

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

271

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Tom 1



Redaktorzy naukowi

**Adam Kopiński, Tomasz Słoński,
Bożena Ryszawska**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kozuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Justyna Mroczkowska

Łamanie: Adam Dębski

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 978-83-7695-219-2 (całość)

ISBN 978-83-7695-223-9 t. 1

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	11
Abdul Nafea Al Zararee, Abdulrahman Al-Azzawi: The impact of free cash flow on market value of firm.....	13
Tomasz Berent, Sebastian Jasinowski: Financial leverage puzzle – preliminary conclusions from literature review	22
Michał Buszko: Zarządzanie ryzykiem konwersji kapitału nieruchomości (<i>equity release</i>)	40
Magdalena Bywalec: Jakość portfela kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2007-2011	49
Jolanta Ciak: Model of public debt management institutions in Poland and the models functioning within the European Union	59
Leszek Czapiewski, Jarosław Kubiak: Syntetyczny miernik poziomu asymetrii informacji (SMAI)	68
Anna Doś: Low-carbon technologies investment decisions under uncertainty created by the carbon market.....	79
Justyna Dyduch: Ocena efektywności kosztowej inwestycji proekologicznych.....	88
Ewa Dziawgo: Analiza własności opcji <i>floored</i>	100
Ryta Dziemianowicz: Kryzys gospodarczy a polityka podatkowa w krajach UE.....	113
Józefa Famielec: Finansowanie zreformowanej gospodarki odpadami komunalnymi	123
Anna Feruś: The use of data envelopment analysis method for the estimation of companies' credit risk	133
Joanna Fila: Europejski instrument mikrofinansowy Progress wsparciem w obszarze mikrofinansów.....	144
Sławomir Franek: Ocena wiarygodności prognoz makroekonomicznych – doświadczenia paktu stabilności i wzrostu a wieloletnie planowanie budżetowe	152
Paweł Galiński: Produkty i usługi bankowe dla jednostek samorządu terytorialnego w Polsce.....	162
Alina Gorczyńska, Izabela Jonek-Kowalska: Kwity depozytowe jako źródło finansowania podmiotów gospodarczych w warunkach globalizacji rynków finansowych	172
Jerzy Grabowiecki: Financial structure and organization of <i>keiretsu</i> – Japanese business groups.....	181

Sylwia Grenda: Ryzyko cen transferowych w działalności przedsiębiorstw powiązanych	191
Maria Magdalena Grzelak: Ocena związków pomiędzy nakładami na działalność innowacyjną a konkurencyjnością przedsiębiorstw przemysłu spożywczego w Polsce.....	202
Agnieszka Jachowicz: Finanse publiczne w Polsce w świetle paktu stabilności	214
Agnieszka Janeta: Rynkowe wskaźniki oceny stanu finansów publicznych na przykładzie wybranych krajów strefy euro	226
Agnieszka Janeta: Obligacje komunalne jako instrument finansowania rozwoju lokalnego i regionalnego.....	236
Bogna Janik: Efficiency of investment strategy of Socially Responsible Funds Calvert.....	247
Anna Jarzębska: Obszary zarządzania płynnością finansową w publicznej szkole wyższej	256
Tomasz Jewartowski, Michał Kaldoński: Struktura kapitału i dywersyfikacja działalności spółek rodzinnych notowanych na GPW	265
Marta Kacprzyk, Rafał Wolski, Monika Bolek: Analiza wpływu wskaźników płynności i rentowności na kształtowanie się ekonomicznej wartości dodanej na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie.....	279
Arkadiusz Kijek: Modelowanie ryzyka sektorowego przy zastosowaniu metody harmonicznej	289
Anna Kobialka: Analiza dochodów gmin województwa lubelskiego w latach 2004-2009.....	302
Anna Korombel: Zarządzanie ryzykiem w praktyce polskich przedsiębiorstw	313
Anna Korzeniowska, Wojciech Misterek: Znaczenie instytucji otoczenia biznesu we wdrażaniu innowacji MŚP.....	322
Magdalena Kowalczyk: Wykorzystanie narzędzi rachunkowości zarządczej w sektorze finansów publicznych.....	334
Mirosław Kowalewski, Dominika Siemianowska: Zarządzanie kosztami za pomocą zarządzania przez cele na przykładzie zakładu przetwórstwa mięsnego X	343
Paweł Kowalik, Błażej Prus: Analiza wyznaczania kwoty na wyrównanie dochodów w krajowych niemieckich systemach wyrównania finansowego na przykładzie 2011 roku.....	353
Sylwester Kozak, Olga Teplova: Covered bonds and RMBS as secured funding instruments for the real estate market in the EU.....	367
Małgorzata Kożuch: Preferencje podatkowe jako narzędzia subsydiowania przedsięwzięć ochrony środowiska	378
Marzena Krawczyk: Gotowość inwestycyjna determinantą pozyskiwania kapitału od aniołów biznesu	388

