

PRACE NAUKOWE

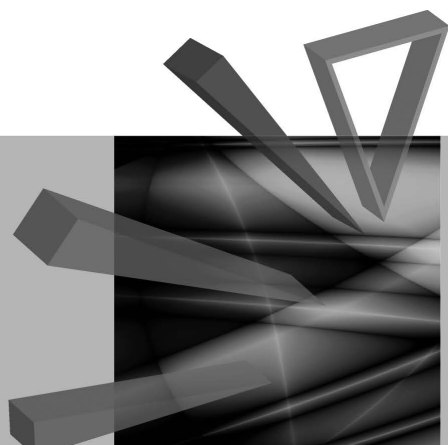
Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

269

Dziś i jutro polityki spójności w Unii Europejskiej



Redaktorzy naukowi

Ewa Pancer-Cybulska

Ewa Szostak



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Recenzenci: Urszula Kalina-Prasznic, Marek Kozak, Barbara Kryk, Kazimierz Pająk,

Redaktor Wydawnictwa: Barbara Majewska

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Marcin Orszulak

Łamanie: Comp-rajt

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się

na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie

wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-282-6

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Tatyana Andreeva: Present taxation policy in Latvia	11
Iwo Augustyński: Wpływ globalnego kryzysu finansowego na strukturę zadłużenia europejskich korporacji	23
Krzysztof Biegun: Realizacja antycyklicznej funkcji polityki budżetowej w Polsce w kontekście przygotowań do członkostwa w strefie euro	34
Jan Borowiec: Wpływ kryzysu gospodarczego i finansowego na spójność gospodarczą i społeczną Unii Europejskiej	47
Jarosław Czaja: Ograniczenia wzrostu emisji obligacji korporacyjnych na obszarze Eurolandu	58
Mariusz Czupich, Aranka Ignasiak-Szulc: Wybrane aspekty wzrostu innowacyjności regionu w opinii mieszkańców województw kujawsko-pomorskiego i warmińsko-mazurskiego	70
Marek A. Dąbrowski: Źródła wahań realnych kursów walutowych na Litwie, Łotwie i w Polsce w kontekście kryzysu gospodarczego	82
Aneta Jarosz-Angowska: Struktura działalności gospodarczej a konkurencyjność regionu	97
Wojciech Kosiedowski, Maria Kola-Bezka, Saulius Stanaitis: Przedsiębiorczość w regionach wschodniego pogranicza UE. Wybrane wyniki międzynarodowego badania ankietowego	107
Ewa Małuszyńska: Problemy definiowania oraz szacowania wielkości delokalizacji	121
Adam Pawlewicz, Piotr Szamrowski: Perspektywy funkcjonowania osi LEADER w nowym okresie programowania 2014-2020	133
Marzena Piotrowska-Trybull, Aranka Ignasiak-Szulc: Rola jednostki wojskowej w rozwoju społeczno-gospodarczym gmin w świetle badań ankietowych	144
Mariusz Ratajczak: Zreformowana polityka spójności i jej związek z priorytetami odnowionej Strategii Lizbońskiej	158
Adam Roznoch: Podstawowe problemy polityki spójności w Unii Europejskiej po roku 2013	169
Monika Słupińska, Mariusz Wypych: Realizacja zasady partnerstwa na rzecz rozwoju kapitału ludzkiego na poziomie regionu	197
Artur Szmaciarski: Rola polityki spójności w realizacji strategii Europa 2020.....	212
Zhanna Tsaurkubule, Alevtina Vishnevskaya: Economic trends analysis of Latvia in EU cohesion policy conditions	223

Piotr Zapalowicz: Krytyka polityki spójności z punktu widzenia teorii monetaryzmu	231
Andrzej Żuk: Ukierunkowane terytorialnie zintegrowane podejście do rozwoju Unii Europejskiej w kontekście roli polityki spójności do 2020 r.	241

Summaries

Tatyana Andreeva: Aktualna polityka podatkowa Łotwy	22
Iwo Augustyński: The effects of the financial crisis on EU corporate debt structure	33
Krzysztof Biegun: The implementation of antycyclical fiscal policy in Poland in the context of preparations for membership in the euro area	46
Jan Borowiec: The impact of economic and financial crisis on economic and social cohesion of the European Union	57
Jarosław Czaja: Limitation of corporate bond issues increase in the Eurozone	69
Mariusz Czupich, Aranka Ignasiak-Szulc: Selected aspects of innovativeness improvement in the opinion of the inhabitants of Kujawsko-Pomorskie and Warmińsko-Mazurskie voivodeships	81
Marek A. Dąbrowski: Sources of fluctuations in real exchange rates in Lithuania, Latvia and Poland in the context of the global financial crisis	96
Aneta Jarosz-Angowska: Structure of economic activity and region competitiveness	106
Wojciech Kosiedowski, Maria Kola-Bezka, Saulius Stanaitis: Entrepreneurship in eastern borderlands of the European Union. Selected results of an international survey	120
Ewa Maluszyńska: Problems of defining and estimating the size of relocation	132
Adam Pawlewicz, Piotr Szamrowski: The perspectives of LEADER axis functioning in the new programming period 2014-2020	143
Marzena Piotrowska-Trybull, Aranka Ignasiak-Szulc: Role of military units in social and economic development of communes according to questionnaire research	157
Mariusz Ratajczak: The reformed cohesion policy and its relationship with the priorities of the renewed Lisbon Strategy	168
Adam Roznoch: Basic problems of cohesion policy in the European Union after 2013	196
Monika Słupińska, Mariusz Wypych: Implementation of the partnership principle within human capital development policies at the regional level	211
Artur Szmaciarski: The role of cohesion policy in the realization of Europe 2020 strategy	221

