

prof. dr hab. Waldemar Tarczyński  
profesor zwyczajny Uniwersytetu Szczecińskiego  
Uniwersytet Szczeciński  
Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania  
Katedra Ubezpieczeń i Rynków Kapitałowych

### Ocena

pracy doktorskiej mgr **Damian Kaźmierczaka** pt.: „*Determinanty emisji obligacji zamiennych z opcją przedterminowego wykupu długu*”

Po zapoznaniu się z treścią stwierdzam, że praca doktorska mgr Damiana Kaźmierczaka niewątpliwie stanowi wartościowe opracowanie. Nie ulega wątpliwości, że hybrydowe papiery wartościowe, a w szczególności obligacje zamienne są bardzo ważnym elementem rynku kapitałowego z jednej strony, ważnym narzędziem inwestycyjnym dla inwestorów giełdowych z drugiej strony. Hybrydowe papiery wartościowe należą do grupy instrumentów finansowych, które łączą cechy kapitału obcego i własnego. Jak słusznie zauważa Autor we wstępie taka konstrukcja formalna sprawia, że takie instrumenty finansowe mogą być bardzo korzystnym źródłem pozyskania kapitału w sytuacji gdy nieopłacalne jest źródło tradycyjne (emisja akcji lub zaciągnięcie kredytu). Na rynku funkcjonuje wiele instrumentów hybrydowych wykorzystujących różne papiery wartościowe. Należy też pamiętać, że znaczna część tego rynku powstała z powodów spekulacyjnych oraz optymalizacji podatkowej. Wiele podmiotów wykorzystuje je do dostosowania struktury pasywów do wymogów kapitałowych narzuconych przez organy nadzorujące rynek. Popularność instrumentów hybrydowych systematycznie się zwiększa i jest pochodną rosnącego zainteresowania podmiotów gospodarczych możliwościami finansowania za ich pomocą swojej działalności gospodarczej. W literaturze przedmiotu wyróżnia się trzy grupy problemów związanych z instrumentami hybrydowymi, które doprowadziły do określenia trzech nurtów badawczych. Pierwszy, to modele i sposoby wyceny hybrydowych papierów wartościowych. Drugi nurt jest związany z oceną



reakcji rynku na upublicznienie przez emitenta komunikatu o emisji określonego rodzaju instrumentu hybrydowego. Jest to bardzo ważne ze względu na fakt asymetrii informacji między przedsiębiorstwem, a otoczeniem zewnętrznym co wpływa istotnie na wahania kursu. Wreszcie trzeci nurt jest poświęcony teoretycznym podstawom emisji hybrydowych papierów wartościowych, gdzie poszukuje się z jednej strony motywów przy wyborze konkretnych instrumentów finansowych, a z drugiej strony odnosi się do takich zagadnień, jak na przykład ład korporacyjny.

Obligacje zamienne będące przedmiotem rozważań Doktoranta należą do najbardziej popularnych instrumentów hybrydowych na świecie. W obszarze długu zamiennego dominuje tematyka instrumentów *plain vanilla*. Są to instrumenty bez dodatkowych klauzul. W tematyce obligacji zamiennych z możliwością ich przedterminowego umorzenia na wniosek emitenta lub obligatariuszy brak jest istotnych prac omawiających problematykę porównań poszczególnych rodzajów długu hybrydowego. Warto podjąć temat określenia w jaki sposób sytuacja finansowa przedsiębiorstw determinuje decyzję zarządu o wyborze określonej opcji i jaki to ma wpływ na ustalenie parametrów jej emisji. Niestety często można zaobserwować rozdzźwięk między koncepcjami i modelami w tym zakresie a realiami rynku. Warto określić przesłanki emisji obligacji zamiennych, które wynikają z praktyki rynkowej oraz prowadzą do sformułowania praktycznych rekomendacji dla podmiotów gospodarczych.

Każdą pracę prowadzącą do rozwiązania zagadnienia określenia determinant emisji obligacji zamiennych z opcją przedterminowego wykupu długu należy powitać z uznaniem. Proponowany przez Autora temat dotyczący właśnie tego zagadnienia należy uznać za ważny i warty rozprawy doktorskiej.

Podejmując ten ważny i trudny zarazem temat Doktorant postawił w pracy bardzo ambitne zadania badawcze, zarówno w obszarze teorii i metodyki, jak i aspektów poznawczych. Doktorant w pracy zamierzał wypełnić lukę badawczą w obszarze określenia przesłanek emisji obligacji zamiennych na współczesnym rynku kapitałowym, które mają swoje źródło w praktyce rynkowej i na tej podstawie sformułować praktyczne rekomendacje dla podmiotów gospodarczych.



Zasadniczym celem pracy była identyfikacja determinant emisji obligacji zamiennych z możliwością ich przedterminowego umorzenia na wniosek emitenta lub obligatariuszy i porównanie ich z przesłankami wykorzystania zwykłego długu zamiennego *plain vanilla*. Aby zrealizować tak określony cel w pracy sformułowano również dwa szczegółowe cele badawcze:

- ocena wybranych parametrów emisji obligacji zamiennych z opcją *call*, *put* i *put/call* oraz porównanie ich z warunkami emisji długu zamiennego *plain vanilla*;
- analiza i porównanie parametrów finansowych emitentów obligacji zamiennych z dołączonymi opcjami przedterminowego umorzenia: *call*, *put* i *put/call* oraz długu zamiennego *plain vanilla*.

