

*Dorota Pasińska**

EMISJE OBLIGACJI ZAMIENNYCH NA AKCJE W SPÓLKACH NOTOWANYCH NA GPW W WARSZAWIE W LATACH 2001–2009

1. WSTĘP

Zasadniczym celem opracowania jest przedstawienie wyników badań empirycznych nad skalą emisji obligacji zamiennych na akcje w polskich spółkach notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 2001–2009. Problem emisji obligacji zamiennych na akcje jest zagadnieniem niezmiernie ważnym dla realizacji wielu strategii finansowych przedsiębiorstwa i jednocześnie wielowymiarowym w swych zamierzeniach i skutkach. Od rozmiarów i struktury emisji obligacji zamiennych na akcje zależy nie tylko koszt kapitału własnego spółki, lecz także jego wartość rynkowa. W opracowaniu przyjęto tezę stwierdzającą, że rynek obligacji zamiennych na akcje w Polsce wymaga systematycznych badań, w tym nad skalą i efektami ich emisji. W celu weryfikacji hipotezy wykorzystano bazę danych *Notoria Serwis*, komunikaty systemu *ESPI* (dawniej *Emitent*). Celem pobocznym niniejszego artykułu jest chęć wskazania na potrzebę przygotowania kompleksowego opracowania o charakterze monograficznym dotyczącego rozwoju rynku korporacyjnych obligacji zamiennych w Polsce.

2. POJĘCIE OBLIGACJI ZAMIENNYCH

Pierwsze **obligacje zamienne** pojawiły się w Stanach Zjednoczonych w końcu XIX w.¹, początkowo nie były one popularnym instrumentem. W II połowie lat 90. XX w. w Polsce zaczął się rozwijać rynek obligacji zamiennych na akcje emitowanych przez przedsiębiorstwa. Proces ten umożliwiła *Ustawa o obligacjach z 29 czerwca 1995 r.*²

* Mgr, asystent w Katedrze Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa UŁ.

¹ G. Philips, *Convertible Bond Markets*, Macmillan Press, London 1997, s. 12.

² *Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach*, DzU 1995, nr 83, poz. 420.

Tabela 1

Wybrane określenia obligacji zamiennych

Autor	Definicja
1	2
J. Duraj	„Obligacje zamienne są rodzajem kapitału obcego, który można zamieniać na określoną liczbę akcji zwykłych” ³
F. Fabozzi	„Obligacje zamienne są papierami wartościowymi zawierającymi prawo do konwersji na ściśle określoną liczbę akcji zwykłych emitenta” ⁴
W. Frąckowiak	„Obligacja zamienna (<i>convertible bond</i>) to taki dłużny papier wartościowy, który może być zamieniony przez jego nabywcę na akcje na okaziciela, czyli zwykłe (<i>common stock</i>) na z góry określonych warunkach” ⁵
N. Grzesiak	„Obligacja zamienna jest to więc dłużny papier wartościowy, którego nabywca ma prawo wyboru, czy chce jego wykupu (zwrotu pożyczonych pieniędzy) czy zamiany (otrzymania akcji)” ⁶
T. Nowaczyk	„Są to obligacje emitowane jako papiery dłużne, przynoszące posiadaczowi określoną stopę zwrotu, a jednocześnie dające mu prawo (ale nie obowiązek) zamiany posiadanych obligacji w określonym momencie na akcje emitenta, na z góry oznaczonych warunkach wymiany” ⁷
W. Bień	„Obligacja zamienna zawiera uprawnienie obligatariusza do zamiany jej na akcje w ustalonym terminie według z góry określonej ceny już w momencie emisji obligacji” ⁸
A. Damodaran	„Obligacje zamienne to takie, które mogą być zamienione na określoną liczbę akcji zwykłych na żądanie obligatariusza” ⁹
Q. Price	„Obligacje zamienne są obligacjami o stałym oprocentowaniu (zawsze o stałym oprocentowaniu, nigdy o zmiennym), które posiadają element opcyjny. Dają one obligatariuszom prawo, ale nie obowiązek, do zamiany ich obligacji (długu) na kapitał akcyjny w danym terminie” ¹⁰

³ J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996, s. 230.

⁴ F. Fabozzi, *Rynki obligacji. Analiza i strategię*, Wydawnictwo Finansowe WIG-PRESS, Warszawa 2000, s. 449.

⁵ W. Frąckowiak, *Obligacje zamienne jako instrument finansowania decyzji inwestycyjnych przedsiębiorstwa. Ocena opłacalności i strategia emisji*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1997, s. 88.

⁶ N. Grzesiak, *Charakterystyka obligacji zamiennych na akcje*, [w:] M. Biegański, A. Janc (red.), *Hedging i nowoczesne usługi finansowe*, AE, Poznań 2001, s. 170.

