

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

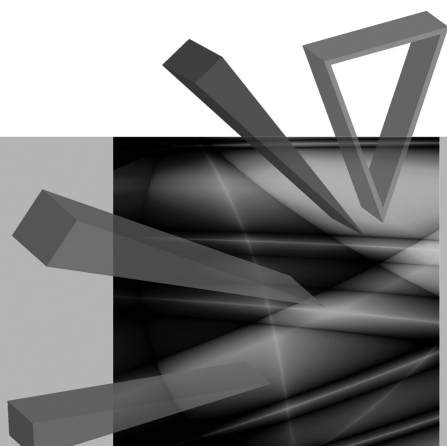
RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

315

Integracja i kryzysy na lokalnych i globalnych rynkach we współczesnym świecie

Tom 1



Redaktorzy naukowi

Jan Rymarczyk

Małgorzata Domiter

Wawrzyniec Michalczyk



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2013

Redakcja wydawnicza: Anna Grzybowska, Aleksandra Śliwka

Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz

Korekta: K. Halina Kocur

Łamanie: Beata Mazur

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się

na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie

wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wrocław 2013

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-400-4 (tom 1)

ISBN 978-83-7695-327-4 (całość)

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	11
Franciszek Adamczuk , Współpraca gospodarcza na pograniczu polsko-czeskim – aspekty przestrzenne i instytucjonalne.....	13
Marzena Adamczyk , Rola Rady Stabilności Finansowej w zapobieganiu kryzysom finansowym.....	24
Eric Ambukita , Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w województwie wielkopolskim	33
Anna Barwińska-Małajowicz , Absolwenci szkół wyższych w kontekście (nie)dostosowania oferty edukacyjnej do potrzeb pracodawców. Analiza porównawcza na przykładzie wybranych regionów w Polsce i Niemczech	43
Zbigniew Bentyn , Kryzys polityczny i jego logistyczne konsekwencje dla międzynarodowej sieci dostaw	54
Zbigniew Binek , Minimalizacja kosztów wprowadzenia euro w Polsce – doświadczenia krajów wchodzących do Unii Europejskiej w 2004 roku oraz rozwiązania własne	64
Joanna Bogolębska , Doświadczenia gospodarki światowej ze stanami globalnych nierównowag płatniczych w kontekście ich kryzysogenności.....	74
Jarosław Brach , Pozycja polskich międzynarodowych drogowych przewoźników ładunków na europejskim rynku drogowego międzynarodowego transportu towarowego – przyczyny sukcesu	85
Magdalena Broszkiewicz , Kreowanie wartości dla akcjonariuszy jako instrument rozwoju i kształtowania atrakcyjności inwestycyjnej współczesnych rynków kapitałowych.....	105
Dominika Brzęczek-Nester , Pozycja konkurencyjna polskiego przetwórstwa przemysłowego w kontekście wyników handlu zagranicznego w latach 2006-2011	115
Katarzyna Brzozowska , Wpływ kryzysu finansowego na otoczenie regulacyjne biznesu we Włoszech	125
Katarzyna Bujan , <i>Cash pooling</i> jako instrument zarządzania płynnością finansową w transnarodowych korporacjach	135
Ignacy H. Chrzanowski , NAFTA jako alternatywna forma integracji gospodarczej. Z perspektywy krajów postkomunistycznych	144
Anna Chrzęściewska , Determinanty rozwoju bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Indiach.....	157
Anna Czech , Kryzysy energetyczne we współczesnym świecie	167
Wioletta Czemiel-Grzybowska , Źródła finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w Europie w warunkach kryzysu	175

Katarzyna Czerewacz-Filipowicz , Polityka antykryzysowa Federacji Rosyjskiej na obszarze Euroazjatyckiej Wspólnoty Gospodarczej	184
Małgorzata Czermińska , Swobody rynku wewnętrznego oraz wspólna polityka konkurencji Unii Europejskiej a konkurencyjność przedsiębiorstw...	195
Małgorzata Domiter , Znaczenie globalnych reguł prowadzenia wymiany handlowej ze szczególnym uwzględnieniem KNU dla krajów rozwijających się	208
Jerzy Dudziński , Uwagi o działalności inwestorów finansowych na rynkach towarowych.....	223
Bartosz Fortuński , Czy energetyka światowa integruje się z założeniami polityki energetycznej Unii Europejskiej?.....	234
Elżbieta Golemska , Nowe metody zarządzania logistyką międzynarodową w procesie umiędzynarodawiania polskich przedsiębiorstw	244
Eugeniusz Gostomski , Proces tworzenia unii bankowej w krajach Eurolandu	256
Małgorzata Graćik-Zajackowski , <i>Fair trade</i> : szansa czy zagrożenie dla rozwoju krajów Południa?	267
Tomasz Gutowski , Bezpośrednie inwestycje zagraniczne jako główny sposób inwestowania korporacji transnarodowych w Polsce	277
Marcin Haberla, Sebastian Bobowski , Od uniwersytetu średniowiecznego do uniwersytetu trzeciej generacji	287
Rafał Hryniewiecki , Dyplomacja energetyczna – pomiędzy teorią a praktyką	298
Małgorzata Janicka , Liberalizacja przepływów kapitałowych wobec ewolucji międzynarodowego systemu walutowego	308
Anna H. Jankowiak , Japoński model komunikacji biznesowej a otwarcie japońskiej gospodarki na globalizację	319
Dorota Jankowska, Agnieszka Majka , Zmiany na lokalnych rynkach pracy województwa podkarpackiego w aspekcie przeobrażeń trójsektorowej struktury zatrudnienia	327
Dorota Jarema , Odpowiedź ASEM na światowy kryzys finansowy	337
Bohdan Jeliński , Fundamentalne konsekwencje kryzysu gospodarki globalnej	346
Ewa Klima, Magdalena Rosińska-Bukowska , Kryzys finansowy 2008 – analiza percepcji kryzysu przez społeczeństwo europejskie	357
Barbara Klimas , Kryzys państwa opiekuńczego i trudności w ograniczaniu społecznych funkcji państwa	368
Artur Klimek , Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych z krajów wschodzących do Polski	378
Karolina Klupś , Przepływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych na Ukrainie oraz ukraińskich inwestycji zagranicznych w latach 2004-2013	388
Agnieszka Kłysik-Uryszek , Wpływ kryzysu na aktywność międzynarodową przedsiębiorstw polskich	400
Agnieszka Konopelko , Polityka Unii Europejskiej wobec krajów regionu Kaukazu Południowego w kontekście globalnego kryzysu finansowego ..	410

