Joanna Lizińska
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

OCENA KONSEKWENCJI PROGRAMÓW SEKURYTYZACJI AKTYWÓW PRZEPROWADZANYCH PRZEZ SPÓŁKI NOTOWANE NA GIEŁDZIE NOWOJORSKIEJ

Wstęp

Problematyka sekurytyzacji jest już od dłuższego czasu dość często poruszana w różnego rodzaju publikacjach, mających zarówno charakter opracowań naukowych, jak i artykułów w prasie codziennej. Jeszcze całkiem niedawno wydźwięk większości opracowań był zasadniczo optymistyczny – zdecydowany nacisk kładziony był na pozytywne konsekwencje sekurytyzacji. Ostatnio podejście większości autorów zmieniło się na zdecydowanie krytyczne, prowadząc często do nieprzychylnych ocen sekurytyzacji. W tym kontekście warto zauważyć, że o ile znane są oczywiste przypadki wykorzystywania idei sekurytyzacji do przeprowadzania malwersacji finansowych, to – z drugiej strony – nie można problemu nadmiernie generalizować, łącząc ze szkodliwymi dla gospodarki konsekwencjami jakiekolwiek transakcje sekurytyzacji podejmowane w przeszłości. Zdaniem autorki, dobrym punktem wyjścia do kompleksowej oceny transakcji sekurytyzacji aktywów może być zastosowanie klasycznych sposobów oceny określonych decyzji podejmowanych przez przedsiębiorstwo.

W transakcji sekurytyzacji aktywów określonego rodzaju aktywa generowane przez przedsiębiorstwo (inicjatora, określanego również aranżerem) są grupowane i wydzielane do specjalnie w tym celu powołanego podmiotu – spółki celowej (spółki specjalnego przeznaczenia, ang. *special purpose vehicle*, SPV), która emituje na ich podstawie papiery wartościowe (ang. *asset-backed securities*, ABS).

W światowej literaturze przedmiotu problem wpływu sekurytyzacji aktywów na wartość przedsiębiorstwa pojawiał się zarówno w opracowaniach o charakterze teoretycznym, jak i – aczkolwiek relatywnie rzadko – w badaniach empirycznych. Prace te jednak w znakomitej większości dotyczą instytucji finansowych, głównie banków.

Istniejąca literatura przedmiotu nie daje jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, czy sekurytyzacja aktywów wpływa na wartość rynkową inicjatora. W warstwie teoretycznej tego problemu znaleźć można argumenty przemawiające za oczekiwaniem zarówno wzrostu wartości dla akcjonariuszy, jak i jej spadku w wyniku przeprowadzenia sekurytyzacji.

Badania, których wyniki zawiera opracowanie, zostały przeprowadzone z punktu widzenia właścicieli przedsiębiorstwa będącego inicjatorem procesu sekurytyzacji, przy czym skoncentrowano się na podmiotach spoza sektora finansowego. Głównym argumentem skłaniającym do zawężenia spektrum podmiotów inicjujących te transakcje w taki właśnie sposób była istniejąca luka w zakresie badań dotyczących programów sekurytyzacji aktywów inicjowanych przez te podmioty. Badania empiryczne przeprowadzono dla spółek notowanych na giełdzie New York Stock Exchange, które w okresie 1985-2008 przeprowadzały transakcje sekurytyzacji aktywów.

1. Dotychczasowe badania

Dotychczas prowadzone na świecie badania empiryczne dotyczące kreowania wartości w procesie sekurytyzacji nie dają jednoznacznych odpowiedzi dotyczących tego, czy właściciele spółki – inicjatora dokonującego sekurytyzacji aktywów – zyskują, czy tracą w wyniku przeprowadzenia przez firmę takiej transakcji. Niedosyt odpowiedzi zauważalny jest w szczególności dla transakcji inicjowanych przez podmioty spoza sektora finansowego.

