

Joanna Rachuba

Uniwersytet Szczeciński

e-mail: joanna.rachuba@wneiz.pl

KONIUNKTURA GOSPODARCZA A JAKOŚĆ PORTFELI KREDYTOWYCH BANKÓW KOMERCYJNYCH ORAZ BANKÓW SPÓŁDZIELCZYCH W POLSCE

ECONOMIC CONDITION VS. LOAN PORTFOLIO QUALITY OF COMMERCIAL BANKS AND COOPERATIVE BANKS IN POLAND

DOI: 10.15611/pn.2018.521.15

JEL Classification: E24, E31, E39, G21

Streszczenie: Celem artykułu jest analiza porównawcza jakości portfeli kredytowych banków spółdzielczych oraz banków komercyjnych w Polsce w latach 2010-2016, ze szczególnym uwzględnieniem kształtowania się poziomu wskaźników makroekonomicznych (wzrost PKB, stopa bezrobocia oraz poziom inflacji) określających stan koniunktury gospodarczej w Polsce. Na podstawie badań wykazano, iż banki spółdzielcze charakteryzowały się niezmiennie lepszą jakością kredytów w latach 2010-2015, natomiast w 2016 roku osiągnęły wyższy niż banki komercyjne udział kredytów zagrożonych w kredytach ogółem. W analizowanym okresie wzrostowi PKB towarzyszyła poprawa jakości portfeli kredytowych w bankach komercyjnych. Od roku 2014 do roku 2016 pozytywne zmiany sytuacji na rynku pracy w większym stopniu znalazły odzwierciedlenie w zmniejszeniu udziału zagrożonych ekspozycji kredytowych w kredytach ogółem w bankach komercyjnych niż w bankach spółdzielczych. Z kolei wyniki analizy jakości portfeli kredytowych sektora bankowego na tle dynamiki cen w gospodarce mają charakter niejednoznaczny.

Słowa kluczowe: sektor bankowy, jakość kredytów, koniunktura gospodarcza.

Summary: The aim of this paper is a comparative analysis of loan portfolio quality of commercial banks and cooperative banks in Poland during the period 2010-2016, with special attention paid to macroeconomic indicators (such as GDP growth, unemployment rate and the level of inflation), which describe the economic condition in Poland. On the basis of this research it has been found that cooperative banks are characterised by better loan quality in the years 2010-2015, however they reach higher level of non-performing loans in total loans than commercial banks in 2016. During the analysed period, GDP growth is accompanied by the improvement of loan portfolio quality in commercial banks. From 2014 to 2016, positive changes in employment are more evident at the reduction of the share of non-performing

loans in total loans in commercial banks than in cooperative banks. Additionally, our findings of the banking sector loan quality, in the light of price changes in economy are inconclusive.

Keywords: banking sector, loan quality, economic condition.

1. Wstęp

Globalny kryzys finansowy ostatnich lat oraz wywołane nim spowolnienie gospodarcze znalazły odzwierciedlenie w pogorszeniu funkcjonowania sektora bankowego [Kozak 2013]. Jednym z negatywnych skutków załamania rynków finansowych był wzrost udziału kredytów zagrożonych w portfelach kredytowych banków. Zagrożone ekspozycje kredytowe okazały się interesującym wskaźnikiem definiującym stan zdrowia systemu bankowego [Kauko 2012]. Jakość kredytów stała się coraz częstszym przedmiotem analiz. Wielu badaczy powiązało ocenę koniunktury gospodarczej z poziomem zagrożonych należności kredytowych.

Praca służy przedstawieniu badania obejmującego zestawienie stanu gospodarki oraz kształtowania się kredytów zagrożonych w polskim sektorze bankowym. Podstawowym celem niniejszego artykułu jest dokonanie analizy porównawczej jakości należności kredytowych banków spółdzielczych oraz banków komercyjnych w Polsce w latach 2010-2016, ze szczególnym uwzględnieniem poziomu wybranych wskaźników makroekonomicznych odzwierciedlających stan koniunktury gospodarczej.