Radosław Koszewski , Wykorzystanie zbiorów rozmytych w selekcji kandydatów do aliansu	421
Patrycja Krawczyk , Wpływ kryzysu rynków finansowych i bankowych w XXI wieku na ocenę ratingową wybranych państw	429
Anetta Kuna-Marszałek , Budowa powiązań nauki z biznesem – przegląd badań.....	439
Jarosław Kuśpit , Efekty ekonomiczne Europejskiej Polityki Sąsiedztwa Unii Europejskiej wobec państw Europy Wschodniej w okresie kryzysu gospodarczego	450
Aleksandra Kuźmińska-Haberla , Kraj pochodzenia produktu we współczesnej gospodarce.....	459
Małgorzata Stefania Lewandowska, Tomasz Gołębiowski , Innowacyjność a konkurencyjność międzynarodowa polskich przedsiębiorstw przemysłowych. Wyniki badań.....	469
Marek Maciejewski , Wiarygodność kredytowa państw w obliczu kryzysu finansów publicznych	480
Agnieszka Majka , Zróżnicowanie atrakcyjności inwestycyjnej powiatów województwa podkarpackiego.....	493
Dominika Malchar-Michalska , Międzynarodowy handel zbożem w krajach o niskim dochodzie i deficycie żywnościowym w obliczu światowego wzrostu cen żywności w latach 2006-2011	502
Arkadiusz Malkowski , Rola zarządzania strategicznego w budowaniu konkurencyjnego regionu transgranicznego na przykładzie Programu Operacyjnego Współpracy Transgranicznej Republika Czeska – Rzeczpospolita Polska 2007-2013	513
Arkadiusz Malkowski, Agnieszka Malkowska , Creating a competitive region on the example of Pomerania Euroregion	523
Witold Małachowski , Polityka antykryzysowa Niemiec a integracja europejska	533
Jakub Marszałek , Emisja obligacji zamiennych w warunkach światowego kryzysu finansowego	545
Grzegorz Mazur , Nowy kształt powszechnego systemu preferencji celnych Unii Europejskiej	555
Lidia Mesjasz , Doświadczenia historyczne w zakresie niewypłacalności państw – wnioski dla współczesnej polityki gospodarczej.....	566
Joanna Michalczyk , Główne przesłanki bezpieczeństwa żywnościowego Polski i próba jego pomiaru.....	577
Wawrzyniec Michalczyk , Znaczenie wymiany wewnątrzgałęziowej w polskim handlu zagranicznym towarami rolno-spożywczymi	592
Bartosz Michalski , Zaawansowanie technologiczne polskiego eksportu w pierwszej dekadzie XXI wieku	607

Tomasz Michałowski , Kryzys zadłużeniowy w strefie euro a trwałość relacji kursowej euro/frank CFA.....	619
Ewa Mińska-Struzik , Bariery rozwoju eksportu w polskich przedsiębiorstwach wysokiej techniki – wyniki badań własnych	630

Summaries

Franciszek Adameczuk , Economic cooperation in Polish-Czech border – spatial and institutional aspects.....	23
Marzena Adamczyk , The role of Financial Stability Board in preventing financial crises	32
Eric Ambukita , Foreign direct investment in Wielkopolska Voivodeship	42
Anna Barwińska-Małajowicz , High schools graduates in the context of (not) adjusting of educational offer to the employer expectations. Comparative analysis on the example of chosen regions in Poland and Germany	53
Zbigniew Bentyn , The political crisis and its logistic implications for international supply network	63
Zbigniew Binek , Minimizing the costs of introduction of euro in Poland – experience of countries entering the European Union in 2004 and own solutions.....	72
Joanna Bogolebska , The experience of global economy with global imbalances as a crisis-breeding element.....	84
Jarosław Brach , The position of Polish international road freight carriers on the European market of international road freight hauling – reasons behind the success	104
Magdalena Broszkiewicz , Creating value for shareholders as an instrument of growth and development of the investment attractiveness of modern capital markets.....	114
Dominika Brzęczek-Nester , Competitive position of Polish manufacturing in the context of foreign trade performance in the period 2006-2011	124
Katarzyna Brzozowska , The impact of financial crisis on the regulation environment in Italy	134
Katarzyna Bujan , <i>Cash pooling</i> as a tool for liquidity management in transnational corporations	143
Ignacy H. Chrzanowski , NAFTA as an alternative form of economic integration. From the perspective of the post-communist countries.....	156
Anna Chrzęściewska , Determinants of foreign direct investment development in India.....	166
Anna Czech , Energy crises in contemporary world.....	174
Wioletta Czemieli-Grzybowska , Sources of financing small and medium enterprises in Europe during the crisis	183
Katarzyna Czerewacz-Filipowicz , Anti-crisis policy of the Russian Federation in the area of the Eurasian Economic Community	194

