

Damian Kaźmierczak

Dłużny kapitał hybrydowy w finansowaniu przedsiębiorstwa



**AKADEMIA
ZARZĄDZANIA
I FINANSÓW**

 WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Dłużny kapitał hybrydowy

w finansowaniu
przedsiębiorstwa





WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Damian Kaźmierczak

Dłużny kapitał hybrydowy

w finansowaniu
przedsiębiorstwa

**AKADEMIA
ZARZĄDZANIA
I FINANSÓW**



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Łódź 2016

Damian Kaźmierczak – Uniwersytet Łódzki, Wydział Zarządzania
Katedra Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa, 90-237 Łódź, ul. Jana Matejki 22/26

RECENZENT

Henryk Mamcarz

REDAKTOR INICJUJĄCY

Monika Borowczyk

REDAKTOR WYDAWNICTWA UŁ

Danuta Bąk

SKŁAD I ŁAMANIE

Munda – Maciej Torz

PROJEKT OKŁADKI

Katarzyna Turkowska

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/pressmaster

© Copyright by Damian Kaźmierczak, Łódź 2016

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2016

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

Wydanie I. W.07615.16.0.M

Ark. wyd. 13,0; ark. druk. 16,0

ISBN 978-83-8088-363-5

e-ISBN 978-83-8088-364-2

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-131 Łódź, ul. Lindleya 8

www.wydawnictwo.uni.lodz.pl

e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl

tel. (42) 665 58 63

SPIS TREŚCI

Wstęp	7
1.	
Istota i znaczenie finansowania hybrydowego	13
1.1. Problem finansowania przedsiębiorstwa	13
1.1.1. Istota kapitału i źródła jego pochodzenia	13
1.1.2. Struktura kapitału przedsiębiorstwa	19
1.2. Rola kapitału hybrydowego w finansowaniu przedsiębiorstwa	24
1.2.1. Istota kapitału hybrydowego	24
1.2.2. Hybrydowe instrumenty finansowe i ich rodzaje	34
1.2.3. Zalety i wady finansowania hybrydowego	51
1.3. Podsumowanie	57
2.	
Dług zamienny z opcją przedterminowego wykupu	61
2.1. Przyczyny emisji obligacji zamiennych	61
2.2. Opcja <i>call</i> w obligacjach zamiennych	79
2.2.1. Mechanizm przedterminowego wykupu długu przez emitenta	79
2.2.2. Motywy emisji obligacji zamiennych z opcją <i>call</i>	85
2.2.3. Polityka przedterminowego wykupu długu zamiennego	97

2.3. Obligacje zamienne z opcją <i>put</i>	131
2.4. Podsumowanie	134
3.	
Wykorzystanie obligacji zamiennych z opcjami <i>call</i> i <i>put</i>	
- ujęcie modelowe	141
3.1. Założenia i hipotezy badawcze	141
3.2. Opis próby badawczej	153
3.3. Metodyka badania empirycznego	157
3.4. Ocena parametrów emisji i sytuacji finansowej emitentów	165
3.4.1. Analiza parametrów emisji długu zamiennego	165
3.4.2. Analiza danych finansowych emitentów	177
3.5. Podsumowanie	202
Zakończenie	205
Bibliografia	211
Spis tabel i rysunków	229
Aneks	po s. 232

WSTĘP

Dualna natura hybrydowych instrumentów sprawia, że łączą one w sobie cechy kapitału własnego i kapitału obcego. Z tego względu mogą stanowić dla przedsiębiorstw alternatywne źródło pozyskania kapitału dla emisji akcji lub zwykłych obligacji korporacyjnych. Na dojrzałych rynkach kapitałowych, np. w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Niemczech i Japonii, są one z powodzeniem emitowane przez podmioty gospodarcze już od ponad pięćdziesięciu lat. Uwagę zwraca różnorodność wykorzystywanych instrumentów hybrydowych (obligacje zamienne, obligacje z warrantami i uprzywilejowane akcje zamienne), które, poddane odpowiedniej modyfikacji i rozszerzone o dodatkowe klauzule, zmieniają swój charakter i służą spółkom do realizacji różnych celów operacyjnych, inwestycyjnych i finansowych. Jednym z najbardziej popularnych hybrydowych instrumentów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa na całym świecie są obligacje zamienne na akcje.