Przy tak sformułowanych celach badawczych w badaniach empirycznych Autor skoncentrował się na identyfikacji przesłanek emisji obligacji zamiennych związanych jedynie z operacyjną i inwestycyjną działalnością przedsiębiorstw. Pominięte zostały aspekty spekulacyjne, podatkowe, sprawozdawczości finansowej i regulacji prawnych obowiązujących w różnych krajach. Ze względu na płynność i dojrzałość rynku oraz liczbę emitowanych obligacji zamiennych w pracy badaniami objęto jedynie emisje przeprowadzone na rynku amerykańskim, jako najbardziej reprezentatywne dla omawianych zagadnień.

Z celów jakie postawione zostały w pracy wynika hipoteza badawcza: emitentami obligacji zamiennych z dołączonymi opcjami *call*, *put* i *put/call* są spółki o wyższym poziomie zadłużenia i niższej rentowności, jednak o wyższym poziomie płynności finansowej niż emitenci obligacji zamiennych *plain vanilla*. Uwzględniając różne formy długu hybrydowego Autor sformułował trzy szczegółowe hipotezy badawcze:

- emitentami obligacji zamiennych z opcją *call* są spółki o wyższym poziomie zadłużenia i niższej rentowności, ale z większymi możliwościami inwestycyjnymi w porównaniu do przedsiębiorstw, które decydują się na wykorzystanie obligacji zamiennych *plain vanilla*;



- emitentami długu zamiennego z opcją *put* są przedsiębiorstwa o wyższym poziomie zadłużenia, niższej rentowności i mniejszych możliwościach inwestycyjnych niż spółki emitujące obligacje zamienne *plain vanilla*;
- emisję obligacji zamiennych z opcją *put/call* przeprowadzają spółki o wyższym poziomie zadłużenia i mniejszych możliwościach inwestycyjnych, jednak o wyższym poziomie rentowności w porównaniu z emitentami obligacji *plain vanilla*.

Akceptuję sformułowany w rozprawie główny cel badania i cele szczegółowe oraz sformułowane cztery hipotezy badawcze wynikające z celów jakie postawił przed sobą w rozprawie Doktorant.

Strona metodologiczna pracy nie budzi zastrzeżeń. Doktorant dobrze poradził sobie z nierzadko trudnymi problemami ekonomiczno-finansowymi. Dobrze dokonał też przeglądu literatury przedmiotu porządkując wiele różnych koncepcji i podejść. Bardzo wysoko oceniam wyniki badań empirycznych zamieszczone w pracy. Badania są przeprowadzone bardzo rzetelnie i dobrze udokumentowane. Weryfikacji przyjętych założeń i realizacji celu badań dokonano na podstawie badań empirycznych przeprowadzonych dla danych rzeczywistych pochodzących z bazy Agencji Bloomberg. Próba badawcza objęła 1983 emisje obligacji zamiennych przeprowadzonych w latach 2003-2014.

Zadanie podjęte w pracy jest na pewno trudne. Oceniam, że Doktorant poradził sobie z tematem zbadania determinant emisji obligacji zamiennych z opcją przedterminowego wykupu długu bardzo dobrze, a recenzowana praca może być przyczynkiem do powstania zwartej monografii w tym zakresie.

Treść pracy jest zgodna z tytułem pracy. Tytuły rozdziałów pracy są dostosowane do treści pracy. Konstrukcję pracy oceniam dobrze. Praca składa się ze wstępu, czterech rozdziałów, zakończenia, bibliografii, spisu tabel i rysunków, aneksu oraz streszczenia. W pracy została wykorzystana najważniejsza literatura krajowa i zagraniczna z zakresu tematycznego pracy obejmująca 327 pozycji. Wykorzystanie adekwatnej literatury jest jednym z warunków pozytywnej oceny rozprawy doktorskiej. Przeprowadzone badania zostały prawidłowo udokumentowane, czego dowodem jest obszerna dokumentacja zamieszczona w rozdziałach empirycznych i w



aneksie. Kolejność poszczególnych rozdziałów odpowiada kolejności etapów badania naukowego podporządkowanych realizacji celu badania.