Małgorzata Czermińska , Freedom of the internal market and the common EU competition policy and competitiveness of companies.....	207
Małgorzata Domiter , The importance of global trading rules with special regard to the Most Favoured Nation clause for developing countries.....	222
Jerzy Dudziński , Remarks on financial investors' engagement on commodity markets.....	233
Bartosz Fortuński , Is the global energy integrates with EU energy policy objectives?	243
Elżbieta Golemska , New methods of logistics management in the internationalization of Polish firms.....	255
Eugeniusz Gostomski , The process of creating the banking union in the eurozone	266
Małgorzata Grącik-Zajaczkowski , Fair trade: an opportunity or a threat for the development of the South?	276
Tomasz Gutowski , Foreign direct investments as the main way of transnational corporations' investments in Poland.....	286
Marcin Haberla, Sebastian Bobowski , From the medieval university to the university of the third generation.....	297
Rafał Hryniewiecki , Energy diplomacy – theoretical framework and practical applications	307
Małgorzata Janicka , The liberalization of capital flows in the presence of the evolution of the international monetary system.....	318
Anna H. Jankowiak , Japanese business communication model and the opening of the Japanese economy to the process of globalization	327
Dorota Jankowska, Agnieszka Majka , Changes on the local labor markets of the Podkarpackie Voivodeship in terms of the transformation of the three-sector structure of employment.....	336
Dorota Jarema , ASEM response to the global financial crisis	345
Bohdan Jeliński , Main consequences of global economy crisis	356
Ewa Klima, Magdalena Rosińska-Bukowska , The crisis of 2008 – analysis of European society's perception of the phenomenon.....	367
Barbara Klimas , Crisis of the welfare state and difficulties in limiting the social functions of the state.....	377
Artur Klimek , Inflows of foreign direct investment from emerging economies to Poland.....	387
Karolina Klupś , Foreign direct investment in Ukraine and the Ukrainian foreign investment flows in the years 2004-2013	399
Agnieszka Kłysik-Uryszek , Impact of economic crisis on Polish outward FDI	409
Agnieszka Konopelko , The European Union policy towards the countries of the South Caucasus region in the context of the global financial crisis.....	420
Radosław Koszewski , The use of fuzzy sets in the selection of candidates to an alliance	428

Patrycja Krawczyk , Impact of the crisis on financial and banking markets in the 21 st century on the rating of selected countries.....	438
Anetta Kuna-Marszałek , Building cooperation between science and business – literature review	449
Jarosław Kuśpit , Economic effects of the European Neighborhood Policy of the European Union towards the countries of Eastern Europe during the economic crisis	458
Aleksandra Kuźmińska-Haberla , Country of origin of a product in the modern economy	468
Małgorzata Stefania Lewandowska, Tomasz Gołębiowski , Innovativeness and international competitiveness of Polish industry. Research outcomes	479
Marek Maciejewski , The reliability of the states in the face of public finance crisis	492
Agnieszka Majka , Diversification of investment attractiveness of counties in the Podkarpackie Voivodeship.....	501
Dominika Malchar-Michalska , International cereal trade in Low-Income Food-Deficit Countries in the context of the world food price surge 2006-2011 ..	512
Arkadiusz Malkowski , Strategic management in building the competitive region on the example of Cross-border Co-operation Operational Programme of the Republic of Poland and the Czech Republic 2007-2013....	522
Arkadiusz Malkowski, Agnieszka Malkowska , Budowa konkurencyjnego regionu na przykładzie Euroregionu Pomerania.....	532
Witold Malachowski , Anti-crisis policy of Germany and European integration	544
Jakub Marszałek , Convertible bonds issuance in the time of world financial crisis	554
Grzegorz Mazur , A new shape of the Generalised System of Preferences of the European Union	565
Lidia Mesjasz , State insolvency – historical experience and lessons for current economic policy.....	576
Joanna Michalczyk , Main determinants of Poland’s food security and an attempt of its measuring	591
Wawrzyniec Michalczyk , The importance of intra-industry exchange in Polish foreign trade in agri-food products	606
Bartosz Michalski , Technological advancement of Polish exports in the first decade of the 21 st century	618
Tomasz Michalowski , Debt crisis in the eurozone and the sustainability of the euro/CFA franc rate.....	629
Ewa Mińska-Struzik , Barriers for exporting activities in Polish high-tech enterprises – own study results	640

Jakub Marszałek

Uniwersytet Łódzki

EMISJA OBLIGACJI ZAMIENNYCH W WARUNKACH ŚWIATOWEGO KRYZYSU FINANSOWEGO

Streszczenie: Mimo wielu lat rozwoju światowego rynku obligacji zamiennych przesłanki ich emisji wciąż nie zostały jednoznacznie zidentyfikowane. Powstałe koncepcje często nie znajdują potwierdzenia w praktyce. W artykule podjęto próbę analizy zależności pomiędzy aktywnością emitentów obligacji zamiennych a istniejącą koniunkturą rynku akcji. Celem pracy jest weryfikacja hipotezy o szczególnej przydatności finansowania hybrydowego w warunkach niskiej wyceny rynkowej. Przeprowadzona analiza nie pozwala jednak na sformułowanie jednoznacznych wniosków. Obserwacje poczynione na różnorodnych rynkach są bądź trudne do uogólnienia, bądź względem siebie przeciwstawne. W kilku przypadkach wykazano związek pomiędzy zmianami indeksu i wartością emisji, a dla większości badanych rynków zaobserwowano wzrost zainteresowania długiem hybrydowym po istotnym pogorszeniu koniunktury na giełdzie.

Słowa kluczowe: kryzys finansowy, obligacje zamienne, finansowanie.

1. Wstęp

Obligacje zamienne na akcje nie należą do najczęściej wykorzystywanych źródeł finansowania. Przyczyną tego stanu jest w dużej mierze skomplikowana struktura tych instrumentów. Połączenie klasycznej obligacji z amerykańską opcją na akcje stwarza wiele problemów z wyceną oraz szacowaniem ryzyka inwestycyjnego. Wykorzystanie tych instrumentów rodzi ponadto pytanie, dlaczego emitent stosuje tak zawiły sposób pozyskania kapitału, zamiast po prostu wyemitować akcje czy obligacje. To może tworzyć naturalne podejrzenie inwestorów o chęć ukrycia przed nimi części informacji na temat spółki i tym samym zwiększać postrzegane przez nich ryzyko.

