

Ograniczenia transferów do właścicieli w kowenantach obligacji notowanych na rynku Catalyst

Bogumiła Brycz, Marek Pauka*

Streszczenie: *Cel* – W artykule skoncentrowano uwagę na kowenantach dywidendowych pośrednich i bezpośrednich (według propozycji podziału Kalaya) wbudowanych w warunki emisji obligacji notowanych na rynku Catalyst. Celem artykułu jest analiza rodzajów i struktury kowenantów ograniczających transfery do akcjonariuszy oraz analiza zróżnicowania stosowanych kowenantów w zależności od cech emitentów i cech serii obligacji.

Metodologia badania – Opracowano ręcznie bazę danych dotyczącą niebankowych obligacji korporacyjnych wprowadzonych do obrotu na rynku Catalyst w latach 2009–2013. Określono strukturę i częstotliwość występowania kowenantów dywidendowych oraz dokonano analizy zależności pomiędzy cechami emitentów i emisji a stosowanymi kowenantami ograniczającymi transfery do akcjonariuszy.

Wynik – Spośród badanych serii obligacji 75% w warunkach emisji zawierało kowenanty pośrednie, a 52% kowenanty bezpośrednie. Dużo emitenci oraz emitenci o niskim poziomie ryzyka kredytowego częściej stosowali kowenanty pośrednie pozwalające na elastyczne kształtowanie polityki pozyskiwania źródeł finansowania. Mali emitenci częściej stosowali kowenanty bezpośrednie.

Oryginalność/Wartość – Praca wypełnia lukę w badaniach empirycznych nad polskim rynkiem obligacji Catalyst, w szczególności w badaniach dotyczących kowenantów i ich roli w ograniczaniu transferów do właścicieli.

Słowa kluczowe: konflikt akcjonariusze vs obligatariusze, transfery do akcjonariuszy, kowenanty, Catalyst

Wprowadzenie

Kowenanty to klauzule, które zobowiązują firmę do podejmowania lub niepodejmowania określonych działań do czasu wykupu wyemitowanych obligacji. Mogą przybierać formę zakazu lub nakazu i zazwyczaj dotyczą sytuacji finansowej, majątkowej, inwestycyjnej oraz prawnej emitenta. Występują również klauzule, które regulują dodatkowe zabezpieczenia emisji, nakładają dodatkowe obowiązki informacyjne czy wymuszają określoną strukturę własności (Pauka, Śmieja, 2013). Wszystkie mają na celu ograniczenie ryzyka niewypłacalności emitenta z perspektywy obligatariusza, a w przypadku ich nieprzestrzegania – nawet przy terminowym wywiązywaniu się z płatności odsetkowych mogą dawać prawo żądania przedterminowego wykupu posiadanych przez inwestora obligacji lub w inny sposób ogra-

* dr Bogumiła Brycz, Politechnika Wroclawska, Wydział Informatyki i Zarządzania, e-mail: bogumiła.brycz@pwr.edu.pl; dr Marek Pauka, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wydział Nauk Ekonomicznych, e-mail: marek.pauka@ue.wroc.pl

niczać ryzyko kredytowe obligatariuszy. Możliwe są również inne konsekwencje niewywiązania się z tych klauzul, np. uzyskanie przez obligatariusza praw do dodatkowych premii, marż czy innych profitów ze strony emitenta. Wielu prekursorów badań nad kowenantami (m.in. Jensen, Meckling, 1976; Myers, 1977; Smith, Warner, 1979) uznało, że odpowiedni zestaw kowenantów może ograniczyć ryzyko wynikające z konfliktu pomiędzy akcjonariuszami i obligatariuszami. W literaturze wskazuje się na pięć potencjalnych obszarów: ryzyko transferów do właścicieli, rozwodnienia zobowiązań, substytucji aktywów, niedoinwestowania czy przeinwestowania (Bradley, Roberts, 2015). Wśród nich ryzyko transferu wydaje się jednym z najistotniejszych, gdyż wprost przeciwstawia korzyści właścicieli z korzyściami obligatariuszy. Już Black (1976) zauważył, że nie ma łatwiejszego sposobu na pozbycie się problemu z długiem niż wytransferowanie aktywów w postaci dywidend. Jednocześnie zasugerował ograniczenie tego ryzyka poprzez ograniczenie samych transferów, co powinno skutkować wzrostem cen obligacji. Można to zrobić poprzez wprowadzenie do warunków emisji kowenantów dywidendowych, które mogą mieć formę ograniczenia lub zakazu różnych rodzajów transferów (tzw. kowenanty bezpośrednie) lub które ograniczają źródła finansowania transferów (tzw. kowenanty pośrednie) (Kalay, 1982). Leuz, Deller i Stubenrath (1998) dokonali zestawienia publikacji na temat kowenantów w USA, Wielkiej Brytanii i Niemczech oraz uzasadnili twierdzenie, że kowenanty finansowe ograniczające transfery są częściej używane w krajach, gdzie restrykcyjność polityki dywidend jest mniejsza.