Zhanna Tsaarkubule, Alevtina Vishnevskaya: Analiza tendencji w gospodarce Łotwy w warunkach polityki spójności Unii Europejskiej	230
Piotr Zapalowicz: Criticism of the cohesion policy from the point of view of monetarism	240
Andrzej Żuk: Place based integrated approach to development of the European Union in the context of the role of the cohesion policy up to 2020	248

Jarosław Czaja

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

OGRANICZENIA WZROSTU EMISJI OBLIGACJI KORPORACYJNYCH NA OBSZARZE EUROLANDU

Streszczenie: Artykuł odnosi się do trwającego od prawie dwóch dekad wzrostu emisji obligacji korporacyjnych ze szczególnym uwzględnieniem krajów strefy euro. Jest to proces tak trwały, że można nawet mówić o nieustającej hossie na rynku długu przedsiębiorstw, tylko nieznacznie zachwianej przez trwający obecnie kryzys. Autor zwraca uwagę na zjawisko średniego spadku ratingów obligacji korporacyjnych wraz ze wzrostem ich emisji. Szczególnie ważny wydaje problem wzrostu (rozproszonego w czasie i przestrzeni) ryzyka bankructw coraz bardziej zadłużonych przedsiębiorstw, pociągający straty wielu grup nabywców tych papierów wartościowych. Tym bardziej że dzieje się to w tle bardzo nagłośnionego narastania długu publicznego członków strefy euro, co czyni mniej zauważalnym skutki braku możliwości wykupu obligacji korporacyjnych.

Słowa kluczowe: euro, rynek obligacji, kryzys finansowy.

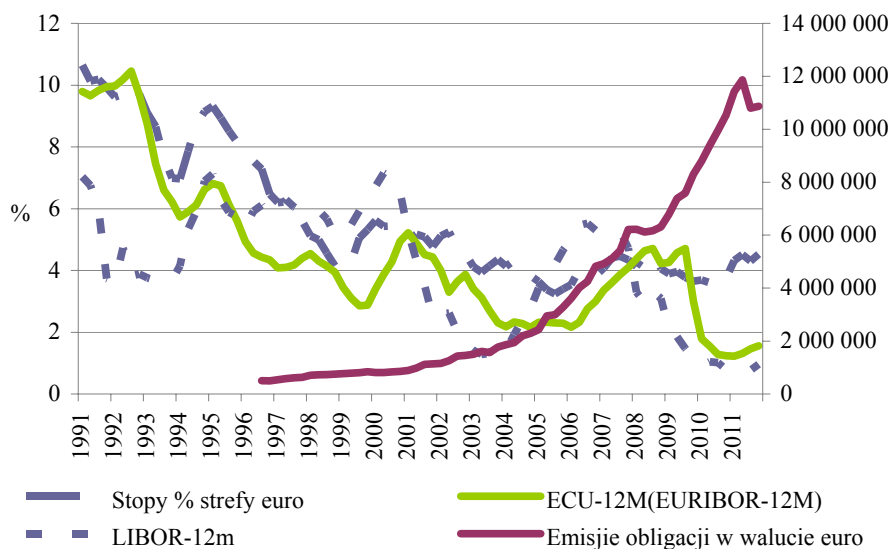
1. Wstęp

Celem artykułu jest zasygnalizowanie problemu szybkiego wzrostu emisji obligacji korporacyjnych ze szczególnym uwzględnieniem obszaru strefy euro. Jako jeden z elementów powszechnie narastającego zadłużenia stanowi on jedną z najpoważniejszych trudności, jakiej doświadczają gospodarki wspólnej waluty. Po 2008 r. można nawet mówić o kumulacji tego zjawiska w sektorze prywatnym i publicznym. Jednak istnieje tu zasadnicza różnica, gdyż problem niewypłacalności jest mniej widoczny w przedsiębiorstwach niż w państwach. Dzieje się tak, ponieważ dług korporacyjny jest bardziej rozproszony i dlatego też nie wydaje się stwarzać wielkiego zagrożenia w jednym czasie. Tempo wzrostu tej części zadłużenia stało się kwestią, którą trudno było antycypować po wejściu w życie Traktatu z Maastricht w 1993 r. i przyjęciu euro 7 lat później.

2. Wzrost wielkości emisji obligacji korporacyjnych

Skala wzrostu emisji obligacji korporacyjnych od początku lat 90. w krajach dzisiejszej strefy euro jest bardzo znacząca. Postępująca redukcja stóp procentowych (przebieg spadku średnich stóp procentowych, w tym EURIBOR-12m i LIBOR-12m, pokazano na rys. 1) w Eurolandzie sprawiła, że korporacje z tego obszaru uzyskały znaczną poprawę warunków emisji obligacji. Już w 2001 r. badania potwierdziły, że niski poziom zagranicznych stóp procentowych jest ważnym czynnikiem decyzyjnym wyboru waluty emisji długu¹.

