanych papierów wartościowych o stałym dochodzie. Brokerzy będący członkami NASD i dokonujący obrotu papierami wartościowymi o stałym dochodzie zostali zobowiązani przez amerykańską Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) do zgłaszania swoich transakcji¹⁴.

Źródło: Bond Ratings Matter: Evidence from the Lehman Brothers Index Rating Redefinition
 Zhihua Chen, Aziz A. Lookman Norman Schuerhoff, Duane J. Seppi, July 22, 2012, s.38

Zestawienie Indeksów Barclays Capital («Barclays Benchmark Indices») stanowi źródło informacji przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych między innymi przez zarządzających aktywami, zarządzających ryzykiem, analityków dokonujących wycen, doradców inwestycyjnych oraz inwestorów indywidualnych. Wykorzystywane są one przez fundusze ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne, fundusze hedgingowe, fundusze ETF oraz banki komercyjne. Zestawienie to obejmuje ponad 40 tysięcy codziennie aktualizowanych indeksów, które obejmują 70 tysięcy różnych papierów wartościowych wyemitowanych w ponad 75 krajach i nominowanych w 36 różnych walutach o ogólnej wartości rynkowej ponad 42 bilionów dolarów¹⁵. Jednym z podstawowych kryteriów kategoryzacji dłużnych papierów wartościowych jest to czy są one zakwalifikowane do poziomu inwestycyjnego – Investment Grade (IG) czy też są one traktowane jako spekulacyjne, czyli mogące przynieść relatywnie wyższy dochód – High Yield (HY). Kryterium to jest wyznaczane ocenami na poziomie Baa3 według skali ocen Moody's oraz «BBB-» u Standard & Poor's oraz Fitch Ratings. Poziom oceny ratingowej wpływa bezpośrednio wielkość tzw. spreadów, czyli na rozpiętość odsetkową stanowiącą różnicę pomiędzy wysokością oprocentowania danego waloru w porównaniu do poziomu oprocentowania punktu odniesienia mogącego stanowić poziom stopy procentowej LIBOR czy EURIBOR¹⁶. Zestawienie Indeksów Barclays obejmuje zarówno indeksy inwestycyjne jak i wysokiego zwrotu, jak na przykład Grupa Indeksów Uniwersalnych, ale podstawową rolę odgrywa Ogólna Grupa Indeksów Rynkowych składająca się z indeksów papierów wartościowych o ratingu na poziomie inwestycyjnym, choć istnieje również Grupa Indeksów Wysokiego Zwrotu¹⁷.

4. Umocowanie instytucjonalne agencji ratingowych. Reakcje rynku na oceny ratingowe

Działalność agencji ratingowych przede wszystkim została «usankcjonowana» przez rynek, który korzysta z ich usług. Korzystanie z ocen udzielanych jest na trwałe wpisane w działania takich instytucji jak amerykańska Komisja Nadzoru Papierów Wartościowych i Giełd (Securities and Exchange Commission – dalej «SEC»), Bank Międzynarodowych Rozliczeń Finansowych (Bank for International Settlements), Narodowe Stowarzyszenie Komisarzy Ubezpieczeniowych (National Association of Insurance Commissioners)¹⁸. Oceny ratingowe są wykorzystywane przy podejmowaniu decyzji odnoszących się do zarządzania ryzykiem kredytowym, na przykład przy kształtowaniu oceny portfeli inwestycyjnych. Odniesienia do ocen wiarygodności finansowej ratingowych znajdują się w wielu uregulowaniach prawnych, na przykład odnosi się do nich 8 statutów federalnych oraz ponad 100 stanowych uregulowań prawnych. Z reguły odnoszą się do nich uregulowania określające możliwość zakupu i posiadania dłużnych papierów wartościowych przez inwestorów instytucjonalnych i mające na celu ograniczenie inwestowania w papiery o niskim poziomie ratingu. Uregulowania odnoszące się do działalności firm ubezpieczeniowych oraz banków z reguły nakładają na te podmioty obowiązek utrzymywania większych rezerw kapitałowych przy zwiększonym udziale obligacji o wyższym poziomie zwrotu w portfelu inwestycyjnym tych instytucji. Natomiast instytucje takie jak fundusze emerytalne i fundusze inwestycyjne mogą mieć takie ograniczenia zapisane bezpośrednio w postanowieniach statutowych. Szacuje się, że ponad połowa obligacji korporacyjnych podlega restrykcjom wynikającym z przyznanego im poziomu ocen ratingowych¹⁹.

