

JAKUB MARSZAŁEK

CHARAKTERYSTYKA ZADŁUŻENIA EMITENTÓW OBLIGACJI ZAMIENNYCH W UJĘCIU SEKTOROWYM

Wprowadzenie

Zaciąganie zobowiązań przez przedsiębiorstwa pozwala na osiągnięcie wielu korzyści gospodarczych. Dzięki nim podmioty mogą istotnie powiększyć wartość kapitału i przeznaczyć go na projekty rozwojowe. Czas pozyskania środków w porównaniu z podwyższeniem kapitału własnego może być istotnie krótszy. Ponadto spółka płacąc odsetki tworzy koszty finansowe, które pomniejszają nominalny koszt długu dzięki mniejszym obciążeniom podatkowym. Wreszcie, efektywne wykorzystanie długu może zwiększyć masę uzyskanego zysku, co poprawi rentowność kapitałów własnych.

Należy jednak zauważyć, że korzystanie z kapitałów obcych może pociągać za sobą także kilka zagrożeń, wśród których należy przede wszystkim wskazać ryzyko utraty płynności finansowej i w konsekwencji – bankructwa.

Sytuacja taka może być powodowana koniecznością bieżącej obsługi długu oraz jego zwrotu po pewnym czasie. Zwiększenie zadłużenia może też skutkować wzrostem obaw inwestorów odnośnie do przyszłych wyników finansowych, co może przełożyć się na większy koszt kapitałów własnych.

Specyficzną formą finansowania długiem może być wykorzystanie hybrydowych instrumentów finansowych, których przykładem są obligacje zamienne na akcje. Pozwalają one emitentom uniknąć obowiązku wykupu obligacji dzięki konwersji na akcje, a zatem łączą zalety finansowania obcego, eliminując jednocześnie jedną z wad tej formy kapitału. Oczywiście konwersja jest tym bardziej prawdopodobna, im korzystniejsze są warunki jej realizacji, co może skutkować podwyższaniem kapitału własnego w gorszych od standardowych warunkach. Wymusza to na emitentach obligacji zamiennych dokonania wyboru między preferencjami w obszarze finansowania własnego a obcego. Trzeba ponadto zauważyć, że sama konstrukcja obligacji zamiennej na akcje jest dość skomplikowana. Opcja zamiany jest trudna do wyceny, co może zniechęcać inwestorów do nabywania tych instrumentów. Dodatkowym czynnikiem ryzyka może być podejrzenie o ukrywane przez spółkę trudności z pozyskaniem finansowania tradycyjnie, co zmusza ją do stosowania skomplikowanego instrumentarium.

W niniejszym artykule podjęto próbę ogólnej charakterystyki finansowej emitentów obligacji zamiennych, skoncentrowanej na kwestii zadłużenia. Przyjęto założenie, że nie można określić uniwersalnej struktury kapitałowej takich podmiotów. Wynika to z różnej struktury aktywów, zdeterminowanej rodzajem prowadzonej działalności. Postawiono zatem hipotezę o występowaniu istotnych różnic w polityce finansowej emitentów obligacji zamiennych w stosunku do przedstawicieli tego samego profilu działalności. Celem pracy jest określenie wielkości tych rozbieżności i ich kierunku.

Przesłanki finansowania obcego poprzez emisję obligacji zamiennych

Hybrydowa natura obligacji zamiennych niewątpliwie utrudnia proces decyzyjny w zakresie zarządzania strukturą finansowania przedsiębiorstwa. Z tego względu warto przeanalizować powody, dla których spółki decydują się na emisję tych papierów wartościowych.

Darmowa opcja zamiany na akcje pozwala na obniżenie oprocentowania obligacji zamiennej w porównaniu z warunkami emisji zwykłej obligacji kuponowej, poprzez zwiększenie atrakcyjności długu, za pomocą praw dodanych¹. Pierwszym narzędziem służącym temu celowi może być zwiększanie współczynnika konwersji, co wprost skutkuje wzrostem liczby akcji możliwych do objęcia przez inwestora. Wówczas inwestor może zaakceptować niższe dochody z obligacji w nadziei na większy zysk kapitałowy po konwersji, jeśli uwierzy we wzrost wartości akcji emitenta w przyszłości.