⁷ T. Nowaczyk, *Instrumenty hybrydowe w strategii finansowania spółek publicznych*, [w:] Z. Dresler (red.), *Nauki finansowe wobec współczesnych problemów gospodarki polskiej*, t. 2, Akademia Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 96.

⁸ W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 2001, s. 51.

⁹ A. Damodaran, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, One VIP PRESS Wydawnictwo Helion, Warszawa 2007, s. 775.

¹⁰ Q. Price, *Warrants. Options, Convertibles*, IFR Publishing Ltd., London 1991, s. 81; Tłumaczenie własne autorki

Tabela 1 (cd.)

1	2
M. Romanowski	„Obligacja zamienna jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) oraz zobowiązuje się na żądanie obligatariusza, zgłoszone w określonym terminie, do spełnienia na jego rzecz świadczenia niepieniężnego polegającego na zamianie obligacji na akcje (prawo zamiany) lub w razie nieskorzystania przez obligatariusza z prawa zamiany do spełnienia świadczenia pieniężnego.” ¹¹
S. Buczek	„(...) obligacja zamienna to szczególny rodzaj obligacji, który uprawnia obligatariusza do dokonania w przyszłości wyboru pomiędzy konwersją na akcje spółki a żądaniem zwrotu udzielonej emitentowi pożyczki.” ¹²

Źródło: opracowanie własne na podstawie wymienionych pozycji bibliograficznych.

Określenia obligacji zamiennych w literaturze przedmiotu są zbliżone. J. Duraj, W. Frąckowiak oraz A. Damodaran stwierdzają, że obligacja zamienna może być zamieniona na określoną liczbę akcji zwykłych (zob. tab. 1). W. Frąckowiak dodaje również, że obligacje mogą być zamienione na zwykłe akcje na okaziciela. Natomiast w pozostałych wskazanych w tab. 1 definicjach obligacji zamiennych nie wskazano rodzaju akcji, na jakie może być zamieniona obligacja zamienna. Według Q. Price’a obligacjom zamiennym może towarzyszyć tylko stałe oprocentowanie. Tymczasem inni cytowani autorzy definiując obligacje zamienne nie biorą pod uwagę kryterium oprocentowania obligacji. Niektórzy cytowani autorzy (np. T. Nowaczyk, Q. Price, N. Grzesiak) stwierdzają, że prawo do zamiany nie ma charakteru obligatoryjnego. Większość autorów skłania się ku pogładowi, że obligacje zamienne są papierami dłużnymi zamiennymi na określoną liczbę akcji.

Emisja obligacji zamiennych na akcje regulowana jest odmiennie w zależności od krajowego prawa spółek oraz krajowego prawa papierów wartościowych. Stąd też porównania międzynarodowe definicji, badań dotyczących obligacji zamiennych obarczone są pewnymi ograniczeniami, jak również potrzebą uwzględnienia zasady ostrożnego porównywania wyników badań komparatywnych. Nie jest wskazane ich mechaniczne uogólnianie. Nie mniej jednak warto rozważyć implementacje niektórych zagranicznych rozwiązań stosowanych w Polsce.

W związku z tym, iż w literaturze przedmiotu funkcjonują różne definicje obligacji zamiennych, kryterium doboru przedsiębiorstw do badania w artykule stanowi definicja obligacji zawarta w ustawie o obligacjach¹³. Badaniami zatem

¹¹ M. Romanowski, *Uchwała o emisji obligacji zamiennych*, „Przegląd Prawa Handlowego”, marzec 1997, s. 23.

¹² S. Buczek, *Rynek obligacji zamiennych emitowanych przez polskie przedsiębiorstwa*, Instytut Funkcjonowania Gospodarki Narodowej SGH, Warszawa 2000, s. 7.

¹³ *Ustawa o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 roku*, DzU 1995, nr 83, poz. 420 z późn. zm.; tekst jedn. DzU 2001, nr 120, poz. 1300 ze zm.

nie są objęci emitenci obligacji z prawem pierwszeństwa i obligacji wymienionych. Według art. 4 *Ustawy o obligacjach* „(...) obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii¹⁴, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia”. Natomiast w art. 20 stwierdza się, że „(...) o ile statut spółki tak stanowi, spółka może emitować obligacje uprawniające do objęcia akcji emitowanych przez spółkę w zamian za te obligacje, zwane dalej "obligacjami zamiennymi"”. Obligacją zamienną jest przeto papier wartościowy, w którym emitent zobowiązuje się na żądanie obligatariusza (zgłoszone w terminie określonym w warunkach emisji) do spełnienia na jego rzecz określonego świadczenia, tj. zamiany obligacji na akcje spółki będącej emitentem tych obligacji lub w przypadku nieskorzystania przez obligatariusza z prawa zamiany do spełnienia świadczenia pieniężnego¹⁵.