Przesłanki emisji obligacji zamiennych wciąż nie zostały jednoznacznie zidentyfikowane. Powstałe koncepcje bardzo często nie znajdują potwierdzenia w praktyce. Mimo to rynek tych instrumentów wciąż się rozwija, co nie pozwala zignorować tej formy finansowania. W niniejszym artykule podjęto próbę analizy zależności pomiędzy aktywnością emitentów obligacji zamiennych a istniejącą koniunkturą rynku akcji. Celem pracy jest weryfikacja hipotezy o szczególnej przydatności finansowa-

nia hybrydowego w warunkach niskiej wyceny rynkowej. Przeprowadzona analiza obejmuje najważniejsze rynki obligacji zamiennych świata i skoncentrowana jest wyłącznie na emitentach funkcjonujących poza sektorem finansowym.

2. Wybrane przesłanki emisji obligacji zamiennych

Problem emisji hybrydowych instrumentów finansowych, zwłaszcza obligacji zamiennych na akcje, jest przedmiotem badań od ponad czterech dekad. Efektem tych prac jest grupa teorii, która wiąże się z koncepcjami struktury finansowania. Pierwsza z nich – hipoteza zastąpienia aktywów, zakłada, że w przypadku inwestycji przedsiębiorstwa finansowanej długiem akcjonariusze będą bardziej skłonni do zwiększenia zadłużenia ze względu na niesymetryczny rozkład korzyści i ryzyka inwestycji¹. W przypadku sukcesu przedsięwzięcia osiągną oni wyższą stopę zwrotu od wierzycieli. Jeśli inwestycja nie powiedzie się, stracą jedynie na potencjalnym spadku wartości akcji, podczas gdy wierzyciele ryzykują całym zainwestowanym kapitałem. Hipoteza zastąpienia aktywów zakłada, że przedsiębiorstwo może emitować dług hybrydowy, aby zmniejszyć konflikt pomiędzy właścicielami a wierzycielami, gdyż w ten sposób dążenia akcjonariuszy do wzrostu ryzyka zmniejszają się². Wynika to z możliwości konwersji długu. Jeśli wartość akcji jest wysoka, co czyni zamianę obligacji prawdopodobną, akcjonariusze nie będą chcieli podejmować dodatkowego ryzyka, aby nie utracić korzyści ze wzrostu wartości spółki. Wówczas wysoka wycena „chroni” wierzycieli przed nadmiernym ryzykiem. Oznacza to, że emisja długu hybrydowego jest szczególnie uzasadniona w warunkach niskiej wyceny spółki, zwłaszcza po dłuższym okresie dekoniunktury. Rośnie wówczas prawdopodobieństwo wzrostu cen akcji, które zabezpieczy interesy wierzycieli do czasu zapadalności długu i da im możliwość dodatkowych korzyści z konwersji. Istnieje wiele opracowań potwierdzających hipotezę zastąpienia aktywów. E. Essig zauważył, że przedsiębiorstwa narażone na wysokie ryzyko finansowe są bardziej skłonne do emisji długu hybrydowego, i wykazał zależności pomiędzy wielkością zadłużenia i stopniem dźwigni finansowej a finansowaniem hybrydowym³. Przeprowadzone badania dowodzą również wyższego tempa wzrostu zyskowności emitentów instrumentów hybrydowych.

¹ M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, no. 3, s. 305-360

² R.C. Green, *Investment incentives, debt, and warrants*, „Journal of Financial Economics” 1984, no. 13, s. 115-136

³ C.M. Lewis, R.J. Rogalski, J.K. Seward, *Is convertible debt a substitute for straight debt or for common equity?*, „Financial Management” 1999, vol. 28, issue 3, s. 3; E. Essig, *Convertible Securities and Capital Structure Determinants*, PhD thesis, Graduate School of Business, University of Chicago, 1991; za: I. Loncarski, ter J. Horst, C. Veld, *Why Do Companies Issue Convertible Bonds: a Review of Theory and Empirical Evidence*, [w:] L. Renneboog (red.), *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, Elsevier, Amsterdam 2006, s. 325.

Nieco inaczej przesłanki stosowania kapitału hybrydowego traktuje hipoteza finansowania niepozornego. Według tej koncepcji przyczyny stosowania zamiennych instrumentów dłużnych należy wiązać z finansowaniem własnym, gdyż efektem zamiany długu jest podniesienie kapitału własnego i wzrost jego udziału w strukturze kapitałowej emitenta. Uważa się zatem, że finansowanie hybrydowe to *de facto* finansowanie własne, tyle że odroczone w czasie. Przedsiębiorstwa natomiast wykorzystują instrumenty zamienne, gdy emisja zwykłego długu jest zbyt kosztowna⁴. Podstawową przesłanką wykorzystania instrumentów hybrydowych w miejsce tradycyjnej emisji akcji jest potrzeba zmniejszenia skutków asymetrii informacyjnej, które mogą prowadzić do wzrostu kosztu alternatywnego finansowania. Warto podkreślić, że koszt ten dotyczy finansowania własnego. Wykorzystanie komponentu dłużnego w instrumencie hybrydowym pozwala na zarządzanie trudnym do kontrowania parametrem utraconych możliwości. Emitent, oferując kupon odsetkowy oraz niższe ryzyko inwestycyjne obligacji, obniża tym samym ryzyko dla inwestorów związane z ewentualnym objęciem akcji. Dzięki temu łatwiej mu może podwyższyć kapitał własny w niesprzyjających warunkach, np. dekonjunktury⁵.

3. Charakterystyka światowego rynku obligacji zamiennych przedsiębiorstw

Rozmiary światowego rynku długu hybrydowego są stosunkowo trudne do uchwycenia. Wynika to ze znacznego udziału emisji plasowanych prywatnie oraz transakcji realizowanych przez podmioty sektora finansowego, zwłaszcza banki, na rzecz swoich klientów. Pierwsza przyczyna utrudnia określenie globalnej wartości przeprowadzanych emisji, druga – ich struktury. Na potrzeby niniejszego opracowania wykorzystano dane podawane przez agencję Bloomberg, największego dostawcę informacji o długu na świecie⁶. Badanie przeprowadzono w latach 2001-2011, aby

⁴ J. Stein, *Convertible bonds as backdoor equity financing*, "Journal of Financial Economics" 1992, no. 32, s. 3-21.

