

Justyna Brzezicka

Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie

BEHAVIORALNE ASPEKTY EWOLUCJI FUNKCJI AGENCJI RATINGOWYCH

Streszczenie: Artykuł dotyczy zagadnienia ratingu oraz pracy agencji ratingowych w odniesieniu do skutków globalnego kryzysu gospodarczego. Rozważania prowadzone są w oparciu o nurty behawioralne. Tezę artykułu stanowi pogląd dotyczący ewolucji funkcji agencji ratingowych jako naturalnego efektu dostosowawczego do zmieniających się warunków otoczenia. Hipotezę badawczą pracy sformułowano w następujący sposób: zaistnienie kryzysu gospodarczego było determinantą wpływającą na zmianę i rozszerzenie funkcji agencji ratingowych. Cele artykułu to wyjaśnienie znaczenia i udziału agencji ratingowych i ratingu w globalnym kryzysie gospodarczym, wskazanie makroekonomicznych funkcji ratingu, analiza ewolucji tych funkcji oraz ukazanie znaczenia czynników pozaekonomicznych w mechanizmach rynkowych poprzez wyjaśnienie zjawiska heurystyk decyzyjnych na przykładzie pracy agencji ratingowych. Praca została podzielona na cztery rozdziały poprzedzone wstępem, odpowiadające kolejnym wyznaczonym celom. Ważną częścią pracy jest opis psychologicznych pułapek decyzyjnych związanych z pracą agencji ratingowych i ratingów. Badanie ich znaczenia zawężono do opisu heurystyk decyzyjnych. Zastosowana w pracy metoda to teoretyczna analiza i kompilacja wcześniejszych badań w tym zakresie w oparciu o studia literaturowe. Najważniejsze wnioski zawarte w artykule skupiają się wokół znaczenia czynników pozaekonomicznych (w tym behawioralnych), kształtujących decyzje uczestników rynku; dotyczą roli i udziału agencji ratingowych w procesach kryzysotwórczych. Podjęte zagadnienie zdaje się być istotne z dwóch powodów: praca rozszerza dorobek wiedzy w zakresie funkcjonowania agencji ratingowych o nowe elementy, zapotrzebowanie na opinie ratingowe będzie wzrastać w miarę rozwoju rynków finansowych.

Słowa kluczowe: rating, agencja ratingowa, behawioralne aspekty kryzysu, heurystyki decyzyjne.

1. Wstęp

Wiele miejsca w najnowszych krajowych i zagranicznych publikacjach naukowych poświęca się zagadnieniom przyczyn i skutków kryzysu na rynkach finansowych – jego następstwa w sferze realnej odczuwalne są do dnia dzisiejszego. Wystąpienie kryzysu gospodarczego, jako zjawiska o zasięgu globalnym, skłania do dokładnej oceny zachowań i pracy wielu podmiotów i instytucji, odpowiedzialnych bezpośrednio lub pośrednio za załamanie rynków. Spostrzeżenie to skłania do przyjrzenia się

pracy agencji ratingowych oraz pełnionym przez nie funkcjom. Obserwacja zachodzących zmian z perspektywy czasu inspiruje do zastanowienia nad behawioralnymi aspektami ludzkiej decyzyjności na przykładzie pracy agencji ratingowych. Świeżość badań prowadzonych w nurcie behawioralnym pozwala podjąć próbę wyjaśnienia zjawiska psychologicznych pułapek decyzyjnych (tzw. behawioralnych inklinacji), które stały się udziałem agencji ratingowych. W pracy poprzez „behawioralne aspekty” czy też „czynniki behawioralne” rozumie się takie elementy kształtujące decyzję uczestników rynku, które odwołują się do dorobku i zakresu ekonomii behawioralnej.

Tezę artykułu stanowi pogląd dotyczący ewolucji funkcji agencji ratingowych jako naturalnego efektu dostosowawczego do zmieniających się warunków otoczenia. Hipotezę badawczą sformułowano w następujący sposób: zaistnienie kryzysu gospodarczego było determinantą wpływającą na zmianę i rozszerzenie funkcji pełnionych przez agencje ratingowe. Zastosowana w pracy metoda to teoretyczna analiza i kompilacja wcześniejszych badań w tym zakresie w oparciu o badanie literaturowe. W pracy przeprowadzono badania piśmiennictwa w zakresie ratingów i ich znaczenia makroekonomicznego w „środowisku” globalnego kryzysu finansowego. Praca rozszerza dotychczasowy dorobek wiedzy o nowe elementy, tj. zdefiniowanie funkcji pełnionych przez agencje ratingowe oraz wyjaśnienie ich znaczenia wobec skutków kryzysu gospodarczego, a także o obserwacje ewolucji tych funkcji. Ważną część pracy stanowi opis psychologicznych pułapek decyzyjnych związanych z pracą agencji ratingowych i ratingów. Cele artykułu można zdefiniować jako: 1) wyjaśnienie znaczenia i udziału agencji ratingowych i ratingu w globalnym kryzysie gospodarczym, 2) wskazanie makroekonomicznych funkcji ratingu oraz analiza ewolucji funkcji agencji ratingowych, 3) ukazanie znaczenia czynników pozaekonomicznych w mechanizmach rynkowych poprzez wyjaśnienie zjawiska heurystyk decyzyjnych na przykładzie pracy agencji ratingowych. W artykule przyjęto pewne niezbędne uproszczenia, aby wyeksponować treści istotne z punktu widzenia celów artykułu.