3. ANALIZA ZRÓŻNICOWANIA ROZMIARÓW EMISJI OBLIGACJI ZAMIENNYCH EMITOWANYCH PRZEZ PUBLICZNE SPÓŁKI AKCYJNE W LATACH 2001–2009

Przyjęto hipotezę badawczą stwierdzającą, że przedsiębiorstwa notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie coraz częściej emitują obligacje zamienne na akcje, co wynika z potrzeby ustalenia rozmiarów emisji obligacji zamiennych. Weryfikacja powyższej hipotezy badawczej została oparta na analizie danych liczbowych dotyczących 354 spółek akcyjnych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2001–2009, które należą do makrosektorów przemysłu, handlu i usług oraz finansów. Badania objęły zatem 21 sektorów gospodarczych. Zasadniczą metodą służącą do osiągnięcia celu opracowania jest analiza porównawcza w czasie z wykorzystaniem prostych wskaźników liczby spółek emitujących obligacje zamienne oraz wartości środków pozyskanych przez spółki w wyniku emisji obligacji zamiennych na akcje. Przyjęty okres badawczy wynika z pewnych ograniczeń zamierzeń badawczych. Nie są mi znane badania empiryczne nad skalą emisji obligacji zamiennych, które dotyczyłyby lat 2001–2009. W 2000 r. wprowadzono nadto wiele zmian w ustawie o obligacjach, które miały przyczynić się do zdynamizowania rozwoju rynku obligacji przedsiębiorstw¹⁶. Przedstawione niżej badania dotyczą więc spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, które dokonały emisji obliga-

¹⁴ Według art. 4 pkt. 1a *Ustawy o obligacjach* przez papiery wartościowe emitowane w serii rozumie się papiery wartościowe reprezentujące prawa majątkowe podzielone na określoną liczbę równych jednostek. Zob. *Ustawa o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 roku...*

¹⁵ A. Bartnik, *Obligacje zamienne i obligacje z prawem pierwszeństwa*, LEGE ARTIS Dom Wydawniczy, Warszawa 1999, s. 15.

¹⁶ *Ustawa z dnia 29 czerwca 2000 roku o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw*, DzU 2000, nr 60, poz. 702.

cji zamiennych na akcje w latach 2001–2009. Prowadzone badania nie obejmują: przedsiębiorstw notowanych na *NewConnect* i *CeTO* oraz spółek, których główna siedziba działalności mieści się poza Polską. Przedmiotem zainteresowania badań nie są również emisje obligacji zamiennych na akcje, którym celem jest motywowanie kadry zarządzającej badanych przedsiębiorstw. Ograniczenia te zostały wprowadzone między innymi ze względu na ograniczoną dostępność do danych.

W 2000 r. zliberalizowano ustawę o obligacjach, bowiem dynamika rozwoju rynku obligacji przedsiębiorstw w Polsce była dużo niższa niż oczekiwano. Zmiany liberalizujące zasady emitowania obligacji dotyczyły m. in.: rezygnacji z instytucji obligatoryjnego wskazywania celu emisji w określonych przypadkach, możliwości emisji obligacji przez przedsiębiorstwa o cyklu życia krótszym niż 3 lata, roli banku-reprezentanta w publicznej emisji, możliwości rezygnacji z zabezpieczeń całkowitych emisji, umożliwiono emisje obligacji niedopuszczonych do publicznego obrotu w formie zdematerializowanej, dopuszczenia możliwości dokonywania publicznej emisji obligacji o wartości nominalnej powyżej równowartości 40 tys. euro z wykluczeniem takiej publicznej emisji z zakresu definicji publicznego obrotu papierami wartościowymi i wymogów z tym związanych, rezygnacji z obligatoryjności określania minimalnego progu dojścia emisji do skutku¹⁷.

Przedstawiona w tab. 3 liczba spółek, które w badanym okresie wyemitowały obligacje zamienne, wskazuje, iż tego rodzaju działalność dotyczy niewielkiej liczby przedsiębiorstw i odnosi się tylko do lat 2001–2004, 2006 i 2009. Najwięcej nowych emisji miało miejsce w 2009 r. (6 przypadków), co stanowiło 1,69% badanej zbiorowości (zob. tab. 2). Spółki, które wyemitowały obligacje zamienne w latach 2001–2007 należały do sektora materiałów budowlanych, spożywczego i informatyki, natomiast przedsiębiorstwa, które wyemitowały obligacje zamienne w 2009 r. należały do różnych sektorów (zob. tab. 3, rys. 1, rys. 2). Należy również zauważyć, że w 2005, 2007 oraz 2008 r. żadna z badanych spółek publicznych nie wyemitowała obligacji zamiennych na akcje. Biorąc pod uwagę dane zawarte w tab. 2 należy zauważyć, że łączna wartość emisji była najwyższa w 2009 r. i wynosiła 330 153,6 tys. zł. W latach 2003–2004 i 2006 spółki publiczne pozyskały znacznie niższe kwoty z tytułu emisji obligacji zamiennych, wynosiły one odpowiednio 1 860 tys. zł, 25 020 tys. zł, 7 700 tys. zł. Porównując średnie kwoty pozyskane przez publiczne spółki akcyjne w drodze emisji obligacji zamiennych w latach 2001–2009 można stwierdzić, że są one zróżnicowane. Najwyższą średnią wartość emisji zaobserwowano w 2001 r. i wynosiła ona 144 685 tys. zł. Najniższą średnią wartość emisji zaobserwowano w 2005, 2007 i 2008 r. z powodu braku nowych emisji obligacji zamiennych na akcje.

