

Znaczenie kowenantów na rynku obligacji korporacyjnych w teorii i w badaniach empirycznych – przegląd literatury

Bogumiła Brycz, Marek Pauka, Natalia Śmieja*

Streszczenie: *Cel* – Identyfikacja obszarów badań naukowych, bazujących na analizie kowenantów na rynku obligacji korporacyjnych. Wskazanie potencjału badawczego dla polskiego rynku.

Metodologia badania – Krytyczny przegląd literatury, w szczególności wyników badań empirycznych.

Wynik – Kowenanty mają zastosowanie w badaniach dotyczących kosztu kapitału, asymetrii informacji oraz konfliktu pomiędzy akcjonariuszami i obligatariuszami. Badania dotyczą również restrykcyjności, ich skuteczności i wpływu na zachowanie interesariuszy.

Oryginalność/wartość – Ze względu na początkowe stadium rozwoju rynku Catalyst, w literaturze polskiej niewiele jest badań nad warunkami emisji obligacji. Publikacja jest pierwszym tak szerokim przeglądem badań nad kowenantami dla rynku obligacji w języku polskim. Wartością dodaną jest identyfikacja obszarów badawczych dla będącego w przełomowym momencie rynku polskiego.

Słowa kluczowe: kowenanty, rynek obligacji, teoria asymetrii informacji, teoria agencji

Wprowadzenie

Od początku istnienia rynku Catalyst już w co najmniej 30 przypadkach emitenci mieli problemy z wykupem obligacji lub byli zmuszeni realizować prawo inwestorów do przedterminowego wykupu po złamaniu przez spółki kowenantów. Niestety krótka historia polskiego rynku regulowanego dla długu¹ uniemożliwia przeprowadzenie pogłębionych ilościowych badań dotyczących cech emitentów, a badania jakościowe są rzadkością.

Celem artykułu jest usystematyzowanie dotychczasowych badań dotyczących kowenantów wbudowanych w warunki emisji obligacji, w szczególności badań empirycznych, bazujących na danych dotyczących rynków obligacji o dłuższej historii, aby ostatecznie zidentyfikować potencjalne pola badawcze dla rynku polskiego.

* dr Bogumiła Brycz, Politechnika Wroclawska, ul. Wybrzeże Wyspiańskiego 27, 50-370 Wrocław, e-mail: bogumiła.brycz@pwr.edu.pl; dr Marek Pauka, Wydział Nauk Ekonomicznych, Katedra Finansów, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław, e-mail: marek.pauka@ue.wroc.pl; mgr Natalia Śmieja, Wydział Nauk Ekonomicznych, Katedra Finansów, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław, e-mail: natalia.smieja@ue.wroc.pl.

¹ Przed 2009 rokiem rynek długu rozwijał się bardzo wolno i miał przede wszystkim charakter rynku prywatnego, organizowanego przez banki. Por. Rating & Rynek (2001–2012) i Pauka (2005).

Artykuł porządkuje dotychczasowy dorobek naukowy dotyczący badań nad kowenantami, pozwala na spojrzenie na polski rynek długu z perspektywy teorii naukowych, dziś intensywnie wykorzystywanych na innych segmentach rynku finansowego przez polskich badaczy. Dzięki zidentyfikowaniu luki w badaniach, artykuł ma również służyć jako inspiracja do podjęcia interesujących badań nad uwarunkowaniami emisji długu „publicznego”, w tym w szczególności nad warunkami emisji ograniczającymi ryzyko niepożądanych zdarzeń (kowenantami). Istota problemu była dotąd praktycznie pomijana w polskim dorobku. Wyjątkiem są publikacje Jerzego Gajdki, w których wspomina on o zastosowaniu kowenantów w kontekście teorii wyjaśniających strukturę kapitału (Gajdka 2002), artykuł Pawła Niedziółki, który analizuje kowenanty z perspektywy oferty bankowości inwestycyjnej (Niedziółka 2014), oraz artykuły autorów.

W rozdziale pierwszym zdefiniowano kowenanty oraz wskazano teorie naukowe, wyjaśniające obecność i znaczenie kowenantów w warunkach emisji długu. W rozdziale drugim skupiono uwagę na przedstawieniu, klasyfikacji i charakterystyce badań empirycznych nad kowenantami. Ostatni rozdział poświęcono wnioskom z badań na rynkach zagranicznych oraz identyfikacji potencjalnych luk badawczych na rynku polskim.