L.J. Lockwood, R.C. Rutherford i M.J. Herrera (1996) przeprowadzili badania, których istotna część dotyczyła zweryfikowania, czy sekurytyzacja prowadzi do zmiany wartości firmy (inicjatora) i czy charakter tych zmian jest różny w zależności od rodzaju działalności spółki. Okno zdarzenia zdefiniowano, opierając się na dacie publicznej oferty jako $\langle t - 10; t + 10\rangle$, a okno estymacji parametrów modelu określono na podstawie danych z okresu poprzedzającego $\langle t - 111; t - 11\rangle$. Dla całej próby odnotowano ujemne ponadnormalne stopy zwrotu w dniu $t - 1$ i dodatnie ponadnormalne stopy zwrotu w dniu zdarzenia $t0$. W okresie $\langle t - 1; t0\rangle$ dla firm finansowych odnotowano istotne statystycznie dodatnie ponadnormalne stopy zwrotu, a dla banków – stratę wartości. Wyniki dla samych tylko firm niefinansowych nie pozwoliły stwierdzić, iż dokonanie sekurytyzacji prowadzi do zmiany wartości firmy.

D. Gasbarro, M. Stevenson, R.G. Schwebach oraz J.K. Zumwalt (2005) objęli badaniem 24 amerykańskie holdingi bankowe. Na podstawie 255-dniowego okna estymacji kończącego się 46 dni przed dniem ogłoszenia wyznaczono parametry modelu rynkowego. Okno zdarzenia rozciągało się na pięć dni $\langle t - 2; t + 2\rangle$. D. Gasbarro i in. – na podstawie wyników badań przeprowadzonych dla banków

– zwracają uwagę, iż ich wyniki dowodzą, iż zróżnicowanie średnich skumulowanych stóp zwrotu nie zależy tylko od przynależności branżowej, gdyż reakcja zależy także od cech specyficznych inicjatora.

Dyskusja dotycząca przesłanek i efektów sekurytyzacji aktywów koncentrowała się zasadniczo na wpływie tej transakcji na wartość dla akcjonariuszy. Z uwagi na charakter transakcji, powstaje jednak pytanie: czy sekurytyzacja nie jest grą o sumie zerowej, na skutek której mogą zyskać akcjonariusze, ale stracić kredytodawcy? Taki transfer wartości mógłby się zdarzyć, gdyby wierzyciele inicjatora, określając wymaganą stopę zwrotu, nie uwzględniali przy tym możliwości dokonania przez firmę sekurytyzacji i wynikających dla nich konsekwencji dokonania tej transakcji. Na pytanie o transfer wartości spróbował odpowiedzieć w swoich badaniach H. Thomas (1999). W celu zbadania wpływu decyzji o sekurytyzacji na cenę akcji inicjatora obliczono stopę zwrotu z akcji każdej spółki dokonującej sekurytyzacji dla każdego dnia w oknie zdarzenia i odniesiono ją do średniej ważonej rynkowej stopy zwrotu. Tym samym otrzymano dzienne zwyżkowe stopy zwrotu dla danej firmy. Przyjęto podział na banki, firmy finansowe, firmy przemysłowe, firmy detaliczne. Dla większości grup (za wyjątkiem ostatniej z wymienionych) osiągnięto istotne statystycznie średnie nadwyżkowe stopy zwrotu z akcji – łącznie dla wszystkich grup średnio 4,9% (najwięcej dla firm przemysłowych). Nadwyżkowe stopy zwrotu realizowane na obligacjach były co prawda dodatnie, ale nieistotne statystycznie. Tym samym przyjęto, iż nie można stwierdzić, że istnieje negatywna reakcja na ogłoszenie decyzji o sekurytyzacji świadcząca o transferze wartości od wierzycieli do akcjonariuszy.

Badania oparte na analizie zdarzeń dotyczące sekurytyzacji aktywów przeprowadzane były również dla rynków innych niż amerykańskie, czego przykładem może być opracowanie P.M. Solano, J.Y. Guirao i F.L. Martinez (2006). Przedmiotem tych badań były jednakże wyłącznie banki.

Przeprowadzone studia literaturowe w zakresie opracowań wykorzystujących podejście oparte na analizie zdarzeń do badania konsekwencji sekurytyzacji potwierdzają, iż dotychczasowe badania dotyczące transakcji dokonywanych przez podmioty sektora pozafinansowego trudno uznać za wyczerpujące.

2. Źródła danych

Źródłem informacji do badań prezentowanych w niniejszym rozdziale była baza Thomson ONE Banker, oferowana w ramach usług świadczonych on-line przez firmę Thomson Reuters.

