

Dyskusja na temat optymalnego sposobu dostarczania finansowania do gospodarki trwa od dawna. W pewnym uproszczeniu można uznać, że firmy pozyskują środki w ramach kredytu bankowego lub na rynku kapitałowym poprzez emisję akcji lub obligacji. Systemy gospodarcze państw świata bardzo różnią się, jeśli idzie o tę charakterystykę. Kraje anglosaskie są tradycyjnie bardziej nastawione na kapitałowe formy pozyskiwania finansowania. Gospodarki europejskie bazują raczej na kredytach bankowych. Naszą ambicją w trakcie prac badawczych będzie wniesienie wkładu do debaty nad formami finansowania przedsiębiorstw.

Zajmiemy się analizą czynników determinujących rozwój rynku obligacji korporacyjnych. Wykorzystanie tych instrumentów w gospodarkach rozwiniętych jest zróżnicowane i odzwierciedla podział na kraje anglosaskie i Europę Kontynentalną, o którym pisaliśmy powyżej. W 2013 roku wielkość rynku komercyjnych papierów dłużnych w odniesieniu do PKB wyniosła w Wielkiej Brytanii 140%, a w Niemczech – 58%.

Ostatni kryzys finansowy spowodował ożywioną dyskusję na temat dywersyfikacji i zwiększenia roli rynków kapitałowych w finansowaniu firm w Unii Europejskiej. Rezultatem tej debaty jest projekt powołania w Europie unii rynków kapitałowych przed 2019 rokiem. Do najważniejszych elementów planowanej reformy przedstawionych w Zielonej Księdze zaliczono: poprawę dostępu do finansowania dla małych i średnich przedsiębiorstw w Europie; zwiększenie dywersyfikacji poprzez rozwój rynku instrumentów: przede wszystkim właścicielskich, ale także dłużnych; zwiększenie efektywności rynków. Europejska unia rynków kapitałowych, jako koncepcja polityczna wyznacza w pewnej mierze kontekst naszych badań. Poznanie i zrozumienie mechanizmów na rynku obligacji korporacyjnych ma bowiem prowadzić do próby wyciągnięcia ogólnych wniosków i sformułowania rekomendacji dla projektów gospodarczych w Unii Europejskiej oraz w Polsce.

Naszym zdaniem najciekawszym materiałem do badań na temat rynku obligacji korporacyjnych są wschodnioazjatyckie gospodarki wschodzące, w szczególności: Chiny, Hong Kong, Indonezja, Malezja, Filipiny, Tajlandia, Wietnam. Analiza rynków azjatyckich jest ciekawa głównie z tego powodu, iż okazały się one, co znajduje potwierdzenie w badaniach empirycznych, relatywnie najbardziej odporne na kryzys subprime. Głębokość spowolnienia gospodarczego w Azji była o 2,8 punktu procentowego mniejsza niż w przypadku innych części świata. Również powrót do poziomu produkcji z trzeciego kwartału 2008 roku trwał w Azji najkrócej.

Po drugie, kraje wschodnioazjatyckie doświadczyły w 1997 roku kryzysu finansowego, który bywa uznawany za zwrot w ich polityce gospodarczej i w ostatecznym rozrachunku źródło odporności na późniejsze zawirowania związane z kryzysem subprime. Przed rokiem 1997 kraje wschodnioazjatyckie były mocno uzależnione od kredytu bankowego, jako metody finansowania działalności przedsiębiorstw. Presja na wzmożoną akcję kredytową przy niedostatecznie rozwiniętej bazie depozytowej stworzyła dogodne warunki do znacznego napływu finansowania zewnętrznego do gospodarki. Banki państw wschodnioazjatyckich finansowały kredyty dla rodzimych przedsiębiorstw krótkoterminowymi pożyczkami w walucie obcej. Nagłe wycofanie się inwestorów połączone z deprecjacją walut krajowych doprowadziło do poważnych problemów sektora bankowego i w konsekwencji całej gospodarki. Dobrze rozwinięty rynek obligacji korporacyjnych, jako narzędzie dywersyfikacji i element substytucyjny wobec kredytów może wpływać bardzo pozytywnie na stabilność systemu finansowego. Obrazowo ujął to w swoim przemówieniu z 1999 roku Alan Greenspan, gdy analizując azjatycki kryzys finansowy dwa lata po jego wybuchu, nazwał rynki kapitałowe „kołem zapasowym” gospodarki.