Amerykańska Komisja Nadzoru Papierów Wartościowych i Giełd nie definiuje dokładnie pojęcia Statystycznie Uznanej Narodowej Instytucji Ratingowej (Nationally Recognized Statistical Rating Organization), podejmując decyzję o uznaniu danej agencji w formie non-action letter, poddaje ocenie sześć podstawowych elementów ich funkcjonowania²⁰:

- (1) strukturę organizacyjną agencji ratingowej,
- (2) posiadane zasoby środków finansowych,
- (3) liczbę oraz poziom kwalifikacji zatrudnionego personelu,
- (4) niezależność agencji ratingowej od ocenianych przedsiębiorstw,
- (5) stosowane procedury ocen,
- (6) posiadanie wewnętrznych procedur zapobiegających nadużyciom związanym nielegalnym wykorzystaniem publicznie niedostępnych informacji oraz ich przestrzeganie w praktyce

Podstawowe dane na temat poziomu zatrudnienia oraz obciążenia analityków pracami analitycznymi nad emisjami dłużnych papierów wartościowych zostały zaprezentowane w Tabeli 2.

Tabela 2. Zatrudnienie i obciążenie pracami analitycznymi w trzech głównych agencjach ratingowych

	Moody's	Standard & Poor's	Fitch	Przeciętnie
Liczba zatrudnionych na stanowiskach analityków				
Analitycy kredytowi	1 126	1 081	1 058	1 088
Nadzorujący analityków	126	228	305	220
Liczba analityków na 1 nadzorującego	9	5	3	5
Liczba ocenianych emisji				
Instytucji finansowych	84 773	47 300	83 649	71 907
Przedsiębiorstw ubezpieczeniowych	6 277	66	4 797	3 713
Emitentów korporacyjnych	31 126	26 900	14 757	24 261
Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami	109 281	1 982	7 748	39 670

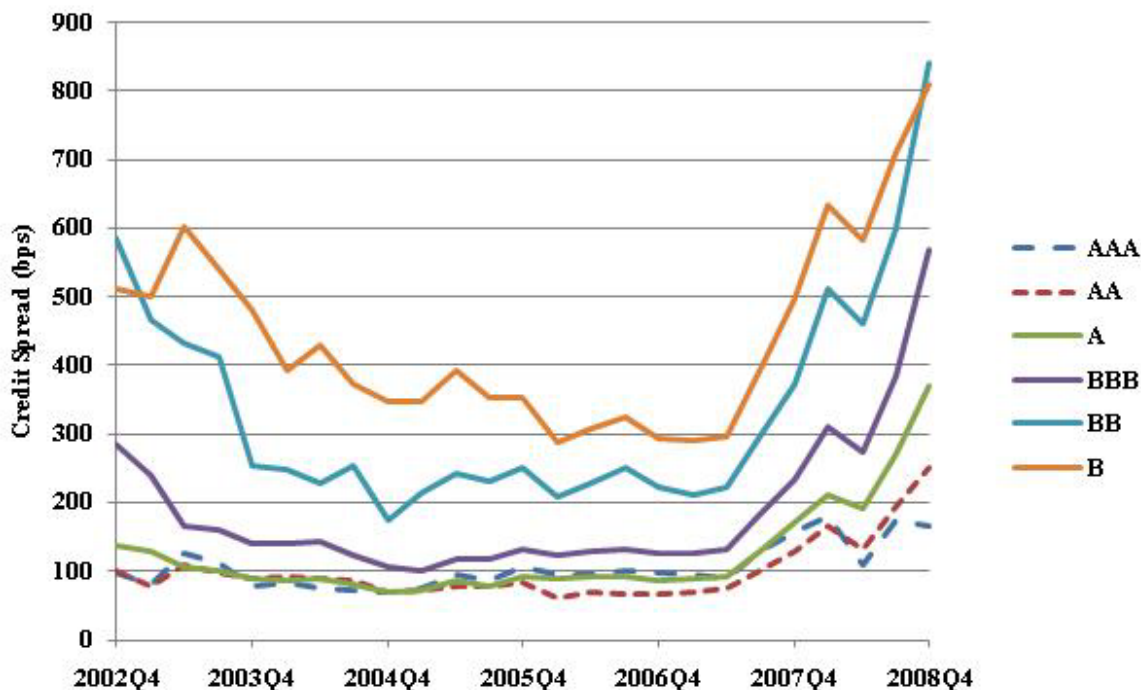
Skarbowe papiery wartościowe	192 953	976 000	491 264	553 406
Liczba emisji ogółem	424 410	1 052 248	602 215	692 958
Liczba emisji na 1 analityka	377	973	569	637