Kolejnym sposobem kształtowania pożądanej struktury kapitałowej emitenta jest zarządzanie czasem konwersji obligacji zamiennej. Dzięki niemu dłużnik ma prawo określić czas, w jakim możliwa jest konwersja. Ustalając krótki czas konwersji przy wysokiej premii konwersji, czyni się wymianę obligacji na akcje mało prawdopodobną. W przypadku gdy spółka nie planuje wykupu wyemitowanych obligacji, może ustalić dłuższy czas konwersji od okresu planowanej realizacji inwestycji finansowanych obligacjami. Sukces przedsięwzięcia może wówczas zwiększyć wycenę rynkową emitenta powodując konwersję. Łatwo zatem zauważyć, że dostatecznie długi czas konwersji pozwala na obniżenie oprocentowania obligacji zamiennych, zwiększa bowiem prawdopodobieństwo zysków kapitałowych inwestora. Jednocześnie długi czas konwersji, przy zakładanym niższym oprocentowaniu korzystnie wpływa na płynność emitenta, gdyż ten nie wykupi obligacji lub zrobi to później, co zmniejsza realny koszt kapitału.

Kolejnym parametrem mogącym istotnie kształtować opłacalność emisji obligacji zamiennych jest wartość konwersji. Emitent może wpływać na prawdopodobieństwo konwersji posługując się dwoma narzędziami: czasem i wartością konwersji. Mogą się one wzajemnie wzmacniać, znosić lub być swoimi substytutami. Wysoka wartość konwersji jest mało prawdopodobna, lecz prawdopodobieństwo to wzrasta wraz z czasem konwersji. Ponieważ

¹ I. Nelken: *Handbook of hybrid instruments*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester 2000, s. 3.

oprocentowanie obligacji zamiennej zależy od możliwości jej zyskowego przekonwertowania na akcje, można zauważyć, że spółka może obniżyć koszt własnego długu w dwojaki sposób: wydłużając czas konwersji lub obniżając cenę konwersji (cenę, po której opłacalna jest konwersja). Pierwsza strategia wydaje się mieć uzasadnienie w przypadku finansowania długotrwałego lub ryzykownego projektu inwestycyjnego. Dzięki temu emitent będzie miał dość czasu na zwiększenie własnej wyceny rynkowej lub zdąży zgromadzić środki na ewentualny wykup obligacji, gdy te nie zostaną wymienione. Długi czas konwersji powinien być także ustalony przy emisji obligacji o wysokiej cenie konwersji. Obniżanie ceny konwersji wydaje się uzasadnione w warunkach giełdowej dekonjunkury lub krótkiego (narzuconego umową obligacyjną) czasu konwersji².

Ważną przesłanką emisji obligacji zamiennych może być chęć ukrycia przed inwestorami trudności finansowych emitenta. Pogląd taki reprezentuje grupa teorii analizujących kwestię asymetrii informacyjnej w spółkach. Zgodnie z koncepcją asymetrii, istnieje stała różnica oceny perspektyw rozwojowych przedsiębiorstwa pomiędzy zarządem i akcjonariuszami. Emisja obligacji zamiennych powodowana jest trudnościami z pozyskaniem kapitału dzięki prostszym instrumentom. Może to wiązać się nadmiernym ryzykiem bankructwa w przypadku emisji zwykłych obligacji lub obawą przed nadmiernym rozwodnieniem akcji, gdyby spółka zdecydowała się wyemitować akcje³. W tym przypadku emisja obligacji zamiennych jest złym sygnałem dla rynku, gdyż oznacza, że zarząd próbuje zamaskować trudności z tradycyjnym finansowaniem hybrydową naturą obligacji zamiennych⁴. Miernikiem wskazującym na skalę potencjalnych trudności może się okazać współczynnik konwersji. Zgodnie z badaniami Yong O. Kima, im wyższy ustala się poziom tego parametru, tym niższych zysków emitenta należy się spodziewać⁵.