Głównym zadaniem badawczym w ramach naszego projektu będzie zrozumienie na podstawie modelu ekonomicznego, jakie warunki muszą być spełnione, aby wyposażyć gospodarkę w „koło zapasowe”. Jak zostało wcześniej zasygnalizowane, materiału do badań dostarczy wschodnioazjatycki rynek obligacji korporacyjnych. Na początku naszego projektu zostanie przeprowadzona analiza prowadzonej po 1997 roku polityki gospodarczej oraz trendów dotyczących rynków obligacji w Azji Wschodniej. Należy bowiem podkreślić, że w krajach tych podjęto znaczący instytucjonalny i regionalnie skoordynowany wysiłek obliczony na rozwój rynków papierów dłużnych. Wśród najważniejszych przedsięwzięć politycznych należy wymienić: dwa projekty przygotowane przez Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks (EMEAP) – Asian Bond Funds 1 i 2 (ABF 1 i 2), które dotyczyły promowania regionalnych rynków obligacji. Inną ważną inicjatywą było Asian Bond Market Initiative (ABMI) wprowadzone przez ASEAN (Association of South-East Asian Nations). Wśród projektów ABMI znalazło się wzmocnienie infrastruktury rynkowej poprzez ustanowienie odpowiedniej instytucji gwarantującej, a także regionalnej izby rozliczeniowej oraz rozwój rodzimych agencji ratingowych. Badania empiryczne wskazały, że ABF, ABF2 oraz ABMI miały pozytywny wpływ na prawdopodobieństwo emisji obligacji przez firmy (wzrost ten oszacowano na 0.06) (P. Mizen, S. Tsoukas, 2013). Dane rynkowe potwierdzają sukces związany z tymi projektami. Obserwujemy znaczący wzrost rynku w krajach azjatyckich w latach 1998-2008. Rynek obligacji wzrósł w tym czasie o 217%, w tym rynek obligacji skarbowych – o 275,3%, a rynek obligacji korporacyjnych – o 65,7% (B. N. Bhattacharyay, 2011).

Wstępne studia literaturowe pozwolą na zbudowanie dwóch modeli regresji wielorakiej, z których pierwszy będzie analizował wschodnioazjatycki rynek obligacji korporacyjnych w latach 1997-2007, zaś drugi po kryzysie subprime. Wśród zmiennych, które zostaną wzięte pod uwagę, a część z nich trafi do ostatecznych modeli znajdują się: wielkość gospodarki (PKB), otwartość (Export/PKB), poziom rozwoju (PKB per capita), poziom i wariancja stóp procentowych, rozmiar i poziom koncentracji sektora bankowego, poziom rozwoju firm typu asset manager, wariancja kursu walutowego, tradycja i jakość systemu prawnego, poziom transparentności i corporate governance w gospodarce, wskaźnik koncentracji przedsiębiorstw, poziom zapotrzebowania sektora publicznego na środki, poziom rozwoju rynku obligacji skarbowych, poziom rozwoju krajowych agencji ratingowych. Po zakończeniu pracy z modelami, przeprowadzone zostaną również studia przypadków wybranych krajów azjatyckich, aby wzbogacić badanie o analizy uzupełniające.

Ostatecznym rezultatem będzie ilościowe przybliżenie funkcjonowania rynku obligacji korporacyjnych w Azji Wschodniej w dwóch etapach oraz analizy dodatkowe wspierające model dotyczące przede wszystkim inicjatyw politycznych obliczonych na wspieranie rozwoju rynku oraz ewentualnych zagrożeń czy trudności, które mogą się pojawić przy okazji tego procesu.