2. Znaczenie agencji ratingowych i ratingu wobec globalnego kryzysu gospodarczego

W literaturze znajduje się wiele rozważań na temat przyczyn globalnego kryzysu gospodarczego. Powszechnie jest poszukiwanie jego przyczyn w kreacji spekulacyjnej bańki cenowej na rynku nieruchomości – niestabilność na amerykańskim rynku nieruchomości wywołała katastrofalne skutki w skali globalnej¹. Natomiast mniejszą wagę przywiązuje się do roli agencji ratingowych, które partycypując w kreacji cenowej bańki spekulacyjnej na RN oraz uczestnicząc w załamaniu sektora kredytów *subprime*, w znacznym stopniu przyczyniły się do wywołania kryzysu².

¹ Zob. [Świerkocki 2011; Pniewska 2011; Jurowski, Zegadło 2009; Wojtyna 2011; Szyszka 2009a, 2009b; Blanchard 2009; Wierus 2012 i in.].

² Zob. [Stolińska 2008; Glinka 2011; Szyszka 2009a, 2009b; Wojtyna 2011 za, Bootle 2009; Grabińska, Grabiński 2011; Pietrug 2011 i in.].

Opisując rolę agencji ratingowych wobec kryzysu gospodarczego, należy krótko przedstawić przebieg i przyczyny kryzysu, który rozpoczął się na amerykańskim rynku nieruchomości w połowie 2007 roku. Praprzączywą była kreacja spekulacyjnej bańki cenowej, której towarzyszył zespół czynników o charakterze egzo- i endogenicznym względem systemu rynku nieruchomości [Brzezicka, Wiśniewski, *Price bubble...*]. Do jej powstania w dużej mierze przyczyniły się opinie agencji ratingowych wyceniających ryzykowne aktywa jako bezpieczne, tym samym potęgując działania spekulacyjne inwestorów. W przypadku wyceny aktywów związanych z rynkiem kredytów *subprime* na amerykańskim rynku nieruchomości dochodziło do licznych i masowych nadużyć, a agencje publikowały opinie nieadekwatne do rzeczywistości [Mika 2010, s. 36].

Kredyty hipoteczne *subprime* (kredyty o podwyższonym ryzyku udzielone osobom o niskiej zdolności kredytowej) oraz NINJA (nazywane *No income, no job, no assets*, udzielane osobom bez pracy lub innego stałego źródła dochodów oraz nieposiadającym aktywów) [Konopczak, Sieradzki, Wiernicki 2010, s. 46-47] otrzymywały wysokie oceny agencji ratingowych, ze względu na niedoszacowanie ryzyka tych kredytów. Banki oraz instytucje rządowe o statusie GSE (Government Sponsored Enterprises, instytucje prywatne utworzone przez rząd USA w celu zmniejszenia kosztów kredytów oraz zwiększenia ich dostępności), tj. Fannie Mea (Federal National Mortgage Association) i Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Association), nabywały od banków kredyty hipoteczne, uwalniając środki bankowe na kontynuowanie akcji kredytowej. Kredyty te były sekurytyzowane za pomocą papierów wartościowych, tzw. MBS (Mortgage-Backed Securities) i innych instrumentów pochodnych (papiery wartościowe oparte na długu, tzw. CDO – Collateralised Debt Obligations) o bardzo skomplikowanej i trudnej do wycenienia strukturze, ocenianych przez agencje ratingowe bardzo korzystnie. Instrumenty te często otrzymywały ratingi na poziomie AAA [Jurowski 2009, s. 77-78]. Skala problemu rosła ze względu na dużą liczbę podmiotów zaangażowanych w podobne operacje w sposób bezpośredni lub pośredni (m.in.: banki, inwestorzy, kredytobiorcy i dłużnicy, spółki celowe emitujące sekurytyzowane papiery wartościowe, instytucje wspomagające sektor finansowy i inne instytucje) [Pyka 2003, s. 148].

W procesie sekurytyzacji aktywów agencje ratingowe mają szczególne znaczenie – uczestnicząc w procesie sekurytyzacji, opracowują rating i tym samym przesądają o przyszłości całego projektu [Brzozowska 2004, s. 21]. Uzyskanie wysokiego ratingu oznacza wyższy poziom bezpieczeństwa i zwiększenie zainteresowania inwestorów emitowanymi aktywami [Kalasińska 2011, s. 16]. Zaufanie do ratingów opiera się na reputacji agencji ratingowych, które przecież nie zabezpieczają ocenianego podmiotu, przed ewentualną niewypłacalnością [Mioduchowska-Jaroszewicz 2009, s. 576]. Postawa ufności inwestorów, brak czujności i ostrożności – sprzyjały dalszym inwestycjom, prowadząc do pęcznienia i pęknięcia bańki spekulacyjnej. Ufność inwestorów wynikała także ze specyfiki funkcjonowania samych agencji – prezentowane przez nie oceny z założenia opisują w sposób ujednoczony wiarygod-

ność danego podmiotu na tle innych podmiotów, więc mają charakter unifikacyjny i bezstronny [Renigier-Biłozor, Wiśniewski 2012, s. 60]. Powszechnie uważa się, że agencje posługują się racjonalną metodologią [Mika 2010, s. 35], lecz należy dodać, że uregulowania prawne dotyczące nadzoru finansowego i doradztwa finansowego w odniesieniu do agencji ratingowych okazały się niewystarczające [Grodziński 2011, s. 24].