Odmienne zdanie na temat przyczyn emisji obligacji zamiennych mają M. Brennan i E. Schwartz, którzy wskazali na pozytywne cechy tego problemu. Podkreślają oni, że hybrydowa natura obligacji zamiennych nie musi być wykorzystywana tylko w przypadku trudności przedsiębiorstwa z pozyskaniem kapitału⁶. Udziałowe cechy długu oraz obligacyjne zabezpieczenie akcji to naturalne walory obligacji zamiennych, czyniące z nich instrumenty bogatsze i bardziej użyteczne. Autorzy podkreślają, że emisja obligacji za-

² E. Brigham, L. Gapenski uważają jednak, że czas konwersji nie powinien być zbyt krótki. W przeciwnym razie należałoby bowiem wyemitować akcje, gdy wzrost ich cen tak szybko umożliwi konwersję. Sugeruje się nawet, by w obliczu wzrostu cen akcji zaciągać tradycyjny dług, by potem spłacić go planowaną emisją akcji; szerzej: E. Brigham, L. Gapenski: *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000, T. 1, s. 764–765.

³ S.C. Myers, N.S. Majluf: *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, NBER Working Papers, Working Paper No. 1396, Cambridge MA 1984, s. 54.

⁴ G.M. Constantinides, B.D. Grundy: *Optimal investment with stock repurchase and financing as signals*, Review of Financial Studies vol. 2, Oxford University Press 1998, s. 461.

⁵ Y.O. Kim: *Informative conversion ratios: A signalling approach*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 25, Cambridge University Press 1990, s. 242.

⁶ M.J. Brennan, E.S. Schwartz: *The case for convertibles*. Journal of Applied Corporate Finance, Chase Financial Quarterly Vol. 1 No. 3, Chase Manhattan Bank 1988, s. 62.

miennych może być ważnym narzędziem finansowania dla spółek o wyższym ryzyku bankructwa lub większej zmienności cen akcji, gdyż w obydwu przypadkach będą stabilizować wymienione miary ryzyka.

Warto także wspomnieć o podatkowych aspektach emisji obligacji zamiennych. Emisja tych papierów wartościowych daje możliwość wykorzystania korzyści podatkowych, głównie dzięki wydłużeniu czasu wymiany obligacji. Czas konwersji może być przez emitenta narzucony, więc możliwe jest jego ustalenie z inwestorami, dzięki czemu spółka skorzysta z tarczy podatkowej, nie ponosząc obciążeń związanych z wykupem obligacji⁷. W tym przypadku emisja obligacji zamiennych pozwala na wykorzystanie zalet finansowania obcego, praktycznie bez konieczności zmagania się z wadami takiej formy kapitału.

Sektorowa ocena polityki zadłużenia wybranych emitentów obligacji zamiennych

Bezpośrednie porównanie wskaźników finansowych określających politykę zadłużenia poszczególnych emitentów obligacji zamiennych może prowadzić do zbyt zróżnicowanych wniosków z uwagi na sektorowe uwarunkowania struktury aktywów mogących determinować strukturę pasywów. Z tego powodu zdecydowano o ocenie wybranych wskaźników w kontekście analogicznych, przeciętnych relacji dla możliwie szerokiej grupy podmiotów realizujących tę samą działalność. Jako bazę porównań wykorzystano dane zbierane przez GUS w formularzach F-01 i F-02, zagregowane według klasyfikacji EKD i opublikowane przez EFFECT Sp. z o.o.⁸ Do badania wybrano spółki publiczne, które wyemitowały obligacje zamienne w latach 2000–2010. W tym okresie zaobserwowano 51 emisji obligacji zamiennych spółek publicznych⁹. Z uwagi na ograniczenia techniczne niniejszego artykułu, zdecydowano o zawężeniu grupy badanych podmiotów do przypadków możliwe szeroko reprezentowanych w danym sektorze. Niestety najliczniejszą grupą emitentów są spółki informatyczne. W pozostałych branżach doszukać się można co najwyżej dwóch przypadków emisji. Starano się zatem, aby pochodziły one z możliwie zróżnicowanych działalności.