1. Istota i geneza kowenantów w warunkach emisji

Badania dotyczące kowenantów ściśle wpisują się w szeroki nurt badań nad strukturą kapitałów, determinowaną kosztami agencji. Badania na ten temat zostały zainicjowane przez Jensena i Mecklinga (1976), którzy kontynuowali wcześniejsze prace Famy i Millera (1972). Poza klasycznym konfliktem opisywanym w ramach teorii agencji², istniejącym pomiędzy akcjonariuszami i menedżerami, Jensen i Meckling wskazali, że podobny mechanizm konfliktowy powstaje pomiędzy akcjonariuszami i obligatariuszami, gdzie pozyskanie długu prowadzić może do nieoptymalnego wykorzystania pozyskanych środków finansowych. W przypadku powodzenia projektu finansowanego kapitałem pozyskanym z emisji obligacji, akcjonariusze przejmą większość wypracowanego zysku. W przypadku niepowodzenia, z powodu ograniczonego charakteru zobowiązań, obligatariusze poniosą tego konsekwencje. Z tego powodu akcjonariusze mogą mieć pokusę nadużycia, aby inwestować pozyskane z obligacji środki pieniężne w projekty o wysokim ryzyku, nawet jeśli ich realizacja prowadzi do obniżenia wartości przedsiębiorstwa, co ostatecznie prowadzi do obniżenia wartości długu (efekt substytucji aktywów). Aby temu zapobiec, do warunków emisji wprowadza się wymogi związane ze wskaźnikami pokrycia odsetek czy zakaz inwestowania w nowe linie biznesowe, a przedsiębiorstwa z branż o ograniczeniach w substytucji aktywów charakteryzują się wyższym poziomem zadłużenia (por. Harris, Raviv 1991).

² Konflikt ten charakteryzuje się m.in. odmiennymi celami oraz podejściem do ryzyka stron kontraktu (Eisenhardt 1989).

Z kolei Black (1976), bazując na przykładzie konfliktu pomiędzy akcjonariuszami i obligatariuszami, wykazał, że nie ma prostszej drogi do uniknięcia ponoszenia ciężarów związanych z długiem, jak wypłata wszystkich aktywów w postaci dywidendy i pozostawienie wierzycieli z przedsiębiorstwem jako wydmuszką (*empty shell*).

Myers (1977), przyglądając się motywom zadłużania się przedsiębiorstw, wskazał z kolei, że na wartość firmy składają się również wartości niematerialne, wynikające z przyszłych możliwości inwestycyjnych. Autor zasugerował, że zarządy mogą mieć powód do odrzucenia projektów opłacalnych (o dodatnim NPV), jeśli korzyści z zaakceptowania realizacji takiego projektu popłyną do wierzycieli.

Podsumowanie dotychczasowych rozważań zostało przedstawione przez Smitha i Warnera, którzy zidentyfikowali dodatkowe obszary konfliktowe analizując przedsiębiorstwo jako więzkę relacji pomiędzy interesariuszami, uregulowanych w kontraktach (Smith, Warner 1979). Koncentrując się na umowie spółki z obligatariuszami, autorzy przyjęli, że zarząd działa tak, jakby był właścicielem, a przynajmniej w sposób, który ostatecznie ma przynosić korzyści właścicielowi. Emitując obligacje, zarząd również ma motywację, aby działać na rzecz akcjonariuszy, podejmując decyzje operacyjne, ale również inwestycyjne czy związane ze strukturą kapitałów, może się jednak okazać, że efekty tych decyzji są sprzeczne z interesem obligatariuszy. Cechy tych decyzji mają charakter endogeniczny, pochodzą od kierownictwa firmy, dlatego Smith i Warner identyfikują cztery źródła konfliktu, powstające pomiędzy akcjonariuszami a obligatariuszami:

- wypłaty dywidend (czy szerzej: transfery do akcjonariuszy) – zwiększenie wypłat dywidend powoduje spadek wartości długu, gdyż z reguły powoduje ograniczenie inwestycji; w skrajnym przypadku, jeśli firma sprzeda wszystkie swoje aktywa i wypłaci dywidendę likwidacyjną, obligatariusze zostaną z bezwartościowymi wierzytelnościami,
- rozwodnienie zadłużenia – w sytuacji zwiększenia zadłużenia o tym samym albo wyższym priorytecie w spłacie, dotychczasowy dług traci na wartości,
- substytucja aktywów – opisana wcześniej przez Jensena i Mecklinga, polegająca na wykorzystaniu emisji długu do finansowania projektów o wyższym ryzyku,
- niedoinwestowanie – obszar konfliktu przedstawiony wcześniej przez Myersa.

Smith i Warner wskazali również, że wśród praktyków jest zgoda co do tego, że relacja pomiędzy obligatariuszami i akcjonariuszami ma charakter konfliktowy, jednak podkreślili jednocześnie, iż brak jest jednolitego stanowiska, że sposób kontrolowania tego konfliktu wpływa na wartość przedsiębiorstwa. Autorzy wskazali dwie hipotezy:

- hipotezę nieistotności, w ramach której decyzje dotyczące potencjalnych obszarów konfliktu nie wpływają na wartość przedsiębiorstwa (podejście prezentowane w modelach Modiglianiego-Millera (Modigliani, Miller 1958) oraz Famy-Millera (Fama, Miller 1972),
- hipotezę kosztownych kontraktów (*costly contracting hypothesis*), w ramach której kontrolowanie konfliktu pomiędzy akcjonariuszami i obligatariuszami w postaci

warunków emisji (odpowiedniej umowy pomiędzy stronami) prowadzi do wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