Źródło: Obliczenia własne na podstawie: Formularz NRSRO 2009, oraz strony internetowe badanych spółek; za: L.J. White, The Credit Rating Agencies, Journal of Economic Perspectives, vol. 24, nr 2, Spring 2010, Tab.1, s. 217.

Wszystkie trzy agencje ratingowe zatrudniają bardzo zbliżone liczby analityków, ale liczba nadzorujących pracę tych pierwszych jest zdecydowanie najwyższa w agencji Fitch. Dane z Tabeli 2. wskazują, że agencja S&P wykazuje największe obciążenie analityków mierzone liczbą ocenianych emisji przypadających na jednego analityka. Blisko 93% ocenianych emisji przez S&P stanowią skarbowe papiery wartościowe. Agencja Moody's natomiast wykazała największą liczbę ocenianych papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (asset backed securities).

Rynkowe wyceny obligacji z reguły są uzależnione od poziomu ocen ratingowych, jednak okazuje się, że nie w każdej sytuacji reakcja rynku może zostać trafnie przewidziana. Zróżnicowana siła reakcji rynku zależy od ogólnego klimatu panującego w danym czasie. Interesujące wnioski przyniosły badania prowadzone przez Dion Bongaerts, K.J. Martijna Cremersa oraz Williama N. Goetzmana²¹, którzy sprecyzowali zależność wyceny obligacji korporacyjnych od poziomu przyznanych im ocen ratingowych, ale jednocześnie zauważyli, że różnicowanie tych wycen zależy od ogólnej sytuacji na rynkach finansowych. Zależności te ilustruje wykres na Rysunku 1.

Rysunek 1. Przeciętny spread a poziom ocen ratingowych obligacji korporacyjnych



Źródło: Dion Bongaerts, K.J. Martijn Cremers, and William N. Goetzmann, Tiebreaker: Certification and Multiple Credit Ratings, s.47 oraz s. 132 w Journal of Finance, February 2012.

Rozpiętość odsetkowa w latach 2002-2008 na rynku Stanów Zjednoczonych dla obligacji o najwyższym ratingu AAA wynosiła od 80 do 150 punktów bazowych. W czasach dobrej koniunktury i braku paniki na rynku, zróżnicowanie spreadów zmniejsza się w bardzo zauważalny sposób. W okresie spokoju i relatywnie dobrej koniunktury zróżnicowanie spreadów dla papierów dłużnych o ratingu na poziomie inwestycyjnym ulegało spłaszczeniu, nie przekraczając poziomu 100 punktów bazowych. Zróżnicowanie spreadu dla papierów dłużnych o poziomie ratingu BBB wahało się od 100 do blisko 600 punktów bazowych. Najwyższe amplitudy wahań wyceny wykazywały papiery wysokiego zwrotu, które bardziej precyzyjnie można nazwać papierami wysokiego ryzyka lub nawet śmieciowymi.

Ponadto, obniżeniu ocen ratingowych towarzyszy również konieczność zwiększenia wartości zabezpieczenia zaciągniętych zobowiązań co stwarza dodatkowy koszt dla emitenta.

