



---

SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE  
WARSAW SCHOOL OF ECONOMICS

**Uwarunkowania rozwoju rynku instrumentów dłużnych  
przedsiębiorstw, emitowanych w walucie krajowej,  
na przykładzie wybranych gospodarek azjatyckich  
w kontekście doświadczeń z kryzysu 1997**

**Streszczenie rozprawy doktorskiej przygotowanej pod kierunkiem naukowym dra hab.  
Cezarego Wójcika, prof. SGH oraz dra Andrzeja Torója (promotor pomocniczy)**

mgr Paweł Pisany

Kolegium Gospodarki Światowej

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

**Słowa kluczowe:** rynek obligacji korporacyjnych, emisje obligacji, kryzys, sektor bankowy, Azja

**Klasyfikacja JEL:** F36, O16, G15, 053

Warszawa, 2019

## Uzasadnienie wyboru tematu oraz oryginalność badań

W pracy doktorskiej podjęto badania nad uwarunkowaniami<sup>1</sup> rozwoju rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw emitowanych w walutach krajowych w wybranych gospodarkach azjatyckich: Republice Ludowej Chin, Hongkongu, Indonezji, Malezji, Filipinach, Singapurze, Tajlandii, Wietnamie, Japonii, Korei Południowej w latach 1995-2014. Motywacją do badania rynków finansowych w krajach azjatyckich były ich doświadczenia z kryzysu z 1997 r. oraz późniejsza ewolucja systemów finansowych. Duże uzależnienie gospodarek wschodnioazjatyckich od zagranicznego finansowania kredytowego z banków jest wskazywane, jako ważny element, który wpłynął na wzmocnienie skutków kryzysu z 1997 r. Po 1997 r. w większości badanych gospodarek azjatyckich zaobserwowano rozwój bezpośredniego kanału finansowania dłużnego, a skutki kryzysu z lat 2008-2009 okazały się mniej dotkliwe niż w 1997 r. Stąd azjatyckie systemy finansowe stanowią interesujący przedmiot studiów nad uwarunkowaniami sprzyjającymi ewolucji systemów finansowych w kierunku finansowania bezpośredniego.

Praca doktorska rozszerza dotychczasowe badania w tej tematyce w następujący sposób:

1. Wykorzystano szerszą gamę mierników rozwoju rynku obligacji korporacyjnych niż w dotychczasowej literaturze. Wśród zmiennych objaśnianych, oprócz wartości obligacji w obrocie (miernik obecny w literaturze), znalazła się wartość rocznych emisji w walutach krajowych zrelatywowana do PKB oraz wartość emisji przedsiębiorstw niefinansowych bez podziału na walutę emisji zrelatywowana do PKB.
2. Przeprowadzono pogłębioną w porównaniu do literatury analizę charakteru ekonomicznego badanego zjawiska i zaproponowano ujęcie ekonometryczne do tej pory niewykorzystywane jako główna metoda badawcza.
3. Przeprowadzono i zaprezentowano szersze niż w dotychczasowej literaturze na ten temat, wieloaspektowe badanie odporności wyników.

---

<sup>1</sup> Praca doktorska, na którą składa się zarówno analiza modelowa, jak i studia jakościowe, dotyczy **uwarunkowań** rozwoju rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw. Uwarunkowania są rozumiane szeroko. Teza główna oraz hipotezy cząstkowe są natomiast weryfikowane w badaniu ilościowym. W części zawierającej to badanie (rozdz. 4) posłużono się terminem: **czynniki (determinanty sensu stricte)**. Nadano mu na użytek niniejszej pracy, dla jasności wyводу, **specyficzne znaczenie**. Termin: **czynniki** jest rozumiany wąsko, jako te uwarunkowania, które wpływają bezpośrednio na miary rozwoju rynków instrumentów dłużnych oraz poddają się skwantyfikowaniu i mogą być przedmiotem ilościowego badania ekonometrycznego.