Badanie przeprowadzono dla danych z roku poprzedzającego emisję oraz w momencie jej przeprowadzenia. Celem takiej obserwacji miało być uchwycenie zmian struktury zadłużenia emitentów obligacji zamiennych w obliczu zmian analogicznych wielkości parametrów finansowych przedsiębiorstw działających w tej samej branży. Wybrano przypadki emisji takich spółek jak: Comarch (2001-12-21), Prokom (2001-09-17), Asseco Polska (2002-08-07), Spin (2001-11-15), Computerland (2001-03-02), Beton Stal (2000-08-08), Polnord (2009-11-06), LPP (2009-04-01), Vedia (2008-07-02) oraz Centrozap (2001-03-08). Tak dobrana grupa pozwoliła na obserwację stanu zadłużenia kilku podmiotów z tej samej branży, w tym samym czasie, jak również zupełnie różne spółki działające w odmiennych

⁷ P. Janan, G. Barone-Adesi: *Equity financing and corporate convertible bond policy*, Journal of Banking and Finance vol. 19, Elsevier 1995, s. 203.

⁸ Dane pozyskano za pośrednictwem www.securities.com.

⁹ Z badania wyłączono emisje menedżerskie.

warunkach rynkowych. Wskaźniki spółek porównano z analogicznymi relacjami wyznaczonymi dla średnich wielkości finansowych całej zbiorowości poszczególnych branż¹⁰. Dla obu wielkości wyznaczono względne odchylenie wskaźnika spółki w stosunku do wskaźnika danej EKD.

Wyliczenia zawarte w tabeli 1 dostarczają ciekawych wniosków dotyczących ogólnego poziomu zadłużenia emitentów obligacji zamiennych. Łatwo zauważyć, że większość spółek jest bardziej zadłużona w porównaniu z podmiotami z tej samej branży – odchylenia przed emisją są istotnie dodatnie. Jednak ciekawy wydaje się fakt znaczącego i powszechnego obniżenia wartości badanego odchylenia w roku emisji obligacji zamiennych.

Tabela 1

Wartości stopy zadłużenia wybranych emitentów obligacji zamiennych w okresie emisji wraz z analogicznym, przeciętnym wskaźnikiem dla spółek z tej samej branży

Spółka / EKD	Wartość wskaźnika przed emisją	Wartość wskaźnika po emisji	Odchylenie wskaźnika spółki względem wskaźnika branży	
			przed emisją	po emisji
72.20	0,29	0,60	-0,20	-0,66
Comarch	0,23	0,21		
72.20	0,29	0,60	0,79	0,12
Prokom	0,53	0,67		
72.20	0,60	0,53	-0,20	-0,32
Asseco Polska	0,48	0,36		
72.20	0,29	0,60	0,94	0,15
Spin	0,57	0,69		
72.20	0,29	0,60	0,93	0,08
Computerland	0,57	0,65		
45.21	0,58	0,52	0,26	3,35
Beton Stal	0,73	2,25		
45.21	0,47	0,44	0,04	0,00
Polnord	0,48	0,44		
51.42	0,41	0,41	0,47	0,21
LPP	0,60	0,50		
51.70	0,15	0,17	-0,74	4,16
Vedia	0,04	0,88		
51.70	0,15	0,16	8,15	7,40
Centrozap	1,40	1,31		

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria Financials i EFFECT Sector Statistic; za: www.securities.com.

¹⁰ Liczebność podmiotów ujętych w poszczególnych grupach EKD wynosiła: 72.20 – 137 (rok 1999), 71 (2000), 87 (2001), 82 (2002); 45.21 – 2707 (1999), 1470 (2000), 980 (2008), 1040 (2009); 51.42 – 48 (2008), 50 (2009); 51.70 – 657 (2000), 601 (2001), 467 (2007), 389 (2008); za www.securities.com.

Oznacza to, że prawie wszyscy emitenci relatywnie zmniejszyli poziom długu. Wyjątkiem jest Vedia, początkowo oszczędnie finansowana długiem, oraz Beton Stal, którego poziom stopy zadłużenia wskazuje na istotne problemy finansowe.