2. Wskaźniki makroekonomiczne a poziom kredytów zagrożonych

Jednym z nurtów analiz są prace z zakresu określenia determinant podaży kredytów zgłaszanej przez banki. Wynika to z fundamentalnego znaczenia efektywnej akcji kredytowej prowadzonej przez banki dla długookresowego wzrostu gospodarczego [Kil, Miklaszewska 2015].

Odrębny obszar badań obejmuje problematykę czynników warunkujących jakość portfeli kredytowych banków. Przeprowadzone analizy wskazują na dwie wiodące grupy determinant kredytów zagrożonych: czynniki wewnątrzbankowe oraz uwarunkowania gospodarcze w skali makro.

W wielu pracach badacze wskazują na relację między wzrostem realnego PKB a jakością portfeli kredytowych banków. Zdaniem Messai i Jouini [2013], którzy przeprowadzili badanie na grupie 85 banków w trzech krajach (Włochy, Grecja, Hiszpania) w okresie 2004-2008, poprawa koniunktury gospodarczej umożliwia kredytobiorcom spłatę długów i uczestnictwo w redukcji zadłużenia przeterminowanego. Beck i in. [2015], wykorzystując grupę 75 krajów w okresie 2000-2010, również dowodzą, iż wzrost PKB przyczynił się do zmniejszenia udziału kredy-

tów zagrożonych w należnościach kredytowych ogółem. Espinoza i Prasad [2010], dokonując analizy z wykorzystaniem próby 80 banków z krajów Zatoki Perskiej w latach 1995-2008, także udowodnili, że wzrost gospodarczy przyczynia się do poprawy jakości należności kredytowych. Badania o tej samej tematyce zostały podjęte przez Jakubik i Reininger [2013]. Autorzy przeprowadzili badanie na krajach Europy Centralnej, Wschodniej oraz Południowo-Wschodniej w okresie od 2004 do 2012, wykazując negatywną korelację pomiędzy rocznym wzrostem PKB a poziomem kredytów zagrożonych. Wnioski te zostały potwierdzone przez Marki i in. [2014], którzy oparli analizy na systemach bankowych 14 krajów strefy euro w okresie 2000-2008.

Odrębny nurt analiz stanowią prace nad relacją stopy bezrobocia i poziomu kredytów zagrożonych. Według Dimitrios i in. [2016] rosnąca liczba osób pozostających bez pracy powoduje, że kredytobiorcy tracą zdolność do obsługi zaciągniętego zadłużenia. Badania przeprowadzone przez Marki i in. [2014] oraz Messai i Jouini [2013] wykazują, iż stopa bezrobocia i jakość kredytów odznaczają się silną, pozytywną korelacją. Wnioski z analiz 7 krajów Europy Centralnej i Wschodniej w latach 2007-2012, przeprowadzonych przez Skarica [2014], również stanowią o dodatnim związku pomiędzy stopą bezrobocia a rozmiarami kredytów zagrożonych. Analizy z zakresu banków komercyjnych Stanów Zjednoczonych w latach 1984-2013 podjęte przez Ghosh [2015] potwierdzają pozytywny wpływ wzrostu stopy bezrobocia na rozmiary zagrożonych należności kredytowych.

Część analiz z zakresu relacji między inflacją a poziomem kredytów zagrożonych wskazuje, że inflacja, czyniąc długi tańszymi, przyczynia się do poprawy ich spłaty [Dimitrios i in. 2016]. Autorzy, przeprowadzając badania na bankach komercyjnych 15 krajów strefy euro z okresu 1990-2015, udowodnili, iż wzrost cen wywiera negatywny, lecz nieistotny, wpływ na poziom kredytów zagrożonych. Jednakże analizy przeprowadzone przez Klein [2013] na największych bankach w 16 krajach Europy Środkowej, Wschodniej oraz Południowo-Wschodniej w latach 1998-2011 wykazują, iż poziom kredytów zagrożonych wzrasta wraz ze stopą inflacji.