Pierwszym etapem prowadzonych badań empirycznych było dokonanie ogólnej charakterystyki transakcji sekurytyzacji aktywów przeprowadzonych przez podmioty z sektora pozafinansowego w Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej

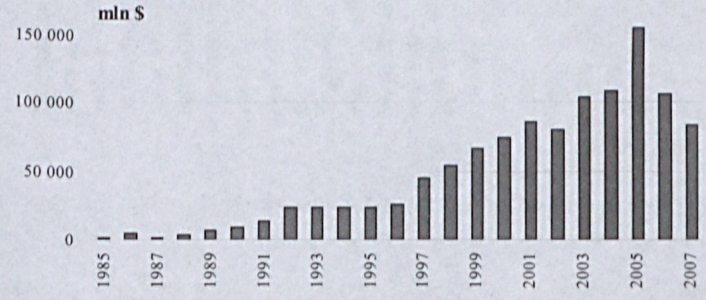
w okresie od 1 stycznia 1985 r. do 30 września 2008 r. Wnioski płynące z tak przeprowadzonej analizy były również punktem wyjścia do wyłonienia próby badawczej do zasadniczych badań, uwzględniających podejście oparte na analizie zdarzeń.

Następnie badaniami opartymi na metodologii analizy zdarzeń objęto tylko część transakcji, o których informacje były zawarte we wspomnianej bazie wyjściowej, gdyż właściwa próba badawcza objęła tylko te przedsiębiorstwa z sektora pozafinansowego, których akcje notowane były na New York Stock Exchange (NYSE). Tym samym próba badawcza objęła 185 transakcji sekurytyzacji aktywów podjętych przez 62 inicjatorów. Łączna ich wartość wyniosła blisko 92 mld dol., przy średniej wartości transakcji na poziomie 495 mln dol. i medianie na poziomie 300 mln dol. Transakcje te podzielone były łącznie na 463 transze, o średniej liczbie równiej 2,5 transze na emisję.

3. Charakterystyka transakcji sekurytyzacji aktywów

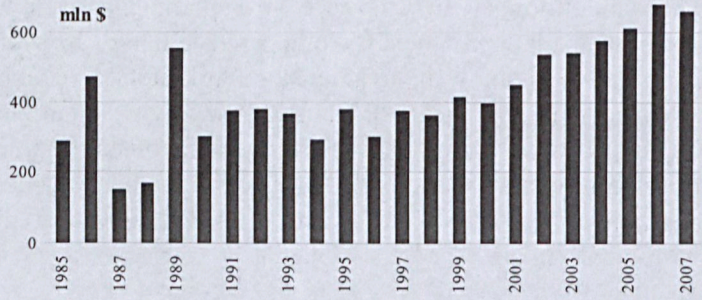
Początkowo sekurytyzacji aktywów dokonywały tylko podmioty z sektora finansowego w Stanach Zjednoczonych. Z czasem coraz bardziej powszechne stało się wykorzystanie sekurytyzacji aktywów również przez podmioty z sektora pozafinansowego.

W Stanach Zjednoczonych w sektorze pozafinansowym rekordowy był 2005 r. – łączna wartość dokonanych transakcji sekurytyzacji aktywów wyniosła 154 mld dol. w stosunku do roku poprzedniego był to wzrost o 43%. Rok kolejny wiązał się z dużym spadkiem łącznej wartości transakcji do poziomu zbliżonego do 2004 r. (nieco ponad 100 mld dol.). W 2007 r. łączna wartość transakcji wyniosła 83 mld dol. Zmiany łącznej wartości transakcji sekurytyzacji aktywów przeprowadzonych w Stanach Zjednoczonych przez firmy niefinansowe w okresie 1985-2007 przedstawia rysunek 1.



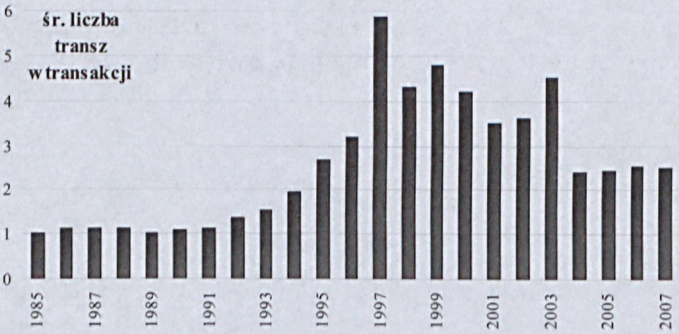
Rysunek 1. Wartość transakcji sekurytyzacji dokonywanych w USA przez podmioty z sektora pozafinansowego, w latach 1985-2007
Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji z bazy Thomson ONE Banker.