Z punktu widzenia czynników kryzysotwórczych istotne zdają się być także konflikty interesu, występujące wewnątrz agencji ratingowych. Mają one miejsce wówczas, gdy za wystawienie opinii płacą emitenci instrumentów kredytowych, tych samych, które są poddawane ocenie agencji, oraz gdy pracownicy agencji posiadają instrumenty, którym mają wystawić rating lub które są powiązane biznesowo z podmiotami poddawanymi ocenie ratingowej [Pietruk 2011, s. 106]. Wyższe oceny wiązały się z wyższymi zyskami agencji i większą liczbą potencjalnych klientów (skłonność do stronniczości uzasadniona pragnieniem zysku). Dzięki posiadaniu niezależnej oceny od kilku agencji, podmioty mogły liczyć na szerszy dostęp do rynku i szerszą bazę inwestorską [Pauka 2003, s. 77] oraz tańsze źródła finansowania i niższe koszty transakcyjne [Bednarz 2009, s. 152]. Bardzo wysoki rating stanowił lukratywny interes – przynosił wysokie zyski zarówno agencjom, ich pracownikom, jak i inwestorom, motywowanym chęcią zysku i chciwością. Ponadto rating stał się narzędziem marketingowym – im wyższe noty uzyskiwały podmioty/instrumenty, tym lepszą miały dzięki temu reklamę [Bednarz 2009, s. 152]. W świetle powyższych rozważań znaczenie pracy agencji ratingowych i ich udziału w globalnej gospodarce nie powinny budzić wątpliwości (cel pierwszy artykułu).

3. Funkcje agencji ratingowych i ratingu – ujęcie makroekonomiczne

Dotychczasowe rozważania pozwalają dostrzec szereg funkcji pełnionych przez agencje ratingowe, szczególnie istotnych w ujęciu makroekonomicznym. Pierwotne funkcje agencji ratingowych skupiały się wokół **wyceny ryzyka** aktywów, którym przyznawano opinie, właśnie w postaci ratingu [Miętus 2010, s. 69]. Agencje, postrzegane jako „lustratorzy” rynku, miały za zadanie sugerować, czy danemu emitentowi można powierzyć kapitał [Pauka 2003, s. 76] oraz jakie są szanse, według oceniającego, na wypełnienie zaciągniętych zobowiązań, wynikających z zaciągniętych długów podmiotu [Solarz 1996, s. 44].

Pierwotna funkcja wyceny ryzyka ewoluowała do funkcji **redukowania ryzyka** [Szyszka 2009a, s. 23; Mioduchowska-Jaroszewicz 2009, s. 576; Wrzosek 2007, s. 534]. Rozwój rynków finansowych, zwiększenie asortymentu instrumentów rynkowych oraz skomplikowana ich struktura, przy jednoczesnej silnej relacyjności między poszczególnymi podmiotami oraz instrumentami, doprowadziły do wzrostu oczekiwania wobec ratingu ze strony podmiotów zainteresowanych rzetelną oceną

wiarygodności instrumentu [Mika 2010, s. 35] oraz spodziewanej eliminacji instrumentów o wysokim ryzyku.

Podobne obserwacje dotyczą funkcji **informacyjnej** [Pauka 2003, s. 78; Renigier-Biłozor, Wiśniewski 2012, s. 67] oraz funkcji **niwelowania asymetrii informacji** [Mika 2010, s. 35; Pietruk 2011, s. 104] między poszczególnymi podmiotami rynku (inwestorzy, kredytobiorcy, banki, inne instytucje finansujące). Agencje ratingowe zaczęły być postrzegane nie tylko jako „sprzedawcy informacji”, gdyż wydawanym przez nie opiniom przypisano rolę narzędzia wspomagania procesów decyzyjnych. Obserwowana obecnie funkcja **racjonalizatorska** agencji ratingowych polega na zwiększeniu efektywności procesów decyzyjnych w grupach profesjonalnych i nieprofesjonalnych odbiorców poprzez redukcję licznych zmiennych decyzyjnych, usprawnienie procesów informacyjnych i racjonalizację sytuacji decyzyjnej [Renigier-Biłozor, Wiśniewski 2012, s. 67]. „Korzyścią, jaką daje rating dla całego rynku, jest tworzenie struktury ryzyka kredytowego, co racjonalizuje proces alokacji kapitału” [Klejn 1997, s. 7].

Oprócz funkcji informacyjnych istotna zdaje się być także funkcja „**bieżącej informacji**”. Rynek oczekuje i spodziewa się aktualnej oceny ratingowej – rating powinien z założenia oddawać stan aktualny rynku, instrumentu, podmiotu. Analiza *ex post* pokazuje, że odstępstwa od tej zasady stały się normą. Trzy największe agencje ratingowe nadały pozytywny rating długowi banku Lehman Barthes w krótkim czasie przed wszczęciem przez tę instytucję postępowania upadłościowego [Katz, Salina, Stephanou 2009, s. 7-8]. Okoliczność kryzysu na rynkach finansowych pozwoliła bacznie przyglądać się pracy agencji ratingowych oraz zwrócić uwagę na błędy popełniane w procesie wyceny aktywów. Niektóre z nich wymieniono poniżej.