4. Szerokość doboru zmiennych objaśniających w badaniu może być porównywana tylko do niektórych najobszerniejszych dotychczasowych badań (Eichengreen i Luengnaruemitchai, 2004<sup>2</sup>), a istotność niektórych czynników potwierdzono – według przeglądu literatury - po raz pierwszy, np. dodatniego parametru przy zmiennej *Subprime*.
5. Zaprezentowano kompleksowe analityczne ujęcie kryzysu azjatyckiego z różnych perspektyw i – na podstawie studiów jakościowych – zaproponowano interpretację związku między kryzysem z 1997 r. a poziomem rozwoju rynków instrumentów dłużnych denominowanych w walucie krajowej.
6. Przeprowadzono analizy rynków poszczególnych krajów azjatyckich oraz analizę międzynarodowych inicjatyw obliczonych na rozwój rynków dłużnych w gospodarkach azjatyckich, co pozwoliło na dokładniejszą, w porównaniu do literatury, interpretację wyników badania ilościowego, a także wzbogaciło listę rekomendacji dla praktyki gospodarczej.

## **Cel badań**

Pytanie badawcze w pracy doktorskiej dotyczy tego, jakie były najważniejsze uwarunkowania rozwoju rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw emitowanych w walutach krajowych w wybranych krajach azjatyckich w latach 1995-2014. Celem badań jest zidentyfikowanie tych uwarunkowań i tym samym wskazanie zależności między różnymi elementami systemu gospodarczego, które prowadziły do rozwoju bezpośredniego, tj. rynkowego kanału pozyskiwania finansowania dłużnego przez przedsiębiorstwa.

## **Metody badawcze**

W ramach badań jakościowych poddano analizie szerokie spektrum uwarunkowań ekonomicznych, instytucjonalnych, regulacyjnych na podstawie studiów przypadków, oraz przeglądu literatury, a także zaproponowano interpretację roli bezpośredniego finansowania dłużnego przedsiębiorstw w gospodarce.

Studia te stanowiły tło badania ilościowego wykorzystującego metody ekonometrii panelowej. Główną metodą w tym badaniu był panelowy model efektów ustalonych (*Fixed Effects*) z błędami oszacowań odpornymi w sensie Driscolla i Kraaya. W ramach badania

---

<sup>2</sup> Eichengreen, B. i Luengnaruemitchai, P. (2004). Why Doesn't Asia Have Bigger Bond Markets? NBER Working Paper No. 10576.

odporności przeprowadzono także estymacje z użyciem następujących metod: estymator Hausmana-Taylora, estymator zmodyfikowanej metody najmniejszych kwadratów (*Fully Modified Ordinary Least Squares*, FMOLS), estymator uogólnionej metody momentów (*Generalized Method of Moments*, System GMM), estymator modelu efektów losowych (*Random Effects*) oraz estymator Prais-Winstena (podtyp estymatora FGLS) z odpowiednią korekcją błędów standardowych (PCSE).

## **Wyniki badań empirycznych - weryfikacja tezy głównej w modelu ekonometrycznym**

Teza główna pracy doktorskiej brzmiała:

*TG: Czynniki, które wpływały dodatnio na rozwój rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw emitowanych w walutach krajowych w krajach azjatyckich w latach 1995-2014 były: wielkość sektora bankowego mierzona wartością kredytu dostarczonego przez banki w relacji do PKB; ograniczony rynek obligacji skarbowych (potencjalny efekt wypychania), a także poprawiająca się jakość otoczenia instytucjonalnego (w szczególności jakość regulacji, efektywność egzekucji zobowiązań oraz poziom ochrony praw wierzyciela). Instrumenty dłużne przedsiębiorstw były we wskazanych gospodarkach azjatyckich nie tyle konkurencją dla kredytu bankowego, co kolejnym etapem rozwoju systemu finansowego w zakresie kanałów pozyskiwania finansowania dłużnego.*

W pracy doktorskiej pomocniczo wobec tezy głównej zweryfikowano 7 hipotez częściowych (HC) dotyczących wpływu: czynników makroekonomicznych (wielkość gospodarki, poziom rozwoju gospodarczego, stabilność kursu walutowego oraz otwartość na wymianę międzynarodową) - HC1; globalnego kryzysu finansowego - HC2; rynku akcji - HC3; rynku obligacji skarbowych - HC4; obecności inwestorów instytucjonalnych - HC5; sektora bankowego - HC6; jakości otoczenia instytucjonalnego (np. poziomu ochrony praw wierzyciela) – HC7. Najważniejsze rezultaty z szerokiego badania ekonometrycznego zaprezentowano poniżej.

Tezę główną zweryfikowano częściowo pozytywnie.