Poza oczywistą przyczyną emisji długu zamiennego, jaką jest pozyskanie funduszy na bieżącą działalność i dalszy rozwój, mogą one być wykorzystywane np. jako narzędzie optymalizacji podatkowej (strukturyzowane obligacje zamienne), pomoc przedsiębiorstwom w dostosowaniu struktury swoich pasywów do wymogów kapitałowych narzuconych przez organy nadzorujące rynek (obligacje warunkowo zamienne) lub pełnić funkcję instrumentów spekulacyjnych (odwrócone obligacje zamienne).

Rozmiar rynku długu zamiennego i jego potencjał do dalszego wzrostu przełożyły się na duże zainteresowanie problematyką finansowania działalności podmiotów gospodarczych za pomocą dłużnego kapitału hybrydowego. Na tej podstawie można wyróżnić trzy najważniejsze nurty badawcze, rozwijane stopniowo od połowy lat 50. XX wieku. Pierwszy nurt dotyczy kwestii wyceny obligacji zamiennych. W miarę rozwoju wiedzy teoretycznej, m.in. na temat wyceny opcji realnych (np. model Blacka-Scholesa), a także dzięki możliwości wykorzystania zaawansowanych narzędzi statystycznych, matematycznych i informatycznych (np. metoda Monte Carlo), badacze udoskonalają metody szacowania wartości długu hybrydowego o coraz bardziej skomplikowanej budowie (np. różne formy obligacji strukturyzowanych). Drugi obszar badań podejmuje zagadnienie reakcji rynku na upublicznienie przez emitenta wiadomości o emisji obligacji zamiennych (tzw. *announcement effect*). Występowanie asymetrii informacji między przedsiębiorstwem a otoczeniem zewnętrznym wywołuje pewne zachowanie inwestorów, którzy po przeanalizowaniu komunikatu o wykorzystaniu określonego typu długu hybrydowego, decydują o kupnie bądź sprzedaży akcji spółki. Na podstawie zmian rynkowej kapitalizacji firmy w krótkim lub długim horyzoncie czasowym, badacze starają się zinterpretować postępowanie inwestorów w warunkach niesymetrycznego dostępu do informacji na temat bieżącej i przyszłej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Trzecie pole badawcze wiąże się z ustaleniem przyczyn emisji długu zamiennego przez podmioty gospodarcze. Autorzy dążą do zidentyfikowania motywów, jakimi kieruje się kadra menedżerska przy wyborze konkretnych instrumentów. Opracowane koncepcje zostały usytuowane w warunkach rynku doskonałego lub powstały w oparciu o założenia, które w większym stopniu odzwierciedlają realia gospodarcze, np. przyjmuje się występowanie konfliktów agencji między obligatariuszami, akcjonariuszami i menedżerami.

Dokładne studia literaturowe nad problematyką wykorzystania obligacji zamiennych przez współczesne przedsiębiorstwa skłaniają do wniosku, że badacze poświęcają swoją uwagę przede wszystkim obligacjom *plain vanilla* (bez żadnych klauzul dodat-

kowych), a także długowi hybrydowemu z wbudowaną opcją *call*, która uprawnia emitentów do wykupu obligacji przed terminem zapadalności. Niezwykle rzadko podejmowane są próby wyjaśnienia przyczyn emisji obligacji z opcją *put*, która daje obligatariuszom prawo do wezwania emitenta do przedterminowego wykupu długu. Zupełnie pomijana jest natomiast kwestia przesłanek wykorzystania obligacji, w których opcje *call* i *put* są dołączane jednocześnie (opcja *put/call*). Ten rodzaj długu hybrydowego jest szczególnie popularny na rynku amerykańskim.

Konsekwencją powstałej luki badawczej jest brak zwartej publikacji, która po pierwsze, próbowałaby wyjaśnić motywy emisji obligacji zamiennych z możliwością ich przedterminowego wykupu na wniosek emitenta bądź obligatariuszy. Po drugie, zawierałaby kompleksową analizę porównawczą poszczególnych rodzajów długu hybrydowego. Po trzecie, stanowiłaby próbę identyfikacji dokładnych przyczyn wyboru konkretnej klauzuli przez przedsiębiorstwa (*call*, *put* i *put/call*). Problem niedostatecznej wiedzy na temat wykorzystania obligacji zamiennych z opcjami przedterminowego wykupu dotyczy zarówno krajowego, jak i światowego piśmiennictwa związanego z tematyką finansowania hybrydowego.