Smith i Werner skłaniają się ku drugiej hipotezie, którą można sprowadzić do założenia, że umowy finansowe są kosztowne, jednak warunki tych umów, przede wszystkim występowanie kowenantów, chociaż pociągają za sobą konieczność ponoszenia kosztów, prowadzą jednocześnie do wzrostu wartości przedsiębiorstwa w momencie emisji długu, ponieważ redukują potencjalne straty, które mogłyby się pojawić w sytuacji nieoptymalnych (nie maksymalizujących wartości) wyborów akcjonariuszy. Ponadto, w przypadku problemu rozwodnienia zadłużenia, wprowadzenie kowenantów obniża koszty monitorowania akcjonariuszy, a uzyskane oszczędności jako korzyści przypadają właścicielom, co ostatecznie zwiększa wartość firmy.

Będące przedmiotem rozważań kowenanty, to wbudowane w warunki emisji (umowę między emitentem a wierzycielami finansowymi, np. obligatariuszami) klauzule zabezpieczające. Przybierają one m.in. następujące formy:

- zakazów,
- nakazów,
- warunków/wymogów do utrzymania w przypadku wystąpienia określonych zdarzeń,
- listy zdarzeń albo działań.

W przypadku wystąpienia uzgodnionych w umowie zdarzeń lub nieprzestrzegania przez dłużnika określonych ograniczeń/zakazów/nakazów, aktywowane mogą być dodatkowe prawa wskazane w umowie, z których wierzyciele mogą skorzystać, zachowując określoną w umowie procedurę. Wśród praw, które mogą być przypisane wierzycielom, wskazać można przykładowe:

- prawo do żądania spłaty długu przed terminem (prawo przedterminowego wykupu typu *put*, które występuje najczęściej),
- prawo do otrzymania premii,
- prawo do zamiany obligacji na akcje/wymiany obligacji na akcje innego emitenta,
- prawo do otrzymania wyższych odsetek,
- prawo do otrzymania dodatkowego zabezpieczenia wierzytelności.

Przeprowadzona przez Smitha i Warnera analiza kowenantów w kontekście występowania konfliktu interesów między właścicielami i wierzycielami stała się punktem odniesienia dla dalszych badań empirycznych.

2. Badania empiryczne dotyczące roli kowenantów

Badania empiryczne, w których kowenanty są przedmiotem analiz, prowadzone są od lat 80. XX wieku i mimo bogatego dorobku na rynkach rozwiniętych, ze względu na specyfikę krajową, uwarunkowania prawne i poziom rozwoju rynków finansowych wciąż są badane pod różnymi aspektami. Wyróżnić można m.in. następujące obszary badawcze:

- czynniki determinujące rodzaje i cechy kowenantów oraz ich rola w kształtowaniu relacji pomiędzy obligatariuszami a właścicielami,
- poziom ochrony obligatariuszy, tzw. restrykcyjność kowenantów,
- przyczyny i konsekwencje naruszenia kowenantów.

W pierwszej kolejności należałoby wspomnieć, iż w wielu pracach wprowadzane są autorskie klasyfikacje kowenantów, które następnie służą do identyfikowania specyficznych grup emitentów. W ramach często stosowanego podziału, kowenanty dzielone są na opisowe i finansowe. Te drugie, nazywane także kowenantami księgowymi (*accounting-based covenants*), wprowadzane są do warunków emisji w formie maksymalnych albo minimalnych poziomów dla wskaźników finansowych, wyrażanych w wartościach bezwzględnych (np. minimalny poziom zysku, maksymalna wartość zadłużenia) lub bezwzględnych (np. wskaźniki rentowności, płynności, struktury czy obsługi zadłużenia). Christensen i Nikolaev (2011) wyróżnili ponadto dwie grupy: kowenanty kapitałowe (*capital covenants*) i wynikowe (*performance covenants*). Zdaniem autorów, podział wynika z różnych sposobów redukcji kosztów agencji w ramach obu grup. Pierwsza bazuje wyłącznie na informacjach z bilansu, w drugiej grupie korzysta się ze wskaźników rentowności i efektywności. Kowenanty kapitałowe, wprost odnosząc się do struktury kapitałów, w sposób bezpośredni ograniczają poziom zadłużenia. Kowenanty wynikowe służą bardziej jako wskaźniki sygnalizujące osłabianie się kondycji finansowej emitenta. Następnie autorzy sprawdzili cechy i kondycję emitentów, preferujących poszczególne rodzaje kowenantów (np. firmy, które mogą mieć problemy finansowe, wolą używać kowenantów wynikowych) oraz współwystępowanie kowenantów (kowenanty wynikowe współwystępują z kowenantami opisowymi w formie zakazów). Z kolei Achleitner i in. (2012) wyróżnili wśród kowenantów finansowych dwie grupy: kowenanty do utrzymania (*maintenance covenants*) i kowenanty zdarzeniowe (*incurrence covenants*). Pierwsza grupa to takie, które należy stosować cały czas, niezależnie od podejmowanych działań. Druga nie pozwala przeprowadzać konkretnych działań, jeśli to doprowadziłoby do przekroczenia wskazanych wartości progowych wskaźników (np. emisja zadłużenia jest możliwa, chyba że w jej wyniku wskaźnik obsługi zadłużenia spadnie poniżej wymaganego poziomu). Zdecydowana większość badań koncentruje się na kowenantach finansowych.