W rzeczywistości procedury wyceny aktywów w transzach sprzyjały maskowaniu rzeczywistych poziomów ryzyka, podczas gdy z założenia miały demaskować podmiot i instrumenty zmniejszające efektywność rynku. Nierzetelne, przeszacowane ratingi powodowały absorpcję nierzetelnych informacji przez rynek i na tej podstawie – nieefektywne inwestycje. Agencje ratingowe popełniły błąd niedoszacowania ryzyka systemowego, polegający na tym, że jednocześnie wielu inwestorów czy kredytobiorców mogło popaść w problemy związane ze spłatą zadłużenia [Szyszka 2009a, s. 23]. Możliwość popełnienia masowego błędu była oceniana jako mało prawdopodobna, a jednocześnie to masowość była czynnikiem osłabiającym czujność inwestorów. Jednocześnie funkcja **redukowania kosztów transakcyjnych** [Mika 2010, s. 35], związanych z dostępem do informacji niezbędnych przy zawieraniu umów kupna-sprzedaży (informacje na temat wiarygodności kredytowej podmiotów), ze względu na zaistnienie konfliktów wewnątrz agencji ratingowych (powiązania finansowe podmiotów oceniających i ocenianych) była wielokrotnie nadużywana.

Doświadczenie kryzysu finansowego doprowadziło do rozwoju funkcji **stabilizacyjnej** [Szyszka 2009a, s. 5; Mioduchowska-Jaroszewicz 2009, s. 581]. Agencje ratingowe zaczęto postrzegać jako instytucje wspomagające rynek, ich praca z założenia powinna prowadzić do zachowania stabilności rynku kapitałowego, finansowego. Oprócz roli instytucji regulujących system finansowy (banki centralne i instytucje

nadzoru bankowego) przypisano im rolę eliminowania instrumentów zagrażających stabilności, obciążonych ryzykiem, i promowania instrumentów wiarygodnych.

Wystąpienie globalnego kryzysu oraz poszukiwanie winowajców zwróciło uwagę podmiotów i rynków właśnie na pracę agencji ratingowych. Przypisano im nowe role oraz obarczono odpowiedzialnością za wiele niepowodzeń inwestycyjnych. Obecnie oprócz ryzyka niespłacenia kredytu rating zawiera drugi element – szacowanie wielkości potencjalnej straty na danej transakcji [*Raport Gazety Bankowej...*, s. 17]. Obok zarządzania ryzykiem ratingi nabierają znaczenia na płaszczyźnie zarządzania kapitałem oraz wsparcia sprzedaży [Jankowski 2008, s. 41], a ich funkcje podlegają dalszemu rozwojowi.

Wskazanie funkcji agencji ratingowych w skali makroekonomicznej oraz określenie kierunków przemian, którym podlegają, stanowi o realizacji drugiego celu artykułu, którym było wskazanie makroekonomicznych funkcji ratingu oraz analiza ewolucji funkcji agencji ratingowych.

4. Psychologiczne pułapki decyzyjne w pracy agencji ratingowych

Zadaniem agencji ratingowych jako instytucji wspierających rynek, a także ratingu jako narzędzia informacyjnego, było z założenia zabezpieczenie systemu, w którym funkcjonowały, przed zjawiskami kryzysowymi. Zadanie to nie zostało zrealizowane ze względu na zaistnienie czynników o charakterze behawioralnym, które to czynniki w dużej mierze determinowały pracę agencji ratingowych i wpłynęły na jakość wydawanych przez nie opinii.

W literaturze wymienia się szereg behawioralnych inklinacji, które wpłynęły na politykę i funkcjonowanie agencji ratingowych. Glinka [2011, s. 155] wskazuje na efekty naśladownictwa i zachowania stadne, pogoń za zyskiem i niedoszacowanie ryzyka, nadmierną pewność siebie i nadmierny optymizm – jako komponenty behawioralnego wizerunku agencji ratingowych. Szyszka [2009a, 2009b], podkreślając znaczenie błędu krótkiej serii i błędu ekstrapolacji oraz stosowania heurystyk decyzyjnych, dopełnia zbiór elementów prowadzących do fiaska agencji ratingowych.

W dalszej części pracy podjęto próbę wyjaśnienia znaczenia heurystyk (dostępności, afektu, reprezentatywności oraz zakotwiczenia) w procesach decyzyjnych na przykładzie agencji ratingowych. Należy dodać, że heurystyki stanowią tylko niewielki obszar zainteresowania nauk behawioralnych, jednak w pracy ograniczono rozważania prowadzone w nurcie behawioralnym do tych właśnie zagadnień.

5. Heurystyki w pracy agencji ratingowych

Heurystykę na gruncie ekonomii behawioralnej należy rozumieć jako zestaw indywidualnych i uproszczonych sposobów percepcji rzeczywistości i wnioskowania na temat poszczególnych jej aspektów. Heurystyki to skróty myślowe, które stosuje

ludzki mózg, przy rozwiązywaniu napotykaných problemów [Czerwonka, Gorlewski 2012, s. 96]. Agencje ratingowe, jako podmioty funkcjonujące na rynku, same popełniały błędy o podłożu heurystycznym, ale także opracowywane przez nie opinie stały się przyczyną przeniesienia błędu na inne podmioty funkcjonujące w systemie rynku finansowego.