Wśród makroekonomicznych determinant generowania kredytów zagrożonych poddawanych analizie, poza wyżej wymienionymi, w literaturze występują również badania nad wpływem długu publicznego [Dimitrios i in. 2016; Ghosh 2015; Marki i in. 2014] bądź zmian kursów wymiany walut [Beck i in. 2015] na poziom jakości kredytów.

Podsumowując, środowisko makroekonomiczne ma wpływ zarówno na ocenę kredytobiorców, jak i ich zdolność do obsługi zadłużenia, co zostało dowiedzione w badaniach o zasięgu międzynarodowym. Ze względu na dostępność danych publikowanych przez Bank Światowy, do analizy empirycznej w niniejszej pracy jako odzwierciedlenie stanu koniunktury gospodarczej w badanym okresie wykorzystano wzrost PKB, stopę bezrobocia oraz poziom inflacji. Jednoczesne przedstawienie zmian w kształtowaniu się określonych wskaźników makroekonomicznych oraz

poziomu kredytów zagrożonych ma na celu weryfikację następujących zależności: (1) czy wzrostowi realnego PKB, który zazwyczaj łączy się z wyższym poziomem dochodów w gospodarstwach domowych oraz lepszą rentownością przedsiębiorstw, a tym samym sprzyja poprawie zdolności kredytobiorców do spłaty długów, towarzyszy spadek niespłacanych kredytów, (2) czy wzrost stopy bezrobocia, ograniczając obecną i przyszłą siłę nabywczą kredytobiorców, wiąże się ze zwiększeniem portfela niespłacanych kredytów, a ponadto (3) ocenę niejednoznacznego wpływu inflacji na poziom kredytów zagrożonych, która z jednej strony może przyczynić się do lepszej obsługi zadłużenia poprzez zmniejszenie rzeczywistej wartości udzielonych kredytów, a z drugiej, zmniejszając realny dochód kredytobiorców (gdy w sytuacji wzrostu ogólnego poziomu cen ich płace pozostają na niezmiennym poziomie), może prowadzić do zwiększenia wartości niespłacanych kredytów.

3. Działalność kredytowa banków spółdzielczych

Istotnym zagadnieniem podejmowanym przez badaczy jest działalność banków spółdzielczych. Znaczna część prac dotyczy relacji pomiędzy bankami relacyjnymi a finansowaniem sektora małych przedsiębiorstw [Hasan i in. 2014; Jackowicz, Kozłowski 2016]. Szczególne miejsce w analizach literaturowych zajmują także prace nad oceną działalności banków spółdzielczych na rynku usług kredytowych [Becchetti i in. 2016; Kołodziej 2014]. Liczni autorzy poddają analizie również strukturę i dynamikę wzrostu kredytów udzielanych przez małe banki lokalne, zarówno w okresie przedkryzysowym, jak i po globalnym załamaniu rynku finansowego [Ferri i in. 2014; Kozak 2013]. Ferri i in. [2014], badając 4352 banki pochodzące z 8 krajów Unii Europejskiej, wykazali, iż banki spółdzielcze w latach 1999-2011 utrzymywały stabilną, niezależną od cyklu koniunkturalnego, działalność kredytową. Kozak [2013], przeprowadzając analizę sektora bankowego w Polsce w latach 2004-2011, wskazał natomiast, iż kryzys finansowy przyczynił się do obniżenia dynamiki wzrostu należności kredytowych od sektora niefinansowego w bankach spółdzielczych w większym stopniu, niż miało to miejsce w przypadku całego sektora bankowego.

W analizach coraz częściej podejmowana jest tematyka jakości portfeli kredytowych banków spółdzielczych w Polsce [Kil, Miklaszewska 2015]. Autorzy, wykorzystując grupę banków spółdzielczych zrzeszonych w Banku Polskiej Spółdzielczości w latach 2010-2013, wysnuli wnioski, iż wzrost kredytów zagrożonych powoduje niższy udział kredytów dla przedsiębiorstw w kredytach udzielonych ogółem. Jednakże nie wykazano wpływu wzrostu poziomu kredytów zagrożonych na udział kredytów ogółem w aktywach oraz na udział kredytów dla gospodarstw domowych w portfelu należności kredytowych.