W artykule autorzy koncentrują uwagę na emisjach obligacji, które zostały wprowadzone do obrotu wtórnego na rynek Catalyst w okresie od 2009 do 2013 roku. Celem pracy jest analiza rodzajów i struktury kowenantów ograniczających transfery do akcjonariuszy oraz analiza zróżnicowania stosowanych kowenantów w zależności od cech emitentów i cech serii obligacji. Przeprowadzone badania mają na celu uzyskanie odpowiedzi na pytanie, czy emittenci obligacji notowanych na Catalyst wprowadzają do warunków emisji zapisy skutecznie utrudniające transfery do właścicieli. Artykuł wpisuje się w nurt badań nad kowenantami, których celem jest wskazanie czynników determinujących rodzaje i cechy kowenantów oraz ich rolę w kształtowaniu relacji pomiędzy obligatariuszami a właścicielami (zob. Brycz, Pauka, Śmieja, 2015b).

Relatywnie krótka historia rynku Catalyst, brak odpowiednich baz danych oraz mało przejrzysty charakter rynku prywatnego jest główną przyczyną luki w badaniach naukowych nad emisjami obligacji w Polsce. Niniejsza publikacja, bazując na oryginalnie zebranych ręcznie danych o polskim rynku obligacji, przyczynia się do lepszego zrozumienia roli kowenantów w ograniczaniu ryzyka transferu przez emitentów obligacji oraz pozwala na dokonanie korekt w zestawach kowenantów, aby lepiej zabezpieczyć obligatariuszy, a jednocześnie nie ograniczać możliwości zarządu do pozyskiwania kapitału w sytuacjach kryzysowych.

Artykuł składa się z trzech części. W pierwszej dokonano analizy teoretycznej mechanizmów związanych z transferami do akcjonariuszy oraz kowenantów, których celem jest ograniczenie tego typu działań zarządu. Część druga zawiera charakterystykę próby i opis przeprowadzonych badań, a w trzeciej omówiono wyniki badań.

1. Mechanizmy ograniczania transferów do właścicieli w kowenantach

Konieczność ograniczania transferów do akcjonariuszy była sugerowana w wielu pracach (zob. Jensen, Meckling, 1976; Myers, 1977; Smith, Warner, 1979), wydaje się, że wciąż jednak istnieje luka w badaniach dotycząca rodzajów kowenantów, powiązań między nimi i mechanizmami, jakimi kowenanty ograniczają ryzyko transferów do właścicieli.

Istnieje wiele podziałów kowenantów. Jeśli jednak uwzględnić kryterium wpływu na zachowanie zarządzających w obszarze transferów do właścicieli, można wyróżnić kowenanty bezpośrednio odnoszące się (zakazujące, ograniczające, warunkujące) do tych transferów oraz kowenanty pośrednio wpływające na ograniczenie takich transferów. Transfery do właścicieli mogą przybrać bardzo różną formę, często ukrytą. W literaturze wskazuje się poza wypłatą zysku i skupem akcji własnych również wynagrodzenia dla właścicieli oraz transakcje z właścicielami na warunkach nierynkowych. Identyfikacja, a następnie zablokowanie takich działań jest bardzo trudne, dlatego kowenanty dywidendowe bezpośrednio z reguły dotyczą tych najbardziej oczywistych zdarzeń. Można je podzielić na kowenanty, które odnoszą się do (Pauka, Brycz, w druku):

- a) wypłaty zysku (dywidend);
- b) skupu akcji własnych (gotówkowe obniżanie kapitału własnego):
 - transakcji na aktywach, tj. nieruchomościach, aktywach finansowych (pożyczkach, przejmowaniu ryzyka zadłużenia, instrumentach finansowych podmiotów powiązanych) oraz innych aktywach,
 - transakcji dotyczących przychodów i kosztów, które odnoszą się do cen transfe-
rowych oraz świadczenia usług, sprzedaży wyrobów gotowych.