Marzena Krawczyk: Teoria hierarchii źródeł finansowania w praktyce innowacyjnych MŚP w Polsce	397
Jarosław Kubiak: Planowanie należności na podstawie cyklu ich rotacji określonego według zasady lifo oraz według wartości średniej	407
Iwa Kuchciak: <i>Crowdsourcing</i> w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa.....	418
Marcin Kuzel: Chińskie inwestycje bezpośrednie na świecie – skala, kierunki i motywy ekspansji zagranicznej	427
Katarzyna Lewkowicz-Grzegorzczak: Progresja podatkowa a redystrybucja dochodów	439
Katarzyna Lisińska: Struktura kapitałowa przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce, Niemczech i Portugalii	449
Joanna Lizińska: Problem doboru portfela porównawczego w długookresowej ewaluacji efektów kolejnych emisji akcji	459
Bogdan Ludwiczak: Wykorzystanie metody VaR w procesie pomiaru ryzyka.....	468
Justyna Łukomska-Szarek: Ocena zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w Polsce w latach 2004-2010.....	480
Agnieszka Majewska: Wykorzystanie opcji quanto w zarządzaniu ryzykiem pogodowym w przedsiębiorstwach sektora energetycznego.....	490
Monika Marcinkowska: Rachunkowość społeczna – czyli o pomiarze wyników przedsiębiorstw w kontekście oczekiwań interesariuszy	502

Summaries

Abdul Nafea Al Zararee: Wpływ wolnych przepływów pieniężnych na wartość rynkową firmy	21
Tomasz Berent, Sebastian Jasinowski: Dźwignia finansowa – wstępne wnioski z przeglądu literatury.....	39
Michał Buszko: Risk management of real estate equity release	48
Magdalena Bywalec: The quality of the portfolio of housing loans in Poland in 2007-2011	58
Jolanta Ciak: Model instytucji zarządzania długiem publicznym w Polsce na tle modeli funkcjonujących w Unii Europejskiej	67
Leszek Czapiewski, Jarosław Kubiak: Synthetic measure of the degree of information asymmetry	78
Anna Doś: Decyzje o inwestycjach w technologię obniżającą emisję CO ₂ w warunkach niepewności stwarzanej przez europejski system handlu emisjami.....	87
Justyna Dyduch: Assessment of cost effectiveness of proecological investments	99
Ewa Dziawgo: The analysis of the properties of floored options	112

Ryta Dziemianowicz: Economic crisis and tax policy in the EU countries ...	123
Józefa Famielec: Financing of reformed economy of municipal waste	132
Anna Feruś: Wykorzystanie metody granicznej analizy danych do oceny ryzyka kredytowego przedsiębiorstw	143
Joanna Fila: The European Progress Microfinance Facility as an example of the support in microfinance	151
Sławomir Franek: Credibility of macroeconomic forecasts – experiences of stability and growth pact and multi-year budgeting planning	161
Paweł Galiński: Banking products and services for local governments in Poland	171
Alina Gorczyńska, Izabela Jonek-Kowalska: Depositary receipts as a source of businesses entities financing in the conditions of globalization of financial markets	180
Jerzy Grabowiecki: Struktura finansowa i organizacja japońskich grup kapitałowych <i>keiretsu</i>	190
Sylwia Grenda: Transfer pricing risk in the activity of related companies	201
Maria Magdalena Grzelak: Assessment of relationship between outlays on innovation and competitiveness of food industry enterprises in Poland....	213
Agnieszka Jachowicz: Public finance in Poland in the perspective of the Stability and Growth Pact	225
Agnieszka Janeta: Market indicators assessing the state of public finances: the case of selected euro zone countries.....	235
Agnieszka Janeta: Municipal bonds as a financing instrument for local and regional development.....	246
Bogna Janik: Efektywność strategii inwestycyjnych funduszy społecznie odpowiedzialnych Calvert	255
Anna Jarzębska: Areas of liquidity management in public university	264
Tomasz Jewartowski, Michał Kaldoński: Capital structure and diversification of family firms listed on the Warsaw Stock Exchange	278
Marta Kacprzyk, Rafał Wolski, Monika Bolek: Liquidity and profitability ratios influence on economic value added basing on companies listed on the Warsaw Stock Exchange.....	288
Arkadiusz Kijek: Sector risk modelling by harmonic method	301
Anna Kobiałka: Analysis of revenue of Lublin Voivodeship communes in 2004-2009	312
Anna Korombel: Risk management in practice of Polish companies.....	321
Anna Korzeniowska, Wojciech Misterek: The role of business environment institutions in implementing SMEs' innovations	333
Magdalena Kowalczyk: Using tools of managerial accounting in public finance sector	342