Szczególny obszar zainteresowań stanowi zagadnienie wygładzania dochodów przez banki spółdzielcze poprzez tworzenie rezerw na kredyty zagrożone [Skała 2014]. Badanie przeprowadzone przez Skałę [2014] na próbie 360 banków spółdziel-

czych zrzeszonych w Banku Polskiej Spółdzielczości w okresie 2007-2012 ukazuje, iż wraz z pogorszeniem jakości portfela kredytowego wzrasta poziom odpisów na kredyty zagrożone. Oznacza to, że banki spółdzielcze kreują wyższy poziom rezerw w okresach o lepszej zyskowności, by móc wykorzystać je jako bufor w sytuacji pogorszenia wyników finansowych.

4. Koniunktura gospodarcza a jakość kredytów w polskim sektorze bankowym

W badaniu wykorzystano dane sektorowe dla banków komercyjnych oraz banków spółdzielczych w Polsce w latach 2010-2016¹. Zmienne pozyskano z raportów co-rocennie publikowanych przez Komisję Nadzoru Finansowego, „Informacji o sytuacji banków spółdzielczych i zrzeszających” oraz „Raportów o sytuacji banków”. Zmienne finansowe, które wykorzystano do analizy, to średni poziom zagrożonych należności kredytowych² oraz średni udział kredytów zagrożonych w portfelu kredytowym ogółem dla sektora banków komercyjnych oraz sektora banków spółdzielczych. Wskaźniki makroekonomiczne (roczny wzrost PKB, stopa bezrobocia oraz poziom inflacji mierzony CPI) pozyskano z bazy danych Banku Światowego.

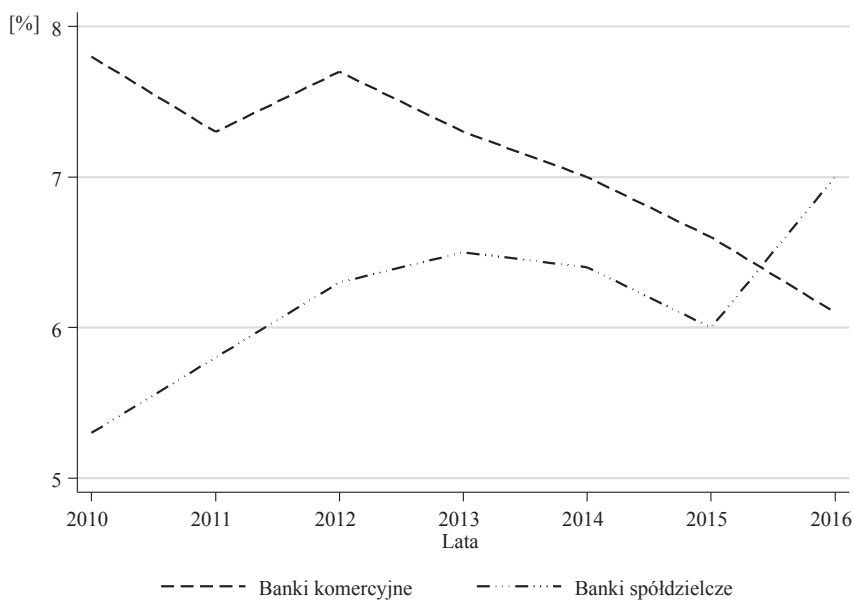
Na rysunku 1 przedstawiono jakość portfeli kredytowych banków mierzoną udziałem kredytów zagrożonych w kredytach ogółem. Z przedstawionych danych wynika, iż w latach 2010-2015 niższą jakością kredytów odznaczały się banki komercyjne. W 2016 roku udział zagrożonych należności kredytowych w portfelu kredytowym banków spółdzielczych okazał się wyższy niż w bankach komercyjnych. W analizowanym okresie banki komercyjne odnotowywały rokrocznie niższy udział kredytów zagrożonych (z wyjątkiem 2012 roku). W bankach spółdzielczych natomiast w latach 2011-2013 oraz 2016 miał miejsce wzrost poziomu kredytów o niższej jakości w portfelu kredytowym w porównaniu odpowiednio do lat je poprzedzających.