Relatywnie mniejsze zadłużenie emitentów obligacji zamiennych wcale nie oznacza bezpieczniejszej polityki finansowania. Zaprezentowane w tabeli 2 odchylenia wskaźników obsługi zadłużenia wyraźnie wskazują na spadek wartości tego wskaźnika spółek w roku emisji w stosunku do średniej branżowej. Oznacza to wzrost kosztów finansowania lub obniżenie uzyskanego wyniku finansowego. W obliczu wcześniejszych wniosków gorsze rezultaty wydają się bardziej uzasadnionym wytłumaczeniem. Można nawet przypuszczać, że mniejsze zadłużanie się emitentów emisji obligacji zamiennych powodowane było ograniczeniami w pozyskaniu kapitału obcego.

Tabela 2

Wartości wskaźnika obsługi zadłużenia wybranych emitentów obligacji zamiennych w okresie emisji wraz z analogicznym, przeciętnym wskaźnikiem dla spółek z tej samej branży

Spółka / EKD	Wartość wskaźnika przed emisją	Wartość wskaźnika po emisji	Odchylenie wskaźnika spółki względem wskaźnika branży	
			przed emisją	po emisji
72.20	6,14	4,02	-0,76	11,69
Comarch	1,48	50,99		
72.20	6,14	4,02	-0,61	-0,76
Prokom	2,37	0,96		
72.20	4,02	4,52	-0,86	-1,02
Asseco Polska	0,56	-0,08		
72.20	6,14	4,02	-0,37	0,84
Spin	3,86	7,38		
72.20	6,14	4,02	0,07	-0,38
Computerland	6,56	2,50		
45.21	0,85	0,40	0,14	-5,55
Beton Stal	0,97	-1,81		
45.21	0,66	7,25	5,70	-0,51
Polnord	4,43	3,52		
51.42	5,61	6,02	1,51	0,02
LPP	14,11	6,16		
51.70	1,05	1,68	27,74	-2,27
Vedia	30,18	-2,13		
51.70	1,30	1,48	-1,92	-0,21
Centrozap	-1,20	1,17		

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria Financials i EFFECT Sector Statistic; za: www.securities.com.

Kolejnych interesujących wniosków dostarcza analiza danych zawartych w tabeli 3, gdzie zbadano relacje wskaźnika „dług/EBITDA” wybranych spółek na tle otoczenia branżowego. Wszystkie obserwowane przypadki wskazują na istotne relatywne obniżenie wskaźnika „dług/EBITDA”, co utwierdza w przekonaniu o mniejszym obciążeniu pasywów emitentów obligacji zamiennych długiem, w porównaniu z podobnymi podmiotami. Może to potwierdzać przypuszczenia o trudnościach finansowych badanych spółek i związanymi z tym ograniczeniami w finansowaniu kapitałem obcym. Większość spółek obniżyła wartość wskaźnika w roku emisji, czym niewątpliwie ograniczyła ryzyko finansowe. Relatywnie mniej ryzykowna relacja długu do EBITDA potwierdza wnioski płynące z tabeli 2 – emitenci obligacji zamiennych mieli problemy finansowe.

Tabela 3

Wartości wskaźnika „dług/EBITDA” wybranych emitentów obligacji zamiennych w okresie emisji wraz z analogicznym, przeciętnym wskaźnikiem dla spółek z tej samej branży

Spółka / EKD	Wartość wskaźnika przed emisją	Wartość wskaźnika po emisji	Odchylenie wskaźnika spółki względem wskaźnika branży	
			przed emisją	po emisji
72.20	3,58	7,69	-0,11	-0,86
Comarch	3,17	1,11		
72.20	3,58	7,69	0,06	-0,41
Prokom	3,80	4,56		
72.20	7,69	13,11	0,97	-2,34
Asseco Polska	15,16	-17,56		
72.20	3,58	7,69	-0,08	-0,48
Spin	3,30	3,96		
72.20	3,58	7,69	-0,14	-0,42
Computerland	3,07	4,50		
45.21	6,69	14,10	-0,03	-1,29
Beton Stal	6,48	-4,08		
45.21	12,51	1,11	0,37	6,54
Polnord	17,15	8,38		
51.42	1,44	1,91	1,13	0,28
LPP	3,06	2,44		
51.70	3,42	2,97	-0,81	-2,55
Vedia	0,66	-4,60		
51.70	2,39	1,58	-2,30	3,76
Centrozap	-3,11	7,51		

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria Financials i EFFECT Sector Statistic; za: www.securities.com.