⁵ Należy jednak zauważyć, że w pracach na ten temat wykazano, że publiczna oferta dłużnych instrumentów zamiennych prowadzi do większej przeceny spółki niż emisja obligacji zwykłych, co może powstrzymać spółki w warunkach niskiej wyceny, aby nie prowokować ryzyka wrogiego przejęcia. Zob.: L.Y. Dann, W.H. Mikkelson, *Convertible Debt Issuance, Capital structure change and financing-related information*, "Journal of Financial Economics" 1984, vol. 13, s. 157-186; M. Ammann, M. Fehr, R. Seiz, *New evidence on the announcement effect of convertible and exchangeable bonds*, "Journal of Multinational Financial Management" 2006, no. 16, s. 43-63; K. Elbadraoui, J. Lilti, B. M'Zali, *An analysis of risk changes surrounding French convertible bond offerings*, "Bankers Markets & Investors" 2010, no. 107, s. 1-16; F. Zeidlera, M. Mietznerb, D. Schiereck, *Risk dynamics surrounding the issuance of convertible bonds*, "Journal of Corporate Finance" 2012, no. 18(2), s. 273-290.

⁶ Trudno przypuszczać, że wykorzystana baza dostarcza kompletnych informacji na temat światowego rynku obligacji zamiennych. Niemniej to źródło wydaje się dostatecznie wiarygodne, gdyż dostarcza podobnych informacji jak: *J.P. Morgan Asset Management: Global Convertible Bonds – an update: July 2009*, www.jpmmorgan.com.

Tabela 1. Wartość emisji obligacji zamiennych przedsiębiorstw na świecie w latach 2001-2011 (w mld USD)

Rok	USA	Kanada	Europa	Azja	Reszta świata	Łącznie	Udział (w %)
2001	20,03	0,03	0,93	0,60	0,67	22,27	2,75
2002	3,71	0,07	6,55	0,84	0,00	11,17	1,38
2003	68,70	1,50	20,33	1,22	0,02	91,77	11,33
2004	26,70	1,04	2,39	1,87	1,17	33,17	4,10
2005	18,59	0,22	2,65	4,53	0,43	26,42	3,26
2006	40,63	1,09	3,49	5,46	0,74	51,41	6,35
2007	94,42	6,36	12,17	14,98	0,82	128,75	15,90
2008	36,18	4,86	4,32	25,98	1,30	72,65	8,97
2009	50,39	6,63	45,38	17,48	5,34	125,23	15,46
2010	41,90	8,88	22,25	29,41	49,36	151,79	18,74
2011	30,41	4,98	13,43	36,44	9,99	95,25	11,76
Łącznie	431,66	35,66	133,90	138,82	69,85	809,90	100,00
Udział (w %)	53,30	4,40	16,53	17,14	8,62	100,00	

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy Bloomberg (www.bloomberg.com).

uchwycić okres zarówno dobrej koniunktury na giełdach w latach 2004-2007, jak i załamania rynku rok później.

Światowy rynek obligacji zamiennych (CB) przedsiębiorstw od lat zdominowany jest przez podmioty amerykańskie. Spółki te emitują największą liczbę tych instrumentów. Także wartość emisji jest największa. Spółki z Azji i Europy wyemitowały CB o podobnej wartości, jednak łącznie ledwo przekraczają 60% wartości rynku amerykańskiego. Poza wymienionymi warto wspomnieć o rynku kanadyjskim, który istotnie wyróżnia się na światowej mapie emitentów CB. W ujęciu chronologicznym można zaobserwować wzrost wartości emisji w latach 2007, 2009 i 2010, kiedy to uplasowano ponad połowę obligacji zamiennych z całego badanego okresu.

O ile rynek amerykański można potraktować jako homogeniczny, o tyle ocena pozostałych rynków wymaga komentarza na temat ich struktury. W Europie najczęściej obligacji zamiennych wyemitowały spółki francuskie, wyraźnie dystansując pozostałych przedstawicieli państw Unii Europejskiej. Jest to właściwe jedyny istotny globalnie rynek CB z tego regionu. Holandia i Luksemburg są ważne na rynku w Europie, ale ich udział światowy jest znikomy. Ciekawe wydaje się także stosunkowo niewielkie znaczenie emisji przeprowadzonych przez podmioty niemieckie i brytyjskie. Warto ponadto zauważyć, że wybrane rynki europejskie reprezentują największe gospodarki Unii, a mimo to emisje CB tam przeprowadzone nie zdominowały istotnie rynku UE po 2004 roku. Świadczy to o istniejącym rozproszeniu emitentów obligacji zamiennych na tym obszarze.

Tabela 2. Wartość emisji obligacji zamiennych przedsiębiorstw w wybranych krajach Europy w latach 2001-2011 (w mld USD)

Rok	Francja	Holandia	Luksemburg	Wielka Brytania	Niemcy	Łącznie	Udział (w %)	
							europejski	światowy
2001	0,00	0,79	0,00	0,00	0,00	0,79	84,14	3,53
2002	3,29	0,45	1,18	0,00	0,11	5,03	76,74	44,97
2003	14,66	5,60	0,00	0,02	0,04	20,33	100,00	22,15
2004	0,00	0,00	0,30	0,00	0,04	0,34	14,10	1,02
2005	1,12	0,00	0,00	0,68	0,00	1,80	68,08	6,83
2006	0,02	0,22	2,10	0,19	0,03	2,56	73,39	4,98
2007	2,27	4,02	0,00	0,69	1,17	8,15	66,98	6,33
2008	0,94	0,00	0,13	0,04	1,30	2,42	55,88	3,32
2009	12,74	3,82	10,49	2,90	0,46	30,41	67,01	24,28
2010	2,51	3,88	1,91	2,91	0,46	11,68	52,50	7,69
2011	3,93	1,80	0,00	1,72	1,06	8,52	63,46	8,95
Łącznie	41,49	20,58	16,12	9,16	4,67	92,03		
Udział europejski (w %)	30,99	15,37	12,04	6,84	3,49			
Udział światowy (w %)	5,12	2,54	1,99	1,13	0,58			

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy Bloomberg (www.bloomberg.com).