Co więcej, większość prac prezentuje wnioski *stricte* teoretyczne, zilustrowane skomplikowanymi modelami matematycznymi, które stanowią dowód przyjętej przez badaczy hipotezy. Empiryczna weryfikacja powstałych teorii i wysnute przez autorów konkluzje nierzadko są oderwane od rzeczywistych warunkowań rynkowych i nie mają bezpośredniego przełożenia na praktykę gospodarczą. Często występuje rozdźwięk pomiędzy opracowanymi koncepcjami teoretycznymi a realiami rynku, na co wskazują wyniki badań jakościowych przeprowadzonych na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat. Wiele zagadnień poruszanych przez badaczy nie znajduje zrozumienia wśród ankietowanej kadry menedżerskiej, czego przykładem może być brak jej wiedzy na temat wykorzystania obligacji zamiennych do rozwiązania konfliktów agencji pomiędzy akcjonariuszami i obligatariuszami. Krótko mówiąc, zbyt mało opracowań zmierza do określenia przesłanek emisji długu zamiennego przez współczesne spółki,

które znalazłyby odzwierciedlenie w praktyce rynkowej, i których wnioski mogłyby posłużyć do sformułowania praktycznych rekomendacji dla podmiotów gospodarczych.

Zamierzeniem autora niniejszej monografii jest wypełnienie opisanej luki badawczej, jak również uzupełnienie wiedzy teoretycznej w zakresie finansowania hybrydowego, czyniąc zadość apelom o bardziej aplikacyjny charakter prowadzonych przez teoretyków badań empirycznych, tak aby mogły one w lepszy sposób sprostać wyzwaniom, przed jakimi stoi dzisiejszy rynek kapitałowy. Celem książki jest identyfikacja determinant emisji obligacji zamiennych z możliwością ich przedterminowego wykupu na wniosek emitenta lub obligatariuszy (z opcjami *call*, *put* i *put/call*) i porównanie ich z przesłankami wykorzystania zwykłego długu zamiennego *plain vanilla*. Dogłębna analiza obejmuje ocenę i porównanie parametrów emisji i danych finansowych emitentów. Pozwoli ona na udzielenie odpowiedzi na dwa kluczowe pytania. Po pierwsze, w jaki sposób sytuacja finansowa przedsiębiorstwa determinuje decyzję zarządu o wykorzystaniu obligacji zamiennych z określoną opcją przedterminowego wykupu? Po drugie, jak wybór konkretnej klauzuli wpływa na ustalenie odpowiednich parametrów emisji?

Należy podkreślić, że podjęta w książce problematyka dotyczy finansowania hybrydowego wyłącznie z punktu widzenia emitentów długu zamiennego, a nie inwestorów. Ponadto, skoncentrowano się na identyfikacji przesłanek emisji obligacji zamiennych związanych jedynie z operacyjną i inwestycyjną działalnością przedsiębiorstw, z pominięciem motywów spekulacyjnych i podatkowych. Na podstawie tych założeń zdefiniowano zakres próby badawczej, która objęła 1983 emisje obligacji *plain vanilla*, *call*, *put* i *put/call* przeprowadzone przez spółki produkcyjne i usługowe w latach 2003–2014. Z badania wykluczono podmioty działające w sektorach: finansowym, ubezpieczeniowym i publicznym oraz instrumenty wykorzystywane m.in. do celów spekulacyjnych (np. odwrócone obligacje zamienne), optymalizacji podatkowej (np. strukturyzowane obligacje zamienne) i papiery wartościowe o cechach kapitału własnego (np. obligacje przymusowo zamienne). Ze względu na płynność i dojrzałość ryn-

ku, liczną populację generalną oraz fakt, że co czwarta obligacja zamienna jest emitowana w Stanach Zjednoczonych, a co druga w dolarze amerykańskim, do analizy włączono jedynie emisje przeprowadzone przez spółki amerykańskie i denominowane we wspomnianej walucie. Dane do badania empirycznego pozyskano z bazy Agencji Bloomberg – światowego lidera dostarczającego informacje na temat rynków finansowych. Wykorzystanie tego narzędzia świadczy o dużej wiarygodności otrzymanych wyników i aplikacyjnym charakterze opracowania.