Zachowawczy charakter polityki finansowej emitentów obligacji zamiennych można odnaleźć także w danych zawartych w tabeli 4, gdzie przedstawiono wskaźnik bieżącej płynności spółek na tle podobnych podmiotów. W przypadku większości badanych podmiotów nastąpiło względne podwyższenie wskaźnika bieżącej płynności w roku emisji w porównaniu z relacją branżową. Jest to spowodowane przejściem części finansowania bieżącego przez zobowiązania długoterminowe pochodzące z emisji obligacji zamiennych. Warto zauważyć, że większość badanych spółek posiada istotną nadpłynność finansową. Może to świadczyć o mało efektywnym zarządzaniu majątkiem obrotowym, powodowanym utrzymywaniem nadmiernych zapasów lub należności. Wielkości te częściowo odpowiadają za złe wyniki finansowe spółek.

Tabela 4

Wartości wskaźnika płynności bieżącej wybranych emitentów obligacji zamiennych w okresie emisji wraz z analogicznym, przeciętnym wskaźnikiem dla spółek z tej samej branży

Spółka / EKD	Wartość wskaźnika przed emisją	Wartość wskaźnika po emisji	Odchylenie wskaźnika spółki względem wskaźnika branży	
			przed emisją	po emisji
72.20	2,02	2,17	-0,03	0,30
Comarch	1,97	2,82		
72.20	2,02	2,17	-0,17	0,13
Prokom	1,68	2,45		
72.20	2,17	2,08	-0,16	-0,24
Asseco Polska	1,82	1,59		
72.20	2,02	2,17	-0,41	0,15
Spin	1,18	2,51		
72.20	2,02	2,17	-0,23	0,13
Computerland	1,55	2,45		
45.21	1,35	1,34	-0,24	-0,87
Beton Stal	1,03	0,18		
45.21	1,72	1,37	1,43	1,52
Polnord	4,18	3,46		
51.42	1,78	2,04	-0,31	-0,07
LPP	1,22	1,89		
51.70	1,03	1,01	10,08	8,26
Vedia	11,41	9,35		
51.70	1,07	1,09	-0,42	-0,38
Centrozap	0,62	0,68		

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Notoria Financials i EFFECT Sector Statistic; za: www.securities.com.

Podsumowanie

Przeprowadzone badania na wybranej grupie emitentów obligacji zamiennych upoważniają do sformułowania kilku wniosków na temat stosowanej przez nich polityki finansowania długiem. Przede wszystkim można zauważyć mniejszą ekspansję zadłużania spółek, mimo emisji dłużnych papierów wartościowych. Badane wskaźniki stopy zadłużenia, obsługi zadłużenia czy „dług/EBITDA” osiągnęły bezpieczniejsze poziomy niż przeciętne w danej branży. Trzeba jednak pamiętać, że początkowy poziom zadłużenia badanych spółek był znaczny i najczęściej wyższy od średniej.

Drugim czynnikiem, który może determinować uzyskane charakterystyki zadłużenia jest EBITDA. W obu badanych wskaźnikach zmiana tej wielkości mogła być niewidoczna z uwagi na zmiany poziomu zadłużenia i kosztów finansowych. Jednak uwzględniając analizę bieżącej płynności można przypuszczać, że emitenci obligacji zamiennych mieli trudności finansowe i „bezpieczne” poziomy relacji „dług/EBITDA” oraz wskaźnika obsługi zadłużenia wynikają także z relatywnie niższego EBITDA.