Tabela 3. Wartość emisji obligacji zamiennych przedsiębiorstw w wybranych krajach Azji w latach 2001-2011 (w mld USD)

Rok	Japonia	Chiny	Tajwan	Indie	Korea Południowa	Łącznie	Udział (w %)	
							azjatycki	światowy
2001	0,44	0,00	0,00	0,00	0,00	0,44	74,16	1,99
2002	0,33	0,00	0,00	0,00	0,00	0,33	39,31	2,96
2003	0,86	0,20	0,00	0,00	0,00	1,06	86,93	1,16
2004	1,11	0,20	0,24	0,08	0,06	1,69	90,27	5,09
2005	1,00	0,52	0,00	0,17	0,26	1,95	42,95	7,37
2006	3,63	0,46	0,00	0,99	0,29	5,37	98,25	10,44
2007	2,72	8,37	1,16	1,96	0,18	14,40	96,08	11,18
2008	11,32	7,28	1,36	0,66	3,04	23,66	91,05	32,56
2009	4,17	1,24	1,36	5,81	1,26	13,84	79,17	11,05
2010	8,88	7,41	7,79	1,62	1,98	27,67	94,09	18,23
2011	8,28	13,01	8,73	0,49	3,35	33,87	92,94	35,56
Łącznie	42,74	38,69	20,64	11,78	10,42	33,87		
Udział azjatycki (w %)	30,79	27,87	14,87	8,49	7,50			
Udział światowy (w %)	5,28	4,78	2,55	1,46	1,29			

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy Bloomberg (www.bloomberg.com).

W przypadku rynku azjatyckiego obserwuje się silną koncentrację podaży CB. Pięć największych rynków praktycznie reprezentuje ten region. Wciąż najwięcej emisji przeprowadza się w Japonii, ale warto dostrzec rosnącą rolę spółek chińskich. Podmioty z tych dwóch krajów dominują na Dalekim Wschodzie, co zresztą nie dziwi, gdyż reprezentują dwie największe gospodarki świata, zaraz po Stanach Zjednoczonych. Na tym tle ciekawa wydaje się rola emitentów tajwańskich w Azji. Nie funkcjonują oni w ramach dużej gospodarki, ale ich udział na rynku zarówno azjatyckim, jak i światowym jest zauważalny. Jest to bardzo silnie rozwijający się rynek obligacji zamiennych, przekraczający swoim rozmiarem te, które funkcjonują w większych gospodarkach, jak choćby indyjski czy południowokoreański. Warto ponadto zauważyć, że dynamiczny wzrost wartości emisji długu hybrydowego przedsiębiorstw jest charakterystyczny dla wszystkich wybranych rynków. W badanym okresie nie tylko zdominowały one rynki dalekowschodnie, ale także odgrywają coraz większą rolę w ujęciu globalnym.

4. Emisje obligacji zamiennych w czasie światowego kryzysu finansowego

Analizując przesłanki emisji obligacji zamiennych, często podkreśla się możliwości zaofiarowania akcji po cenie przewyższającej aktualny kurs spółki. Oznacza to, że tego typu instrumenty mogą się okazać szczególnie przydatne w czasie giełdowej dekoniunktury. Oczywiście trudno przesądzać, że sam fakt bessy czy hossy stanowi przesłankę finansowania hybrydowego. Zależy to przede wszystkim od uwarunkowań mikroekonomicznych danego podmiotu. Można jednak przypuszczać, że koniunktura giełdowa będzie oddziaływać na wycenę spółek, ułatwiając bądź utrudniając emisję akcji i tym samym determinując zasadność stosowania długu hybrydowego.

Aby określić stan koniunktury na giełdzie, wykorzystano roczne stopy zwrotu z najważniejszych indeksów rynków akcji⁷. Do scharakteryzowania zmienności rynku w badanym okresie wyznaczono odchylenie standardowe zmiany indeksu, dzieląc go przez średnią wartość w ciągu roku. Skoncentrowano się wyłącznie na giełdach krajów, z których pochodzą emitenci obligacji zamiennych. Ponieważ największym rynkiem tych papierów wartościowych na świecie są Stany Zjednoczone, jako miarę koniunktury przyjęto roczne zmiany indeksu S&P 500. Drugą pod względem wartości grupą emitentów są podmioty z Europy. Ze względu na silne zróżnicowanie narodowe tego obszaru odniesiono się do największej giełdy strefy euro – Deutsche Borse i jej indeksu DAX: najwięcej emisji długu hybrydowego dokonały jednak spółki francuskie, stąd konieczność uwzględnienia warunków panujących na giełdzie w Paryżu. Koniunktury na obu giełdach do roku 2007 były do

⁷ Do wyznaczenia stopy zwrotu wykorzystano wartości indeksu na zamknięcie sesji. Nie uwzględniano dywidend i praw poboru.

siebie bardzo podobne, jednak później zaczęły się istotnie różnić. Dlatego tym bardziej uzasadnione wydaje się takie wyznaczenie stopy zwrotu, aby uwzględnić warunki giełdy największej i najliczniej reprezentowanej. Z tego powodu jako stopę zwrotu strefy euro przyjęto średnią arytmetyczną zmianę indeksu DAX oraz CAC40 w badanym okresie. Trzecim analizowanym rynkiem jest Tokyo Stock Exchange – ze względu na najliczniej reprezentowaną grupę emitentów z regionu Azji.