Na przykład, zgodnie z wytycznymi Basel II w Europie, dla obligacji o najwyższym poziomie ocen AAA wymagane jest zabezpieczenie w kapitale rezerwowym wynoszące 0,6% wartości zobowiązania. Liczba ta wzrasta do 4,8% w przypadku obligacji zdegradowanych do poziomu BBB, a do 34% wartości zobowiązania, gdy rating jest na poziomie BB, to wartość zabezpieczenia sięga do 52% wartości zobowiązania.

5. Wnioski końcowe

Niski poziom ocen ratingowych dla obligacji o wysokim zwrocie oznacza równocześnie zwiększone prawdopodobieństwo niewypłacalności emitenta takich papierów dłużnych. Wyniki badań przeprowadzonych przez cytowanych autorów: D. Bongaerts, K. J. Martijna Cremersa, i Williama N. Goetzmana, niski poziom ocen ratingowych pozwalał przewidzieć wyższe prawdopodobieństwo niewypłacalności emitentów.

Badania empiryczne danych za okres: 4 kwartał 2002 – 4 kwartał 2008 na próbie 2066 emitentów wykazały, że niskie oceny ratingowe agencji Moody's wskazały wysokie prawdopodobieństwo bankructwa emitenta w ciągu roku od przyznania ratingu z trafnością na poziomie 77,9%, nieco niższa, bo 76,5% wyniosła trafność «prognoz» agencji Standard and Poor's, a Fitch Ratings wykazał jeszcze niższą, wynoszącą 71,8%, sprawdzalność prognoz w formułowanych ocenach. Kiedy porównano sprawdzalność złych ocen w okresie dwuletnim, to uzyskano nieco niższe wyniki wynoszące analogicznie dla poszczególnych agencji ratingowych: 71,3%, 70,4% i 65,7%²¹. W okresie dwuletnim trafność ocen ratingowych spadła o ponad pięć punktów procentowych czemu towarzyszyło splaszczanie różnicy trafności ocen pomiędzy Moody's a Fitch z 6,1 do 5,6 punktu procentowego.

Niezależnie od stanu koniunktury, na rynkach finansowych występuje współzależność pomiędzy poziomem kosztów emisji papierów dłużnych a kondycją finansową emitentów. Agencje ratingowe wpływają pozytywnie na rynki, gdyż jako niezależne instytucje łagodzą asymetrię informacji na rynkach finansowych, informując o kondycji finansowej emitentów papierów dłużnych. Pewną ułomność rynku może stanowić fakt, że agencje te w dużej mierze są finansowane przez emitentów, a nie tak jak na początku swojego istnienia – przez inwestorów poszukujących wiarygodnych i bezstronnych informacji na temat emitentów papierów wartościowych. Wysoki wskaźnik sprawdzalności prognoz zawartych w ocenach ratingowych poniżej progu inwestycyjnego można traktować jako rezultat stosowania poprawnych metodologii analizy ryzyka oraz rzetelności ocen formułowanych przez te agencje.

Obserwowane od czasu do czasu mniej czy bardziej spektakularne błędy ocen ratingowych w odniesieniu do poszczególnych emitentów bądź konkretnych emisji papierów wartościowych mogą wynikać przede wszystkim ze złej woli, nieprzejrzystości bądź nawet zatajania niekorzystnych informacji przez samych emitentów. Agencje ratingowe nie są wyposażone w uprawnienia do prowadzenia śledztw i bazują oceny zamawiane na danych i materiałach dostarczanych przez oceniane podmioty. Podstawowe zasoby agencji ratingowych oprócz metodologii i wykwalifikowanej kadry, to ich reputacja na rynku. Jeżeli okazałoby się, że jakaś agencja jest bardziej wyrozumiała czy powściągliwa w negatywnej ocenie jakiegoś «większego» czy bardziej znaczącego emitenta, to bardzo szybko utraciłaby reputację potrzebną do funkcjonowania na rynku. Oznaczałoby to zniknięcie takiego nierzetelnego podmiotu z rynku – podobnie jak to miało miejsce w przypadku firmy Arthur Andersen²². Z tych powodów trudno znaleźć w rzeczywistości potwierdzenie dla hipotezy «rating shopping» sprowadzającej się do założenia, iż emitenci mieliby zmieniać agencje ratingowe w poszukiwaniu możliwości uzyskania wyższych ocen dla emitowanych papierów wartościowych. W praktyce brak jednak trudno znaleźć potwierdzenie tej hipotezy, natomiast można dotrzeć do wyników badań jej zaprzeczających²³. Agencje ratingowe, podobnie jak inni uczestnicy rynków finansowych, podlegają kontroli organów nadzorujących funkcjonowanie tych rynków.