¹⁷ Zob. R. Zdzieborski, *Im mniej regulacji, tym lepiej. Ustawa o obligacjach po zmianach*, „Rzeczpospolita”, 17 lipca 2000; L. Kosiorowski, M. Stępniewski, *Ustawa o obligacjach po nowelizacji*, „Prawo Papierów Wartościowych”, wrzesień 2000.

Tabela 2

Liczba, udział polskich spółek publicznych emitujących obligacje zamienne w spółkach ogółem oraz wartość emisji w latach 2001–2009

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Łączna wartość emisji obligacji zamien- nych w tys. zł	289 370	80 200	1 860	25 020	0	7 700	0	0	330 153,6
Średnia wartość emisji w tys. zł	144 685	20 050	1 860	12 510	0	7 700	0	0	55 025,6
Liczba badanych spółek	230	216	202	225	248	272	328	349	354
Liczba nowych emisji obligacji zamien- nych	2	4	1	2	0	1	0	0	6
Liczba spółek dokonujących publicznej emisji obligacji zamiennych	0	3	1	2	0	0	0	0	1
Liczba spółek dokonujących niepublicznej emisji obligacji zamiennych	2	1	0	0	0	1	0	0	5
Udział spółek, które dokonały emisji obligacji zamiennych w spółkach ogó- łem	0,87%	1,85%	0,49%	0,81%	0	0,37%	0	0	1,69%

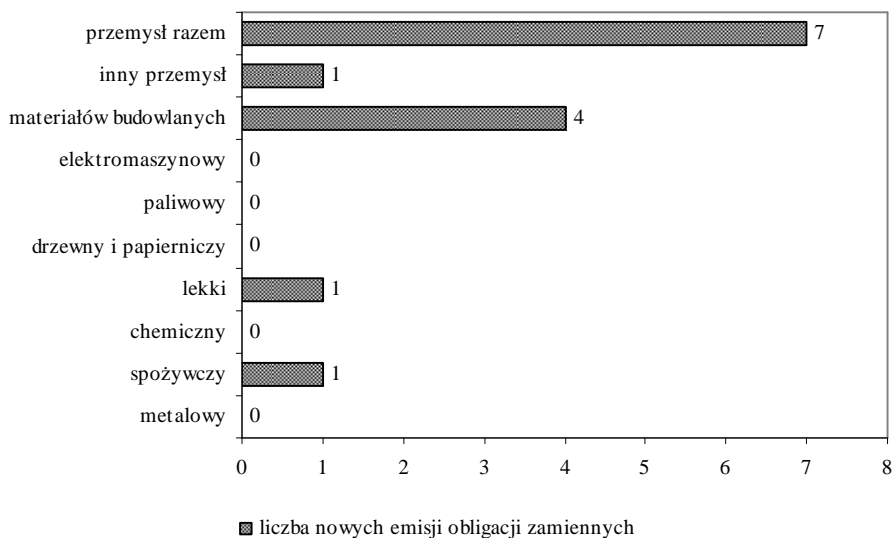
Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Notoria Servis. Wyniki finansowe spółek giełdowych*, maj 2008; *ESPI (dawniej Emitent); Rocz-
nik Giełdowy 2008*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2008, s. 66; *Rocznik Giełdowy 2004*, Giełda Papierów Wartościo-
wych w Warszawie, Warszawa 2004, s. 41; *Rocznik Giełdowy 2009*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2009, s. 63; *Rocz-
nik Giełdowy 2010*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2010, s. 68.