W latach 2001-2003 wszystkie badane rynki zanotowały ujemną stopę zwrotu. W tym czasie najmniejsza strata miała miejsce na giełdzie nowojorskiej (NYSE). Rynek ten również charakteryzował się najmniejszą zmiennością na tle pozostałych. Najgorsze wyniki zanotowały giełdy europejskie, które nie tylko osiągnęły najniższe stopy zwrotu, ale także były najbardziej zmienne. Wyrażna poprawa nastrojów nastąpiła w roku 2004 i trwała cztery kolejne lata. Również w tym czasie wyróżnia się giełda nowojorska, która osiągnęła istotnie najniższą stopę zwrotu. Była jednak najbardziej stabilnym rynkiem. Najbardziej zmienna była giełda tokijska (TSE), natomiast największe wzrosty indeksów miały miejsce w Europie. Załamanie koniunktury nastąpiło w 2008 roku. Przez dwa kolejne lata wszystkie giełdy zanotowały silny spadek indeksów, któremu towarzyszył, zwłaszcza w 2008 roku, istotny wzrost zmienności. W kolejnym roku rynki nieco się ustabilizowały, choć wciąż trwała dekonunktura. Symptomy poprawy nastrojów pojawiły się w roku 2010, kiedy indeksy wszystkich giełd zwyżkowały i istotnie zmniejszyła się zmienność. Ponownie wyróżnia się na tle pozostałych rynków NYSE, która nie tylko zanotowała najwyższe wzrosty, ale była też najbardziej stabilna.

Na podstawie danych zawartych w tab. 4 można wyróżnić wyraźne dwa okresy dekonunktury (2001-2003 i 2008-2009) oraz okres wzrostów (2004-2007). Szcze-

Tabela 4. Roczne stopy zwrotu i zmienność indeksów S&P500, Nikkei225, DAX oraz CAC40 w latach 2001-2011 (w %)

Rok	Stopa zwrotu			Zmienność		
	SP	Nikkei	EURO	SP	Nikkei	EURO
2011	11,97	-4,91	1,06	4,89	7,85	11,78
2010	21,81	7,01	17,74	4,35	6,15	5,43
2009	-27,18	-24,19	-21,01	11,41	10,27	11,77
2008	-13,26	-27,75	-20,60	13,35	17,62	15,12
2007	13,64	5,53	19,39	3,30	5,15	5,01
2006	7,95	30,28	22,69	3,06	4,25	4,91
2005	7,78	10,96	16,76	1,89	11,11	6,90
2004	18,42	21,62	21,36	2,58	3,72	2,83
2003	-8,97	-9,55	-19,97	7,13	10,72	10,86
2002	-16,36	-16,60	-25,23	11,27	10,65	19,00
2001	-14,01	-29,37	-20,96	8,25	11,71	11,77

Źródło: opracowanie własne na podstawie Yahoo! Finance (www.finance.yahoo.com).

gólnie interesujące są lata 2002 i 2008, kiedy indeksy giełdowe nie tylko silnie zniżyły, ale również podlegały znacznej zmienności. To bardzo trudny czas na emisję akcji, co stwarza naturalną przesłankę do wykorzystania finansowania hybrydowego. Porównując dane z tab. 1 i 4, dla przypadków emisji w Stanach Zjednoczonych trudno znaleźć dowody potwierdzające tę tezę. Wartości indeksu S&P500 nie są skorelowane z liczbą i wartością przeprowadzonych emisji obligacji zamiennych. Co więcej, w latach 2002 i 2008 obserwuje się gwałtowny spadek aktywności emitentów długu hybrydowego. Przyczyną tego stanu mogą być trudności w finansowaniu jako takim. Okres silnej dekoniunktury to czas dużej nieufności inwestorów wobec rynku. Emitenci długu hybrydowego to często podmioty borykające się z trudnościami finansowymi, co skutkuje nie tylko obniżoną wyceną na giełdzie, ale również wyższym ryzykiem emitowanego długu. W warunkach załamania giełdy inwestorzy mogą ignorować fakt przyszłych wzrostów cen akcji, co utrudnia emisję długu zamiennego.

Dowodem tej tezy może być analiza sytuacji w latach 2005-2006, kiedy NYSE, po okresie silnej aprecjacji cen akcji, przeszła do fazy stabilnego wzrostu. W tym czasie następuje istotne zwiększenie wartości, ale przede wszystkim liczby wyemitowanych obligacji zamiennych. Można to wytłumaczyć nastrojem, jaki panował wówczas na NYSE. Optymizm inwestorów niewątpliwie ułatwiał pozyskanie kapitału przez spółki. Także projekcja wzrostów cen akcji w kwitnącej gospodarce amerykańskiej była bardziej wiarygodna. To mogło istotnie przyczynić się do zwiększenia zainteresowania obligacjami zamiennymi.

Trudno także wykazać istotną zależność w przypadku emisji zrealizowanych przez przedsiębiorstwa japońskie. Przyczyną tego stanu może być silna zmienność rynku w Tokio, której towarzyszą mniejsze zmiany wartości emisji. Ciekawe jest jednak, że rynek długu hybrydowego zwiększa się stopniowo w latach 2001-2007 i osiąga swoje maksimum w czasie największego załamania TSE, w roku 2008. Podobną sytuację można zaobserwować w Korei Południowej. Może to wynikać z faktu zabezpieczania większości długu hybrydowego przez spółki japońskie, przez co nie jest on tak ryzykowny jak w innych krajach. Takie rozwiązanie jest powszechne w gospodarkach Dalekiego Wschodu, a w niektórych, np. tajwańskiej – obligatoryjne. Gwarancja, najczęściej bankowa, długu zmienia jego postrzeganie w oczach inwestorów, a dodana opcja, często korzystnej konwersji, czyni dług hybrydowy bardzo atrakcyjnym, zwłaszcza w warunkach dużej zmienności cen akcji. Wtedy rośnie wartość czasowa opcji i zwiększa się prawdopodobieństwo osiągnięcia ceny konwersji. Dobrym przykładem może tu być choćby rynek obligacji zamiennych Tajwanu, który cały czas wzrasta, bez względu na panującą koniunkturę. W przypadku Chin i Indii nie można sformułować podobnych wniosków. Oba te rynki istotnie różnią się od pozostałych – chiński jest najmłodszy w stosunku do reszty i oparty na regulowanym kursie juana, którego wartość podporządkowana jest potrzebom gospodarki Chin. Z kolei rynek indyjski oparty jest na zupełnie innych regulacjach prawnych.