Średnia wartość transakcji sekurytyzacji zmieniała się mniej dynamicznie niż łączna wartość transakcji. W 2006 r. była ona największa i wyniosła 684 mln dol. Zmiany w tym zakresie przedstawia rysunek 2.



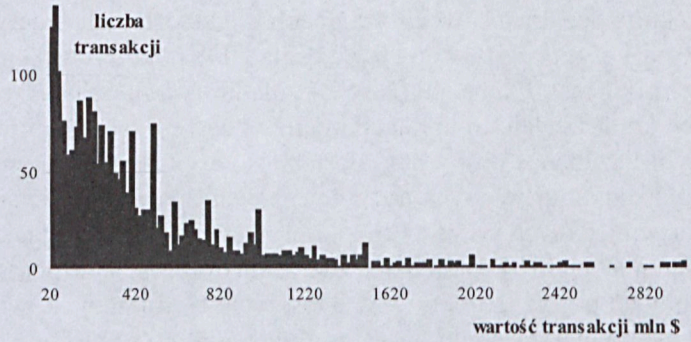
Rysunek 2. Średnia wartość transakcji sekurytyzacji dokonywanych w USA przez podmioty z sektora pozafinansowego w latach 1985-2007
Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji z bazy Thomson ONE Banker.

Średnia liczba transz w transakcjach sekurytyzacji aktywów wykazywała przez wiele lat tendencję rosnącą (rys. 3) i w latach 1998-2003 wynosiła około 4-5 transz. Od 2004 r. średnia liczba transz w transakcji zdecydowanie spadła do 2-3 transz.



Rysunek 3. Średnia liczba transz w transakcjach sekurytyzacji
Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji z bazy Thomson ONE Banker.

Na rysunku 4 przedstawiono rozkład wartości transakcji dokonywanych w latach 1985-2007 w USA przez podmioty z sektora pozafinansowego. Przyjęto rozpiętość przedziału na poziomie 20 mln dol.



Rysunek 4. Rozkład wartości transakcji dla sekurytyzacji aktywów dokonywanych w latach 1985-2007 w USA przez podmioty z sektora pozafinansowego
Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji z bazy Thomson ONE Banker.

Wnioski płynące z analizy rozkładu wartości transakcji potwierdzają, iż sekurytyzacja wiąże się zazwyczaj z osiąganiem znacznych wpływów. Fakt, że sekurytyzacji podlega zazwyczaj pula aktywów znacznej wartości, jest jedną z cech charakterystycznych tej transakcji.

4. Zastosowana metoda badawcza

Badania zmierzające do oceny skutków dokonania sekurytyzacji aktywów dla rynkowej wartości kapitału własnego przeprowadzono, stosując metodę określaną mianem analizy zdarzeń (ang. *event-study methodology*). Przyjęto, iż odzwierciedleniem zmian wartości przedsiębiorstwa są zmiany cen papierów wartościowych (tutaj – akcji), emitowanych przez daną spółkę (Campbell, Lo i MacKinlay 1997).

Badania przeprowadzono, realizując kolejne zadania badawcze:

1) określenie zdarzenia oraz określenie kryteriów doboru spółek do analizy i charakterystyka próby;
2) określenie sposobów obliczeń oraz dobór właściwych parametrów koniecznych do ich aplikacji;
3) szacowanie teoretycznych stóp zwrotu;
4) pomiar nadzwyczajnych (zwykłych i skumulowanych) stóp zwrotu dla okna zdarzenia;
5) procedura szacowania średnich zwyżkowych nadzwyczajnych stóp zwrotu i/lub średnich skumulowanych zwyżkowych nadzwyczajnych stóp zwrotu;
6) procedura testowania istotności wyników oraz prezentacja wyników badań i ich interpretacja.