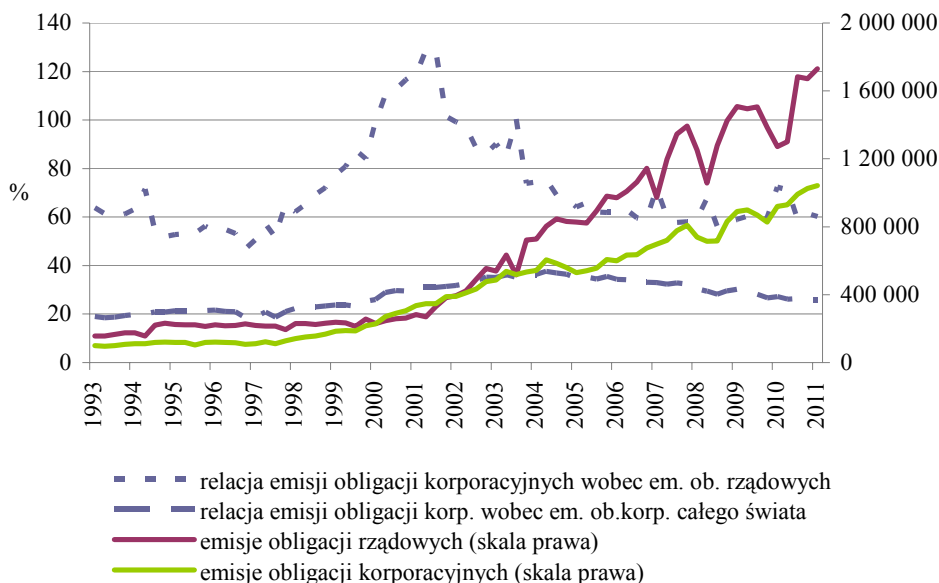
W latach 1991-2011 wielkość emisji obligacji korporacyjnych wzrosła aż kilkadziesiąt razy. Współczynnik korelacji w badanym okresie wyniósł $-0,54$, co oznacza, że była ona znacząca. Trzeba jednak zauważyć, że największy wzrost emisji obligacji nie nastąpił w latach 1991-1999, kiedy doszło do spadku stóp procentowych o około $3/5$, średnio do 4%. Można raczej stwierdzić, że dopiero ich stabilizacja po 2000 r. między 4% a 6% zwiększyła emisję obligacji w euro. Kiedy po 2005 r. średnie stopy procentowe zeszły poniżej poziomu tej stabilizacji, nastąpił kolejny bardzo znaczący i trwały wzrost emisji.



Rys. 1. Emisje obligacji w mln USD (1993-2011)

Źródło: *Krótkoterminowe stopy procentowe*, Eurostat, 2012, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>; *Securities Statistics and Syndicated Loans*, Bank for International Settlements, December 2012, <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>.

¹ M.M. Habib, *Foreign-currency bonds – Currency choice and the role of uncovered and covered interest parity*, Working Paper Series no. 947, October 2008, s. 13.



Rys. 2. Emisje obligacji w ujęciu kwartalnym w mln USD (1993-2011)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych: *Securities...*

Z rysunku 2 wynika, że w okresie 1993-2011 (w ujęciu kwartalnym) stosunek wielkości emisji obligacji korporacyjnych do rządowych Eurolandu przekraczał 60%. Warto zauważyć, że szczytowa wielkość tej relacji pojawiła się aż 7 lat przed kryzysem z 2008 r. i wynikała ze zwiększenia dynamiki wzrostu zadłużenia sektora publicznego. Swym tempem znacznie wyprzedziła wielkość emisji w korporacjach, z tym że w tych ostatnich wcale nie doszło do spadku ich wartości. Oznacza to, że mimo spadku popytu na wszelkie typy zadłużenia – nawet od rozpoczęcia kryzysu, rynek długu korporacyjnego ciągle okazuje się chłonny na nowe emisje. W ten sposób podmioty te wpisują się tym samym w postępowanie rządów z krajów wspólnej waluty.

W związku z tym zbyt krótki czas stosowania euro nie sprzyja budowie zaufania do tej waluty. Jednym z tego symptomów jest na przykład niski udział inwestorów indywidualnych z krajów strefy euro, który jest 5 razy mniejszy niż w USA.

Oznacza to, że waluta euro jest coraz częściej wykorzystywana do zadłużania się i może być postrzegana jako mniej bezpieczna „przystań” na czas kryzysów, zwłaszcza że USD ciągle utrzymuje status *safe haven*² mimo wielu słabości gospodarki USA.

² Jest to nazwa przeznaczona dla najbardziej bezpiecznych i stabilnych walut. Mimo wielu pozytywnych cech, to właśnie USD jest traktowany jako symbol największej stabilności walutowej, choćby z powodu dłuższej historii. Więcej w: M.M. Habib, *Getting beyond carry trade. What makes a safe haven currency?*, Working Paper Series no. 1288, January 2011. W 2011 roku udział w strukturze rezerw walutowych USD wynosił około 61%, a EUR 26%, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves 2006-2011, IMF 2012.

Tabela 1. Rynek wtórny obligacji korporacyjnych Giełdy Papierów Wartościowych Catalyst w mln zł (okres 2009-2011)

Rok	Wartość obrotów (transakcje sesyjne)	Wartość obrotów (transakcje pakietowe)	Liczba transakcji	Liczba emitentów	Wartość emisji
2009	107,29	4 964,79	137	26	9 719
2010	626,85	185,59	3 679	70	19 755
2011	444,72	1 234,34	13 281	88	37 749

Źródło: *Statystyki roczne*, GPW Catalyst, 2012, www.gpwcatalyst.pl.