Na rysunkach 2-4 zestawiono jakość portfeli kredytowych ze wskaźnikami makroekonomicznymi opisującym stan koniunktury gospodarczej.

Na rysunku 2 zaprezentowano zmiany jakości portfeli kredytowych w bankach komercyjnych oraz w bankach spółdzielczych na tle wzrostu PKB. W niemalże całym analizowanym okresie pozytywnej koniunkturze gospodarczej towarzyszyła poprawa jakości kredytów w bankach komercyjnych. Wyjątek stanowił rok 2012, w którym banki komercyjne wykazały wyższy udział zagrożonych ekspozycji kredytowych w kredytach ogółem, czego przyczyną mógł być światowy kryzys finan-

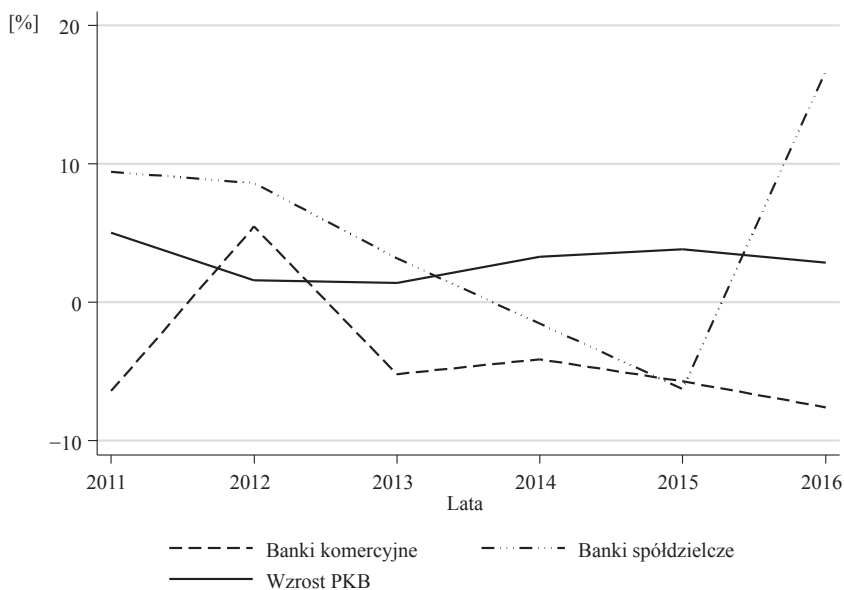
¹ Dane dla danego roku pochodzą z raportu opublikowanego w roku następnym, co umożliwia wykorzystanie wartości skorygowanych. W sektorze banków spółdzielczych wyjątkiem jest rok 2010, dla którego dane pozyskane są z 2-letnim opóźnieniem.

² Dla banków spółdzielczych poziom zagrożonych należności kredytowych sektora niefinansowego, ze względu na ich bardzo wysoki udział w portfelu kredytowym ogółem, utożsamiany jest z poziomem kredytów zagrożonych ogółem.



Rys. 1. Udział kredytów zagrożonych w kredytach ogółem

Źródło: opracowanie własne na podstawie „Informacji o sytuacji banków spółdzielczych i zrzeszających” oraz „Raportów o sytuacji banków”.