Tabela 3

Liczba spółek, które wyemitowały obligacje zamienne w latach 2001–2009 – ujęcie sektorowe

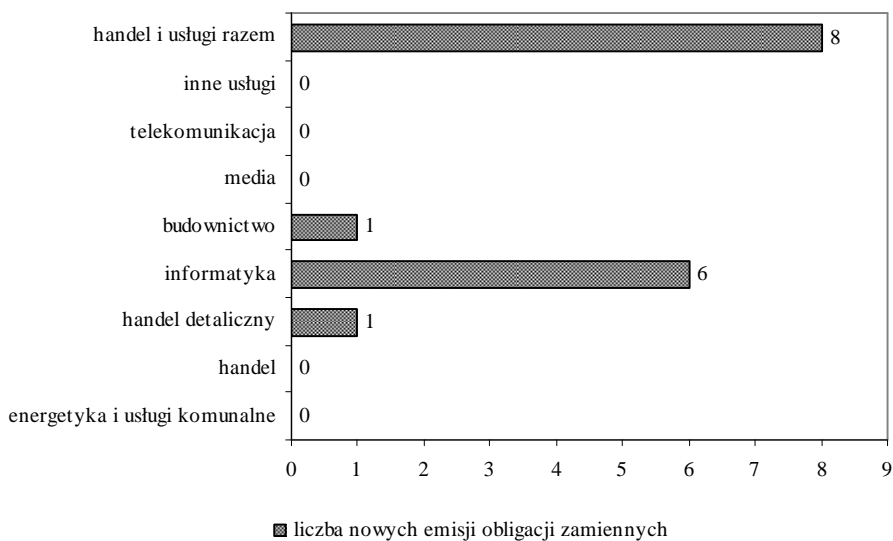
Sektor gospodarczy	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Razem	
Przemysł	Metalowy	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	Spożywczy	-	-	-	1	-	-	-	-	1	
	Chemiczny	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	Lekki	-	-	-	-	-	-	-	1	1	
	Drzewny i papierniczy	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	Paliwowy	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	Elektromaszynowy	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	Materiałów budowlanych	-	2	1	-	-	1	-	-	-	4
	Inny przemysł	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1
	Przemysł razem	-	2	1	1	-	1	-	-	2	7
	Handel i usługi	Energetyka i usługi komunalne	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		Handel	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		Handel detaliczny	-	-	-	-	-	-	-	1	1
Informatyka		2	2	-	1	-	-	-	1	1	6
Budownictwo		-	-	-	-	-	-	-	1	1	
Media		-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Telekomunikacja		-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Inne usługi		-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Handel i usługi razem		2	2	-	1	-	-	-	-	3	8
Banki		-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Ubezpieczenia		-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Usługi finansowe		-	-	-	-	-	-	-	-	1	1
NFI		-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Finanse	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	
Liczba emisji razem	2	4	1	2	-	1	-	-	6	16	

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Notoria Serwis. Wyniki finansowe spółek giełdowych, maj 2008; ESPI (dawniej Emitent).



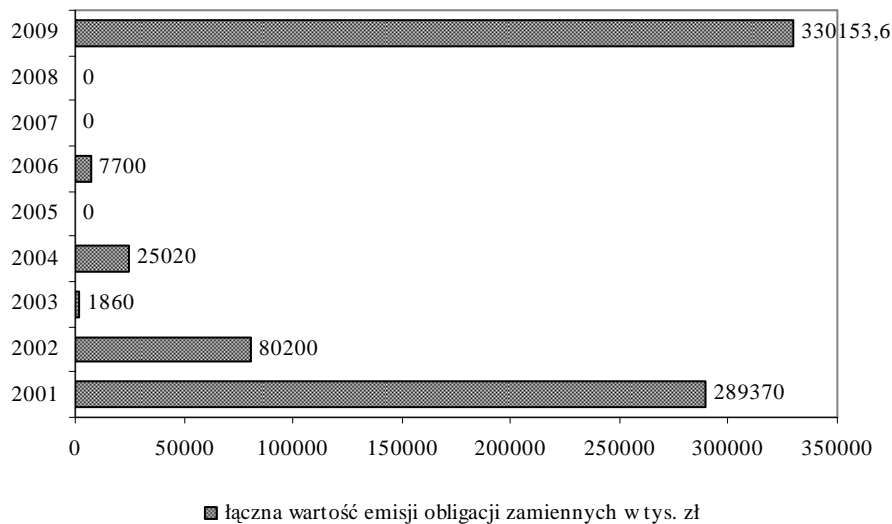
Rys. 1. Liczba spółek, które wyemitowały obligacje zamienne w latach 2001–2009 – makrosektor przemysł

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Notoria Serwis. Wyniki finansowe spółek giełdowych*, maj 2008; *ESPI* (dawniej *Emitent*).



Rys. 2. Liczba spółek, które wyemitowały obligacje zamienne w latach 2001–2009 – makrosektor handel i usługi razem

Źródło: jak do rys. 1.



Rys. 3. Łączna wartość emisji obligacji zamiennych wyemitowanych przez spółki publiczne w latach 2001–2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *ESPI* (dawniej *Emitent*).