Celom pracy podporządkowano kolejne rozdziały monografii. Jej strukturę tworzą wstęp, trzy rozdziały merytoryczne i zakończenie. W rozdziale pierwszym zaprezentowano zarys problematyki finansowania podmiotów gospodarczych, zdefiniowano pojęcie kapitału i przestudiowano najważniejsze źródła jego pozyskania. W dalszej części omówiono rolę, jaką pełnią instrumenty hybrydowe w finansowaniu działalności przedsiębiorstw i scharakteryzowano podstawowe ich rodzaje. W rozdziale drugim przeanalizowano przesłanki emisji długu zamiennego w warunkach teorii asymetrii informacji i teorii agencji, a następnie, dla uchwycenia różnic między praktyką gospodarczą a podejściem akademickim, rozważania teoretyczne skonfrontowano z wynikami badań przeprowadzonych na przedstawicielach kadry menedżerskiej, którzy zdecydowali o wykorzystaniu obligacji zamiennych. Następnie zaprezentowano kluczowe kwestie związane z długiem hybrydowym z dołączonymi opcjami przedterminowego wykupu na wniosek emitenta (opcja *call*) lub obligatariuszy (opcja *put*), tzn. motywy emisji tych instrumentów i optymalną politykę realizacji poszczególnych opcji przez uprawnione do tego strony. Rozdział trzeci poświęcono analizie parametrów emisji i danych finansowych emitentów obligacji zamiennych. Dla zrealizowania celów pracy zastosowano wybrane metody statystyczne i ekonometryczne, m.in. testy istotności różnic (test Manna-Whitneya, test Kruskala-Wallisa, ANOVA), metodę redukcji danych (eksploracyjna analiza czynnikowa), a także modele pozwalające na wielowymiarową analizę badanych parametrów (modele regresji logistycznej i drzew klasyfikacyjnych).

Monografia jest adresowana do pracowników naukowych zajmujących się problematyką finansowania przedsiębiorstw i rynków finansowych, jak również do studentów kierunków finansowych i ekonomicznych, zarówno na studiach dyplomowych, jak i podyplomowych, oraz studentów programów MBA. Grono czytelników może stanowić także kadra menedżerska i pracownicy działów finansowych spółek akcyjnych, którzy chcą pogłębić swoją wiedzę na temat hybrydowych instrumentów dłużnych, oraz wszyscy ci, których interesuje podjęte w książce zagadnienie.

1.

ISTOTA I ZNACZENIE FINANSOWANIA HYBRYDOWEGO

W rozdziale pierwszym przedstawiono problematykę finansowania podmiotów gospodarczych, omówiono główne źródła pozyskania funduszy i przedyskutowano podstawowe zagadnienia związane ze strukturą kapitału. Ponadto zaprezentowano istotę instrumentów hybrydowych, przeanalizowano mechanizm ich wykorzystania przez współczesne przedsiębiorstwa i scharakteryzowano najważniejsze ich rodzaje.

1.1. Problem finansowania przedsiębiorstwa

1.1.1. Istota kapitału i źródła jego pochodzenia

Wybór odpowiedniego źródła kapitału należy do jednej z najtrudniejszych decyzji, które musi podjąć kadra kierownicza każdego przedsiębiorstwa¹. Od odpowiedzialnych członków zarządu wymaga się, aby została ona poprzedzona gruntowną analizą do-

¹ W niniejszej monografii pojęcia: „podmiot gospodarczy”, „spółka”, „przedsiębiorstwo” i „firma” zostały potraktowane jako synonimy i są używane zamiennie. Podobnie rozwiązano kwestię terminu „menedżerowie”, który jest tłumaczeniem powszechnie wykorzystywanego w literaturze anglosaskiej słowa *managers*. W celu uniknięcia powtórzeń zastosowano zwroty: „zarząd”, „kadra menedżerska”, „kadra zarządzająca” i „kadra kierownicza”.

stępnych możliwości i zakończona wskazaniem korzyści i zagrożeń konkretnego sposobu zdobycia funduszy. Podmioty gospodarcze poszukują kapitału w każdym okresie cyklu swojego życia. Firmom młodym dodatkowe środki pozwalają wejść na ścieżkę dynamicznego rozwoju. Przedsiębiorstwa nieco starsze, których potrzeby inwestycyjne nie są już tak duże, pozyskują fundusze na bieżącą działalność i umocnienie swojej pozycji rynkowej. Z kolei spółki dojrzałe i funkcjonujące na rynku od dłuższego czasu zdobywają środki na dokonanie zmian w strukturze swoich pasywów i obniżenie poziomu zadłużenia lub, jeżeli są notowane na rynku regulowanym, na wycofanie się z obrotu giełdowego poprzez skup akcji własnych.