Myers (1977) podał w wątpliwość to, czy stosowanie samych kowenantów bezpośrednich jest skuteczne. Dlatego tak ważna jest pełna analiza kowenantów dywidendowych, zarówno tych bezpośrednich, jak i pośrednich.

Analizując pośredni sposób ograniczania możliwości transferów do właścicieli, warto odwołać się do opisanych przez Kalaya (1982) dwóch niepożądanych (z perspektywy obligatariuszy) mechanizmów dokonywania tych transferów. W ramach pierwszego właściciele redukują planowane inwestycje albo wyprzedają ze spółki aktywa, a uzyskane środki pieniężne przeznaczają na wypłatę dywidend. Są to tzw. dywidendy finansowane inwestycjami. Z kolei jako dywidendy finansowane długiem określa się transfery, w których środki pieniężne pochodzą z emisji dodatkowego zadłużenia. W szczególności drugi mechanizm prowadzi wprost do spadku wartości rynkowej wcześniej wyemitowanego długu. Wskazywany przez Kalaya trzeci sposób finansowania wypłat dywidend – poprzez emisję akcji pokrytą gotówką (tzw. dywidendy finansowane kapitałem własnym) – jest pożądanym (z perspektywy obligatariuszy), gdyż nie prowadzi do zmniejszenia się zaangażowania właścicieli i ostatecznie skutkuje łagodzeniem ryzyka powstania „wydmuszki”¹.

¹ Black (1976) nazywa *empty shell* spółki, które po wytransferowaniu całego majątku do właściciela są porzucane i obligatariusze pozostają z „wydmuszką”, z której nie można już odzyskać wierzytelności.

Finansowanie wypłaty dywidend długiem prowadzi do efektu rozwodnienia długu (kolejny obok transferów do właścicieli obszar konfliktu pomiędzy akcjonariuszami i obligatariuszami), jak również do ograniczenia przyszłych zysków i zdolności do spłaty już istniejącego zadłużenia. Wypłata takich środków do akcjonariuszy powoduje, że dług nie pracuje w przedsiębiorstwie, za to pozostałe kapitały powinny być zarządzane efektywniej, aby wypracować nadwyżkę na spłatę i obsługę tego długu. Pozbywanie się aktywów wiąże się z kolei z ograniczaniem możliwości tworzenia zabezpieczeń na realnym majątku czy z ograniczaniem potencjału wytwórczego. Natomiast ograniczenie inwestowania, aby zaoszczędzone środki pieniężne przeznaczyć na wypłatę dywidendy, może prowadzić do kolejnego konfliktu, zwanego niedoinwestowaniem, który jest bardzo trudny, o ile w ogóle możliwy wprost do ograniczenia poprzez zastosowanie odpowiednich kowenantów. Sztuczny wymóg dokonywania inwestycji, nie dość że mało elastyczny dla zarządzających, groziłby wystąpieniem ryzyka przeinwestowania, natomiast wskaźniki rentowności przedstawiają obraz firmy już po zakończeniu inwestycji, a więc z opóźnieniem.

Uwzględniając opisane mechanizmy dokonywania transferów do właścicieli, na potrzeby niniejszego artykułu przyjęto, że pośrednie kowenanty dywidendowe będą obejmować:

- a) kowenanty związane z długiem:
 - blokujące pozyskiwanie nowego zadłużenia,
 - ograniczające zadłużenie poprzez graniczne wskaźniki finansowe;
- b) kowenanty związane z aktywami:
 - zakazujące/ograniczające wprost rozporządzanie majątkiem, żeby upłynnić aktywa,
 - ograniczające działalność inwestycyjną pośrednio poprzez wskaźniki finansowe;
- c) kowenanty związane z wysokością kapitału własnego.

Kowenanty blokujące możliwość dodatkowego zadłużania się działają na transfery w postaci dywidend i skupu akcji własnych pośrednio, blokując opisany wcześniej mechanizm finansowania długiem. Podobnie kowenanty związane z rozporządzaniem aktywami, zakazujące sprzedaży aktywów w celu pozyskania środków pieniężnych (finansowanie inwestycjami). Z kolei kowenanty w postaci wymogu utrzymania minimalnej wysokości kapitału własnego, poza ograniczaniem wypłat z zysku, sprzyjają finansowaniu dywidend kapitałem własnym, czyli wspierają pożądaną z perspektywy obligatariuszy mechanizm. Spośród wymienionych pośrednich kowenantów dywidendowych największych problemów przysparzają te ze wskaźnikami finansowymi odnoszącymi się do efektywności prowadzonych działań operacyjnych i inwestycyjnych. Z jednej strony trudno uchwycić efekt działań w ramach pojedynczych operacji/projektów czy inwestycji. Część tego typu aktywności blokowana jest kowenantami, które nie pozwalają na stosowanie nierynkowych cen w transakcjach. Z drugiej strony wyniki finansowe w sprawozdaniach finansowych zawierają efekty działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej równocześnie oraz są nieodporne na wpływ jednorazowych zdarzeń i zmian w stosowanych zasadach rachunkowości. Ponadto wskaźniki rentowności, stosowane w warunkach emisji, występują w bardzo wielu odmianach, które nie poddają się unifikacji. Z tych powodów w niniejszym opracowaniu zostały one pominięte w analizie².