Istotą **heurystyki dostępności** jest przekonanie, że „im łatwiejszy dostęp w pamięci człowieka do jakiegoś zdarzenia, tym bardziej prawdopodobne wydaje się mu wystąpienie tego zdarzenia lub tym większa wydaje się liczebność (waga) zdarzeń określonej kategorii” [Zielonka 2011, s. 60] – zjawiska częściej występujące są łatwiejsze do przypomnienia [Bańbuła 2006, s. 21]. Heurystyka dostępności w pracy agencji ratingowych miała miejsce wówczas, gdy pozytywne ratingi były źródłem entuzjastycznych komentarzy podawanych do publicznej wiadomości i upowszechnianych w mediach – wtedy w większym stopniu wpływały na decyzje inwestora [Glinka 2011, s. 156]. Tversky i Kahneman wykazali w badaniach, że ludzie przejawiają skłonność do przypisania wyższych prawdopodobieństw zdarzeniom, dla których znają większą liczbę podobnych przypadków lub ich wyrazistość jest większa, a częstość wystąpienia zjawiska uzależniają od skojarzenia z konkretnym przykładem danego zjawiska [Kahneman, Tversky 1973, s. 237; Tversky, Kahneman 1974, s. 1127; Czerwińska 2012, s. 135]. Iluzoryczność przekonania, że doświadczenie lub pamięć o zdarzeniu stanowią wystarczającą przesłankę do oceny rzeczywistości, staje się źródłem mylnego osądu na temat faktycznej częstości wystąpienia zdarzenia [Zielonka 2011, s. 61] (za [Stephan 1999]). Ratingi na poziomie AAA były powszechnie przyznawane nawet instrumentom, podmiotom ryzykownym [Jurowski 2009, s. 77-78], a powszechność i częstość oceny na tym poziomie osłabiła czujność inwestorów, wzmacniając jednocześnie przekonanie o poprawności i prawdziwości przyznanej noty. Kolejnym aspektem heurystyki dostępności jest fakt, że zdarzenia, które miały miejsce w niedalekiej przeszłości, są dla inwestorów bardziej dostępne niż wcześniejsze zdarzenia [Zielonka 2011, s. 61]. Jeśli inwestorzy wielokrotnie osiągnęli zysk, inwestując w dany rodzaj aktywów, przejawiają tendencję do określania ryzyka inwestycji na mniejszym poziomie niż rzeczywiste ryzyko inwestycji (por. działania spekulacyjne – wielokrotne kupowanie i odsprzedawanie aktywów przynoszące coraz większe zyski). Warto także podkreślić fakt, że „indywidualni inwestorzy posługują się heurystyką dostępności, prognozując zachowanie całego rynku na podstawie stopy zwrotu uzyskanej z własnego portfela akcji” [Zielonka 2011, s. 61]. Przesłanki finansowe zdają się bardziej oddziaływać na decyzję niż czynniki „zdroworozsądkowe” – takie postawy powodowały nasilenie działań spekulacyjnych.

Heurystyka afektu związana jest z wpływem odczuwanego stanu emocjonalnego (afektu) jako wskaźnika w ocenianiu zjawisk. „Może to powodować nieuprawnione przenoszenie cech z jednej kategorii obiektu na inne. Przenoszone cechy najczęściej mają charakter dwubiegunowy (np. dobry – zły, atrakcyjny – nieatrakcyjny, przyjemny – nieprzyjemny), a przeniesienie dotyczy wszystkich kategorii obiektu

(np. na jego przydatność lub cenę) [Zielonka 2011, s. 65]. Zastosowanie heurystyki afektu może być przyczyną automatycznego podjęcia decyzji, ponieważ wysokość rankingu utożsamiana jest z zyskowością inwestycji [Glinka 2011, s. 156]. Z heurystyki afektu wynika także występowanie negatywnej korelacji między korzyścią a ryzykiem – im większe korzyści przypisano jakiemuś zjawisku, tym niżej oceniono ryzyko z nim związane, i odwrotnie [Tyszka 2010, s. 131], natomiast oceniane zjawiska nie mogą być w ocenie badanych uznane za pożyteczne (korzystne) i jednocześnie określone jako ryzykowne [Zielonka 2011, s. 65]. Wysokie stopy zwrotu były kojarzone z niskim poziomem ryzyka, a przy wzmocnieniu przekazu za pomocą wysokiej oceny agencji ratingowej rozwinął się dodatkowo mechanizm budowania bezpieczeństwa i zaufania do danego rodzaju aktywów. Ponadto zbudowanie wrażenia, że dobre aktywa to takie, które przynoszą zyski (i nie są ryzykowne), a złe są aktywa generujące małe stopy zwrotu (i na dodatek w ocenie inwestorów ryzykowne), zaciera granicę między rzeczywistymi poziomami ryzyka i stopami zwrotu z inwestycji.