Wyniki kontroli agencji ratingowych przez organy nadzoru nie potwierdzają tego typu przypuszczeń. Dość paradoksalne wydają się spostrzeżenia, że wprowadzenie większej konkurencji na rynku usług ratingowych może mieć negatywny wpływ na rynki finansowe, gdyż agencje ratingowe zabiegając o pozyskanie, a później utrzymanie jak największej liczby znaczących klientów – mogłyby zaniżać kryteria wymagań w odniesieniu do emitentów, a przez to powodować zawyżenie udzielanych ocen wiarygodności finansowej. Jednak w praktyce nie udowodniono, iż taki skutek spowodowało włączenie w 2005 roku ocen agencji Fitch do zestawień indeksowych banku Lehman Brothers, przejętych później przez Barclay's.

Generalnie jednak agencje ratingowe przyczyniają się do poprawy bezpieczeństwa ciągłości obrotów na rynkach papierów wartościowych, gdyż ich oceny są przydatne przy podejmowaniu racjonalnych decyzji wyobtu inwestycji.

1. Henry Varnum Poor, *History of the Railroads and Canals of the United States*, to pierwotna publikacja. Branża kolejowa stanowiła jedną z najbardziej dynamicznie rozwijających się wówczas w USA, przy czym ze względu na wysoką kapitałochłonność wymagała ona dopływu znaczących strumieni kapitałowych. Znana na przykład z popularnych filmów historia ekspansji cywilizacji na tzw. Dzikim Zachodzie sprawiała, że z reguły inwestycje w budowę nowych połączeń kolejowych osiągały spodziewaną rentowność, co przyciągało zainteresowanie różnych grup inwestorów.

2. Zob. *A History of Standard & Poor's* na: <http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/> - korzystano w dniu 9.12.2012 godz. 01:01

3. Była to seria przewodników na temat metod wyceny papierów wartościowych opublikowana przez Moody's Corporation, tzw. *Moody's Manuals: Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities*, którego następcą był *Moody's Manual of Railroads and Corporation Securities*, a później: *Moody's Analyses of Investments*. Zob. http://en.wikipedia.org/wiki/Moody%27s_Manual_of_Railroads_and_Corporation_Securities 9.12.2012; godz. 01:47

4. <http://www.fitchpolska.com.pl/historia.htm> ; 5.01.2013 godz. 00:44

5. Zob. *Securities and Exchange Commission, Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization*, s. 72, <http://www.sec.gov/rules/proposed/shtml> dn. 5.03.2013

6. *Moody's 2011 Annual Report*, www.moody.com

7. *McGraw-Hill Annual Report 2011*, s. 15

8. Capital IQ informacje opracowywane wewnętrznie udostępnia w czasie rzeczywistym głównie poprzez Global Credit Portal, natomiast poprzez *The Markets.com* udostępniane są w czasie rzeczywistym dane, informacje i opracowania przygotowane przez wiodące biura brokerskie i niezależne ośrodki badawcze. Produkty takie jak *Global Data Solutions* dla inwestorów zawierają

informacje na temat danych rynkowych, obowiązujących regulacji, zarządzania ryzykiem, wymaganych prawem czynności operacyjnych w ramach prowadzenia sprzedaży oraz dokumentacji w ramach działań back office, tamże s. 17