² Wskaźniki tego typu były przedmiotem analizy we wcześniejszych publikacjach (Brycz, Pauka, Śmieja, 2015a).

W dotychczasowych badaniach wskazano, że przedsiębiorstwa mocno zadłużone częściej zawierają w warunkach emisji kowenanty dywidendowe bezpośrednio i kowenanty ograniczające zaciąganie długu, czyli pośrednio ograniczające transfery do właścicieli (Reisel, 2014). Z kolei Nash, Netter i Poulsen (2003) wskazali, że firmy o dużych możliwościach inwestycyjnych dążą do zachowania elastyczności w zakresie wypłat dywidend i emisji długu w przyszłości, dlatego rzadziej stosują kowenanty ograniczające swobodę decyzji w tym zakresie. W niniejszej publikacji podjęto próbę sprawdzenia, czy w polskich warunkach o relatywnie niskiej przejrzystości informacyjnej i niskich barierach wejścia na rynek Catalyst zachodzą podobne zależności.

2. Opis próby i metodyka badań

Przedmiotem badań są niebankowe obligacje korporacyjne wprowadzone do obrotu na rynku Catalyst w okresie od 30 września 2009 roku (uruchomienie rynku) do 31 marca 2013 roku. Po zidentyfikowaniu 318 serii obligacji, na podstawie dokumentów informacyjnych emitentów (prospektów emisyjnych, dokumentów emisyjnych lub not informacyjnych) zamieszczonych na stronie www.gpwcatalyst.pl, przygotowano bazę danych obejmującą kowenanty stosowane w warunkach emisji poszczególnych serii obligacji. Jednak brak szczegółowych danych dotyczących warunków emisji oraz brak zastosowania kowenantów w warunkach emisji niektórych serii obligacji spowodował konieczność ograniczenia pierwotnie określonej próby badawczej do 245 serii niebankowych obligacji korporacyjnych wyemitowanych przez 112 spółek, co stanowiło 77% wszystkich serii obligacji korporacyjnych notowanych na Catalyst. Dla tak określonej próby badawczej w pierwszym etapie badań określono strukturę i częstość występowania kowenantów dywidendowych, identyfikując przy tym nie tylko kowenanty, które bezpośrednio, lecz także pośrednio ograniczają możliwość transferów do właścicieli. W kolejnym etapie badań dokonano analizy, czy stosowanie określonych rodzajów kowenantów dywidendowych jest powiązane z występowaniem określonych cech emitentów i cech serii obligacji takich jak:

- wielkość emitenta – wyrażona wartością księgową aktywów (Aktywa) i wartością przychodów ze sprzedaży (Sprzedaż),
- rentowność – mierzona wskaźnikiem rentowności aktywów (ROA) i rentowności kapitałów własnych (ROE),
- poziom dźwigni finansowej – mierzony relacją zobowiązań do wartości księgowej aktywów (D/A),
- ryzyko kredytowe – wyrażone wielkością marży,
- wielkość emisji – wartość pozyskanego kapitału w ramach emisji obligacji.

Źródłem informacji odnoszących się do poszczególnych cech były nie tylko dokumenty informacyjne, lecz także raporty okresowe emitentów obligacji. Na tym etapie badań próba badawcza uległa dalszemu ograniczeniu do 205 serii obligacji, gdyż ze względu na specyfikę sprawozdawczości finansowej oraz odmienny profil ryzyka wyeliminowano serie obligacji emi-