Badaniem objęto transakcje sekurytyzacji aktywów przeprowadzone przez podmioty z sektora pozafinansowego w Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej w okresie od 1 stycznia 1985 do 30 września 2008 r., których akcje notowane były na New York Stock Exchange (NYSE) i dla których możliwe było zgromadzenie danych koniecznych do aplikacji analizy zdarzeń. Głównym czynnikiem ograniczającym liczebność próby była dostępność do danych rynkowych (notowań akcji spółek dokonujących sekurytyzacji) powiązana z trudnościami wynikającymi z połączenia danych rynkowych z informacjami o transakcjach.

Okno zdarzenia objęło trzy dni: dzień zdarzenia oraz dzień bezpośrednio przed i po dokonaniu sekurytyzacji aktywów. Obserwację zmian rynkowej wartości przedsiębiorstwa-inicjatora przeprowadzono więc dla dni określonych przedziałem $\langle t-1;\ t+1\rangle$. Badania zaprojektowano w ten sposób, iż okno zdarzenia oraz okno estymacji oddzielone są okresem przerwy – przyjęto, iż czas przerwy będzie eliminował 90 kolejnych stóp zwrotu z okresu bezpośrednio poprzedzającego okno zdarzenia (co było wynikiem pewnego kompromisu pomiędzy dostępnymi w literaturze przedmiotu szacunkami długości okresu od momentu ogłoszenia zamiaru dokonania emisji ABS do momentu jego realizacji).

Do szacowania ponadnormalnych stóp zwrotu wykorzystano model podstawowy – model rynkowy oraz model dodatkowy – model indeksowy. Obliczenia dla modelu rynkowego oraz modelu indeksowego odbywały się zasadniczo z wykorzystaniem wartości indeksu NYSE Composite (NYSE), chociaż uwzględniono również porównanie rezultatów dla badań opartych na indeksie Standard & Poor's 500 (SP500) oraz Dow Jones Industrials (DJI). W toku formułowania koniecznych parametrów przyjęto również, iż badania będą przeprowadzone dla różnych okresów estymacji. W pracy zaprezentowano wyniki badań dla trzech okresów: $\langle t-322;\ t-92\rangle$ oraz dla $\langle t-292;\ t-92\rangle$ i $\langle t-262;\ t-92\rangle$.

W modelu rynkowym zakłada się, iż stopy zwrotu, które zostałyby osiągnięte przez daną spółkę, gdyby do zdarzenia nie doszło, opisuje relacja pomiędzy stopami zwrotu dla akcji danej spółki a rynkową stopą zwrotu (Brown i Warner 1985). Ponadnormalne stopy zwrotu dla zdarzenia *i* w dniu *t* dla modelu rynkowego wyznaczone są poprzez równanie:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \left(\alpha_i + \beta_i R_{i,t}^m\right),$$

gdzie:

$R_{i,t}$ – dzienna stopa zwrotu z akcji danej spółki dla zdarzenia *i*,

$R_{i,t}^m$ – dzienna stopa zwrotu tzw. portfela rynkowego (tutaj – wybranego indeksu giełdowego) dla danego dnia *t*,

α_i, β_i – parametry równania regresji określone na podstawie stóp zwrotu z okresu estymacji dla *i*-tej spółki i portfela rynkowego.

Parametry modelu są szacowane za pomocą estymatorów charakterystycznych dla metody najmniejszych kwadratów:

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=T_A}^{T_B-1}\left(R_{i,t} - \overline{R}_i\right)\left(R_{i,t}^m - \overline{R}_i^m\right)}{\sum_{t=T_A}^{T_B-1}\left(R_{i,t}^m - \overline{R}_i^m\right)^2},$$

$$\alpha_i = \frac{1}{L_2}\left(\sum_{t=T_A}^{T_B-1} R_{i,t} - \beta_i \sum_{t=T_A}^{T_B-1} R_{i,t}^m\right),$$

gdzie:

T_A – pierwszy dzień okna estymacji,

$T_B - 1$ – oznacza ostatni dzień okresu estymacji,

L_2 – liczba dni w okresie estymacji.