Biorąc pod uwagę dane zawarte w tab. 2 należy zauważyć, że w latach 2003–2009 liczba krajowych spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych systematycznie wzrastała. Najwyższy udział spółek, które dokonały emisji obligacji zamiennych w krajowych publicznych spółkach ogółem zaobserwowano w 2002 r. W 2001 i 2004 r. udziały te były zbliżone i wynosiły odpowiednio 0,87% i 0,81%. Analizując dane zawarte w tab. 2 należy również zauważyć, że w latach 2001–2009 dokonano 7 publicznych emisji obligacji zamiennych na akcje¹⁸. Największą liczbę publicznych emisji obligacji zamiennych zaobserwowano w 2002 r., co stanowiło 1,39% badanych spółek. W latach 2001, 2005–2008 żadna ze spółek publicznych nie dokonała emisji publicznej. W okresie badanym wystąpiło 9 niepublicznych emisji obligacji

¹⁸ Czytelników zainteresowanych szczegółowymi komentarzami dotyczącymi regulacji prawnych odnoszącymi się do emisji publicznych i niepublicznych obligacji przedsiębiorstw proszę o skorzystanie z następujących pozycji: L. Sobolewski, *Obligacje*, [w:] S. Włodyka (red.), *Prawo papierów wartościowych*, Wydawnictwo CH Beck, Warszawa 2004, s. 366–371; I. Weiss, *Obligacje*, [w:] A. Szumański (red.), *Prawo papierów wartościowych*, Wydawnictwo C. H. Beck Instytut Nauk Prawnych PAN, Warszawa 2006, s. 450–467; R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2003, s. 81–98; S. Antkiewicz, *Rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006, s. 58–64; L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010, s. 172–182; J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, LexisNexis, Warszawa 2010, s. 42–48.

zamiennych na akcje. W latach 2003–2005, 2007, 2008 można z kolei zaobserwować brak nowych niepublicznych emisji obligacji zamiennych.

W latach 2001–2009 zaobserwowano 7 emisji obligacji zamiennych w makrosektorze przemysł i 8 emisji w makrosektorze handel i usługi (zob. tab. 3). W makrosektorze przemysł dominował pod względem nowych emisji obligacji zamiennych sektor materiałów budowlanych w latach 2001–2009 (zob. rys. 1). W sektorze tym dokonano 4 nowych emisji w badanym okresie. Należy również zauważyć, że tylko jedna spółka z sektora spożywczego i jedna spółka przemysłu lekkiego wyemitowała obligacje zamienne na akcje. Natomiast w pozostałych sektorach makrosektora przemysł tj. w sektorze metalowym, chemicznym, drzewnym i papierniczym, paliwowym, elektromaszynowym, nie zaobserwowano żadnej emisji obligacji zamiennych na akcje. W handlowo-usługowych sektorach gospodarczych w analizowanym okresie największą liczbę emisji zaobserwowano w sektorze informatyka, w którym dokonano aż sześciu emisji (zob. rys. 2). Może to świadczyć o istnieniu opłacalnych projektów gospodarczych w tym sektorze. W badanym okresie zaobserwowano tylko po jednej emisji obligacji zamiennych na akcje w sektorze budownictwo oraz sektorze handel detaliczny. Natomiast w pozostałych sektorach makrosektora handel i usługi tj. energetyka i usługi komunalne, handel, media, telekomunikacja, nie zaobserwowano żadnej emisji obligacji zamiennych na akcje w badanym okresie. Może to świadczyć o korzystaniu przez te przedsiębiorstwa z innych źródeł finansowania lub też o braku opłacalnych projektów gospodarczych. W finansowych sektorach gospodarczych w badanym okresie zaobserwowano tylko jedną nową emisję obligacji zamiennych na akcje.