towane przez podmioty zajmujące się inwestowaniem w papiery wartościowe (spółki akcyjne, które *de facto* stanowią wehikuły inwestycyjne na podobieństwo funduszy inwestycyjnych) oraz spółki celowe (SPV). Badane serie obligacji podzielono na cztery rozłączne grupy ze względu na rodzaj stosowanych kowenantów dywidendowych, a następnie dla porównania wielu prób niezależnych przeprowadzono nieparametryczny test Kruskala-Wallisa i test mediany oraz w przypadku występowania istotnych różnic przeprowadzono test porównań wielokrotnych. Na końcu zbadano różnice w stosowaniu poszczególnych kowenantów dywidendowych ze względu na wyróżnione cechy emitentów i cechy serii obligacji. Badane serie obligacji podzielono na dwie podgrupy względem wartości mediany określonej cechy (pierwsza, gdy wartość cechy większa od mediany (ME), druga, gdy wartość cechy mniejsza od mediany), dla każdej podgrupy obliczono częstość występowania poszczególnych rodzajów kowenantów dywidendowych, a następnie przeprowadzono test istotności dla wskaźnika struktury.

3. Wyniki badań

Warunki emisji badanych 245 serii obligacji zawierają wiele zindywidualizowanych bezpośrednich i pośrednich kowenantów dywidendowych. W tabeli 1 panel A przedstawiono częstość występowania poszczególnych rodzajów kowenantów, bez względu na liczbę kowenantów danego rodzaju. Można zauważyć, że kowenanty pośrednie występują częściej (75,5% badanych serii) w porównaniu do kowenantów bezpośrednich (52,24%), przy tym kowenanty pośrednie ograniczające zadłużenie występują nieco częściej (59,2%) od kowenantów ograniczających rozporządzanie majątkiem (42,4%). Wśród kowenantów bezpośrednich dominują te, które bezpośrednio ograniczają wypłatę dywidend (48,6%). Inne formy bezpośredniego ograniczania dywidend występują w przeważającej części razem z kowenantami dotyczącymi wypłaty zysku.

Tabela 1

Rodzaje i częstość występowania kowenantów dywidendowych

	Liczba serii obligacji	Częstość (%)
1	2	3
Panel A: Rodzaje kowenantów		
I. Kowenanty bezpośrednie	128	52,24
a) wypłata zysku	119	48,6
b) skup akcji własnych	48	19,6
c) transakcje na aktywach	28	11,4
d) transakcje dotyczące przychodów i kosztów	10	4,1
e) inne	7	2,9

1	2	3
2. Kowenanty pośrednie	185	75,5
a) ograniczające zadłużenie	145	59,2
b) ograniczające rozporządzanie majątkiem	104	42,4
Panel B: Zestawy kowenantów		
G1 – kowenanty tylko bezpośrednie	14	5,7
G2 – kowenanty bezpośrednie i pośrednie	114	46,5
G3 – kowenanty tylko pośrednie	71	29,0
G4 – brak kowenantów dywidendowych	46	18,8
Razem	245	100,0

Źródło: opracowanie własne.

Aby ustalić, jacy emitenci w konsekwencji stosowania kowenantów bezpośrednich (głównie blokowanie wypłat dywidend) narażają się na ograniczenie elastyczności działania, a jacy stosują kowenanty pośrednie pozwalające na większą elastyczność działania, serie obligacji podzielono na cztery rozłączne grupy (tzw. zestawy kowenantów), które zawierały: tylko kowenanty bezpośrednie (G1), kowenanty bezpośrednie i pośrednie (G2), tylko kowenanty pośrednie (G3) oraz serie, które nie zawierały kowenantów dywidendowych (G4), a następnie zbadano, czy grupy te różniły się pod względem opisanych w poprzednim punkcie cech emitentów i cech serii obligacji. W tabeli 1 panel B wskazano, że najczęściej występowały serie, które zawierały zarówno kowenanty bezpośrednie, jak i pośrednie (46,5%). Prawie jedna piąta spośród badanych serii nie zawierała kowenantów ograniczających transfery do właścicieli.