Pozytywnie zweryfikowano istotę tezy głównej. Badanie potwierdziło dodatni wpływ wielkości kredytu sektora bankowego, ujemny wpływ rynku obligacji skarbowych oraz dodatni wpływ stopnia ochrony praw wierzyciela. Szczegółowa weryfikacja hipotez częściowych, w szczególności przez pryzmat wyników estymacji głównej (modelu efektów stałych) wspiera

ostatni element tezy głównej. Sektor bankowy stanowił w gospodarkach azjatyckich pierwszy etap rozwoju krajowego finansowania dłużnego. Wraz z rozwojem gospodarczym, wzrostem sektora bankowego, rozwojem systemu finansowego (inwestorzy instytucjonalni) oraz poprawą ochrony praw wierzyciela, pojawiła się możliwość rozwoju rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw emitowanych w walutach krajowych. Rozwój obu kanałów finansowania dłużnego (pośredniego i bezpośredniego) nie wykluczał się, a wzajemnie warunkował. Ponadto, w globalnym kryzysie finansowym z lat 2008-2009 rynek obligacji korporacyjnych dostarczył istotnie więcej finansowania dla gospodarek azjatyckich.

### **Wnioski z prac badawczych: wkład do debaty naukowej oraz rekomendacje dla polityki gospodarczej**

Syntezę najważniejszych wniosków ze studiów o charakterze jakościowym można zawrzeć w dwóch następujących punktach:

**(I)** Rozwój rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw emitowanych w walutach krajowych w gospodarkach wschodzących cechujących się przewagą kredytu bankowego przyczyniał się do zwiększenia odporności systemu finansowego przede wszystkim przez:

- dywersyfikację kanałów pozyskiwania przez przedsiębiorstwa finansowania dłużnego;
- zwiększenie możliwości pozyskiwania finansowania dłużnego przez przedsiębiorstwa w walucie krajowej przy redukcji niedopasowania terminów wymagalności pasywów oraz zapadalności aktywów w systemie finansowym.

**(II)** Z perspektywy makroekonomicznej finansowanie dłużne w gospodarce powinno cechować się dywersyfikacją na dwóch poziomach, tj.:

- na poziomie pochodzenia finansowania: finansowanie od podmiotów krajowych *versus* finansowanie od podmiotów zagranicznych,
- na poziomie kanału pozyskania finansowania: kredyt bankowy (kanał pośredni) *versus* emisja instrumentów dłużnych (kanał bezpośredni).

Rezultaty **badania ilościowego** (model główny oraz szereg estymacji w ramach badania odporności wyników) zostały poddane interpretacji w kontekście wyników badania jakościowego. Ostatecznie można wskazać na następujące punkty syntetycznie ujmujące wkład pracy doktorskiej do debaty naukowej:

**1. Związki między pośrednim kanałem finansowania dłużnego (sektor bankowy) a kanałem bezpośrednim (rynek obligacji korporacyjnych):**

Odpowiedni poziom wielkości sektora bankowego w relacji do PKB był jednym z warunków powstania i rozwoju rynków instrumentów dłużnych. Dysertacja dostarcza zatem argumentów za potwierdzeniem pozytywnych relacji między dwoma kanałami finansowania dłużnego.

**2. Zapewnienie finansowania dłużnego w gospodarce w czasie kryzysu:**

Model ekonometryczny dostarczył empirycznych argumentów sugerujących, że globalny kryzys finansowy z lat 2008-2009 był istotnym czynnikiem, który oddziaływał dodatnio na miary rynku obligacji korporacyjnych zrelatywizowane do PKB.

**3. Negatywny wpływ rosnącego rynku instrumentów właścicielskich na poziom rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w gospodarce:**

Wyniki badań wskazują, że finansowanie dłużne kanałem bezpośrednim rozwijało się wolniej przy wzmożonych emisjach akcji w gospodarce.

**4. Relacje między rynkiem obligacji skarbowych a rynkiem obligacji korporacyjnych:**

Model potwierdza odwrócenie znaku oddziaływania rynku obligacji skarbowych na rynek obligacji przedsiębiorstw z dodatniego na ujemny wraz z rozwojem gospodarczym oraz rozwojem emisji podmiotów prywatnych. Dla gospodarek wschodzących w panelu oszacowanie parametru przy zmiennej reprezentującej rynek obligacji skarbowych okazało się nieistotne lub dodatnie, podczas gdy w estymacjach dla całego panelu wpływ zmiennej był ujemny.