Mirosław Kowalewski, Dominika Siemianowska: Cost management conducted with the utilization of Management by Objectives on an example of meat processing plant.....	352
Paweł Kowalik, Błażej Prus: The analysis of determining the amount of the financial equalization in German's national financial equalization systems on the example of 2011	366
Sylwester Kozak, Olga Teplova: Listy zastawne i RMBS jako bezpieczne instrumenty finansujące rynek nieruchomości w UE	377
Małgorzata Kożuch: Tax preferences as the instrument of subsidizing of ecological investments.....	387
Marzena Krawczyk: Investment readiness as a determinant for raising capital from business angels	396
Marzena Krawczyk: Theory of financing hierarchy in the practice of innovative SMEs in Poland.....	406
Jarosław Kubiak: The receivables level planning on the basis of cycle of rotation determined by the LIFO principles and by average value	417
Iwa Kuchciak: Crowdsourcing in the creation of bank company value	426
Marcin Kuzel: Chinese foreign direct investment in the world – scale, directions and determinants of international expansion	438
Katarzyna Lewkowicz-Grzegorzczak: Tax progression vs. income redistribution.....	448
Katarzyna Lisińska: Capital structure of manufacturing companies in Poland, Germany and Portugal.....	458
Joanna Lizińska: The long-run abnormal stock returns after seasoned equity offerings and the choice of the reference portfolio	467
Bogdan Ludwiczak: The VAR approach in the risk measurement	479
Justyna Łukomska-Szarek: Assessment of debt of local self-government units in Poland in the years 2004-2010.....	489
Agnieszka Majewska: Weather risk management by using quanto options in enterprises of the energy sector.....	501
Monika Marcinkowska: “Social accounting” – or how to measure companies’ performance in the context of stakeholders’ expectations	525

Alina Gorczyńska, Izabela Jonek-Kowalska

Politechnika Śląska w Gliwicach

KWITY DEPOZYTOWE JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA PODMIOTÓW GOSPODARCZYCH W WARUNKACH GLOBALIZACJI RYNKÓW FINANSOWYCH

Streszczenie: Globalizacja rynków finansowych stworzyła nowe możliwości dla funkcjonowania podmiotów gospodarczych. Możliwości te odnoszą się również do sfery finansowania. Jednym z instrumentów finansowania działalności z rynków zagranicznych są kwity depozytowe. Na ich coraz szersze zastosowanie wśród podmiotów gospodarczych wskazują dane statystyczne dotyczące coraz większej liczby (łącznie) sponsorowanych programów oraz wyższej wartości obrotów kwitami depozytowymi.

Słowa kluczowe: kwity depozytowe, globalizacja, rynki finansowe.

1. Wstęp

Każde przedsiębiorstwo, aby mogło funkcjonować na rynku, musi pozyskiwać kapitał. Przez kapitał najczęściej rozumie się zasoby finansowe powierzone przedsiębiorstwu przez jego właścicieli i wierzycieli [Duliniec 2001, s. 13]. Zasoby te są niezbędne zarówno przy rozpoczynaniu działalności przez podmiot gospodarczy, jak i w trakcie funkcjonowania. Źródłem kapitału są dochody uzyskiwane w trakcie bieżącej działalności. Często jednak pokrywają one jedynie bieżące wydatki na potrzeby działalności. Dla zapewnienia kontynuacji działalności niezbędne są środki, które pozwolą na odtworzenie i modernizację wykorzystywanych środków wytwórczych, ale także na rozwój przedsiębiorstwa, który wiąże się z powiększaniem dotychczasowego stanu majątkowego, rozszerzeniem rynku zbytu na inne segmenty, rynki geograficzne itd. Na ten cel potrzebny jest kapitał, często bardzo duży, którego wygenerowanie wyłącznie z realizowanej działalności przedsiębiorstwa nie jest możliwe. W związku z tym przedsiębiorstwa poszukują źródeł zewnętrznych.

W dobie globalizacji i postępujących procesów znoszenia barier pomiędzy rynkami finansowymi pojawiają się nowe możliwości pozyskania kapitału poza granicami kraju macierzystego. Jednym z oferowanych instrumentów zagranicznych rynków finansowych są kwity depozytowe. Są one szansą dla przedsiębiorstw, zwłaszcza

dużych, których potrzeby przekraczają możliwości finansowania przez wykorzystanie krajowych źródeł. Rynki międzynarodowe pozwalają bowiem na pozyskanie dużych kapitałów, często na korzystniejszych warunkach niż na rynku krajowym. Celem niniejszego artykułu jest prezentacja znaczenia kwitów depozytowych w finansowaniu podmiotów gospodarczych w dobie globalizacji rynków finansowych.

2. Przesłanki finansowania działalności podmiotów gospodarczych z zagranicznych rynków finansowych w dobie globalizacji

Przełom XX i XXI wieku to okres gwałtownych zmian w funkcjonowaniu rynków finansowych. Za główną siłę sprawczą tych zmian uważa się globalizację¹. Objęła ona sferę zarówno finansową, jak i rzeczową gospodarki światowej. Globalizacja sfery finansowej, która wydaje się bardziej zaawansowana niż sfera rzeczowa, wiąże się z globalizacją rynków finansowych. Przez globalizację rynków finansowych rozumie się tworzenie silnych zależności pomiędzy poszczególnymi rynkami finansowymi i ich scalanie w jednolity rynek finansowy, działający na skalę światową [Ostrowska 2007, s. 35]. Jednym z jej przejawów jest więc integracja rynków finansowych, co daje możliwość inwestowania i pozyskiwania środków finansowych w zakresie całego globu.