2.1. Powstanie GPW Catalyst w 2009 r. – polski rynek obligacji obrotu wtórnego

W Polsce, jako największym nowym kraju członkowskim, również doszło do dynamicznego rozwoju rynku obligacji korporacyjnych, ale na znacznie mniejszą skalę i z opóźnieniem o charakterze instytucjonalnym. W 2009 r. powstał GPW Catalyst jako rynek wtórny długu korporacyjnego o pełnej dostępności publicznej (wpisujący się w międzynarodowy trend finansowania działalności poza kredytem bankowym). Niestety, dynamika jego rozwoju pokazuje, że kryzys nie zracjonalizował ani zachowań emitentów, ani inwestorów również w Polsce. Z tabeli 1 wynika, że właśnie w okresie największych trudności gospodarczych na naszym kontynencie, w latach 2009-2011, doszło do prawie pięciokrotnego wzrostu obrotów, stukrotnie większej liczby transakcji, a także trzykrotnie zwiększyła się liczba emitentów i wartość emisji. Warto też zwrócić uwagę, że ma to miejsce w warunkach, w których większość spółek notowanych na GPW Catalyst nie ma ratingów. Jednocześnie już dwóch emitentów ogłosiło niewypłacalność, a co najmniej kilkunastu często spóźnia się z wypłatą odsetek.

3. Nadmiar słabych przedsiębiorstw o niskiej jakości długu

Mimo że rozwojowi rynku obligacji korporacyjnych od dawna sprzyjają spadki stóp procentowych, trzeba zauważyć, iż nie każdy podmiot prowadzący działalność gospodarczą zyskał lepsze warunki finansowania akurat ze strony banków. Sytuacja taka dotyczy głównie nowych przedsiębiorstw, które dopiero rozpoczynają działalność albo nie wypracowały jeszcze historii operacyjnej. Obejmuje to również podmioty o zbyt niskim kapitale wymaganym do otrzymania ratingów.

Wejście na rynki obligacji wymienionych podmiotów, dzięki spadającym stopom procentowym, pozwoliło raczej na ustalenie rentowności swych papierów wartościowych na granicy zdolności obsługi swego zadłużenia. W ten sposób zwiększa się liczba podmiotów o niskiej wiarygodności, których dług ma charakter spekulacyjny, a nie inwestycyjny. Oznacza to, że rozwojowi rynków długu korporacyjnego Eurolandu towarzyszy brak bezpieczeństwa finansowego dłużnika (emitenta), który skraca czas swych inwestycji, oraz wierzyciela (nabywcy obligacji)

mającego coraz mniejsze możliwości kontrolowania ryzyka. Widać też, że emisje o charakterze spekulacyjnym zwiększyły się również z powodu rezygnacji z ograniczenia dyscypliny inwestycyjnej banków³.

Tabela 2. Obligacje korporacyjne (świat) – przyrosty emisji, rating, zapadalność (1995-2007)

Rok	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
Roczny przyrost emisji obligacji				5,9%	-2,0%	1,2%	5,6%	12,5%	18,2%	
Rating (Moody's)	Ba3	Ba3	Ba3	Ba3	B1	B1	B1	B2	B2	
Okres				10,5	10,4	10,4	10,4	10,1	9,7	
Kontynuacja tabeli (kolejne lata) →										
2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
17,0%	17,5%	11,8%	12,6%	6,5%	2,7%	16,4%	20,0%	10,5%	17,8%	18,2%
B2	B3	B3	B3	B3	Caa1	Caa1	Caa2	Rating (Moody's)		
9,6	9,4	9,4	9,1	8,9	9,1	9,2	Okres			

Źródło: przyrosty: obliczenia własne na podstawie *Securities...*; ratingi: *Corporate Default and Recovery Rates 1920-2008*, Moody's Global Credit Policy, February 2009, s. 15; czas emisji: G. Cici, *The Performance of Corporate-Bond Mutual Funds: Evidence Based on Security-Level Holdings*, Washington University, St. Louis 2010, s. 37.

Mimo zastrzeżeń do działalności agencji ratingowych, o pogorszeniu jakości kolejnych emisji obligacji świadczą dane z tabeli 2 i 3. Nawet przy uśrednionych ratingach za poszczególne lata wydawane przez nie oceny, wydają się mieć potwierdzenie w spadku jakości długu korporacyjnego wraz z jego powiększaniem się.

Pomimo braku pełnej dostępności danych, tabela 2 pokazuje zmiany występujące wraz ze wzrostem emisji obligacji korporacyjnych (przyrosty jednocyfrowe zmieniły się w dwucyfrowe). Po 2008 r. nastąpiło ich znaczne zmniejszenie, ale już od 2010 r. doszło znowu do znacznego wzrostu. Szczególnie zauważalny jest spadek ratingów (z Ba3 na Caa2) i skracanie czasu emisji (w okresie 1995-2007 z 10,5 do 9,2 roku). Wydaje się, że są to typowe zjawiska towarzyszące zwiększeniu ilości, a pogorszeniu jakości (większa konkurencja o kapitał na coraz bardziej nieracjonalnych warunkach). Jednakże z powodu kryzysu, który trwa od 2008 r., problem ten urósł do niespotykanej rangi. Niestety, rozwój rynków kapitałowych (ze szczególnym uwzględnieniem rynków długu korporacyjnego) wraz z postępującą akceptacją waluty euro należą do czynników sprzyjających wzmocnieniu tendencji wyrażonych w tabeli 2.