Heurystyka reprezentatywności wiąże się z przekonaniem o poprawności wyniku, który jest najbardziej reprezentatywny dla danej próby [Tversky, Kahneman 1974, s. 1124]. Reprezentatywność polega „na ocenie stopnia, w jakim próba odpowiada całej populacji, dane zdarzenie – klasie zdarzeń, określone zachowanie – typowi osobowości lub, bardziej ogólnie, wynik – określonego modelowi” [Cieślak 2003, s. 55]. W rezultacie decydenci dostrzegają w analizowanym problemie wyraźną reprezentatywną cechę i przypisują jej prawdopodobieństwo wystąpienia w analizowanym problemie [Szyszka 2007, s. 52]. W rzeczywistości ocena prawdopodobieństwa zajścia zdarzenia na podstawie podobieństwa zdarzenia do innego zdarzenia prowadzi do licznych błędów w ocenie sytuacji [Bańbuła 2006, s. 20]. Heurystyka reprezentacji przejawia się m.in. w błędzie wynikającym z niewrażliwości na wielkość próby – przyznanie jednemu instrumentowi czy podmiotowi ratingu na poziomie AAA wiązało się z przyjęciem informacji przez odbiorców oraz przypisaniem go większej liczbie instrumentów, podmiotów (podobnych) i traktowanie ich jako bezpieczniejszych i bardziej wiarygodnych, niż w istocie były. „Ludzie mają tendencję do ignorowania wpływu wielkości ocenianej grupy na prawdopodobieństwo, podczas gdy wnioski wyciągane na podstawie danych z małej grupy są o wiele mniej wiarygodne” [Bańbuła 2006, s. 20]. Innym błędem, opisanym przez Tversky’ego i Kahnemana [1974], wyodrębnionym w ramach heurystyki reprezentatywności, może być błąd niewrażliwość na realne możliwości prognostyczne. Istotą tego zniekształcenia jest tendencja ludzi do obojętności wobec wartości dostarczonych źródeł oraz dokładności predykcji w procesie prognozowania – jeśli bazują na pewnym wstępnym opisie o charakterze wartościującym. „Prognoza dokonana na podstawie korzystnego opisu firmy także będzie korzystna, choć informacje, na których jest ona oparta, mogą być mało wartościowe” [Bańbuła 2006, s. 20]. Natomiast błąd iluzji poprawności wiąże się z nieuzasadnioną pewnością wyniku, spowodowaną dobrym dopasowaniem przewidywanego wyniku do warunków początkowych

[Bańbuła 2006, s. 20]. Nawet jeśli początkowo bardzo pozytywna opinia agencji ratingowych znajdowała uzasadnienie w warunkach rzeczywistych, z biegiem czasu następowało rozmycie poprawności przyznanej opinii i jej odzwierciedlenia w rzeczywistości.

Fundamentalną cechą **heurystyki zakotwiczenia** jest szacowanie nieznanych wielkości w oparciu o pewne arbitralne i dostępne w danej chwili (nawet przypadkowe) wartości oraz odnoszenie własnych szacowań do tych wartości [Zielonka 2011, s. 61-62]. To uproszczenie może prowadzić do błędu, ponieważ przyjęte odniesienie zazwyczaj jest niewystarczające [Sunstein, Thaler 2012, s. 39]. Heurystyka zakotwiczenia przejawia się w dużej mierze w tym, że ratingi mogą być – podobnie jak indeksy giełdowe – postrzegane jako jedyne dane, które wpływają na podjęcie decyzji [Glinka 2011, s. 155; Pietruk 2011, s. 105]. Co więcej, ludzie czują, że nie zawsze opłacalne jest rzetelne zbieranie informacji (ze względu na koszt, wagę decyzji lub zróżnicowanie opcji), więc w sytuacji otrzymania informacji (rating) tym bardziej zaprzestają analizowania ryzyka czy innych zagrożeń związanych z inwestycją. Błąd wynikający z kotwiczenia jest o tyle istotny, o ile podejmowane decyzje nie zachodzą w środowisku informacyjnej próżni. Inwestorzy i analitycy formułują swoje opinie na podstawie i pod wpływem wcześniejszych ocen i oczekiwań, co może prowadzić do licznych zniekształceń lub modyfikowania prognoz. Ryzyko wystąpienia błędu jest większe, jeśli inwestor nie dysponuje wiarygodnymi danymi, na podstawie których mógłby sformułować opinię [Zaleskiewicz 2011, s. 313]. Warto dodać, że ratingi instrumentów pochodnych o skomplikowanej strukturze często opracowywane były w oparciu o ratingi już wcześniej publikowane. Grupę ryzykownych papierów wartościowych o ratingu BBB wiązano w jednorodny pakiet papierów wartościowych zabezpieczonych hipotecznie i dzielono go na transze, przy czym nadrzędna transza (stanowiąca około 80% całości aktywów) otrzymywała najwyższą ocenę AAA. Podobnie postępowano z instrumentami CDO – praktykowano łączenie, dzielenie i tworzenie transz z instrumentów CDO [Roubini, Mihm 2011, s. 90-91], powodując zacieranie rzeczywistego poziomu ryzyka. Warto wyjaśnić, że heurystyka zakotwiczenia nie odwołuje się do mechanizmu łączenia papierów wartościowych o różnorodnej treści w pakiety, lecz do przypisania całemu pakietowi wartości odpowiadającej wartości transzy nadrzędnej (zakotwiczenie wartości całej transzy w wartości papierów, które otrzymały wyższy rating).

Powyższe spostrzeżenia pozwalają zrealizować cel 3 artykułu (ukazanie znaczenia czynników pozaekonomicznych w mechanizmach rynkowych, poprzez wyjaśnienie zjawiska heurystyk decyzyjnych na przykładzie pracy agencji ratingowych).