9. Zob. <http://www.fimalac.com/annual-reports.html> ;
10. Grupa Fimalac zainteresowanie działalnością w tym sektorze usług finansowych rozpoczęła w 1992 r. od inwestycji w małą zlokalizowaną w Londynie agencję IBCA. Zob. <http://www.fimalac.com/annual-reports.html> ; s.11-13. dostęp w dniu 31.12.2012. godz. 01:54
11. Wielką czwórkę tworzą: Deloitte (wcześniej Deloitte & Touche), Ernst & Young (powstała z połączenia Ernst & Whinney i Arthur Young), KPMG (powstała w wyniku połączenia Peat Marwick International i Grupy KMG), PricewaterhouseCoopers (PwC) (powstała z połączenia Price Waterhouse i Coopers & Lybrand) – przyp. Aut. Za Wikipedia: [http://pl.wikipedia.org/wiki/Wielka_czw%C3%B3rka_\(audyt\)](http://pl.wikipedia.org/wiki/Wielka_czw%C3%B3rka_(audyt)) za: [http://pl.wikipedia.org/wiki/Wielka_czw%C3%B3rka_\(audyt\)](http://pl.wikipedia.org/wiki/Wielka_czw%C3%B3rka_(audyt)) 5.01.2013 godz. 00:44
12. Zob. <http://www.investopedia.com/terms/n/nasd.asp#axzz2H8vJoR5G> ; w dniu 5.01.2013 godz. 23.48
13. Zob. <http://www.investopedia.com/terms/t/trace.asp#axzz2H8vJoR5G> ; w dniu 6.01.2013 godz. 01.10. Investopedia wyjaśnia:
14. «Od 1998-2001, SEC zatwierdził przyjęte przez NASD zasady dotyczące transakcji wszystkimi amerykańskimi obligacjami korporacyjnymi o stałym dochodzie przeprowadzonych na rynku wtórnym OTC. Zasady te zostały opracowane w celu zapewnienia większej przejrzystości cen na rynkach obligacji. System TRACE został wprowadzony w życie w 2002 roku w celu spełnienia zgodności z nowo zatwierdzonymi przepisami. Zastąpił on używany od 1994 roku system FIPS (Fixed Income Pricing System)»
15. Barclays Indices. Bringing Clarity to the Investment Process, s. 5 <https://ecommerce.barcap.com/point/action/indexDownload?id=-24f2dcd05121a655d803fb030285a9fb&pageId=1> ; w dniu 20.01.2012.
16. Zob. www.creditflux.com/Glossary/Spread/
17. Aggregate (Broad market IG) zob. Barclays Indices... wyd. cyt. s. 5.
18. Z. Chen, A., A., Lookman, N. Schuerchoff, D. J. Seppi, Bond Ratings Master: Evidence from the Lehman Brothers Index Rating Redefinition, s. 6-7
19. Dion Bongaerts, K. J. Martijn Cremers, And William N. Goetzmann, Tiebreaker: Certification and Multiple Credit Ratings, s. 113.
20. Securities and Exchange Commission, Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization,, 19 kwietnia, 2005, s. 10-11.
21. Dion Bongaerts, K.J. Martijn Cremers, and William N. Goetzmann najpierw wyniki swoich badań opublikowali w internecie między innymi jako Yale ICF Working Paper no. 08-27, September 13, 2011, ale zwieńczeniem tych badań była publikacja w Journal of Finance w lutym 2012 pod tytułem: Tiebreaker: Certification and Multiple Credit Ratings
22. Tamże T. 7, s. 145
23. Arthur Andersen – globalna firma z siedzibą w Chicago, świadcząca usługi audytorskie i doradcze, powstała w 1913 r. Jedną z firm tworząca tzw. Wielką Piątkę. Firma ta została oskarżona w procesie dotyczącym upadku przedsiębiorstwa Enron za pomoc w ukrywaniu długów firmy i fałszowanie sprawozdań finansowych w Enronie[1]. Zob. http://pl.wikipedia.org/wiki/Arthur_Andersen; dn.24.02.2013.
24. Rating Shopping or Catering? An Examination of the Response to Competitive Pressure for CDO Credit Ratings , John M. Griffin, Jordan Nickerson , Dragon Yongjun Tang, May 25, 2012; <http://www.sec.gov/divisions/riskfin/seminar/tang061412.pdf> dostęp w dniu 15.02.2013