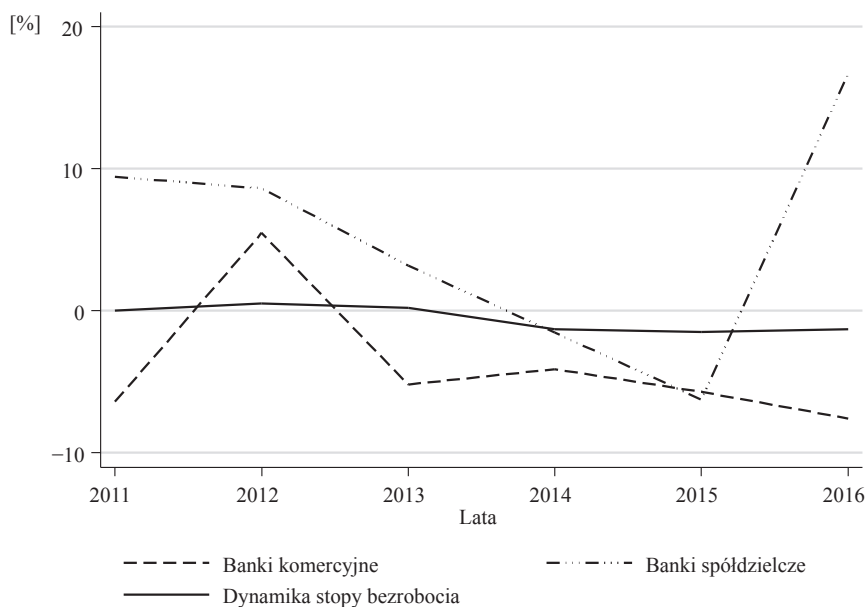
Rys. 2. Wzrost PKB a wzrost udziału kredytów zagrożonych w kredytach ogółem

Źródło: jak na rys. 1.

sowy. Trend poprawy jakości kredytów towarzyszący wzrostowi PKB nie został jednak potwierdzony w przypadku banków spółdzielczych, które w latach 2011-2013 oraz 2016 odnotowały zwiększenie udziału kredytów zagrożonych w należnościach kredytowych ogółem. Oznacza to, że być może banki spółdzielcze w mniejszym stopniu uzależniają akcję kredytową od tempa wzrostu PKB w porównaniu z bankami komercyjnymi, a więc w mniejszym stopniu są wrażliwe na zmiany sytuacji ekonomiczno-gospodarczej kraju.

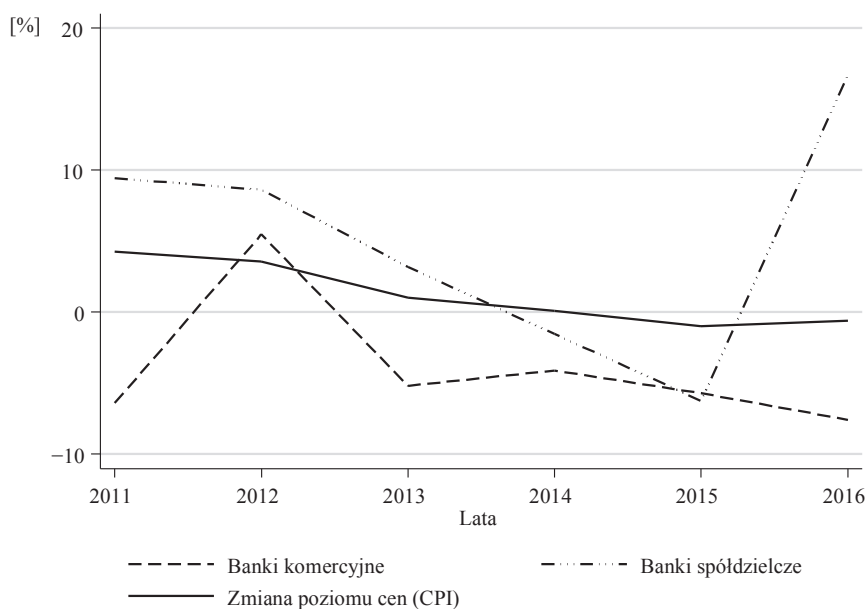
Na rysunku 3 przedstawiono dynamikę zmian udziału kredytów zagrożonych w portfelach kredytowych banków oraz kształtowanie się dynamiki stopy bezrobocia. Na podstawie danych można wywnioskować, iż w 2011, przy prawie niezmiennym w stosunku do roku poprzedniego poziomie bezrobocia, w bankach komercyjnych wystąpiło znaczne polepszenie jakości kredytów, co nie zostało zaobserwowane w przypadku banków spółdzielczych, które zwiększyły udział kredytów zagrożonych w portfelu kredytowym. W 2012 roku wzrostowi bezrobocia towarzyszyło zwiększenie udziału zagrożonych należności kredytowych w kredytach ogółem zarówno w bankach komercyjnych, jak i bankach spółdzielczych. Rok 2013 na tle niewiele dodatniej dynamiki bezrobocia, podobnie jak rok 2011, był rokiem pogorszenia jakości kredytów banków spółdzielczych przy jednoczesnej poprawie jakości należności kredytowych w bankach komercyjnych. Lata 2014-2015 były okresem spadku bezrobocia oraz zmniejszenia udziału kredytów zagrożonych w kredytach ogółem w całym sektorze bankowym. Rok 2016, w którym odnotowano mniejszą liczbę osób pozostających bez pracy, zaowocował niższą jakością kredytów w bankach spółdzielczych oraz portfelem kredytowym o lepszej jakości w bankach komercyjnych. Na podstawie analizy danych można stwierdzić, iż od 2014 jakość kredytów banków komercyjnych wiarygodniej odzwierciedlała zmiany sytuacji na rynku pracy, niż miało to miejsce w przypadku portfeli kredytowych banków spółdzielczych.