Przedsiębiorstwo może finansować swoje cele operacyjne i inwestycyjne ze środków pozyskanych ze źródeł wewnętrznych lub zewnętrznych, które można zidentyfikować na podstawie analizy rachunku przepływów pieniężnych². Wewnętrzne źródła finansowania to środki wypracowane i zgromadzone przez spółkę w toku jej działalności (zysk zatrzymany) lub pozyskane w wyniku zmian w jej aktywach (odpisy amortyzacyjne, środki ze sprzedaży aktywów i przyspieszenie obrotu kapitału). Źródła zewnętrzne obejmują z kolei fundusze wypracowane i zgromadzone przez zewnętrznych inwestorów, które przedsiębiorstwo pozyskuje i przeznacza na realizację swojej krótko- bądź długoterminowej strategii³. Zalicza się do nich środki zdobyte bezpośrednio na rynku depozytowo-kredytowym (np. kredyty bankowe), pieniężnym (np. papiery komercyjne) lub kapitałowym (np. emisja akcji lub obligacji), jak również środki pozyskane poza rynkiem finansowym, w efekcie bezpośredniej relacji spółki z innymi podmiotami gospodarczymi (np. kredyt kupiecki)⁴.

² A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2001, s. 35; J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, SGH, Warszawa 2008, s. 13.

³ A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa 2011, s. 31.

⁴ *Ibidem*, s. 33–34.

Strumień środków pieniężnych, które wpływają do spółki w celu finansowania jej działalności, można analizować także w węższym znaczeniu, bez uwzględnienia m.in. zmian struktury jej aktywów, odpisów amortyzacyjnych lub zaciągniętego przez firmę kredytu kupieckiego. Są to tzw. źródła kapitału, a kryterium ich podziału opiera się na prawie własności do finansowanych aktywów, które przysługuje kapitałodawcom. Na tej podstawie źródła kapitału dzieli się na kapitał własny i kapitał obcy⁵.

Kapitał własny jest definiowany jako wartość funduszy wygospodarowanych przez firmę w trakcie prowadzenia działalności lub środków wniesionych i pozostawionych do dyspozycji spółki przez jej właścicieli (udziałowców, akcjonariuszy lub wspólników)⁶. W pierwszym przypadku jest to kapitał własny pochodzący ze źródeł wewnętrznych i wiąże się on z wykorzystaniem przez przedsiębiorstwo zysku zatrzymanego. Jest to jednak uwarunkowane koniecznością wypracowania przez spółkę dodatniego wyniku finansowego i decyzji walnego zgromadzenia o pozostawieniu w niej części zysku netto, a nie wypłaceniu go właścicielom w postaci dywidendy. Zdobycie środków ze źródeł wewnętrznych wydaje się być najlepszym rozwiązaniem dla podmiotów, które mają trudności z pozyskaniem funduszy od zewnętrznych inwestorów. Może to wynikać m.in. z wysokich kosztów emisji papierów wartościowych, niechęci firmy do debiutu na rynku regulowanym lub z obawy właścicieli o utratę kontroli nad spółką na skutek włączenia w strukturę akcjonariatu nowych udziałowców.

Pozyskanie kapitału własnego ze źródeł zewnętrznych jest z kolei utożsamiane ze zwiększeniem udziałów przez dotychczasowych właścicieli lub emisją nowych akcji na rynku kapitałowym. Firma może dokonać sprzedaży walorów na rynku niepublicznym w oparciu o ofertę prywatną, adresowaną do wąskiego grona odbiorców (*private placement*) lub poprzez ofertę

⁵ J. Grzywacz, *op. cit.*, s. 13.

⁶ W. Dębski, *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2013, s. 383.