Możliwość pozyskiwania kapitału w skali światowej dała sposobność podmiotom gospodarczym do finansowania swojej działalności z rynków zagranicznych. Część podmiotów korzysta z tej możliwości, dokonując emisji swoich papierów wartościowych poza granicami rynku macierzystego. Skłaniają je korzyści, jakie mogą uzyskać z tego tytułu.

Pierwszą, wydaje się najistotniejszą, korzyścią związaną z finansowaniem podmiotów gospodarczych na zagranicznych rynkach finansowych jest możliwość pozyskania środków na bardziej korzystnych warunkach w porównaniu z rynkiem krajowym. Związane jest to z reguły z niższymi kosztami obsługi papierów wartościowych, korzystniejszymi warunkami emisji papierów wartościowych, wyższymi (możliwymi do uzyskania) cenami emisyjnymi walorów. Rynki zagraniczne dają bowiem możliwość obniżenia kosztu pozyskiwanego kapitału. Rynki, na których zagraniczne podmioty najchętniej dokonują emisji papierów wartościowych, to rynki rozwinięte, a więc charakteryzujące się wysoką płynnością i dużą liczbą uczestników. Natomiast to wiąże się z niższą oczekiwaną przez inwestorów stopą zwrotu na skutek niższego ryzyka inwestycyjnego w odniesieniu do małych, nieroz-

¹ Przez globalizację rozumie się długofalowe integrowanie się działalności na poziomie gospodarek, przemysłów/sektorów oraz przedsiębiorstw ponad granicami państw dzięki rozszerzeniu, pogłębieniu oraz intensyfikowaniu różnego rodzaju powiązań (handlowych, inwestycyjnych, kooperacyjnych, informacyjnych), co prowadzi do tworzenia się współzależnego systemu ekonomicznego w skali światowej, czyli globalnej gospodarki [Zorska 2007, s. 17].

winiętych rynków finansowych². Ponadto podmioty gospodarcze pozyskujące kapitał na rynkach zagranicznych to duże, znane jednostki, które są wiarygodne dla instytucji finansowych, zarówno krajowych, jak i zagranicznych. Ryzyko związane z obsługą tych przedsiębiorstw jest niższe, a ceny usług finansowych, np. gwarancji, prowizji, także ulegają obniżeniu [Nawrot 2005, s. 35].

Kolejną korzyścią finansowania działalności z zagranicznych rynków finansowych jest możliwość dostarczenia podmiotom gospodarczym wręcz nieograniczonej ilości kapitału. Rynki lokalne często nie są w stanie sprostać wymaganiom dużych podmiotów gospodarczych, jakimi są korporacje transnarodowe, międzynarodowe instytucje finansowe, a nawet rządy niektórych krajów. Natomiast rynki zagraniczne, w tym zwłaszcza międzynarodowe – euroobligacji, euroakcji, dają możliwości emisji papierów wartościowych o wysokich wartościach i na długi okres.

Emisja udziałowych papierów wartościowych na zagranicznych rynkach finansowych pozwala również na dywersyfikację bazy udziałowców. Może wiązać się to m.in. z ochroną przedsiębiorstwa przed wrogim przejęciem. Generalnie, im więcej uczestników rynku, tym zagrożenie wrogim przejęciem jest mniejsze. Również dbałość o dużą różnorodność inwestorów może być związana z prywatyzacją dużych przedsiębiorstw państwowych. Są to zwykle podmioty dobrze prosperujące, cieszące się dużym zainteresowaniem z punktu widzenia inwestorów. Jednakże korzystna sprzedaż tych podmiotów za pośrednictwem krajowej giełdy jest zwykle niemożliwa. Prywatyzacja przedsiębiorstwa przez wprowadzenie na zagraniczne giełdy motywowana jest możliwością osiągnięcia wyższych cen akcji oraz większą chłonnością rynku finansowego.

Korzyścią związaną z pozyskaniem kapitału z zagranicznych rynków finansowych jest również możliwość poprawy wizerunku podmiotu gospodarczego. Emisja papierów wartościowych na zagranicznej giełdzie wpływa na postrzeganą wiarygodność przedsiębiorstwa. Spółka funkcjonująca na zagranicznym rynku ma obowiązek spełniać bardziej zaostrzone wymogi informacyjne w porównaniu ze spółkami działającymi na krajowej giełdzie. W takim przypadku wzrasta poziom zaufania do przedsiębiorstwa ze strony zarówno inwestorów, jak i kontrahentów. Poza tym przedsiębiorstwo to, stając się obiektem analiz i komentarzy w lokalnej prasie, promuje się na danym rynku. Ma to szczególne znaczenie w sytuacji, gdy firma prowadzi działalność na rynku zagranicznym.