Rysunek 4 ukazuje inflację oraz dynamikę zmian jakości portfeli kredytowych banków. W roku 2011 dodatniej dynamice cen towarzyszyła również dodatnia dynamika zmian udziału kredytów zagrożonych w kredytach ogółem w bankach spółdzielczych przy jednoczesnej poprawie jakości portfeli kredytowych banków komercyjnych. W roku 2012 zmiany wszystkich analizowanych zmiennych kształtowały się na bardzo zbliżonym poziomie. Z kolei w roku 2013 trend zmian cen w większym stopniu pokrywał się z dynamiką udziału kredytów zagrożonych w kredytach ogółem w bankach komercyjnych niż w bankach spółdzielczych. W latach 2014-2015 zaobserwowano spadek cen oraz ujemną dynamikę zagrożonych należności kredytowych w kredytach ogółem w całym sektorze bankowym. W roku 2016 na tle deflacji miała miejsce poprawa jakości portfeli kredytowych banków komercyjnych oraz znaczne pogorszenie jakości należności kredytowych banków spółdzielczych. Analizując dynamikę zmian cen oraz kształtowanie się udziału kredytów zagrożonych w kredytach ogółem w sektorze bankowym w latach 2010-2016, trudno jednoznacznie określić, czy zmiany jakości kredytów bliższe są zmianom



Rys. 3. Dynamika stopy bezrobocia a udział kredytów zagrożonych w kredytach ogółem

Źródło: jak na rys. 1.



Rys. 4. Poziom inflacji a udział kredytów zagrożonych w kredytach ogółem

Źródło: jak na rys. 1.

poziomu cen w bankach komercyjnych, czy też w bankach spółdzielczych. W latach 2011-2013 dynamika udziału kredytów zagrożonych w należnościach kredytowych ogółem banków spółdzielczych była bliższa trendowi zmian cen w gospodarce, jednak od roku 2014 to zmiany jakości portfeli kredytowych w bankach komercyjnych wydają się w bardziej zbliżonym kierunku reagować na deflację.

5. Zakończenie

Problematyka jakości portfeli kredytowych banków jest coraz częściej podejmowana w analizach literaturowych. Przejawem rosnącego zainteresowania są liczne badania, w których autorzy wskazują na czynniki wywierające wpływ na rozmiary kredytów zagrożonych w sektorze bankowym. W artykule szczególną uwagę zwrócono na kształtowanie się jakości ekspozycji kredytowych na tle wskaźników makroekonomicznych. W przeprowadzonych w pracy analizach wykazano, że wzrostowi PKB towarzyszyła poprawa jakości ekspozycji kredytowych banków komercyjnych. Ponadto zaobserwowano, iż na tle spadku stopy bezrobocia miało miejsce zmniejszenie udziału kredytów zagrożonych w kredytach ogółem w bankach komercyjnych. Wyciągnięto także wnioski, zgodnie z którymi bliższe inflacji w latach 2011-2013 były zmiany jakości należności kredytowych w bankach spółdzielczych, natomiast dynamice cen w latach 2014-2016 bardziej odpowiadał trend zmian jakości portfeli kredytowych w bankach komercyjnych. Osiągnięte wyniki sugerują, iż środowisko makroekonomiczne, w którym funkcjonują banki, ma duże znaczenie dla jakości ich portfeli kredytowych. Oznacza to możliwość oceny bądź predykcji kształtowania się zmian w poziomach kredytów zagrożonych na podstawie analizowanych wskaźników makroekonomicznych.