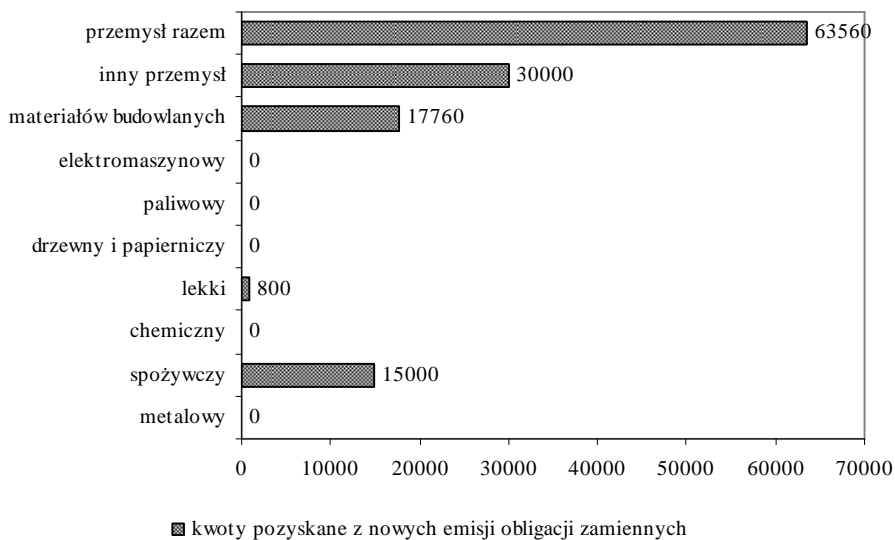
W analizowanym okresie najwyższe kwoty z tytułu emisji obligacji zamiennych na akcje pozyskały handlowo-usługowe sektory gospodarcze (zob. tab. 4, rys. 5). Łączna kwota pochodząca od obligatariuszy w ciągu badanych 9 lat wyniosła 660 743,6 tys. zł. Kwota ta była ponad dziesięciokrotnie większa od wartości emisji obligacji zamiennych w makrosektorze przemysł. Przedsiębiorstwa przemysłowe uzyskały z tytułu emisji obligacji zamiennych na akcje łączną sumę 63 560 tys. zł (zob. rys. 4). Biorąc pod uwagę wszystkie badane sektory należy zauważyć, że najwyższą wartość emisji obligacji zamiennych na akcje zanotowano dla spółek sektora informatyka (421 390 tys. zł), co stanowiło 57,4% sumy kwot pozyskanych z emisji obligacji zamiennych na akcje w latach 2001–2009 przez badane przedsiębiorstwa (zob. rys. 5). Spółki sektora materiałów budowlanych zasilły swoją działalność w sumie kwotą 17 760 tys. zł, jedna spółka sektora spożywczego uzyskała 15 000 tys. zł, jedna spółka sektora lekkiego zgromadziła 800 tys. zł oraz jedna spółka reprezentująca sektor przemysł inne pozyskała 30 000 tys. zł. W pozostałych badanych sektorach nie dokonano emisji obligacji zamiennych na akcje, stąd też kwoty pochodzące od obligatariuszy wynoszą 0 zł. W badanym okresie jedno przedsiębiorstwo ze spółek makrosektora finanse wyemitowało własne obligacje zamienne na akcje.

Tabela 4

Kwoty pozyskane z nowych emisji obligacji zamiennych w latach 2001–2009 – ujęcie sektorowe (w tys. zł)

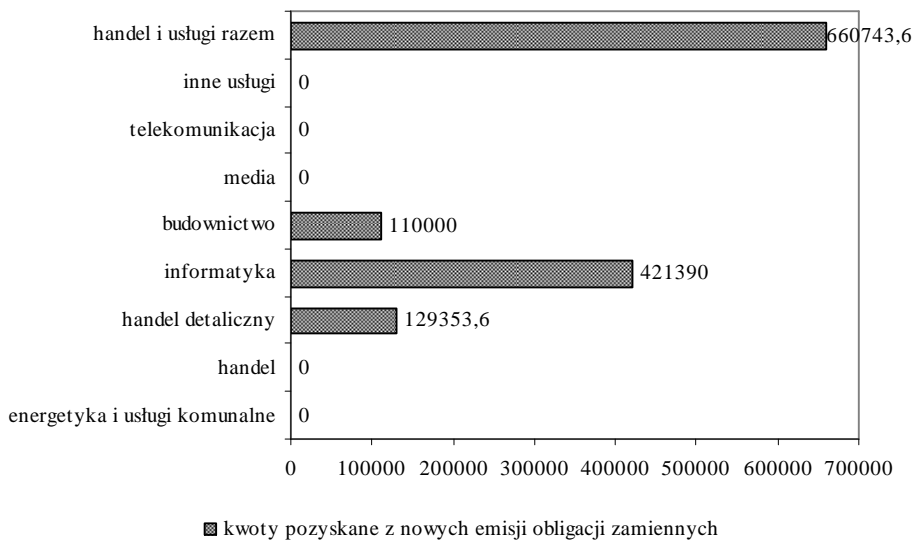
Sektor gospodarczy	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Razem
Metalowy	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Spożywczy	-	-	-	15000	-	-	-	-	-	15000
Chemiczny	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lekki	-	-	-	-	-	-	-	-	800	800
Drzewny i papirniczy	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Paliwowy	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Elektromaszynowy	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Materiałów budowlanych	-	8200	1860	-	-	7700	-	-	-	17760
Inny przemysł	-	-	-	-	-	-	-	-	30000	30000
Przemysł razem	-	8200	1860	15000	-	7700	-	-	30800	63560
Energetyka i usługi komunalne	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Handel	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Handel detaliczny	-	-	-	-	-	-	-	-	129353,6	129353,6
Informatyka	289 370	72000	-	10020	-	-	-	-	50 000	421390
Budownictwo	-	-	-	-	-	-	-	-	110000	110000
Media	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Telekomunikacja	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inne usługi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Handel i usługi razem	289 370	72000	-	10020	-	-	-	-	-	660743,6
Banki	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ubezpieczenia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Usługi finansowe	-	-	-	-	-	-	-	-	10000	10000
NFI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Finanse	-	-	-	-	-	-	-	-	10000	10000
Kwoty pozyskane z tytułu nowych emisji obligacji zamiennych	289370	80200	1860	25020	-	7700	-	-	330153,6	734303,6

Źródło: jak do tab. 3.