Analizując następnie poszczególne cechy emitentów i cechy serii obligacji w wyodrębnionych czterech grupach obligacji, można zauważyć (zob. tab. 2 panel A), że poziom zadłużenia (mierzonego relacją zobowiązań do aktywów) oraz rentowności (ROA i ROE) nie wykazują istotnego zróżnicowania pomiędzy poszczególnymi grupami, natomiast statystycznie istotne różnice występują w przypadku takich cech, jak wielkość emitenta (mierzona zarówno poziomem aktywów, jak i poziomem przychodów ze sprzedaży) oraz wielkość emisji (wartość emisji) i ryzyko kredytowe (marża). Pogłębiona analiza przeprowadzona dla tych cech, które wykazują statystyczne zróżnicowanie, wskazuje (zob. tab. 2 panel B), że w przypadku wielkości emitenta istotne różnice występują przede wszystkim pomiędzy obligacjami, w których zastosowano tylko kowenanty pośrednie (G3), a obligacjami, w których nie zastosowano żadnych kowenantów dywidendowych (G4). Te dwie grupy obligacji wykazują też istotne różnice w marży i wartości emisji, jednak dodatkowo pod względem marży istotne różnice występują pomiędzy obligacjami, w których zastosowano tylko kowenanty pośrednie (G3), a obligacjami, w których zastosowano tylko kowenanty bezpośrednie (G1), oraz kowenanty bezpośrednie i pośrednie (G2), natomiast pod względem wartości emisji istotne różnice występują też pomiędzy obligacjami zawierającymi tylko kowenanty pośrednie (G3) a obligacjami zawierającymi tylko kowenanty bezpośrednie (G1) oraz pomiędzy obligacjami zawierającymi kowenanty bezpośrednie i pośrednie (G2) a obligacjami, w których nie zastosowano żadnych kowenantów dywidendowych (G4).

Tabela 2

Zróżnicowanie cech emitentów/serii obligacji a zakres stosowanych kowenantów dywidendowych

		Grupy obligacji ze względu na rodzaj stosowanych kowenantów					
		G1	G2	G3	G4	Ogółem	
Panel A: ANOVA rang Kruskala-Wallisa i test median							
N		10	91	63	41	205	
Aktywa (tys. PLN0)	Średnia	170 833,9	628 519,4	1 467 060,4	1 714 034,7	1 080 994,3	
	Mediana	29 377,5	152 481,0	317 553,0	70 652,0	209 758,0	
Test Kruskala-Wallisa		12,6925***					
Test Mediany		17,9034***					
Sprzedaż (tys. PLN)	Średnia	65 586,4	251 818,9	796 532,9	2 692 024,2	898 175,3	
	Mediana	17 634,9	90 918,0	156 202,0	20 385,5	70 644,0	
Test Kruskala-Wallisa		16,6801***					
Test Mediany		11,8652***					
D/A	Średnia	0,60	0,53	0,53	0,51	0,53	
	Mediana	0,57	0,58	0,59	0,55	0,59	
Test Kruskala-Wallisa		0,2981					
Test Mediany		1,5244					
ROA (%)	Średnia	3,58	0,90	8,03	8,25	4,69	
	Mediana	5,32	5,89	6,97	5,07	5,85	
Test Kruskala-Wallisa		3,0632					
Test Mediany		2,4665					
ROE (%)	Średnia	43,65	5,02	14,05	16,09	11,89	
	Mediana	19,03	8,12	9,48	7,52	8,55	
Test Kruskala-Wallisa		4,2227					
Test Mediany		0,6905					
Marża (%)	Średnia	6,71	6,14	5,02	6,37	5,87	
	Mediana	7,00	6,00	4,90	6,36	5,90	
Test Kruskala-Wallisa		29,9514***					
Test Mediany		24,1071***					
Wartość emisji (tys. PLN)	Średnia	18 270,0	45 327,8	88 972,2	42 005,4	56 756,1	
	Mediana	5 500,0	20 000,0	20 000,0	8 000,0	15 500,0	
Test Kruskala-Wallisa		20,1593***					
Test Mediany		14,7541***					
Panel B: Analiza porównań wielokrotnych							
		Statystyczna istotność różnic (wartość p)					
		G1 vs. G2	G1 vs. G3	G1 vs. G4	G2 vs. G3	G2 vs. G4	G3 vs. G4
Aktywa							**
Sprzedaż						***	***
Marża			***		***		***
Wartość emisji			**			**	***

G1, G2, G3 i G4 – serie obligacji, w których w warunkach emisji zastosowano tylko dywidendowe kowenanty bezpośrednie (G1), dywidendowe kowenanty bezpośrednie i pośrednie (G2), tylko dywidendowe kowenanty

pośrednie (G3), nie zastosowano żadnych kowenantów dywidendowych (G4). Dane finansowe dotyczące aktywów, sprzedaży (przychody ze sprzedaży), D/A (wskaźnik długu do aktywów), ROA (wskaźnik zysku z działalności operacyjnej do aktywów) i ROE (wskaźnik zysku netto do kapitału własnego) pochodzą z ostatniego dostępnego przed emisją rocznego sprawozdania finansowego. Marża – marża ponad określoną przez emitenta stawkę WIBOR lub różnica pomiędzy oprocentowaniem stałym a stawką WIBOR odpowiadającą częstotliwości płatności odsetek, określoną na dzień emisji lub przydziału.