Tabela 3 zawiera zestawienie zmian ratingów dla korporacji z USA i krajów dzisiejszego Eurolandu. Przy porównaniu ocen przedsiębiorstw z obu obszarów wyraźnie widać słabość naszego kontynentu. Dla dwóch ostatnich dekad pokazują to wskaźniki wyrażające udział ratingów zwiększonych, zmniejszonych i bez

³ Więcej w: Ch.T. Shehzad, *Financial Liberalization and Banking Crises*, University of Groningen, CESifo, September 2008.

zmian. Oczywiście, że w okresie 1989-1999 relacja ocen zmniejszonych do zwiększonych w przypadku Eurolandu (4,48) była bardzo niekorzystna, ponad trzykrotnie przekraczając wskaźnik USA (1,24).

Tabela 3. Struktura zmian ratingów obligacji korporacyjnych w krajach UE i USA

Rok	Liczba emitentów (tys.)		%				% bez zmian		Relacja zmniejszonych do zwiększonych	
			zwiększonych		zmniejszonych					
	UE	USA	UE	USA	UE	USA	UE	USA	UE	USA
1989	73	1970	8,22	9,64	1,37	11,22	89,04	68,83	0,17	1,16
1990	94	1922	1,06	6,56	10,64	16,08	87,23	67,27	10	2,45
1991	130	1807	2,31	6,59	18,46	13,17	77,69	72,66	8	2
1992	161	1825	1,86	10,36	19,25	9,7	77,02	73,81	10,33	0,94
1993	198	1959	1,52	9,55	12,63	8,47	82,83	72,23	8,33	0,89
1994	248	2117	3,63	7,75	14,11	8,22	79,44	78,27	3,89	1,06
1995	321	2304	6,23	9,16	14,64	8,2	78,5	76,04	2,35	0,9
1996	370	2419	7,03	9,96	11,08	7,32	78,11	74,29	1,58	0,73
1997	458	2584	7,21	9,98	8,52	7,2	79,26	73,96	1,18	0,72
1998	547	2901	6,58	8,41	9,69	9	74,95	73,29	1,47	1,07
1999	657	3135	5,94	6,28	12,02	10,49	70,47	72,57	2,03	1,67
Średnia			4,69	8,57	12,04	9,92	79,50	73,02	4,48	1,24
2000	747	3164	7,23	5,82	13,65	12,1	70,68	71,78	1,89	2,08
2001	833	3086	5,76	5,22	15,37	16,04	70,59	67,08	2,67	3,07
2002	926	2927	5,29	4,89	19,55	19,34	67,28	65,77	3,69	3,96
2003	966	2835	5,07	5,71	16,56	15,52	71,43	69,35	3,27	2,72
2004	1007	2799	6,95	6,72	6,16	9,75	79,05	74,53	0,89	1,45
2005	1073	2867	10,72	9,35	9,88	11,34	68,41	70,81	0,92	1,21
2006	1078	2943	11,87	10,87	9,46	10,19	70,96	70,57	0,8	0,94
2007	1088	3046	13,24	10,28	7,9	11,56	69,94	68,71	0,6	1,12
2008	1114	3097	6,64	7,1	18,85	17,86	67,24	65,26	2,84	2,51
2009	1131	2960	3,63	5,17	23,17	18,38	63,84	64,26	6,39	3,56
2010	1115	2793	6,19	12,96	12,11	8,84	75,96	71,14	1,96	0,68
Średnia			7,51	7,64	13,88	13,72	70,49	69,02	2,36	2,12

Źródło: obliczenia własne na podstawie: D. Vazza, *2010 Annual Global Corporate Default Study and Rating Transitions*, Standard & Poor's, 30.03.2011.

Najbardziej problematyczne jest to, że w okresie 2000-2010 korporacje USA, zadłużając się, swego rodzaju maksima osiągały kilka lat wcześniej. Można stwierdzić, iż działo się to w ramach przesunięcia cyklu koniunkturalnego, ale przed rokiem 2008 warunki gospodarowania na świecie zapewniały znacznie większe bezpieczeństwo zadłużania się. Natomiast w przypadku Eurolandu maksima emisji obligacji korporacyjnych nałożyły się (i utrzymywały się) na moment największego nasilenia kryzysu. Widać to szczególnie w 2009 i 2010 r., kiedy korporacje waluty euro

miały prawie dwukrotnie niższy wskaźnik zwiększonych ratingów, o 1/3 mniejszy wskaźnik zwiększonych i dwukrotnie większą relację zmniejszonych do zwiększonych (2009 r.: Euroland 6,39, USA 3,56; 2010 r.: Euroland 1,96, USA 0,68).

Warto przy tym zauważyć, że ostatni z tych wskaźników, uśredniony za okres 2000-2010, niewiele się różni dla Eurolandu (2,36) i USA (2,12).

4. Zróżnicowanie prawnopodatkowe

W warunkach coraz szybszego zadłużania się przedsiębiorstw poszczególni inwestorzy muszą się liczyć z różnicami prawnopodatkowymi, dotyczącymi obligacji zarówno w krajach strefy euro i nowych państwach członkowskich, jak i wewnątrz tych dwóch grup i między nimi. Tym bardziej że ma to miejsce mimo wieloletniej konwergencji prawnopodatkowej.