6. Podsumowanie i wnioski

Godne odnotowania są dwa spostrzeżenia. Po pierwsze, czynniki pozaekonomiczne kształtujące rynek mają duże znaczenie w procesach decyzyjnych [Brzezicka, Wiśniewski, *Homo oeconomicus...*] – dzięki badaniu psychologicznych podstaw za-

chowań uczestników rynku możliwe staje się dokładniejsze wyjaśnienie zjawisk i mechanizmów rynkowych. Sytuacje decyzyjne stanowią szczególną przestrzeń do zaistnienia czynników o charakterze „miękkim” (behawioralnych) – ludzka natura i umysł oraz ograniczone zdolności poznawcze w problemowych sytuacjach powodują, że ludzie ulegają behawioralnym inklinacjom (tutaj: heurystykom). Znaczenie czynników behawioralnych jest szczególnie widoczne na przykładzie pracy agencji ratingowych – za pomocą heurystyk możliwe staje się wyjaśnienie błędów popełnianych przez agencje ratingowe, jak również decydentów kierujących się ratingami w ocenie inwestycji.

Po drugie, agencje ratingowe to instytucje, które miały swój udział w procesach kryzysotwórczych. Identyfikacja pełnionych przez nie funkcji pozwala zauważyć dwukierunkowe relacje – agencje przyczyniły się do wystąpienia kryzysu, natomiast okoliczność wystąpienia kryzysu wpłynęła na zmianę postrzegania roli agencji ratingowych w procesach stabilizacji rynku, zmieniając fundamentalnie podejście do publikowanych opinii. Zaburzenie realizacji pierwotnych funkcji, pełnionych przez agencje ratingowe w postaci wystąpienia czynników behawioralnych (przy jednoczesnym zaistnieniu innych czynników o charakterze makroekonomicznym, prawnym, innych), stało się okolicznością sprzyjającą wystąpieniu kryzysu.

Literatura

- Bańbuła P., *Oszczędności i wybór międzyokresowy – podejście behawioralne*, Materiały i Studia 208, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2006.
- Bednarz J., *Wpływ ratingu zewnętrznego na pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu nr 125, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Poznań 2009.
- Brzezicka J., Wiśniewski R., *Homo oeconomicus and Behavioral Economics* (artykuł w recenzji w Contemporary Economics).
- Brzezicka J., Wiśniewski R., *Price bubble in the real estate market – behavioral aspects* (artykuł w recenzji w Cambridge Journal of Economics).
- Brzozowska K., *Kryteria oceny ratingowej transakcji sekurytyzacyjnych*, [w:] *Budżetowanie działalności jednostek gospodarczych: teoria i praktyka. Materiały konferencyjne*, Zeszyty Naukowe Krakowskiej Szkoły Wyższej im. Andrzeja Frycza Modrzewskiego, Kraków 2004.
- Blanchard O., *The crisis: basic mechanisms, and appropriate policies*, IMF Working Paper no. 80, 2009.
- Bootle R., *The Trouble with Markets. Saving Capitalism from Itself*, Nicholas Brealey Publishing, London 2009.
- Cieślak A., *Behawioralna ekonomia finansowa. Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów*, Materiały i Studia zeszyt 165, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2003.
- Czerwińska A., *Psychologiczne aspekty kryzysu finansowego*, [w:] K. Piech (red.), *Kryzysy i światowe recesje: teoria, historia, przykłady*, Instytut Wiedzy i Innowacji, Warszawa 2012.
- Czerwonka M., Gorlewski B., *Finanse behawioralne. Zachowania inwestorów i rynku*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2012.
- Glinka K., *Behawioralne aspekty decyzji inwestycyjnych a otoczenie instytucjonalne rynków finansowych*, [w:] A. Wojtyła (red.), *Kryzys finansowy i jego skutki dla krajów na średnim poziomie rozwoju*, PWE, Warszawa 2011.

