

# **Determinanty oprocentowania obligacji notowanych na rynku zorganizowanym w Polsce**

Natalia Śmieja

(STRESZCZENIE PRACY DOKTORSKIEJ)

Promotor: Prof. zw. dr hab. Jacek Karwowski

Promotor pomocniczy: dr Marek Pauka

**Słowa kluczowe:** obligacje przedsiębiorstw, koszt emisji długu, czynniki wpływające na oprocentowanie obligacji

Emitenci, wyznaczając warunki emisji obligacji, podejmują decyzje, które w różny sposób implikują atrakcyjność emitowanych papierów wartościowych. Spośród ustalanych parametrów emisji tylko niektóre mogą oddziaływać na poziom oprocentowania długu.

Niniejsza praca identyfikuje czynniki determinujące wysokość marży odsetkowej (zdefiniowanej jako oprocentowanie powyżej odpowiedniej stawki WIBOR) w emisji obligacji korporacyjnych oraz wskazuje, w jaki sposób dany czynnik wpływa na wysokość marży odsetkowej od emitowanych papierów dłużnych. W pracy skupiono się głównie na analizie czynników określających koszty bankructwa oraz odnoszących się do teorii kosztów agencji.

Badania z wykorzystaniem regresji wielorakiej zostały przeprowadzone na próbie ogólnej zawierającej wszystkie emisje wprowadzone do obrotu na rynku Catalyst w badanym okresie, tj. 30 września 2009 r. do dnia 31 marca 2013. Próba obejmowała 230 serii obligacji w ramach Modelu 1. Ponadto przeprowadzono analizę na dwóch próbach zawierających wyłącznie serie obligacji wyemitowane przez przedsiębiorstwa należące do branży dewelopersko-budowlanej (Model 2) bądź branży finansowej (Model 3).

Badania wyraźnie wskazują na zależność wpływu czynników determinujących oprocentowanie emisji obligacji od branży, w której działa emitent. Samo wyodrębnienie branż (Model 2 i Model 3) spośród całej próby doprowadziło do lepszego dopasowania modelu. Dla firm z branży deweloperskiej czynnikami istotnie wpływającymi na wysokość

oprocentowania emisji (istotność na poziomie  $\alpha=0,01$ ) okazały się zmienne odnoszące się do posiadanego majątku oraz generowanej marży EBITDA. Ważną rolę (na poziomie istotności  $\alpha=0,05$ ) odgrywają również kowenanty, których obecność w warunkach emisji obniża koszt pozyskania kapitału w postaci płaconych odsetek, a także wskaźnik relacji wielkości planowanej emisji do wartości bilansowej kapitałów własnych emitenta.

Z kolei dla branży finansowej, istotną rolę (na poziomie istotności  $\alpha=0,01$ ) w określaniu wysokości oprocentowania emisji obligacji odgrywają czynniki dotyczące (1) zabezpieczenia emisji, (2) efektywności prowadzenia działalności gospodarczej oraz (3) wiarygodności emitenta.

Identyfikacja zmiennych determinujących koszt pozyskania długu w drodze emisji obligacji, jak również znajomość kierunku i siły oddziaływania poszczególnych czynników na wysokość oprocentowania emisji powinny mieć znaczący wpływ na strategię wyznaczania warunków emisji przez przedsiębiorstwa finansujące działalność za pośrednictwem emisji obligacji. Zawarte w pracy oryginalne badania i wnioski z nich płynące stanowią pierwszy krok w zrozumieniu czynników determinujących koszt emisji obligacji w Polsce. Kolejnym krokiem powinno być zweryfikowanie, czy wskazane w pracy czynniki są również istotne z punktu widzenia inwestorów.

*Monika Smiga*