*, **, *** oznacza istotność statystyczną na poziomie odpowiednio 10%, 5% i 1%.

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 3

Struktura kowenantów dywidendowych a cechy emitentów / serii obligacji

	Aktywa		Sprzedaż		Marża		Wartość emisji					
	> ME	< ME	> ME	< ME	> ME	< ME	> ME	< ME				
Panel A: Odsetek obligacji z kowenantami dywidendowymi w grupach nierozłącznych												
K1	45,1	53,4	51,0	47,6	56,4	42,3	**	50,0	48,5			
K2	84,3	66,0	***	85,3	65,0	***	64,4	85,6	***	86,3	64,1	***
K2.1	71,6	45,6	***	76,5	40,8	***	44,6	72,1	***	70,6	46,6	***
K2.2	48,0	40,8		41,2	47,6		40,6	48,1		53,9	35,0	***
Panel B: Odsetek obligacji z kowenantami dywidendowymi w grupach rozłącznych												
G1	3,9	5,8		2,9	6,8	*	8,9	1,0	***	2,0	7,8	**
G2	41,2	47,6		48,0	40,8		47,5	41,3		48,0	40,8	
G3	43,1	18,4	***	37,3	24,3	**	16,8	44,2	***	38,2	23,3	**
G4	11,8	28,2	***	11,8	28,2	***	26,7	13,5	***	11,8	28,2	***

K1, K2, K2.1, K2.2 – serie obligacji, w których w warunkach emisji zastosowano kowenanty dywidendowe: bezpośrednie (K1), pośrednie (K2), pośrednie dotyczące zadłużenia (K2.1), pośrednie dotyczące aktywów (K2.2).

G1, G2, G3 i G4 – serie obligacji, w których w warunkach emisji zastosowano tylko dywidendowe kowenanty bezpośrednie (G1), dywidendowe kowenanty bezpośrednie i pośrednie (G2), tylko dywidendowe kowenanty pośrednie (G3), nie zastosowano żadnych kowenantów dywidendowych (G4).

*, **, *** oznacza, że różnice między wskaźnikami struktury (test jednostronny) są istotne na poziomie odpowiednio 10%, 5% i 1%.

Źródło: opracowanie własne.

Otrzymane wyniki dotyczące występowania poszczególnych rodzajów kowenantów dywidendowych (tab. 3) wskazują, że większe spółki (zarówno według wielkości aktywów, jak i wartości przychodów ze sprzedaży) pozyskujące w ramach emisji więcej kapitału (o wyższej niż mediana wartości emisji) oraz spółki o niższej marży (mniej ryzykowne) zdecydowanie częściej stosują pośrednie kowenanty dywidendowe (K2, G3), w szczególności dotyczące zadłużenia (K2.1). Dla emitentów z większymi wartościami emisji ta tendencja jest obserwowana również w przypadku kowenantów pośrednich dotyczących aktywów. Duże spółki oraz spółki pozyskujące ponadprzeciętne kwoty kapitału w ramach jednej emisji rzadziej stosują kowenanty bezpośrednie (G1, K1) oraz bezpośrednie w połączeniu z pośrednimi (G2), ale w tych przypadkach różnice nie zawsze są statystycznie istotne.

Ta zależność jest istotna dla spółek mniej ryzykownych. Z kolei mniejsi emitenci, a także emitenci pozyskujący mniej kapitału (o niższych wartościach emisji) i emitenci o wyższym ryzyku (z wyższą marżą) częściej nie stosują żadnych kowenantów dywidendowych (G4).