BIBLIOGRAFIA:

1. A History of Standard & Poor's at: <http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/> - as of 9.12.2012
2. Chen, Zhihua, Lookman, Aziz A., Schürhoff, Norman and Seppi, Duane J., Bond Ratings Matter: Evidence from the Lehman Brothers Index Rating Redefinition (July 23, 2012). EFA 2009 Bergen Meetings Paper; WFA 2012 Las Vegas Meetings Paper; Swiss Finance Institute Research Paper No. 10-30. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1343965> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1343965>
3. Dion Bongaerts, K. J. Martijn Cremers, And William N. Goetzmann, Tiebreaker: Certification and Multiple Credit Ratings; http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1307782
4. Dion Bongaerts, K.J. Martijn Cremers, and William N. Goetzmann, Yale ICF Working Paper no. 08-27, September 13, 2011,
5. L.J. White, The Credit Rating Agencies, Journal of Economic Perspectives, vol. 24, n. 2, Spring 2010,
6. Dion Bongaerts, K.J. Martijn Cremers, and William N. Goetzmann, Tiebreaker: Certification and Multiple Credit Ratings, Journal of Finance
7. Manual_of_Railroads_and_Corporation_Securities; http://en.wikipedia.org/wiki/Moody%27s_; 9.12.2012;
8. <http://www.fitchpolska.com.pl/historia.htm> ; 5.01.2013
9. Securities and Exchange Commission, Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization, <http://www.sec.gov/rules/proposed/shtml> 5.03.2013
10. http://en.wikipedia.org/wiki/Moody%27s_Manual_of_Railroads_and_Corporation_Securities 9.12.2012;
11. http://www.mcgraw-hill.com/about/annual_report/ar2011.pdf :McGraw-Hill Annual Report 2011
12. Moody's 2011 Annual Report, www.moody.com
13. <http://www.fimalac.com/annual-reports.html> ; 31.12.2012.

14. [http://pl.wikipedia.org/wiki/Wielka_czw%C3%B3rka_\(audyt\)](http://pl.wikipedia.org/wiki/Wielka_czw%C3%B3rka_(audyt)) 5.01.2013
15. <http://www.investopedia.com/terms/n/nasd.asp#axzz2H8vJoR5G> ; w dniu 5.01.2013
16. Zihua Chen, Aziz A. Lookman Norman Schuerhoff, Duane J. Seppi, July 22, 2012 https://wpweb2.tepper.cmu.edu/wfa/wfasecure/upload/2012_PA_470536_533402_580874.pdf
17. <http://www.investopedia.com/terms/t/trace.asp#axzz2H8vJoR5G> ; w dniu 6.01.2013 godz. 01.10.
18. <https://ecommerce.barcap.com/point/action/indexDownload?id=-24f2dcd05121a655d803fb030285a9fb&pageId=1> ; w dniu 20.01.2012.
19. http://pl.wikipedia.org/wiki/Arthur_Andersen; dn.24.02.2013.
20. Rating Shopping or Catering? An Examination of the Response to Competitive Pressure for CDO Credit Ratings , John M. Griffin, Jordan Nickerson , Dragon Yongjun Tang, May 25,
21. Tiebreaker: Certification and Multiple Credit Ratings,
22. DION BONGAERTS, K.J. MARTIJN CREMERS and WILLIAM N. GOETZMANN, <http://ssrn.com/abstract=1307782>
23. Testing Conflicts of Interest at Bond Ratings Agencies with Market Anticipation:
24. Evidence that Reputation Incentives Dominate, Daniel M. Covitz, Paul Harrison
25. Latest Draft: December 2003
26. Top 10 Credit Rating Agencies of the Word, Hitesh Anand; www.wealthson.com;
- (Endnotes)
27. Top 10 Credit Rating Agencies of the Word, Hitesh Anand; www.wealthson.com;