Działalność na międzynarodowych rynkach finansowych, poza korzyściami, wiąże się również z zagrożeniami. Jako zagrożenia najczęściej wymienia się ryzyko kursowe³ oraz wysokie koszty wejścia na zagraniczny rynek finansowy. Podmioty gospodarcze, które planują finansowanie swej działalności na rynkach zagranicznych, powinny dokonać analizy korzyści i kosztów z tym związanych.

² W przypadku dużych giełd papierów wartościowych, o wysokiej kapitalizacji i płynności, skuteczniej jest określać ryzyko inwestycyjne i zarządzać nim [Sławiński 2006, s. 24].

³ Ryzyko kursowe dotyczy prawdopodobieństwa poniesienia straty na skutek niekorzystnych zmian kursu walutowego.

3. Kwity depozytowe w finansowaniu działalności podmiotów gospodarczych

Globalny rynek finansowy daje możliwość finansowania działalności podmiotów gospodarczych przy wykorzystaniu szerokiego wachlarza instrumentów. Jednym z nich są kwity depozytowe.

Kwity depozytowe najogólniej można określić jako instrumenty finansowe emitowane na rynku zagranicznym na podstawie papierów wartościowych, będących przedmiotem krajowego obrotu giełdowego [Nawrot 2005, s. 23]. Najczęściej emituje się je na podstawie akcji, choć możliwa jest ich emisja na podstawie innych instrumentów rynku finansowego [Puszer 2009, s. 284]. Kwity depozytowe wystawiane na podstawie akcji zagranicznych przedsiębiorstw są papierami wartościowymi reprezentującymi prawo posiadania określonej liczby akcji zagranicznego przedsiębiorstwa, zdeponowanych w banku depozytowym⁴. Podlegają one rejestracji w instytucji nadzorującej rynek kapitałowy określanej skrótem SEC.

Obecnie funkcjonują dwa programy emisji kwitów depozytowych. Różnica między nimi związana jest z dopływem środków finansowych do przedsiębiorstwa emitującego instrumenty finansowe. Pierwszy program opiera się na dotychczasowych akcjach przedsiębiorstwa, będących przedmiotem obrotu na krajowej giełdzie papierów wartościowych. Ten rodzaj emisji polega na wycofaniu z krajowego obrotu części akcji, zdeponowaniu ich w banku depozytowym i na ich podstawie wyemitowaniu kwitów na wybranym rynku finansowym. Ze względu na wykorzystanie istniejących papierów wartościowych taka emisja kwitów nie powoduje zwiększenia kapitału akcyjnego spółki. Powodem, dla którego przeprowadza się emisje tego typu, może być chęć zdywersyfikowania inwestorów, a także poprawa płynności instrumentów z racji wprowadzenia ich na szersze i bardziej płynne rynki finansowe. Drugi rodzaj emisji kwitów depozytowych powoduje dopływ kapitału do przedsiębiorstwa ze względu na emisję nowych papierów wartościowych. Nowo wyemitowane akcje zdeponowane są w banku depozytowym i na ich podstawie dokonuje się emisji kwitów depozytowych [Nawrot 2008, s. 39].

Wyróżnia się dwa sposoby emisji kwitów depozytowych. Pierwszy z nich, stosowany od początku funkcjonowania tych instrumentów na rynkach finansowych, nosi nazwę emisji niesponsorowanej. Polega on na emisji kwitów depozytowych na rynku zagranicznym, bez zgody i wiedzy spółki, której akcje są podstawą do wystawienia kwitów [Bednarz 2008, s. 72]. Wynika stąd, że emisja niesponsorowana nie powoduje podwyższenia kapitału spółki z powodu wykorzystania papierów wartościowych znajdujących się w obrocie. Decyzję o przekształceniu akcji w kwity depozytowe podejmuje inwestor, który znajduje się w ich posiadaniu. Obecnie emisje

⁴ Kwity depozytowe wystawiane są w różnych proporcjach, w stosunku do odpowiadających im akcji. Jeden kwit może reprezentować dokładnie jedną bądź kilka akcji lub też stanowić określoną część akcji [DRs: *Providing...*, s. 1].

niesponsorowane są coraz rzadziej przeprowadzane przez inwestorów ze względu na koszty związane z dokonaniem emisji. Emisja sponsorowana jest drugim sposobem przeprowadzenia emisji kwitów depozytowych. W tym przypadku przedsiębiorstwo zawiera umowę z bankiem depozytowym, na mocy której bank ma wyłączność do obsługi programu kwitów. Emisja sponsorowana może prowadzić do podwyższenia kapitału akcyjnego spółki, jeżeli ta zdecyduje się na emisję nowych waloarów na zagranicznym rynku finansowym. Emisja kwitów depozytowych może także opierać się na dotychczas wyemitowanych papierach wartościowych i mieć na celu dywersyfikację inwestorów [Nawrot 2008, s. 42].