Literatura

- Becchetti L., Ciciretti R., Paolantonio A., 2016, *The cooperative bank difference before and after the global financial crisis*, Journal of International Money and Finance, no. 69.
- Beck R., Jakubik P., Piloiu A., 2015, *Key determinants of non-performing loans: new evidence from a global sample*, Open Economies Review, no. 26(3).
- Dimitrios A., Helen L., Mike T., 2016, *Determinants of non-performing loans: Evidence from Euro area countries*, Finance Research Letters, no. 18.
- Espinoza R., Prasad A., 2010, *Nonperforming Loans in the GCC Banking Systems and their Macroeconomic Effects*, IMF Working Paper 2010, no. 10/224.
- Ferri G., Kalmi P., Kerola E., 2014, *Does bank ownership affect lending behavior? Evidence from the Euro area*, Journal of Banking and Finance, no. 48.
- Ghosh A., 2015, *Banking-industry specific and regional economic determinants of non-performing loans: Evidence from US states*, Journal of Financial Stability, no. 20.
- Hasan I., Jackowicz K., Kowalewski O., Kozłowski Ł., 2014, *Bank ownership structure, SME lending and local credit markets*, Bank of Finland Research Discussion Paper, no. 22/2014.

- Jackowicz K., Kozłowski Ł., 2016, *Which came first, the chicken or the egg? Banks and firms on local banking market*, Finance a uver – Czech Journal of Economics and Finance, no. 33(6).
- Jakubik P., Reiningger T., 2013, *Determinants of nonperforming loans in central, eastern and south-eastern Europe, focus on European economic integration*, Oesterreichische Nationalbank, no. 3.
- Kauko K., 2012, *External deficits and non-performing loans in the recent financial crisis*, Economics Letters, no. 115.
- Kil K., Miklaszewska E., 2015, *Determinanty generowania kredytów gospodarczych w okresie pokryzysowym na przykładzie polskiego sektora banków spółdzielczych*, Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego, Studia i Prace, nr 3(2), Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Klein N., 2013, *Non-performing loans in CESEE: Determinants and impact on macroeconomic performance*, International Monetary Fund Working Paper, no. 13/72.
- Kołodziej E., 2014, *Banki spółdzielcze jako uczestnik rynku usług bankowych*, Roczniki Naukowe Stowarzyszenia Ekonomistów Rolnictwa i Agrobiznesu, nr 6 (XVI), Stowarzyszenie Ekonomistów Rolnictwa i Agrobiznesu, Poznań.
- Kozak S., 2013, *Kryzys finansowy a działalność kredytowa banków spółdzielczych w Polsce*, Roczniki Naukowe Stowarzyszenia Ekonomistów Rolnictwa i Agrobiznesu, nr 4 (XV), Stowarzyszenie Ekonomistów Rolnictwa i Agrobiznesu, Poznań.
- Marki V., Tsagkanos A., Bellas A., 2014, *Determinants of non-performing loans: the case of Eurozone*, Panoeconomicus, no. 61(2).
- Messai A.S., Jouini F., 2013, *Micro and macro determinants of non-performing loans*, International Journal of Economics and Financial Issues, no. 3(4).
- Skąła D., 2014, *Credit policy in small Polish banks – is there room for income smoothing?*, Roczniki Kolegium Analiz Ekonomicznych SGH, nr 34, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Skarica B., 2014, *Determinants of non-performing loans in Central and Eastern European countries*, Financial Theory and Practice, no. 38(1).