Jednym z najczęściej poruszanych problemów są determinanty zastosowania kowenantów w umowach dłużnych. Wśród tych badań w szczególności wskazać można takie, które mają na celu weryfikację podstawowego założenia wynikającego z hipotezy kosztownych kontraktów Smitha i Warnera, zgodnie z którym zastosowanie kowenantów w umowach pomiędzy obligatariuszami a emitentem prowadzi do obniżenia kosztów długu przez to, że kowenanty ograniczają koszty agencji. Ponadto, rozważania Jensena i Mecklinga, Myersa oraz Smitha i Warnera wskazują, że im większy potencjalny konflikt między właścicielami i wierzycielami, tym większe powinno być zastosowanie kowenantów, dlatego w badaniach empirycznych analizuje się zależność pomiędzy kowenantami a takimi czynnikami, jak

między innymi poziom zadłużenia i wielkość emitenta długu (kredytobiorcy), jego potencjał wzrostu oraz termin do wykupu. Większość badań empirycznych potwierdza, że stosowanie kowenantów wpływa na zmniejszenie kosztu długu. Wyniki badań przeprowadzonych przez Reisel (2014) na amerykańskim, publicznym rynku obligacji wskazują, że emitenci, którzy – chcąc zachować elastyczność w podejmowaniu decyzji – unikają stosowania kowenantów, mają wyższy koszt długu. W szczególności, jak pokazują wyniki, ograniczenia dotyczące zaciągania długu o wyższym priorytecie spłaty obniżają koszt długu o ok. 60–75 punktów bazowych, natomiast kowenanty dotyczące działalności inwestycyjnej obniżają koszt długu o ok. 35–60 punktów bazowych. Istnienia odwrotnej zależności pomiędzy kosztem kapitału obcego i stosowaniem kowenantów dowodzą również wyniki badań innych autorów, które dotyczą zarówno publicznego rynku obligacji (m.in. Iskandar-Datta i Emery 1994; Wei 2005; Miller i Reisel 2012; Bazzana i in. 2014), jak i rynku prywatnego (Bradley, Roberts 2004). Pozytywną rolę kowenantów w ograniczaniu konfliktu interesów między właścicielami a wierzycielami i towarzyszących mu kosztów agencji, potwierdzają również inne badania empiryczne nad czynnikami determinującymi stosowanie kowenantów na poszczególnych rynkach długu. Jak podaje Malitz (1986), bardziej zadłużone firmy (im większe zadłużenie, tym większe bodźce do podejmowania działań zwiększających bogactwo właścicieli kosztem wierzycieli), są bardziej skłonne do stosowania kowenantów w warunkach emisji obligacji, natomiast większe firmy oraz firmy z dłuższą historią na rynku kapitałowym charakteryzują się mniejszą skłonnością do stosowania kowenantów. Badania Begleya (1994) i Reisel (2014) również potwierdziły, że mocno zadłużone firmy są bardziej skłonne do stosowania kowenantów w emisjach publicznych. Begley wskazuje również, że poziom ryzyka kredytowego (*risk of financial distress*) oraz długość okresu, na jaki obligacje są emitowane, są negatywnie skorelowane ze skalą wykorzystania kowenantów. Reisel (2014) wskazała, że firmy o dużym poziomie zadłużenia częściej zawierają w warunkach emisji kowenanty ograniczające wypłaty dywidend i zaciąganie dodatkowego długu, natomiast duże firmy oraz firmy o znacznym udziale środków trwałych są mniej skłonne do stosowania kowenantów dotyczących wypłat i dodatkowego zadłużania się oraz kowenantów ograniczających działalność inwestycyjną. Badania Billeta i in. (2007) pokazują, że stosowanie kowenantów jest większe w firmach charakteryzujących się większą dźwignią finansową i dużym potencjałem wzrostu, natomiast mniejsze w przypadku zadłużania się na krótki okres. Dla porównania, Bradley i Roberts (2004) przeprowadzili badania nad stosowaniem kowenantów w umowach dotyczących prywatnego rynku długu, wskazując, że kowenanty są częściej stosowane w umowach pożyczkowych firm małych, mocno zadłużonych i firm o dużym potencjale wzrostu, przy czym w przypadku tych ostatnich częściej stosuje się kowenanty, które ograniczają możliwości wykorzystania pozyskanego kapitału, a rzadziej kowenanty, które uniemożliwiają pozyskanie dodatkowych funduszy w przyszłości. Autorzy wykazali również, że oprócz cech pożyczkobiorcy strukturę kowenantów determinują też cechy pożyczkodawcy oraz uwarunkowania makroekonomiczne. W przypadku firm o dużym potencjale wzrostu, badania nad stosowaniem kowenantów