Na podstawie studiów jakościowych oraz ilościowych sformułowano rekomendacje dotyczące rozwoju rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw denominowanych w walutach krajowych. Rozwojowi tego rynku będą służyły: (1) wspieranie zrównoważonego rozwoju sektora bankowego; (2) polityka wspierająca rozwój gospodarczy przy zwiększającej się roli eksportu w relacji do PKB; (3) działania skierowane na ochronę praw wierzyciela; (4) umiarkowane emisje długu publicznego; (5) wspieranie aktywności krajowych inwestorów instytucjonalnych na rynku obligacji korporacyjnych; (6) aktywne uczestnictwo Polski w kształtowaniu reform rynku papierów dłużnych w ramach Europejskiej Unii Rynków Kapitałowych; (7) zwiększanie przejrzystości rynku; (8) powołanie ze wsparciem instytucji publicznych krajowej agencji ratingowej z misją dostarczania ratingów małym i średnim przedsiębiorcom; (9) wprowadzenie obowiązku uzyskania ratingu przez emitenta bez wyznaczania minimalnego poziomu ratingu; (10) emisje publiczne dużych przedsiębiorstw jako element budowania strategii

długoterminowego finansowania; (11) stworzenie portalu informacyjnego o rynku obligacji na wzór Asian Bonds Online; (12) podnoszenie świadomości i wiedzy finansowej w społeczeństwie.

## **Ograniczenia i kierunki dalszych badań**

Do najważniejszych ograniczeń badania ilościowego należą:

- brak rozróżnienia odnoszącego się do ratingu emitenta, a zatem brak podziału emisji ze względu na ryzyko kredytowe;
- brak uwzględnienia struktury branżowej i koncentracji w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych.

Ponadto badanie ekonometryczne nie obejmuje pełnego spektrum uwarunkowań rozwoju rynku obligacji korporacyjnych ze względu na ograniczoną dostępność danych lub charakter zjawisk, tj. niemożność ujęcia ich w sposób ilościowy. Do uwarunkowań nieuwzględnionych w modelu, lub uwzględnionych tylko częściowo, należą w szczególności:

- obecność oraz standardy funkcjonowania agencji ratingowych;
- kwestia wpływu przejrzystości w gospodarce oraz na rynkach finansowych na płynność rynku wtórnego obligacji korporacyjnych;
- jakość infrastruktury rynkowej, teleinformatycznej, wykorzystanie najnowszych technologii, w tym w przyszłości technologii rozproszonego rejestru (Distributed Ledger Technology - DLT);
- szeroko rozumiany rozwój bazy inwestorskiej, tj. obecność inwestorów instytucjonalnych, zakres ich działania, ale też obecność oferty dla inwestorów indywidualnych (np. przez fundusze inwestycyjne) oraz poziom regionalnej integracji rynków finansowych (stwarzającej możliwość skierowania oferty nabycia emisji w walutach krajowych do nierezydentów);
- poziom rozwoju rynku walutowych instrumentów pochodnych;
- skala rynku repo;
- jakość i zakres usług pośredników finansowych, tj. poziom rozwoju usług doradczych oraz bankowości inwestycyjnej;
- poziom świadomości i edukacji finansowej w społeczeństwie.

Część wymienionych uwarunkowań została poddana analizie w części jakościowej pracy doktorskiej i rezultaty tej analizy zostały uwzględnione przy formułowaniu rekomendacji.

Ograniczenia badania ilościowego wyznaczają potencjalne kierunki dalszych badań, które będą prowadzone wraz rozwojem baz danych ekonomicznych.

## **Struktura pracy**

Praca doktorska składa się z następujących pięciu głównych części:

1. Wprowadzenie (motywacja, cel, teza oraz znaczenie badań).
2. Umieszczenie pracy doktorskiej w literaturze na temat uwarunkowań rozwoju dłużnych instrumentów przedsiębiorstw.
3. Rola rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw emitowanych w walucie krajowej w systemie finansowym w kontekście doświadczeń z kryzysu azjatyckiego z 1997 r.
4. Badanie empiryczne – czynniki wpływające na rozwój rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw emitowanych w walucie krajowej.
5. Podsumowanie, wnioski dla teorii dotyczącej rozwoju rynku instrumentów dłużnych przedsiębiorstw oraz rekomendacje dla Polski.