W badaniach prowadzonych z użyciem modelu indeksowego zakłada się, iż w danym dniu t zwyżkowa stopa zwrotu dla akcji spółki (dla i-tego zdarzenia) to różnica pomiędzy rzeczywistą stopą zwrotu dla i-tej spółki w tym dniu t ($R_{i,t}$) a stopą zwrotu portfela rynkowego dla danego dnia t ($R_{i,t}^m$) określaną na podstawie indeksu giełdowego, co jest zgodne z formułą:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{i,t}^m.$$

Średnie zwyżkowe stopy zwrotu dla danego dnia ($AR_{i,t}$) podlegały dalszej agregacji – szacowano średnie skumulowane zwyżkowe stopy zwrotu:

$$\overline{CAR}\langle t-1, t+1\rangle = \sum_{t=t-1}^{t+1} \overline{AR_t}\,.$$

W celu sprawdzenia, czy dokonanie sekurytyzacji aktywów wpływa na wartość rynkową inicjatora sformułowano hipotezę zerową (H_0) mówiącą o tym, iż średnie skumulowane zwyżkowe stopy zwrotu w oknie zdarzenia $\overline{CAR}\langle t-1; t+1\rangle$ równe są zero. Zgodnie z hipotezą alternatywną (H_1), średnie skumulowane zwyżkowe stopy zwrotu w oknie zdarzenia $\overline{CAR}\langle t-1; t+1\rangle$ są różne od zera.

W celu stwierdzenia istotności osiągniętych $\overline{CAR}\langle t-1; t+1\rangle$ zastosowano statystyką testową t, taką że:

$$statystyka\ t = \frac{\overline{CAR}\langle t-1, t+1\rangle}{\sqrt{L_1}\hat{S}(\overline{AR_t})},$$

gdzie:

$$\hat{S}(AR_t) = \sqrt{\frac{1}{L_2 - 1}\sum_{t=T_A}^{T_B-1}\left(AR_t - \overline{AR}\right)^2},$$

$$\overline{AR} = \frac{1}{L_2}\sum_{t=T_A}^{T_B-1} AR_t,$$

gdzie:

L_1 – liczba dni w oknie zdarzenia,

L_2 – liczba dni w okresie estymacji (Ahern 2008).

Statystykę testową porównano z wartością krytyczną dla rozkładu t-studenta danego poziomu istotności, przyjmując gradację $\alpha = 0{,}01$, $\alpha = 0{,}05$, $\alpha = 0{,}1$ (Aczel 2000).

5. Rezultaty badań

Przyjęcie odmiennych długości okresów estymacji, wykorzystanie różnych indeksów giełdowych oraz modeli obliczania zwyżkowych stóp zwrotu pozwoliło na oszacowanie wariantów średnich ponadnormalnych skumulowanych stóp zwrotu.

Wyniki aplikacji analizy zdarzeń w celu sprawdzenia, czy dokonanie sekurytyzacji aktywów wpływa na wartość rynkową inicjatora, zawiera tabela 1. Dla modelu rynkowego wyniki szacowania średnich zwyżkowych skumulowanych stóp zwrotu $\overline{CAR}\langle t-1; t+1\rangle$ zaprezentowano dla dziewięciu kombinacji parametrów (trzy długości okresu estymacji $\langle t-322; t-92\rangle$, $\langle t-292; t-92\rangle$ oraz $\langle t-162; t-92\rangle$ i trzy indeksy giełdowe *NYSE*, *SP500*, *DJI*). W tabeli naniesiono również wyniki testowania hipotezy zerowej z wykorzystaniem statystyki t, dla różnych poziomów istotności.

Tabela 1. Średnie nadzwyczajne skumulowane stopy zwrotu realizowane w wyniku dokonania sekurytyzacji aktywów

	Model rynkowy $CAR_{<t-1;t+1>}$	Model indeksowy $CAR_{<t-1;t+1>}$
Okres estymacji <-322;-92>		
Indeks *NYSE*	0,475*	0,500*
Indeks *SP500*	0,486*	0,482*
Indeks *DJI*	0,478*	0,495*
Okres estymacji <-292;-92>		
Indeks *NYSE*	0,483*	0,500*
Indeks *SP500*	0,494*	0,482*
Indeks *DJI*	0,475*	0,495*
Okres estymacji <-262;-92>		
Indeks *NYSE*	0,469*	0,500*
Indeks *SP500*	0,483*	0,482*
Indeks *DJI*	0,465	0,495*

* Istotność na poziomie 0,1.
Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji z bazy Thomson ONE Banker.