Tabela 1. Rodzaje kwitów depozytowych ze względu na kryterium miejsca obrotu

Nazwa instrumentu	Skrót	Miejsce emisji
Amerykańskie Kwity Depozytowe (<i>American Depositary Receipts</i>)	ADR	Stany Zjednoczone
Globalne Kwity Depozytowe (<i>Global Depositary Receipts</i>)	GDR	Wielka Brytania
Europejskie Kwity Depozytowe (<i>European Depositary Receipts</i>)	EDR	Francja
Euro Kwity Depozytowe (<i>Euro-Depositary Receipts</i>)	Euro-DR	Francja
Międzynarodowe Kwity Depozytowe (<i>International Depositary Receipts</i>)	IDR	brak danych
Holenderskie Kwity Depozytowe (<i>Dutch Depositary Receipts</i>)	DDR	Holandia
Singapurskie (Azjatyckie) Kwity Depozytowe (<i>Singapore Depository Receipts</i>)	SDR	Singapur

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Nawrot 2008, s. 101-102].

Praktyka gospodarcza wykształciła różne typy kwitów depozytowych. Ich rodzaj przede wszystkim związany jest z rynkiem geograficznym. W zależności od miejsca emisji i obrotu rozróżnia się: ADR-y, GDR-y, EDR-y, Euro-DR-y, IDR-y, DDR-y oraz SDR-y. Najpopularniejsze rodzaje kwitów depozytowych przedstawione zostały w tab. 1.

Największe znaczenie w obrocie kwitami depozytowymi mają dwa centra finansowe: rynek amerykański, gdzie emitowane są Amerykańskie Kwity Depozytowe – ADR, oraz rynek brytyjski, na którym przedmiotem obrotu są Globalne Kwity Depozytowe (GDR) [Zarzycka 2004, s. 63]. Ich cechą charakterystyczną jest dostępność na co najmniej dwóch rynkach finansowych jednocześnie.

Kwity depozytowe mogą być oferowane w ramach zarówno emisji publicznej, jak i emisji prywatnej. Emisja GDR-ów, ze względu na jej globalny charakter, przeprowadzana jest najczęściej w podwójnej formie: na rynku amerykańskim jako emisja prywatna i jednocześnie emisja publiczna na rynku europejskim bądź azjatyckim. Nabywcami amerykańskiej części emisji są podmioty zaliczane do Kwalifikowanych Inwestorów Instytucjonalnych. Kwity znajdujące się w tym obrocie

przyjmują postać Ograniczonych Amerykańskich Kwitów Depozytowych oznaczanych skrótem RADR. Emitent papierów wartościowych typu RADR ze względu na prywatną formę obrotu zwolniony jest z obowiązków rejestracyjnych i informacyjnych [Nawrot 2008, s. 38].

W przypadku Amerykańskich Kwitów Depozytowych (ADR) funkcjonuje podział kwitów depozytowych ze względu na poziom emisji. Klasyfikacja rozróżnia cztery poziomy emisji kwitów depozytowych [Melvin 2004, s. 115]. Tabela 2 przedstawia porównanie właściwości kwitów emitowanych w ramach poszczególnych poziomów emisji.

Tabela 2. Charakterystyka Amerykańskich Kwitów Depozytowych (ADR)

Poziom emisji	Rejestracja w SEC	Obowiązek informacyjny	Miejsce obrotu	Podstawa emisji kwitów	Dopływ kapitału
I	Ograniczona	Możliwość zwolnienia	Rynek OTC	Istniejące akcje pochodzące z zagranicznych giełd	Nie
II	Tak	Tak	Rynek zorganizowany	Istniejące akcje pochodzące z zagranicznych giełd	Nie
III	Tak	Tak	Rynek zorganizowany	Nowa emisja akcji na zagranicznych giełdach	Tak
IV	Nie	Nie	Obrót prywatny	Nowa emisja akcji typu RADR	Tak

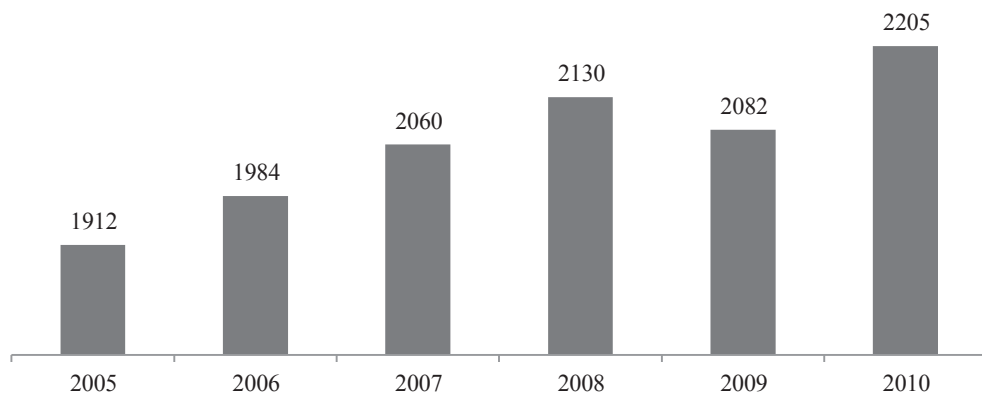
Źródło: opracowanie własne na podstawie [Melvin 2004 s. 115-116; Depositary Receipts Handbook 2003, s. 7-9].