nie są jednoznaczne. Mianowicie – przeciwnie aniżeli Bradley i Roberts oraz Billet i in. (2007) – Nash i in. (2003) oraz Reisel (2014) wykazali, że firmy o dużym potencjale wzrostu zazwyczaj są mniej skłonne do zawierania kowenantów w warunkach emisji długu publicznego. Nash i in. (2003) wskazali, że firmy o dużych możliwościach inwestycyjnych przy określaniu warunków emisji dążą do zachowania elastyczności w zakresie wypłat dywidend i emisji długu w przyszłości, dlatego rzadziej stosują kowenanty ograniczające swobodę decyzji w tym zakresie, natomiast stosowanie pozostałych rodzajów kowenantów nie jest uzależnione od możliwości inwestycyjnych firm. Wyniki badań przeprowadzonych przez Reisel (2014) potwierdziły, że w firmach o dużym potencjale wzrostu, które najbardziej cenią sobie elastyczność, koszty stosowania kowenantów mogą być większe niż wynikające z tego korzyści, dlatego firmy te są mniej skłonne do zawierania kowenantów w warunkach emisji długu. Jak podaje autorka, mniej niż 6% firm o ratingu inwestycyjnym stosuje kowenanty ograniczające możliwości wypłat i zadłużania się w przyszłości. Mansi i in. (2012) zbadali zależność pomiędzy kowenantami a ryzykiem bankructwa. Zdaniem autorów, z jednej strony, większe ryzyko bankructwa skutkuje większymi kosztami agencji (większy potencjalny konflikt pomiędzy właścicielami i wierzycielami), czyli większą skłonnością do stosowania kowenantów, ale z drugiej strony, firmy z większą liczbą efektywnych kowenantów są mniej narażone na bankructwo, gdyż kowenanty zmuszają zarządy do unikania ryzykownych decyzji. Autorzy potwierdzają, że większość kowenantów powoduje zmniejszenie ryzyka bankructwa, ale niektóre z nich (np. kowenanty zakazujące emisji akcji) powodują usztywnienie możliwości decyzyjnych firmy i zwiększenie ryzyka upadłości.

W odniesieniu do restrykcyjności kowenantów, czyli poziomu ochrony interesów wierzycieli uzyskanej dzięki zastosowaniu kowenantów, należy zaznaczyć, że ze względu na duże zróżnicowanie w zakresie stosowanych kowenantów, pojawiają się trudności w pomiarze tej restrykcyjności i dlatego w badaniach empirycznych wykorzystuje się w tym celu różne miary. Niektórzy autorzy dokonują tej oceny na podstawie liczby zastosowanych kowenantów, zakładając, że im więcej kowenantów, tym większa restrykcyjność (często w oparciu o liczbę kowenantów tworzy się indeks mierzący siłę kowenantów, zob. np. Bradley, Roberts 2004; Demiroglu, James 2010). W przypadku kowenantów finansowych, czyli kowenantów, które są sformułowane w odniesieniu do określonych wskaźników finansowych, coraz częściej pomiaru restrykcyjności dokonuje się w oparciu o tzw. „luz” (*slack*) albo „napięcie” (*tightness*), rozumiane jako różnica pomiędzy progową wartością danego wskaźnika finansowego określoną w kowencie, a wartością rzeczywistą tego wskaźnika w momencie zaciągania długu (Demerjian, Owens 2013). Na tej podstawie Dichev i Skinner (2002) wskazują, że kowenanty stosowane w przypadku długu prywatnego są określane w sposób bardziej restrykcyjny w porównaniu do zmienności wskaźnika obserwowanej w okresie zadłużenia dla poszczególnych emitentów. Z kolei wyniki badań przeprowadzonych przez Demiroglu i Jamesa (2010) dowodzą, że kredytobiorcy charakteryzujący się wyższym poziomem ryzyka oraz kredytobiorcy z niższym potencjałem wzrostu są bardziej

skłonni do akceptowania restrykcyjnie określonych progów dla wskaźników w ramach kowenantów finansowych.

Restrykcyjność jest również przedmiotem badań pod kątem jej elastycznego dopasowania do wyników emitenta. Przykładowo, autorzy w artykule pt. *Sztywne kowenanty (Sticky covenants)* wskazują, że restrykcyjność kowenantów zależy w dużym stopniu od restrykcyjności zapisów warunków wcześniejszych emisji obligacji, która to z kolei zależy od podmiotów wspierających emisję (doradców finansowych, doradców prawnych, gwarantów emisji), co potwierdza występowanie wysokich kosztów zmiany warunków emisji (*switching costs*) z punktu widzenia organizatorów emisji. Zmiany w restrykcyjności zanotowano tylko w przypadku wyraźnego pogorszenia się wiarygodności kredytowej emitentów oraz w przypadku znaczącego ograniczenia podaży pieniądza w gospodarce (De Franco 2013).