Bardzo dobrze oceniam redakcyjną i formalną stronę pracy – została ona przygotowana bardzo starannie. Całość pracy została zamieszczona na 297 stronach, co czyni ją opracowaniem bardzo obszernym. Ponieważ zwięzła charakterystyka poszczególnych rozdziałów została ujęta we wstępie pracy, jako recenzent czuję się zwolniony z charakterystyki treści rozdziałów pracy. Walory pracy i osiągnięcia Doktoranta można ująć w następujące punkty:

1. W pracy zidentyfikowano determinanty emisji obligacji zamiennych z możliwością ich przedterminowego umorzenia na wniosek emitenta lub obligatariuszy oraz porównano je z przesłankami wykorzystania długu zamiennego *plain vanilla*. Ciekawa jest analiza parametrów określających sytuację finansową emitentów poszczególnych rodzajów długu hybrydowego.
2. Autor dobrze dokonał przeglądu literatury przedmiotu porządkując wiele koncepcji i teorii w obszarze finansowania hybrydowego na rynku finansowym.
3. Bardzo dobrze dokonano pogłębionej analizy teoretycznych i praktycznych przesłanek emisji obligacji zamiennych przez przedsiębiorstwa.
4. W trakcie badań Doktorant wykazał, że obligacje zamienne z dołączonymi opcjami przedterminowego wykupu są emitowane przez spółki bardziej zadłużone od emitentów długu *plain vanilla*. Wynika to między innymi z faktu, że opcja *call* może uchronić je przed trudnościami z uregulowaniem zobowiązań wobec wierzycieli w ustalonym terminie zapadalności obligacji. Z kolei opcja *put* zachęca inwestorów do kupna obligacji pomimo wysokiego ryzyka finansowego emitenta.
5. Doktorant zaprojektował i przeprowadził wszechstronne i bardzo obszerne badania empiryczne pozwalające na ocenę determinant emisji obligacji zamiennych z opcją przedterminowego wykupu długu.
6. W pracy wykazano, że emitentami obligacji zamiennych z dołączonymi opcjami *call*, *put* i *put/call* są spółki o wyższym poziomie zadłużenia i wyższym poziomie płynności finansowej niż emitenci obligacji zamiennych *plain vanilla*.



7. Propozycja Doktoranta i przeprowadzone przez niego badania empiryczne w obszarze analizy i oceny hybrydowych papierów wartościowych są bardzo cenne głównie z uwagi na dużą trudność w oszacowaniu wielkości rynku tych instrumentów oraz dostępu do danych szczegółowych. Obecnie znaczenie finansowania hybrydowego jest bardzo istotne z punktu widzenia alternatywnych możliwości pozyskiwania kapitału przez firmy prowadzące działalność gospodarczą.
8. Dodatkowym walorem pracy jest bardzo dobra dokumentacja przedstawionych w pracy badań.

Cele, jakie postawił przed sobą Doktorant zostały w pełni zrealizowane, a wiele propozycji zawartych w pracy jest wybitnym osiągnięciem Doktoranta, na co wskazano powyżej.

W pracy są również sformułowania dyskusyjne lub budzące uwagi i pytania. Z obowiązku recenzenta zamieszczam je poniżej.

1. W rozdziale pierwszym pracy przedstawiono istotę finansowania hybrydowego. Zabrakło w podsumowaniu szerszego odniesienia się do Polski i polskich realiów rynku finansowego. Krótkie odniesienie do Elektrimu i kilku innych spółek to trochę za mało.
2. Przy prezentacji modeli i podejść finansowania długiem zamiennym w warunkach rynku doskonałego zabrakło szerszej dyskusji nad założeniami oraz odniesienia do zalet i wad poszczególnych podejść (s. 85 i dalsze).
3. We wnioskach końcowych z przeprowadzonych badań należało podać co wynika z przeprowadzonych badań z ekonomicznego punktu widzenia dla rynku kapitałowego i dla inwestorów giełdowych oraz odnieść się szerzej do perspektyw instrumentów finansowych hybrydowych w Polsce.
4. W pracy stwierdziłem pewną liczbę drobnych omyłek (literówek, przejęzyczeń, przekręceń wyrazów), które nie mają jednak istotnego wpływu na walory pracy, dlatego odnotowując ten fakt nie przytaczam szczegółów.

Pragnę również zadać Autorowi dwa pytania, jakie nasunęły mi się w trakcie czytania rozprawy.

- 1) Jakie ekonomiczne znaczenie dla rynku kapitałowego i gospodarki mają obligacje zamienne z opcją przedterminowego wykupu długu ?



2) Jak Autor proponuje wykorzystać w praktyce inwestycyjnej na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie wyniki swoich badań ?

Wymienione drobne uwagi nie podważają w żadnym stopniu wartości merytorycznej recenzowanej pracy. Dlatego biorąc pod uwagę walory naukowe rozprawy, duży nakład pracy, umiejętność posługiwania się aparatem matematycznym, dojrzałość Autora do podejmowania samodzielnych badań i zrealizowanie postawionego we wstępie celu badań uważam, że praca doktorska mgr Damiana Kaźmierczaka w pełni spełnia wymogi stawiane pracom doktorskim i stanowi podstawę do nadania stopnia naukowego doktora nauk ekonomicznych w dyscyplinie finanse.

Wnoszę do Rady Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego o przyjęcie pracy doktorskiej mgr Damiana Kaźmierczaka pt.: *„Determinanty emisji obligacji zamiennych z opcją przedterminowego wykupu długu”* i dopuszczenie Autora do publicznej obrony pracy.

Szczecin, 2015.06.29