Tabela 4. Zestawienie indeksu w ramach funduszy obligacji w krajach UE

Kraj	Indeks praw		Kraj	Indeks praw	
	wierzyciela*	dłużnika**		wierzyciela*	dłużnika**
Austria	3	4	Litwa	2	4,5
Belgia	2	2	Luksemburg	1,3	3,75
Czechy	3	3,75	Łotwa	3	4,5
Dania	3	4	Niemcy	3	4
Estonia	1,3	3,75	Polska	1	4,5
Finlandia	1	4	Portugalia	1	4
Francja	0	5	Słowacja	2	4,5
Grecja	1	3	Szwajcaria	1	3
Hiszpania	2	6	Szwecja	1	4
Holandia	3	4	Węgry	2,2	4,5
Irlandia	1	4	Wielka Brytania	4	5
Islandia	1,75	4	Włochy	2	4
Liczba obserwacji				1344	2784

* Indeks ten został użyty jako narzędzie oceny ochrony akcjonariuszy w ponad stu publikacjach. Indeks jest definiowany jako grupa mechanizmów ochronnych. Żaden tego typu indeks nie może zapewnić pełnej porównywalności międzynarodowej. Jednak mimo swoich niedoskonałości są one ważnym narzędziem, pozwalającym na ocenę sytuacji prawnej dłużnika i wierzyciela. Więcej w: R. La Porta, *Law and finance*, „Journal of Political Economy” 1998, vol. 106, s. 1112-1155.

** Autor bada istnienie wybranych uprawnień wierzyciela i nadaje im wartość 1 lub 0, wyjątkowo wartości pośrednie: H. Spamann, *The „Antidirector Rights Index” Revisited*, „Oxford Journals Economics & Social Sciences Review of Financial Studies”, February 2010, vol. 23, issue 2, s. 467-486.

Źródło: D. Cumming, *Legality and the Spread of Voluntary Investor Protection*, York University, Schulich School of Business, 2011, s. 34.

W obliczu zagrożeń wynikających z kryzysu dużą rolę odgrywa także stopień ochrony wierzyciela i dłużnika, zwłaszcza na wypadek bankructwa. Natomiast z punktu widzenia procesu integracji istotna staje się skala zróżnicowania podatków

od zysków kapitałowych. Szczególnie że ani rentowność obligacji, ani ratingi nie mogą w pełni odzwierciedlać wszystkich uwarunkowań od emisji aż do wykupu.

4.1. Zróżnicowanie ochrony dłużnika i wierzyciela

Tabela 4 przedstawia wskaźnik wielkości ochrony wierzyciela i dłużnika w ramach funduszy obligacji korporacyjnych w krajach Unii Europejskiej. Oczywiście można mieć wiele zastrzeżeń metodologicznych dotyczących kwantyfikacji dość subiektywnie wybieranych przepisów z różnych systemów prawnych. Jednak mimo to ukazane dysproporcje między obiema stronami są wyraźne i pokrywają się z podziałem Unii Europejskiej ze względu na stopień zintegrowania na tzw. rdzeń i obszary peryferyjne.

Postępujący wzrost emisji obligacji wraz ze spadającymi ich ocenami tworzy bardzo niekorzystną sytuację dla wierzycieli, którymi przecież są nabywcy spoza spółek. Ani w krajach Eurolandu, ani wśród reszty krajów Unii Europejskiej nie występuje przewaga uprawnień wierzyciela, czyli podmiotu, który nabył obligacje. W tych okolicznościach znajdują się oni na słabszej pozycji ekonomicznej i prawnej.

Pomimo wielu niedoskonałości każdej kwantyfikacji zestawu przepisów, można dokonać podziału na kraje o wyraźnie lepszej i gorszej ochronie wierzyciela. Dysproporcje, sięgające wielokrotności różnicy na niekorzyść tego drugiego, występują w takich państwach, jak: Estonia, Finlandia, Francja, Grecja, Hiszpania, Irlandia, Litwa, Luksemburg, Polska, Portugalia, Słowacja, Węgry, Włochy. Natomiast kraje, gdzie zróżnicowanie jest mniejsze niż jednokrotność różnicy, to: Austria, Belgia, Czechy, Dania, Niemcy, Holandia, W. Brytania. Jak już wspomniano, częściowo widoczny jest tu podział emitentów korporacyjnych wedle krajów rdzenia i obszarów peryferyjnych UE.

Oznacza to, że w Unii Europejskiej:

- jest trzynaście krajów o słabej ochronie wierzyciela, czyli prawie 2 razy więcej niż państw (siedmiu członków UE), których prawo zapewnia im nieznacznie gorszą pozycję; do pierwszej grupy można zaliczyć dziesięciu członków strefy euro, a do drugiej czterech;
- wśród krajów zapewniających wysoki stopień ochrony występują te, które gospodarczo lepiej radziły sobie w poprzednich latach.