Porównując wskaźniki finansowe emitentów obligacji zamiennych z analogiczną średnią branżową, można przypuszczać, że badane spółki to przedsiębiorstwa, które w większości nie były w stanie dotrzymać gospodarczego kroku swoim najbliższym konkurentom. Relatywne ograniczenie zadłużenia w warunkach emisji dłużnych papierów wartościowych wydaje się co najmniej kuriozalne. Jeśli jednak uwzględni się wyniki analizy wskaźnika obsługi zadłużenia, wyraźnie można dostrzec, że emisja obligacji zamiennych to wszystko, na co było te spółki stać. Fakt wykorzystania obligacji zamiennej dodatkowo podtrzymuje tę tezę. Obligacje zamienne mają z reguły niższe oprocentowanie i nie muszą być wykupywane. Dzięki temu badane spółki były w stanie pozyskać więcej kapitału, z mniejszym ryzykiem bankructwa. Trudności finansowe niewątpliwie wpływały na niekorzystną wycenę spółek na giełdzie, przez co utrudniona była emisja akcji.

Mimo że w przeprowadzonym badaniu ujęto spółki o dobrej kondycji, jak Comarch, i upadające, jak Beton Stal, można przypuszczać, że fakt emisji obligacji zamiennych musiał być dodatkowym utrudnieniem emitentów i był uzasadniony. W świetle powyższych rozważań i analiz przypuszcza się, że podstawową przesłanką emisji obligacji zamiennych były trudności gospodarcze, co potwierdzałoby teorię asymetrii informacyjnej. Drugim powodem podjętych działań mogło być dążenie do zmniejszenia kosztów finansowych i, w dalszej perspektywie, pozyskanie kapitału własnego, który jednocześnie mógł zabezpieczać zobowiązania zaciągnięte przez spółki.

Literatura

- Brennan M.J., Schwartz E.S.: *The case for convertibles*, Journal of Applied Corporate Finance, Chase Financial Quarterly Vol. 1 No. 3, Chase Manhattan Bank 1988.
- Brigham E., Gapenski L.: *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000.

- Constantinides G.M., Grundy B.D.: *Optimal investment with stock repurchase and financing as signals*, Review of Financial Studies vol. 2, Oxford University Press 1998.
- Jalan P, Barone-Adesi G.: *Equity financing and corporate convertible bond policy*, Journal of Banking and Finance vol. 19, Elsevier 1995.
- Kim Y.O.: *Informative conversion ratios: A signalling approach*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 25, Cambridge University Press 1990.
- Nelken I.: *Handbook of hybrid instruments*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester 2000.
- Myers S.C., Majluf N.S.: *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, NBER Working Papers, Working Paper No. 1396, Cambridge MA 1984.
- www.securities.com.

dr Jakub Marszałek
Uniwersytet Łódzki
Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem

Streszczenie

Emisja obligacji zamiennych na akcje pozwala na finansowanie przedsiębiorstwa długiem bez konieczności wykupu obligacji, dzięki konwersji na akcje. Dodana opcja zamiany na akcje często pozwala na obniżenie oprocentowania obligacji zamiennej w porównaniu z warunkami emisji zwykłej obligacji kuponowej. Trzeba jednak zauważyć, że konstrukcja obligacji zamiennej na akcje jest dość skomplikowana. Dlatego naturalne jest pytanie o porzucenie tradycyjnych form finansowania na rzecz obligacji zamiennych. Celem artykułu jest ocena przesłanek emisji obligacji zamiennych, dokonana poprzez ogólną charakterystykę zadłużenia emitentów. Z uwagi na różnorodną działalność podmiotów, badania dokonano w porównaniu z analogicznymi wielkościami poszczególnych branż.

CONVERTIBLE BOND ISSUERS DEBT STRUCTURE CHARACTERISTICS – THE SECTOR PERSPECTIVE

Summary

Convertible Bond issuing allows financing a company without debt taking consequences – the debt playback. It is because of bond conversion into shares. Moreover, additional conversion option may decrease interest rate of issued bond. Besides some merits of these securities, issuing convertible bonds may be difficult to manage. Quite natural question about leaving traditional ways of financing may be asked by the investors. The goal of this paper is to assess convertible bonds issuing circumstances. The analysis was focused on the issuer's debt financing policy. Because of some sector differences in liabilities an asset structure; the research was done using branch analysis comparison.