Rys. 4. Kwoty pozyskane z nowych emisji obligacji zamiennych w latach 2001–2009 – makrosektor przemysł (w tys. zł)

Źródło: jak do rys. 1.



Rys. 5. Kwoty pozyskane z nowych emisji obligacji zamiennych w latach 2001–2009 – makrosektor handel i usługi razem (w tys. zł)

Źródło: jak do rys. 1.

Podsumowując powyższe rozważania należy zauważyć, że małym zainteresowaniem cieszą się wśród emitentów obligacje zamienne. Obligacje zamienne w badanym okresie były mało popularne, jako że:

- rynek kapitałowy był słabo rozwinięty,
- wystąpiły trudności w regulowaniu zobowiązań z tytułu obligacji zamiennych w innych spółkach publicznych,
- ich emisję umożliwiła dopiero ustawa o obligacjach z 1995 r.,
- procedury emisji publicznych były raczej skomplikowane,
- brak giełdy w okresie od II wojny światowej do 1991 r.,
- brak tradycji w emisji obligacji zamiennych,
- sytuacja geopolityczna naszego kraju (zabory, I i II wojna światowa) nie sprzyjała rozwojowi rynku obligacji przedsiębiorstw,
- brak prawie w całym badanym okresie zorganizowanego rynku korporacyjnych dedykowanemu wyłącznie papierom dłużnym,
- emitenci wolą emitować mniej skomplikowane instrumenty np. obligacje zwykłe.

W spółkach akcyjnych notowanych na GPW obserwuje się stosunkowo rzadkie wykorzystanie obligacji zamiennych na akcje latach 2001–2008. Najwyższe kwoty z tytułu emisji obligacji zamiennych w latach 2001–2007 pozyskały przedsiębiorstwa z sektora informatyka i sektora materiałów budowlanych. Z kolei największą liczbę nowych emisji obligacji zamiennych na akcje notuje się w również w sektorze informatyka w latach 2001–2009. W makrosektorze handel i usługi obligacje zamienne na akcje wyemitowały tylko spółki z sektora informatyka, budownictwo i handel detaliczny, w pozostałych sektorach nie dokonano żadnej nowej emisji obligacji zamiennych na akcje. Biorąc zaś pod uwagę makrosektor przemysł, należy zauważyć, że emisje obligacji zamiennych na akcje wystąpiły w czterech sektorach. Największą liczbę nowych emisji obligacji zamiennych na akcje w makrosektorze przemysł zaobserwowano w sektorze materiałów budowlanych. Biorąc pod uwagę kwoty zgromadzone przez spółki giełdowe z emisji obligacji zamiennych, zanotowano, że kwoty pochodzące z emisji obligacji zamiennych w 2009 r. stanowiły prawie 45% sumy kwot pozyskanych przez spółki giełdowe w okresie badanym.

Niemniej jednak przeprowadzone badania nad skalą i efektami emisji obligacji zamiennych w spółkach publicznych sugerują daleko idącą ostrożność w wyciąganiu wniosków natury ogólnej. Z dużym prawdopodobieństwem można przewidywać, że nasz rynek kapitałowy w coraz większym stopniu będzie upodabniał się do rozwiniętych rynków kapitałowych, co zwiększy zapotrzebowanie na systematyczne badania rynku obligacji korporacyjnych. Celem pobocznym niniejszego artykułu jest chęć wskazania na potrzebę przygotowania kompleksowego opracowania dotyczącego przyczyn zmian w rozmiarach i efektach emisji obligacji zamiennych wzbogaconego o również o badania jakościowe.

*Dorota Pasińska***CONVERTIBLE BOND ISSUES IN JOINT STOCK COMPANIES QUOTED ON THE
WARSAW STOCK EXCHANGE FROM 2001 TO 2009**

The purpose of this article is to analyze the level of the issue of convertible bond of the Polish public joint stock companies in 2001–2009 period. In the empirical part, the research was conducted which shows the amount of polish public stock companies issuing convertible bond. Moreover, the value of convertible bond issues was investigated.

Key words: convertible bond, public limited company, The Warsaw Stock Exchange, the value of convertible bond issue.