Można więc stwierdzić, że w przeważającym zakresie rozwojowi rynków obligacji korporacyjnych i narastającemu ryzyku ekonomicznemu towarzyszy mniejsza ochrona prawna wierzycieli (nabywcy obligacji). Oczywiście ma to uzasadnienie w tym, że podmioty te nie zawsze mogą mieć dostęp do informacji, których udostępnienie zapewni poczucie bezpieczeństwa emitentowi. Często też nie potrafią zrozumieć specyfiki branży danej spółki. Jednakże oznacza to, że prawo większości krajów strefy euro utrwała przesunięcie ryzyka na wierzyciela, który ma ograniczone możliwości jego kontroli. Niestety, jedyną szybką decyzją jest sprzedaż po-

siadanych obligacji, ponieważ wszystkie inne działania podlegają znaczącym opóźnieniom. Trzeba też zauważyć, że od kilku dekad rozwojowi tego typu rynków towarzyszy właśnie liberalizacja prawa, propagowana też wśród nowych krajów członkowskich. Niestety, dopiero potężny kryzys od 2008 r. stał się przesłanką do uczynienia prawa bardziej restrykcyjnym w zakresie zadłużania się. Aczkolwiek zakres zmian okazuje się bardzo wąski i skoncentrował się na sektorze bankowym głównie w stosunku do osób fizycznych.

4.2. Zróżnicowanie stawek podatkowych od zysków kapitałowych

Przyjmując za słuszne, że ujednoczenie stawek podatkowych w krajach strefy euro i wśród nowych członków sprzyja wzrostowi dochodowości, czynnikiem, który może mieć wpływ na ograniczenie rozwoju rynków obligacji korporacyjnych, jest brak ustalenia bardziej jednolitych standardów opodatkowania transakcji finansowych. Tabela 5 pokazuje bardzo duże zróżnicowanie średniego opodatkowania kapitału w całym badanym okresie. Trzeba jednak wskazać, że przed przyjęciem wspólnej waluty było ono największe (w latach 1993-1999): od 30% do około 43%. Natomiast po 2000 r. można zauważyć ograniczenie zmienności między 39% a 43%. W 2009 r. najwyższą stawką wyróżniła się: Dania (43,8%), Wielka Brytania, Francja i Włochy (stawki powyżej 35%). Na drugim krańcu skali znalazły się kraje nadbałtyckie: Łotwa (10,3%), Litwa (10,9%), Estonia (14%).

Tabela 5. Współczynnik zmienności stopy podatku od kapitału w krajach Unii Europejskiej (stosunek odchylenia standardowego do średniej w %)

Stawka podatku	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	30	33	33,2	34	37	43,4	43	39,5	39	43,6	43,7	44	41	39,4	40

Źródło: Taxation trends in the European Union, Eurostat, 2011, s. 135.

Jednakże kryzys ograniczył przekonanie o pozytywnych efektach ujednoczenia stawek podatkowych od zysków kapitałowych. Na przykład w opinii ministra finansów Szwecji Andersa Borga, takie działanie zaszkodzi rozwojowi rynków kredytowych w UE. Wielu ekspertów twierdzi, że wspólny podatek byłby uzasadniony tylko wtedy, gdyby miał charakter globalny. W przeciwnym wypadku transakcje będą dokonywane w państwach, które nie mają tego podatku⁴. W przypadku niektórych krajów podkreśla się nawet konieczność niedopuszczenia do stosowania tak skonstruowanego zobowiązania publicznego. Wymienić tu należy przede wszystkim Włochy, które wymagają zwiększenia elastyczności kosztów zadłużania ze względu na zagrożenie utratą płynności.

⁴ Ch. Hasselbach, *EU remains divided over financial transaction tax*, „Deutsche Welle”, 11.2012, www.dw-world.de.

5. Zakończenie

Na przykładzie działań związanych z próbami ograniczenia długu publicznego wydaje się, że konieczność rozwiązania problemu tego obciążenia jest oczywista, ponieważ kryzys pokazał kres możliwości zadłużania w euro. Niestety, wspólna waluta, sprzyjając powstawaniu bardziej ujednoczonych warunków inwestycyjno-kredytowych, zwiększyła konieczność zaspokojenia potrzeb nadmiernej liczby rozmaitych podmiotów właśnie poprzez emisje obligacji. Działo się to mimo oporu wobec integracji rynków finansowych i coraz bardziej ograniczonych możliwości dywersyfikacji ryzyka. Świadczy to, że obecnie przeżywamy coś w rodzaju mody na zadłużanie, i to mimo trwania jednego z najpoważniejszych kryzysów od prawie 100 lat.

Już w 2003 r. wykazywano, że zbyt duża liczba spółek zaciągających zobowiązania poprzez emisje obligacji we wspólnej walucie może również przyczynić się do postrzegania wielu przedsiębiorstw w skali międzynarodowej jako podmiotów o zbyt dużej skłonności do zadłużania się⁵. W ten sposób euro może znajdować się w grupie walut przyciągających podmioty, które wyczerpały możliwości kredytowe na swoim poziomie opłacalności w kraju, gdzie dotychczas się zadłużały.

Euro, wchodząc w zakres wyboru walut zadłużenia, spowodowało do krajów dzisiejszego Eurolandu skłonność do emisji o większych rozmiarach. Stało się tak, ponieważ korzyści w postaci niższych kosztów emisji w ujęciu międzynarodowym pojawiają się dopiero przy wydaniu obligacji o większej wartości. Jednocześnie istniejący opór w procesie integracji rynków finansowych, w tym długu korporacyjnego, generuje koszty, które powodują, że małe emisje w walucie obcej są nieopłacalne. Efektem tego jest podtrzymywanie części różnic prawnych i asymetrii informacji, izolujących rynki krajowe.