Coraz częstsze przypadki nieprzestrzegania kowenantów doprowadziły do rozwoju badań empirycznych nad przyczynami i konsekwencjami tego zjawiska, określanego również jako tzw. techniczne naruszenie kowenantów. Dichev i Skinner (2002), badając przypadki naruszenia kowenantów finansowych stosowanych w umowach pożyczkowych wskazują, że zjawisko to występuje w około 30% zaciąganych pożyczek, a za przyczynę podają bardzo restrykcyjne poziomy progowych wartości wskaźników finansowych stosowanych w tego rodzaju kowenantach. Podobne wyniki otrzymali Chava i Roberts (2006) wskazując, że przypadki naruszenia kowenantów występują w około 32% badanych firm i 26% zaciągniętych kredytów. Autorzy podają też, że naruszenie kowenantów skutkuje podwyższeniem oprocentowania kredytorom (o ok. 60 punktów bazowych), jak również często prowadzi do skrócenia okresu zapadalności, ograniczeń w dopuszczalnym poziomie zadłużania się i wprowadzeniem dodatkowych kowenantów. Beneish i Press (1993), badając konsekwencje nieprzestrzegania kowenantów finansowych, wskazują na występowanie: kosztów refinansowania związanych z podwyższeniem kosztu finansowania długiem (koszty te kształtują się w przedziale 0,84–1,63% wartości rynkowej kapitału własnego), kosztów restrukturyzacji związanych z koniecznością częściowej lub całkowitej spłaty długu, które prowadzą do zmian w strukturze kapitałowej i zakresie działania firmy, oraz kosztów renegowania warunków umowy związanych z wprowadzeniem dodatkowych kowenantów i podobnych ograniczeń.

3. Kowenanty na polskim regulowanym rynku obligacji

Znaczenie rynku obligacji w Polsce stale rośnie, zwłaszcza po nowelizacji ustawy o obligacjach w 2000 roku, kiedy to m.in. umożliwiono emitowanie obligacji niedopuszczonych do obrotu publicznego w formie zdematerializowanej (Pauka 2005). Jednak przez ostatnie lata rynek obligacji ogromnie zyskał na znaczeniu, w przeciwieństwie do swojej popularności w ramach badań naukowych w Polsce. W 2001 roku 20 przedsiębiorstw-emitentów wyemitowało obligacje długoterminowe o wartości kapitału 2,52 mld zł w 2001 roku, a w roku

2012 – 70 podmiotów kapitał rządu 12,9 mld zł (Rating & Rynek 2001–2012). Zauważyć można następujące trendy, które są również argumentami za znaczeniem tego rynku:

- przesunięcie w badaniach naukowych uwagi ze struktury kapitałów (dość dobrze zbadanej w Polsce, np. w pracach Jerzemowskiej (1999), Gajdki (2002)) w kierunku czynników wpływających na warunki korzystania z długu,
- konieczność usystematyzowania pojęć związanych z warunkami emisji i wprowadzenie standardu emisji (obejmujących m.in. prawa poszczególnych stron oraz kowenanty) oraz klasyfikacji warunków emisji w polskich warunkach, tak jak to jest praktykowane na rynkach rozwiniętych oraz w przypadku polskiego rynku długu dla największych przedsiębiorstw (ryнку organizowanego przez banki),
- wprowadzenie na grunt polski tzw. wskaźnika pokrycia ryzyka w szczególności w kontekście analiz praktyków (por. PKF Consult 2013).

Od momentu uruchomienia rynku Catalyst coraz bardziej zauważalne staje się zjawisko polaryzacji tego rynku. Z jednej strony inwestorzy mają do wyboru emisje o bardzo niskim poziomie ryzyka kredytowego, wysoko kwotowe, o płynnym rynku wtórnym (np. PKN Orlen, GPW, banki), z drugiej – niewielkie emisje, o wysokiej stopie zwrotu, dużym ryzyku płynności i ogromnej asymetrii informacji, czemu często towarzyszy koncentracja własności akcji w rękach zarządu, co ostatecznie prowadzi do wzrostu ryzyka negatywnych skutków wynikających z opisanego w teorii konfliktu pomiędzy akcjonariuszami i obligatariuszami³. I właśnie w przypadku tych emisji duże znaczenie mogą odgrywać kowenanty. Jednak dotychczasowe badania dotyczące rynku polskiego pokazują, że:

- w przypadku emitentów z branży finansowej występuje niewielka korelacja pomiędzy liczbą kowenantów a poziomem ryzyka; kowenanty pokrywały przede wszystkim ryzyko substytucji aktywów oraz rozwodnienie zobowiązań i nieco rzadziej transfery do akcjonariuszy, a emitenci posługiwali się różnymi wskaźnikami, z których najbardziej popularny był wskaźnik zadłużenia kapitałów własnych (Śmieja, Pauka 2013),
- w przypadku emitentów z branży deweloperskiej liczba stosowanych kowenantów zależy od parametrów określających ryzyko inwestycji w papiery wartościowe spółki, w tym zwłaszcza od stosowania zabezpieczeń majątkowych. Ponadto najbardziej istotnie, i w największym stopniu, na zwiększenie liczby kowenantów wpływała data emisji, co może być efektem zarówno postępującej standaryzacji w warunkach emisji, jak i rosnących wymagań inwestorów oraz świadomości emitentów w zakresie ograniczania ryzyka prowadzonej działalności z punktu widzenia oceny obligatariuszy, ale również efekt wpływu w ostatnich latach kilku upadłości (szczególnie przypadki z branży deweloperskiej) na rynek obligacji (Pauka, Śmieja 2013),
- rola kowenantów finansowych w przypadku obligacji notowanych na rynku Catalyst jest mocno ograniczona, przy czym najczęściej stosowane są kowenanty kapitałowe,

³ Polfa, Uboat Line i E-Kancelaria to przykłady, gdzie większość z przedstawionych rodzajów ryzyka zmateriałizowała się ostatecznie w postaci niewykupienia długu przez emitentów.

stosunkowo łatwe do omińnięcia; brak jest wyraźnego wpływu wartości emisji i wielkości emitenta na kowenanty (Brycz i in. 2015),

- na rynku polskim brak wciąż standardów dla kowenantów, co bardzo utrudnia przeprowadzenie badań nad ich restrykcyjnością, ponadto zastosowanie dodatkowych zabezpieczeń i kowenantów w emisji obligacji nie wpływa na zmniejszenie kosztu kapitału mierzonego oprocentowaniem emisji (Śmieja 2015).

Głównym ograniczeniem dla badań nad rynkiem polskim jest brak wystandaryzowanych danych, brak informacji o parametrach większości emisji, które nie doszły do skutku oraz wciąż krótki okres funkcjonowania rynku Catalyst.

Uwagi końcowe

Celem artykułu było przedstawienie badań empirycznych koncentrujących uwagę na obecności i roli kowenantów w warunkach emisji na rynku długu. Wychodząc od teorii, którymi można tłumaczyć przyczyny stosowania kowenantów, przedstawiono różnorodne powiązania pomiędzy kowenantami i innymi aspektami emisji długu, które są przedmiotem analiz naukowych na rynkach rozwiniętych. Jednocześnie zdefiniowano potencjalne luki w badaniach nad rynkiem polskim, wskazując na krajową specyfikę publicznego rynku obligacji korporacyjnych. Rynek Catalyst wydaje się mieć ogromny potencjał dla badaczy zainteresowanych przede wszystkim relacjami pomiędzy uczestnikami rynków finansowych (teorią agencji), kosztem kapitału, warunkami emisji oraz przypadkami bankructwa na rynkach długu.

Literatura

- Achleitner A., Braun R., Hinterramskogler B., Tappeiner F. (2012), *Structure and determinants of financial covenants in leveraged buyouts*, „Review of Finance” vol. 16, no. 3, s. 647–684.
- Bazzana F., Zadorozhnaya A., Gabriele R. (2014), *The role of covenants in bond issue and investment policy. The case of Russian companies*, „DEM Discussion Papers” vol. 5.
- Begley J. (1994), *Restrictive covenants included in public debt agreements: an empirical investigation*, Working Paper, University of British Columbia.
- Billett M.T., King T.H.D., Mauer D.C. (2007), *Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants*, „The Journal of Finance” vol. 62, no. 2, s. 697–730.
- Black F. (1976), *The dividend puzzle*, „The Journal of Portfolio Management” vol. 2, no. 2, s. 5–8.
- Bradley M., Roberts M.R. (2004), *The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants*, 6th Annual Texas Finance Festival, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=585882.
- Brycz B., Śmieja N., Pauka M. (2015), *Structure and restrictiveness of financial covenants in bond contracts on Catalyst*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, artykuł po pozytywnej recenzji.
- Chava S., Roberts M.R. (2006), *Is Financial Contracting Costly? An Empirical Analysis of Debt Covenants and Corporate Investment*, Rodney L. White Center for Financial Research Working Papers, no. 19.
- Demerjian P.R., Owens E.L. (2013), *Measuring Financial Covenant Strictness in Private Debt Contracts*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2232880.
- Demiroglu C., James Ch.M. (2010), *The Information Content of Bank Loan Covenants*, „The Review of Financial Studies” vol. 23, no. 10, s. 3700–3737.