Uwagi końcowe

Zastosowanie kowenantów ograniczających transfery do właścicieli w sposób bezpośredni wykazuje wiele ograniczeń. Mimo tego aż 52% badanych serii zawierało takie ograniczenia (zdecydowana większość nie zawierała kowenantów innych niż wypłata dywidendy), jednocześnie 75% serii zawierało kowenanty pośrednio wpływające na limitowanie transferów do akcjonariuszy. Z kolei 46,4% emisji zawierało kowenanty pośrednie i bezpośrednie. Można z tego wnioskować, że emitenci nie kierują się w poczynaniach chęcią zapewnienia sobie możliwie największej elastyczności przy jednoczesnym ograniczaniu ryzyka transferów (por. hipoteza kosztownego kontraktowania). Można by oczekiwać, że spółki większe i cechujące się niższym poziomem ryzyka kredytowego będą bardziej świadomie stosować kowenanty ograniczające ryzyko transferu, co zostało potwierdzone w badaniu. Z pewnością tacy emitenci współpracują w większym stopniu z inwestorami instytucjonalnymi oraz mają większą świadomość skutków podejmowanych decyzji (tu: ograniczania elastyczności działania przez kowenanty). Z kolei mali i bardziej ryzykowni emitenci prawdopodobnie stosują kowenanty bezpośrednie, bardziej ograniczające działania zarządzających, co może wynikać z ich świadomości, że wypłata dywidend na ich etapie rozwoju nie jest pożądana, zatem wpisanie takiego kowenantu do warunków emisji nie jest tu argumentem obniżającym atrakcyjność akcji przy ich nowej emisji. Jednocześnie należy podkreślić, że poziom rentowności nie był istotnym kryterium przy stosowaniu różnych rodzajów kowenantów dywidendowych, co prawdopodobnie wynikało ze zróżnicowania branżowego emitentów. Uzyskane wyniki innych autorów (Nash i in., 2003; Reisel, 2014) wskazują na bardziej świadomy sposób wykorzystywania przez emitentów kowenantów pośrednich, co na rynku polskim jeszcze nie występuje. Stosowane są tu częściej kowenanty bezpośrednie (najczęściej blokujące wypłatę dywidend).

Literatura

- Black, F. (1976). Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 2 (2), 5–8.
- Bradley, M., Roberts, M.R. (2015). The structure and pricing of corporate debt covenants. *The Quarterly Journal of Finance*, 5 (2), s. 1550001–37.
- Brycz, B., Pauka, M., Śmieja, N. (2015a). Structure and restrictiveness of financial covenants in bond contracts on Catalyst. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 862. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 75, 67–81.
- Brycz, B., Pauka, M., Śmieja, N. (2015b). Znaczenie kowenantów na rynku obligacji korporacyjnych w teorii i w badaniach empirycznych – przegląd literatury. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 855. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 74/1, 23–34.

- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305–360.
- Kalay, A. (1982). Dividend Constraints in Bond Covenants. *Journal of Financial Economics*, 10, 211–233.
- Leuz, Ch., Deller, D., Stubenrath, M. (1998). An International Comparison of Accounting-Based Payout Restrictions in the United States, United Kingdom and Germany. *Accounting and Business Research*, 28 (2), 111–129.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 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*, 9, 201–232.
- Pauka, M., Brycz, B. (w druku). Kowenanty dywidendowe na rynku obligacji Catalyst.
- Pauka, M., Śmieja, N. (2013). Zastosowanie kowenantów w warunkach emisji obligacji – badania empiryczne wśród emitentów z branży developerskiej w Polsce. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 766. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 62, 399–409.
- Reisel, N. (2014). On the value of restrictive covenants: Empirical investigation of public bond issues. *Journal of Corporate Finance*, 27, 251–268.
- Smith, C.W., Warner, J.B. (1979). On financial contracting. An analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7, 117–161.

RESTRICTIONS ON TRANSFERS TO SHAREHOLDERS IN THE COVENANTS IN BONDS LISTED ON THE CATALYST MARKET

Abstract: *Purpose* – This paper focuses on the direct and indirect dividend covenants (as divided by Kalay) embedded in the terms of issues of bonds listed on the Catalyst market. The aim is to analyze the types and structure of covenants limiting transfers to the shareholders and to analyze the differentiation of covenants depending on the characteristics of issuers and issues of bonds.

Design/Methodology/approach – The subject are non-bank corporate bonds admitted to trading on the Catalyst market in 2009–2013. The authors examine the structure and frequency of dividend covenants and analyse the relationship between the characteristics of issuers and issues and the use of dividend covenants.

Findings – 75% of the analysed series of bonds contain indirect covenants and 52% – direct covenants. The bigger issuers and issuers with lower credit risk often use indirect covenants which allow them to run a flexible financing policy. The smaller issuers often use direct covenants.

Originality/Value – The paper fills a gap in the empirical research on the Polish bond market, particularly in the studies on covenants and their role in reducing transfers to the owners.

Keywords: shareholders vs. bondholders conflict, transfers to shareholders, covenants, Catalyst

Cytowanie

Brycz, B., Pauka, M. (2017). Ograniczenia transferów do właścicieli w kowenantach obligacji notowanych na rynku Catalyst. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (86), 173–183. DOI: 10.18276/frfu.2017.86-14.