Jak wynika z tabeli 2, pierwsze dwa poziomy dotyczą emisji kwitów depozytowych bazujących na istniejących papierach wartościowych, będących przedmiotem obrotu na giełdzie zagranicznej. Oznacza to, że emisja kwitów nie powoduje podwyższenia kapitału spółki akcyjnej. Kolejne dwa poziomy polegają na wystawieniu kwitów depozytowych na podstawie nowej emisji akcji. Tego rodzaju emisje podwyższają kwotę kapitału akcyjnego przedsiębiorstwa, powodując dopływ nowych środków finansowych do przedsiębiorstwa.

4. Wykorzystanie kwitów depozytowych w finansowaniu działalności podmiotów gospodarczych – dane empiryczne

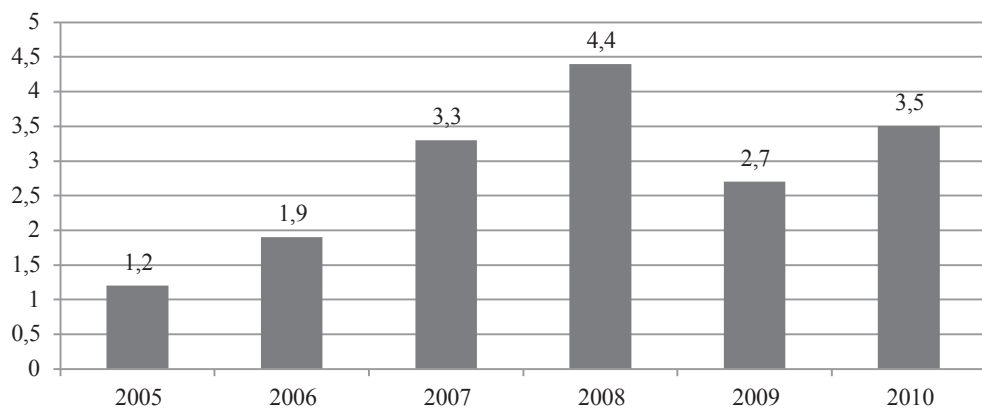
Kwity depozytowe stanowią coraz bardziej popularną formę finansowania podmiotów gospodarczych. Określane są mianem innowacyjnych instrumentów finansowych. O coraz ich szerszym wykorzystaniu świadczą liczne dane. I tak na koniec

2010 r. liczba prowadzonych sponsorowanych programów kwitów depozytowych wynosiła 2205. Jak przedstawia rys. 1, od 2005 r. następował systematyczny wzrost łącznej liczby sponsorowanych programów kwitów depozytowych, z wyjątkiem roku 2009, w którym zanotowano spadek na skutek załamania na rynkach finansowych z powodu kryzysu *subprime*.



Rys. 1. Łączna liczba sponsorowanych programów kwitów depozytowych na świecie w latach 2005-2010

Źródło: [*The Depositary...* i inne, http://www.adrbnymellon.com/dr_pub_statistics.jsp].



Rys. 2. Wartość obrotu kwitami depozytowymi na świecie w latach 2005-2010 (w bln USD)

Źródło: [*The Depositary...* 2011 i inne; http://www.adrbnymellon.com/dr_pub_statistics.jsp].

Ze względu na rodzaj kwitów depozytowych najpopularniejsze okazały się Globalne Kwity Depozytowe (GDR), które stanowiły 46% (1019) wszystkich programów sponsorowanych. Na drugim miejscu uplasowały się ADR-y emitowane

na rynku OTC, których liczba stanowiła 35% ogólnej liczby programów zarejestrowanych w 2010 r.

Spośród państw największym emitentem kwitów depozytowych są Indie, które dokonały emisji 315 programów, co stanowiło ponad 14% wszystkich sponsorowanych emisji. Drugie miejsce zajęła Rosja, z liczbą 179 programów (8% wszystkich emisji). Do największych emitentów kwitów depozytowych należą również podmioty gospodarcze z Chin (159 programów), Brazylii (141 programów) oraz Wielkiej Brytanii (140 programów).

Coraz większe zastosowanie kwitów depozytowych w finansowaniu działalności podmiotów gospodarczych potwierdzają również dane dotyczące wartości obrotu tymi instrumentami finansowymi. Jak wskazuje rys. 2, od 2005 do 2008 r. następował dynamiczny wzrost wartości obrotu kwitami depozytowymi, osiągający w 2008 r. rekordową wartość 4,4 bln USD. W roku 2009, podobnie jak w przypadku liczby programów sponsorowanych, nastąpił spadek wartości obrotu kwitami depozytowymi na skutek kryzysu. Rok 2010 to wzrost wartości obrotów o 30% w stosunku do roku 2009, wynoszący 3,5 mln USD.