W przypadku rynków europejskich także trudno o jednoznaczne wnioski. Najciekawszy wydaje się francuski, gdyż tu znajduje potwierdzenie teza wykorzystania obligacji zamiennych w trudnych czasach. Wyraźnie można dostrzec przeciwstawną tendencję zmian pomiędzy koniunkturą na giełdzie a wartością wyemitowanego długu. Zależność jest istotna statystycznie i ujemnie skorelowana (-0,49). Nie zaobserwowano jednak zbieżności zmian wartości emisji ze zmiennością cen na giełdzie. W przypadku rynku holenderskiego także występuje przeciwna zależność pomiędzy zmianami koniunktury giełdowej a wartością wyemitowanych obligacji, jednak związek ten jest już znacznie słabszy (-0,11). Nie występuje również związek z poziomem stabilności cen akcji. Warto także wspomnieć o rynku niemieckim, który zmieniał się też przeciwnie w stosunku do zmian indeksu giełdowego, jednak zależność ta nie jest istotna statystycznie. W przypadku pozostałych przykładów niemożliwe jest określenie jakichkolwiek związków, co przede wszystkim wynika ze specyfiki europejskiego obszaru gospodarczego. Mimo istnienia unii gospodarczej i walutowej, poszczególne kraje różnią się pod względem prawnym, zwłaszcza podatkowym. Tym choćby można tłumaczyć istotną rolę Luksemburga w liczbie emisji w roku 2009. Kryzys w różnym stopniu dotyka gospodarki Unii, czego dowodem są rozbieżności indeksu CAC40 i DAX. Gospodarka brytyjska, mimo członkostwa w Unii, jest także silnie powiązana z krajami spoza Europy, zwłaszcza przez centrum finansowe w Londynie, przez co podlega ona nieco innemu cyklowi koniunktury. Może to inaczej kształtować wycenę spółek w stosunku do reszty krajów członkowskich.

5. Podsumowanie

Przeprowadzona analiza okoliczności emisji obligacji zamiennych przez przedsiębiorstwa nie pozwala na sformułowanie jednoznacznych wniosków. Obserwacje poczynione na różnorodnych rynkach są bądź trudne do uogólnienia, bądź względem siebie przeciwstawne. Czy to oznacza, że nie występuje zależność pomiędzy zmianami koniunktury a skłonnością do emisji obligacji zamiennych? Trudno także jednoznacznie potwierdzić i taką tezę. Na kilku rynkach zaobserwowano przecież określony związek pomiędzy zmianami indeksu i wartością emisji. Należy jednak zauważyć, że sam cykl koniunkturalny przebiega nierównomiernie w różnych częściach świata, a spółki są praktycznie nieograniczone możliwościami plasowania emisji na giełdach. To może powodować przesunięcia w czasie, które zniekształcają pomiar statystyczny. To, co wydaje się wspólne dla większości badanych przypadków, to wzrost zainteresowania długiem hybrydowym po istotnym pogorszeniu koniunktury na giełdzie. Wydaje się to naturalne, gdyż znacząca przecena spółek otwiera istotne możliwości przed wzrostem ich wartości. W takich warunkach uwypuklają się zalety wykorzystania hybrydowych instrumentów finansowych. Podobne uzasadnienie momentu emisji obligacji zamiennych można odnaleźć w przedstawionych w pracy teoriach.

Literatura

- Ammann M., Fehr M., Seiz R., *New evidence on the announcement effect of convertible and exchangeable bonds*, "Journal of Multinational Financial Management" 2006, no. 16, s. 43-63.
- Dann L.Y., Mikkelson W.H., *Convertible Debt Issuance, Capital structure change and financing-related information*, "Journal of Financial Economics" 1984, vol. 13, s. 157-186
- Elbadraoui K., Lilti J. M'Zali B., *An analysis of risk changes surrounding French convertible bond offerings*, "Bankers Markets & Investors" 2010, no. 107, s. 1-16.
- Essig E., *Convertible Securities and Capital Structure Determinants*, PhD thesis, Graduate School of Business, University of Chicago 1991.
- Green R.C., *Investment incentives, debt, and warrants*, "Journal of Financial Economics" 1984, no. 13, s. 115-136.
- J.P. Morgan Asset Management: Global Convertible Bonds – an update: July 2009*, www.jpmorgan.com.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, "Journal of Financial Economics" 1976, no. 3, s. 305-360.
- Lewis C.M., Rogalski R.J., Seward J.K., *Is convertible debt a substitute for straight debt or for common equity?*, "Financial Management" 1999, vol. 28, issue 3, s. 3.
- Loncarski I., ter Horst J., Veld C., *Why Do Companies Issue Convertible Bonds: a Review of Theory and Empirical Evidence*, [w:] L. Renneboog (red.), *Advances in Corporate Finance and Asset Pricing*, Elsevier, Amsterdam 2006, s. 325.
- Stein J., *Convertible bonds as backdoor equity financing*, "Journal of Financial Economics" 1992, no. 32, p. 3-21
www.finance.yahoo.com.
www.bloomberg.com.
- Zeidler F., Mietzner M. Schiereck D., *Risk dynamics surrounding the issuance of convertible bonds*, "Journal of Corporate Finance" 2012, no. 18(2), s. 273-290.

CONVERTIBLE BONDS ISSUANCE IN THE TIME OF WORLD FINANCIAL CRISIS

Summary: Despite many years of research on the world market of convertible bonds the reasons of their issue conditions have not been clearly identified yet. The most important concepts often cannot be confirmed in practice. The article analyzes the relationship between the activity of the convertible bonds issuers and the stock market conditions. The goal of this study is to verify the hypothesis of hybrid financing attractiveness during low market valuation. Unfortunately the analysis does not allow to formulate clear conclusions. The observations made on several markets cannot be generalized or seem to opposite to each other. In several cases the relationship between changes of the stock market indices and amount of issued convertible bonds was presented. For most of the markets the growth of issued hybrid capital after a significant downturn in the stock market was observed.

Keywords: financial crisis, convertible bonds, financing.