Na podstawie osiągniętych wyników można stwierdzić, iż generalnie sekurytyzacja prowadziła do wzrostu rynkowej wartości kapitałów własnych spółki-inicjatora, aczkolwiek zauważyć należy, iż skumulowane średnie nadzwyczajne stopy zwrotu były istotne na poziomie 10%.

Zakończenie

Zastosowanie analizy zdarzeń do określenia oceny konsekwencji programów sekurytyzacji aktywów pozwala sformułować wniosek, iż w odniesieniu do programów sekurytyzacji aktywów inicjowanych w USA w okresie 1985-2007 przez podmioty notowane na New York Stock Exchange sekurytyzacja prowadziła zasadniczo do wzrostu rynkowej wartości kapitałów własnych spółki-inicjatora.

Uzyskane rezultaty uzasadniają jednak kontynuację prac nad podjętym problemem, chociażby w zakresie poszukiwania nowych obszarów wyjaśniających konsekwencje programów sekurytyzacji aktywów przeprowadzanych na świecie. Pogłębionych studiów wymagają też kwestie związane z wpływem sekurytyzacji aktywów na wartość przedsiębiorstwa w długim okresie.

Zastosowana w opracowaniu metoda oceny konsekwencji programów sekurytyzacji jest metodą dość powszechnie, i od długiego już czasu, wykorzystywaną w nauce finansów na świecie. Osiągnięte wyniki skłaniają jednak również do stwierdzenia, że problematyka sekurytyzacji aktywów w kontekście wartości przedsiębiorstwa pozostaje nadal otwarta dla dalszych inspiracji naukowych. Bardzo ważnym wyzwaniem w najbliższej przyszłości będzie niewątpliwie skonfrontowanie wniosków płynących z przeprowadzonych badań – w warstwie teorii finansów przedsiębiorstw, w warstwie modelowej i empirycznej – z tymi, jakie płyną z obserwacji trwającego obecnie międzynarodowego kryzysu finansowego, chociażby poprzez doskonalenie warsztatu metodologicznego służącego badaniu takich zjawisk jak sekurytyzacja aktywów.

Bibliografia

Aczel A.D. (2000), *Statystyka w zarządzaniu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Ahern K.R. (2008), *Sample Selection and Event Study Estimation*, http://ahern.bol.ucla.edu/, s. 1-41.

Brown S.J., Warner J.B. (1985), *Using daily stock returns – the case of event studies*, Journal of Financial Economics, Vol. 14, s. 3-31.

Campbell J.Y., Lo A.W., MacKinlay A.C. (1997) *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.

Gasbarro D., Stevenson M., Schwebach R.G., Zumwalt, J.K. (2005), *The response of bank share prices to securitization announcements*, Quarterly Journal of Business & Economics, Vol. 44, s. 89-105.

Lockwood L.J., Rutherford R.C., Herrera M.J. (1996), *Wealth effects of asset securitization*, Journal of Banking and Finance, Vol. 20, s. 151-164.

Solano P.M., Guirao J.Y., Martinez F.L. (2006), *Asset Securitization: Effects on Value of Banking Institutions*, http://www.fep.up.pt/conferencias, s. 1-29.

Thomas H. (1999), *A preliminary look at gains from asset securitization*, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Vol. 9, s. 321-333.

WEALTH EFFECTS OF ASSET SECURITIZATION FOR THE NYSE-LISTED ORIGINATORS

Summary

The study concentrates on off-balance sheet securitization, that involves transferring assets to special purpose vehicle. The aim of the research was to answer the question about wealth effects of asset securitization for corporations as existing results for non-financial firms seem to be not sufficient.

Empirical analysis of asset securitization transactions results in demonstrating some general tendencies for US asset-backed securitization transactions. Empirical research of the influence of asset securitization on corporate market value concentrates on transactions from the period 1985-2008 that were originated by corporations listed on New York Stock Exchange, NYSE. The cumulative mean abnormal returns are observed to show securitization wealth consequences, with the implementation of market and index model, for NYSE Composite Index, Standard & Poor's 500 Index and Dow Jones Industrials Index.

The results of event study show that asset securitization effects on corporate market value seem to be positive and significant.