Podobnie jak w latach poprzednich największa aktywność w zakresie obrotu kwitami depozytowymi była na głównych giełdach papierów wartościowych w Stanach Zjednoczonych: NYSE i NASDAQ, gdzie zanotowano 84% wartości obrotów światowych tymi instrumentami. Spośród podmiotów gospodarczych, których obrót kwitami depozytowymi osiągnął największe wartości, wymienić należy: Baidu z Chin z sektora informatycznego (249,4 mld USD), BP z Wielkiej Brytanii (225,5 mld USD) oraz Vale z Brazylii – przemysł wydobywczo-metalurgiczny (179,8 mld USD). Warto zaznaczyć, iż w 2010 r. wśród dziesięciu przedsiębiorstw, których wartość obrotów kwitami była najwyższa w skali światowej, aż pięć pochodziło z Brazylii.

Reasumując, należy stwierdzić, że podmioty z całego świata wykorzystują w coraz większym zakresie kwity depozytowe jako prosty, a zarazem skuteczny sposób na dywersyfikację źródeł finansowania.

5. Podsumowanie

Przeprowadzane rozważania teoretyczne wskazują na atrakcyjność kwitów depozytowych jako źródła finansowania przedsiębiorstw. W dobie globalizacji rynków finansowych przedsiębiorstwa mają możliwość korzystania z zagranicznych źródeł kapitałowych, spośród których jednym z instrumentów są kwity depozytowe. Niosą one bowiem określone korzyści w postaci większej dostępności do kapitału, niższych kosztów ich pozyskania, dywersyfikacji bazy udziałowców, polepszenia wizerunku firmy.

Dane empiryczne wskazują na coraz większe zainteresowanie kwitami depozytowymi ze strony podmiotów gospodarczych. Potwierdzają to dane dotyczące coraz większej (łącznie) liczby programów sponsorowanych oraz wartości obrotu kwita-

mi depozytowymi. Interesujący jest jednak fakt coraz większego zainteresowania emisją i obrotem omawianych instrumentów na wschodzących rynkach finansowych, takich jak: Indie, Brazylia, Singapur i Hongkong. Z danych statystycznych wynika, że w 2010 r. napływ funduszy kapitałowych na rynki wschodzące wyniósł 92 mld USD, a odpływ z nich 62 mld USD, z tego 32 mld do Stanów Zjednoczonych [The Depository... 2011]. Tak więc rynki wschodzące stają się nie tylko eksporterami kapitału, ale także jego biorcami.

Literatura

- Bednarz J., Gostomski E., *Pozyskiwanie kapitału na działalność gospodarczą na rynkach zagranicznych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2008.
- Depository Receipts Handbook, Deutsche Bank 2003.
- Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- DRs: *Providing Global Diversification With Ease*, www.adrbnymellon.com.
- Melvin M., *International Money & Finance*, seventh edition, Arizona State University, 2004.
- Nawrot W., *Finansowanie firm na rynkach zagranicznych*, CeDeWu, Warszawa 2005.
- Nawrot W., *Udziałowe papiery wartościowe na rynkach międzynarodowych. ADR, EDR, GDR*, CeDeWu, Warszawa 2008.
- Ostrowska E., *Rynek kapitałowy. Funkcjonowanie i metody ocen*, PWE, Warszawa 2007.
- Puszer B., *Polskie podmioty prywatne na międzynarodowym rynku kapitałowym*, [w:] *Procesy globalizacji i integracji w warunkach współczesnej gospodarki światowej – wybrane problemy*, red. T. Sporek, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2009, tom 2.
- Sławiński A., *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006.
- The Depository Receipt Market 2009 Yearbook*, BNY Mellon Depository Receipts, February 2010, http://www.adrbnymellon.com/dr_pub_statistics.jsp.
- The Depository Receipt Market 2010 Yearbook*, BNY Mellon Depository Receipts, February 2011, http://www.adrbnymellon.com/dr_pub_statistics.jsp.
- Zorska A., *Korporacje transnarodowe. Przemiany, oddziaływania, wyzwania*, PWE, Warszawa 2007.

DEPOSITARY RECEIPTS AS A SOURCE OF BUSINESSES ENTITIES FINANCING IN THE CONDITIONS OF GLOBALIZATION OF FINANCIAL MARKETS

Summary: The globalization of financial markets has created new opportunities for the operation of business entities. These capabilities refer to the sphere of finance. One of the instruments of financing from foreign markets are depository receipts. Statistic data regarding the increasing number of (total) sponsored programs and higher turnover depository receipts indicate their wide use among business entities.

Keywords: depository receipts, globalization, financial markets.