Coraz większa liczba emisji obligacji korporacyjnych nie sprzyja transparentności kosztów transakcyjnych szczególnie w porównaniu z papierami wartościowymi sektora publicznego. Jak wiadomo, podlega on znacznie szerszej kontroli, choćby ze względu na szerokie wsparcie prawa do informacji, co zapewnia więcej ścieżek dostępu (np. dziennikarzom łatwiej jest uzyskać informacje o stanie budżetu państwa niż przedsiębiorstwa). Natomiast w przypadku korporacji w zasadzie zawsze jest nadużywane zasłanianie się tajemnicą handlową z powodu obaw o działania konkurencji. Dodatkowo też przejrzystość rynku długu korporacyjnego jest ograniczona ogromnym zróżnicowaniem rentowności obligacji.

Wykazano, że rynek obligacji korporacyjnych strefy euro podlega wycenom uzależnionym od krzywej zwrotu z obligacji rządowych. Dotyczy to szczególnie papierów wartościowych o charakterze długoterminowym, w przypadku których benchmark płynności jest instrumentem decydującym o parametrach emisji obliga-

⁵ N. Siegfried, *Choice of currency in bond issuance and the international role of currencies*, Working Paper Series no. 814, September 2007, s.12.

cji korporacyjnych⁶. W warunkach pogorszenia sytuacji sektora publicznego może to mieć negatywne skutki dla długu korporacyjnego. Tym bardziej że przed kryzysem przedsiębiorstwa zarówno Eurolandu, jak i spoza niego korzystały z mniejszego ryzyka emisji bez względu na wybór rynku w krajach strefy euro, gdyż oprocentowanie rządowych obligacji nie podlegało różnicom, które mogły generować znaczne ryzyko emisyjne dla sektora prywatnego.

Wprowadzenie euro jako waluty międzynarodowej zlikwidowało lub zmniejszyło problem zmienności kursowej na obszarze Eurolandu, ale z powodu problemu nadmiernego zadłużenia może sprzyjać emisjom obligacji korporacyjnych w innych walutach. W efekcie może dochodzić do sytuacji, w której podmioty gospodarcze, będą bardziej narażone na zmienność kursową. Podniesie to koszty tego zadłużenia, obniży zdolność kredytową i uczyni bardziej prawdopodobnym, że spółka będzie szukać środków poza Eurolandem, dalej rozdrabniając strukturę swych inwestorów.

Zwiększanie emisji obligacji korporacyjnych pokazuje, że na rynku długu od ponad dekady trwa hossa, która tylko nieznacznie była hamowana przez bessy na rynkach finansowych. Mała zdolność uczenia się, szczególnie na doświadczeniach wynikających z trwającego kryzysu, może sprawić, iż Euroland przestanie być obszarem, w którym przez wiele lat dawało się zapewnić zapotrzebowanie na umiarkowane ryzyko. Tym bardziej że nowe waluty zadłużenia, takie jak chiński juan i dolar australijski, są coraz poważniej traktowane zarówno przez sektor prywatny, jak i publiczny.

Literatura

- Cici G., *The Performance of Corporate-Bond Mutual Funds: Evidence Based on Security-Level Holdings*, Washington University, St. Louis 2010.
- Corporate Default and Recovery Rates 1920-2008*, Moody's Global Credit Policy, February 2009.
- Cumming D., *Legality and the Spread of Voluntary Investor Protection*, York University, Schulich School of Business, 2011.
- Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves 2006-2011*, IMF 2012.
- Habib M.M., *Foreign-currency bonds – Currency choice and the role of uncovered and covered interest parity*, Working Paper Series no. 947, October 2008.
- Habib M.M., *Getting beyond carry trade. What makes a safe haven currency?*, Working Paper Series no. 1288, January 2011.
- Hasselbach Ch., *EU remains divided over financial transaction tax*, „Deutsche Welle”, 11.2012, www.dw-world.de.
- Krótkoterminowe stopy procentowe*, Eurostat, 2012, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.
- La Porta R., *Law and finance*, „Journal of Political Economy” 1998, vol. 106, s. 1112-1155.
- Securities statistics and syndicated loans*, Bank For International Settlements, December 2012, <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>.

⁶ Tamże, s. 9.

- Shehzad Ch.T., *Financial Liberalization and Banking Crises*, University of Groningen, CESifo, September 2008.
- Siegfried N., *Choice of currency in bond issuance and the international role of currencies*, Working Paper Series no. 814, September 2007.
- Spamann H., *The „Antidirector Rights Index” Revisited*, „Oxford Journals Economics & Social Sciences Review of Financial Studies”, February 2010, vol. 23, issue 2, s. 467-486.
- Statystyki roczne*, GPW Catalyst 2012, http://www.gpwcatalyst.pl/statystyki_roczne.
- Taxation trends in the European Union*, Eurostat, 2011.
- Vazza D., *2010 Annual Global Corporate Default Study and Rating Transitions*, Standard & Poor’s, 30.03.2011.

LIMITATION OF CORPORATE BOND ISSUES INCREASE IN THE EUROZONE

Summary: The article refers to the growth of corporate bond issues, which has lasted for almost two decades, with particular emphasis on the countries of Euroland. It is a very durable process which looks like a perpetual bull market on incorporate debt market, only slightly disturbed by the current crisis. The author draws attention to the phenomenon of the average corporate bond ratings decrease with the increase of their amount emissions. Especially important seems to be the problem of growth (diffused in time and space) of bankruptcies risk of more and more indebted companies, leading to the loss of these securities among many groups of their buyers. All the more it happens in the background of euro countries public debt, making the results of impossibility of corporate bonds repurchase less noticeable.

Keywords: euro, securities market, financial crisis.