- Grabińska B., Grabiński K., *Agencje ratingowe a kryzys finansowy na rynku subprime*, Zeszyty Naukowe PTE nr 10, Warszawa 2011.
- Grodzieński L., *Agencje ratingowe pod specjalnym nadzorem*, „Gazeta Bankowa” 2011, nr 9.
- Jankowski M., *Rating doskonały*, „Gazeta Bankowa” 2008, nr 19.
- Jurowski A., Zegadło P., *Geneza i dotychczasowy przebieg globalnego kryzysu finansowego*, „Bezpieczny Bank” 2009, nr 1(38).
- Kahneman D., Tversky A., *On the psychology of prediction*, „Psychological Review” 1973, vol. 80, no. 4.
- Kalasińska M., *Ryzyko w procesie sekurytyzacji*, „Finansowanie Nieruchomości” 2011, nr 26 (01).
- Katz J., Salina E., Stephanou C., *Crisis response: credit rating agencies*, The World Bank Group no. 8, October 2009.
- Klejn D., *ABC ratingu*, „Bankier” 1997, nr 11.
- Konopczak M., Sieradzki R., Wiernicki M., *Kryzys na światowych rynkach finansowych – wpływ na rynek finansowy w Polsce oraz implikacje dla sektora realnego*, „Bank i Kredyt” 2010, nr 41(6).
- Miętus R., *Po kapital z ratingiem*, „Bank” 2010, nr 9.
- Mika A., *Działalność agencji ratingowych a kryzys subprime*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2010, nr 2.
- Mioduchowska-Jaroszewicz E., *Rating jako element oceny wstępnej sytuacji finansowej banków*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 48, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Wrocław 2009.
- Pauka M., *Agencje ratingowe na rynku krótkoterminowych papierów dłużnych*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 974, t. 2, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2003.
- Pietruk M., *Agencje ratingowe – ocena instytucji w perspektywie kryzysu finansowego zapoczątkowanego w 2007 roku*, [w:] A. Matysek-Jędrzych (red.), *Instytucje i rynki wobec kryzysu finansowego – źródła i konsekwencje kryzysu*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2011.
- Pniewska K., *Wpływ globalnego kryzysu finansowego na polski sektor finansowy*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Reakcje rynku na kryzys finansowy*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2011.
- Pyka I., *Ryzyko kredytowe w procesie sekurytyzacji aktywów przedsiębiorstwa*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 974, t. 2, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2003.
- Raport Gazety Bankowej. Rating – na marginesie*, „Gazeta Bankowa” 2003, nr 2.
- Renigier-Biłozor M., Wiśniewski R., *Rating rynku nieruchomości – analiza teoretyczna*, Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości nr 20 (2), 2012.
- Roubini N., Mihm S., *Ekonomia kryzysu*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.
- Solarz S., *Rating – nowe słowo i nowe zjawisko w bankowości i finansach*, „Bank i Kredyt” 1996, nr 7-8.
- Stephan E., *Die Rolle von Urteilsheuristiken bei Finanzentscheidungen*, [w:] L. Fischer, Kutsch T., Stephan E. (red.), *Finanspsychologie*, München 1999.
- Stolińska B., *Rozwijająca się spirala kryzysu na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych*, „Świat Nieruchomości” 2008, nr 65.
- Sunstein C.R., Thaler R.H., *Impuls. Jak podejmować właściwe decyzje dotyczące zdrowia, dobrobytu i szczęścia*, Zysk i S-ka, Poznań 2012.
- Szyska A., *Behawioralne aspekty kryzysu finansowego*, „Bank i Kredyt” 2009a, nr 40(4).
- Szyska A., *Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009b.
- Szyska A., *Wycena papierów wartościowych na rynku kapitałowym w świetle finansów behawioralnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007.
- Świerkocki J., *Zarys ekonomii międzynarodowej*, PWE, Warszawa 2011.
- Tyszka T., *Decyzje. Perspektywa psychologiczna i ekonomiczna*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2010.
- Tversky A., Kahneman D., *Judgement under uncertainty: heuristics and biases*, „Science” 1974, nr 185.

- Wierus K., *Ekspansja monetarna i bańki spekulacyjne jako wewnętrzne przyczyny kryzysu*, [w:] K. Piech, K. Wierus (red.), *Ostatni światowy kryzys finansowy: przyczyny, przebieg, polityka, przedsiębiorstwa*, Instytut Wiedzy i Innowacji, Warszawa 2012.
- Wojtyna A., *Gospodarki wschodzące w obliczu kryzysu finansowego – duża odporność czy podatność?*, [w:] A. Wojtyna (red.), *Kryzys finansowy i jego skutki dla krajów na średnim poziomie rozwoju*, PWE, Warszawa 2011.
- Wrzosek P., *Ocena ratingów na polskim rynku obligacji pozaskarbowych*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 1176, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 2007.
- Zaleśkiewicz T., *Psychologia ekonomiczna*, PWN, Warszawa 2011.
- Zielonka P., *Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2006.
- Zielonka P., *Giełda i psychologia. Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2011.

BEHAVIOURAL ASPECTS OF THE EVOLUTION OF RATING AGENCIES FUNCTIONS

Summary: The article refers to the issue of rating and the work of rating agencies with regard to the results of global economic crisis. The discussion has been made on the basis of behavioral current. The thesis of this article has been constituted by a view referring to the rating agencies functions evolution within the space of time as a natural effect adaptable to variable environment conditions. Research hypothesis in the present study has been constructed in the following way: the occurrence of the economic crisis has been a determinant influencing the change and expansion of rating agencies functions. The objectives of this article include the explanation of meaning and the shares of rating agencies and rating in global economic crisis, the indication of macroeconomic functions of rating and the analysis of these functions' evolution. Yet another aim of the study has been to reveal the meaning of a "soft factor" in market mechanisms by the explanation of heuristics essence in a decision-making process on the example of rating agencies' work. The dissertation is divided into four chapters preceded by introduction. Each chapter corresponds to subsequent established objective. A crucial part of the study is showing the meaning of behavioral inclinations in the work of rating agencies. The examination of their meaning has been narrowed to the description of decision-making heuristics. The method used in the paper is a theoretical analysis and a compilation of previous research in the field on the basis of literature study. The most important conclusions comprised in the present article focus around the significant meaning of extra economic factors (including the behavioral ones) which form market users' decisions and concern the role and shares of rating agencies in crisis causal processes. The issue raised seems to be essential because of two reasons: the study expands academic achievements in the scope of rating agencies functioning with new elements, and a demand for rating opinions appears to increase along with the development of financial markets.

Keywords: rating, rating agency, behavioral aspects of the crisis, decision-making heuristics.