- Dichev I.D., Skinner D.J. (2002), *Large-Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis*, „Journal of Accounting Research” vol. 40, no. 4, s. 1091–1123.
- Eisenhardt K.M. (1989), *Agency Theory: An Assessment and Review*, „Academy of Management Review” vol. 14, no. 1, s. 57–74.
- Fama E.F., Miller M.H. (1972), *The theory of finance*, Holt Rinehart & Winston, New York.
- De Franco G., Vasvari F.P., Vyas D., Moerman R.W. (2013), *Sticky covenants*, Chicago Booth Research Paper, no. 13–61.
- Gajdka J. (2002), *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Harris M., Raviv A. (1991), *The Theory of Capital Structure*, „The Journal of Finance” vol. 46, no. 1, s. 297–355.
- Iskandar-Datta M.E., Emery D.R. (1994), *An Empirical Investigation of the Role of Indenture Provisions in Determining Bond Ratings*, „Journal of Banking and Finance” vol. 18, s. 93–111.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” vol. 3, no. 4, s. 305–360.
- Jerzemowska M. (1999), *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Malitz I.B. (1986), *On Financial Contracting: The Determinants of Bond Covenants*, „Financial Management” vol. 15, no. 2.
- Mansi S.A., Qi Y., Wald J.K. (2012), *Debt Covenants and Bankruptcy Risk*, „Working Paper Virginia Tech”, Concordia University.
- Miller D.P., Reisel N. (2012), *Do Country-level Investor Protections Affect Security-level Contract Design? Evidence from Foreign Bond Covenants*, „Review of Financial Studies” vol. 25.
- Modigliani F., Miller M.H. (1958), *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, „The American Economic Review”, s. 261–297.
- Myers S.C. (1977), *Determinants of corporate borrowing*, „Journal of Financial Economics” vol. 5, s. 147–175.
- Nash R.C., Netter J.F., Poulsen A.B. (2003), *Determinants of contractual relations between shareholders and bondholders: investment opportunities and restrictive covenants*, „Journal of Corporate Finance” vol. 9, s. 201–232.
- Niedziółka P. (2014), *Zastosowanie kowenantów finansowych w bankowości korporacyjnej*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie nr 10 (934), s. 135–145.
- PKF Consult (2013), *Obligacje nieskarbowe na Catalyst: czynniki wpływające na wysokość oprocentowania. Dane wg stanu na 31.12.2012 r.*, www.pkfpolska.pl/download/1441 (21.04.2015).
- Pauka M. (2005), *Uwarunkowania rozwoju rynku krótkoterminowych papierów dłużnych w Polsce*, praca doktorska, niepubl., Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu.
- Pauka M., Śmieja N. (2013), *Zastosowanie kowenantów w warunkach emisji obligacji – badania empiryczne wśród emitentów z branży developerskiej w Polsce*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 62, s. 399–409.
- Rating & Rynek (2001–2012), Fitch Polska.
- Reisel N. (2014), *On the value of restrictive covenants: Empirical investigation of public bond issues*, „Journal of Corporate Finance” vol. 27, s. 251–268.
- Smith C.W., Warner J.B. (1979), *On financial contracting. An analysis of bond covenants*, „Journal of Financial Economics” vol. 7, s. 117–161.
- Śmieja N. (2015), *Determinanty oprocentowania obligacji notowanych na rynku zorganizowanym w Polsce*, praca doktorska, niepubl., Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu.
- Śmieja N., Pauka M. (2013), *Analiza kowenantów w obligacjach korporacyjnych emitowanych przez niebankowe spółki z branży finansowej*, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia*, vol. 47 no. 3, s. 551–561.
- Wei C. (2005), *Covenant Protection, Credit Spread Dynamics and Managerial Incentives*, Federal Reserve Bank of New York Working Paper, vol. 42.

THE IMPORTANCE OF COVENANTS ON CORPORATE BOND MARKET IN THEORY AND EMPIRICAL RESEARCH – A LITERATURE REVIEW

Abstract: *Purpose* – To organize fields of research based on covenants embedded in agreements on the debt markets. To show research potentiality for Polish market.

Design/methodology/approach – Critical review of literature, in particular focused on empirical studies.

Findings – Covenants find broad application in research devoted to problems of cost of capital, information asymmetry, agency costs caused by conflict between shareholders and bondholders. Studies relate to restrictiveness, efficiency of covenants and their influence on behavior of stakeholders.

Originality/value – Because of early stage of development of Polish bond market Catalyst, there are little research in polish local publications which cover presented problems of covenants. This Polish study is the first such broad summary of research tackles with covenants. Our contribution is to identify research field in breakthrough time for Polish public bond market.

Keywords: covenants, bond market, information asymmetry theory, agency theory

Cytowanie

Brycz B., Pauka M., Śmieja N. (2015), *Znaczenie kowenantów na rynku obligacji korporacyjnych w teorii i w badaniach empirycznych – przegląd literatury*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 23–34; www.wneiz.pl/frfu.