Elżbieta Orechwa-Maliszewska
Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Białymstoku

DŁUŻNE PAPIERY WARTOŚCIOWE W FINANSOWANIU PRZEDSIĘBIORSTW – STAN I PERSPEKTYWY

Wstęp

Globalny kryzys finansowy i związane z nim osłabienie aktywności gospodarczej wpłynęły w zasadniczy sposób na pogorszenie warunków funkcjonowania, a w konsekwencji także kondycji finansowej przedsiębiorstw. Znajduje to wyraz w zwiększonej skali upadłości, a także we wzroście liczby przedsiębiorstw wykazujących straty, lub/i mających problemy z utrzymaniem płynności finansowej.

Negatywne następstwa kryzysu zaważyły także na działalności podmiotów gospodarczych w Polsce, aczkolwiek ujawniły się one z pewnym opóźnieniem i mniejszą siłą niż w innych krajach europejskich czy USA. Wyraźne symptomy niekorzystnych zmian pojawiły się w IV kwartale 2008 r., a 2009 r. przyniósł kontynuację tych tendencji. Pogorszające się relacje między przychodami a kosztami sprawiły, że wzrósł odsetek przedsiębiorstw notujących straty. Niekorzystnym zmianom uległy także inne wskaźniki charakteryzujące sytuację ekonomiczno-finansową podmiotów gospodarczych. W 2009 r. liczba przedsiębiorstw, które ogłosiły upadłość, zwiększyła się o ponad 60% w stosunku do roku ubiegłego.

Zjawiska kryzysowe wywarły znaczący wpływ na zarządzanie finansami w przedsiębiorstwach. Dziedziną szczególnie narażoną na negatywne skutki tych zjawisk jest pozyskiwanie źródeł finansowania. W warunkach kryzysu rynki finansowe tracą zdolność do efektywnego pośredniczenia między podmiotami poszukującymi kapitału a posiadaczami nadwyżek finansowych. Wzrost ryzyka powoduje zmniejszenie dostępności zewnętrznych źródeł finansowania, w tym w także opartych na emisji papierów wartościowych – własnościowych bądź dłużnych. Pogorszenie rentowności przedsiębiorstw ogranicza natomiast możliwości zasilania wewnętrznego.

Celem niniejszego opracowania jest prezentacja zmian w zakresie wykorzystywania dłużnych papierów wartościowych do finansowania działalności przed-

siębiorstw w latach 2006-2009. Rola papierów dłużnych zostanie zaprezentowana na tle innych źródeł finansowego zasilania przedsiębiorstw w tym okresie. Przedstawione zostaną także z perspektywy rozwoju tej formy finansowania, związane z powstaniem w ramach GPW w Warszawie rynku Catalyst.

1. Źródła finansowania przedsiębiorstw w Polsce – uwagi ogólne

Dobór źródeł finansowania przez przedsiębiorstwo jest rezultatem oddziaływania wielu czynników wewnętrznych i zewnętrznych wpływających na dostępność kapitału i jego cenę.

W ostatnich latach czynnikiem o rosnącym znaczeniu był rozwój rynku finansowego, stwarzający możliwości coraz większej dywersyfikacji zewnętrznych źródeł kapitału oraz substytucji tradycyjnych źródeł finansowania przez instrumenty rynkowe.

Struktury kapitałowe przedsiębiorstw i ich zmiany mogą być analizowane przez pryzmat danych bilansowych[1].

W analizowanym okresie[2] następował systematyczny wzrost wartości źródeł finansowania przedsiębiorstw, a zatem zjawiska kryzysowe nie spowodowały zmniejszenia ich bazy kapitałowej. Dane z tabeli 1 wskazują, że w strukturze źródeł finansowania występowała przewaga kapitałów własnych nad kapitałami obcymi, przy czym jej skala, rosnąca w latach 2006-2007, w 2008 r. uległa obniżeniu. Wynikało to ze zróżnicowanego tempa wzrostu wartości kapitałów własnych, które w 2008 r. wyraźnie osłabło. Wzrost wartości kapitałów własnych o 4,4% nie wystarczył na utrzymanie ich udziału w strukturze pasywów na poziomie z 2007 r. Zmiany udziału kapitałów własnych były w znacznej mierze spowodowane wahaniami rentowności przedsiębiorstw. Po okresie wysokich wzrostów wyników finansowych, w 2008 r. nastąpiło odwrócenie tej tendencji. Odnotowany spadek wyniku finansowego netto o ponad 29% oznacza istotne ograniczenie możliwości zasilania wewnętrznego przedsiębiorstw. Pogarszanie się rentowności przedsiębiorstw utrzymało się także w 2009 r.

Na spadek udziału kapitałów własnych wpłynęło również zmniejszenie dostępności zewnętrznych źródeł jego pozyskania. Ograniczeniu uległy możliwości finansowania poprzez emisje akcji zarówno w odniesieniu do ofert publicznych[3], jak

[1] Analiza taka nie uwzględnia jednak tych źródeł finansowania, które nie są wykazywane w pasywach bilansu, takich jak np. leasing operacyjny czy faktoring.

[2] W okresie przygotowywania niniejszego opracowania nie były dostępne pełne dane bilansowe dotyczące 2009 r.

[3] Wprawdzie GPW w Warszawie znajdowała się w czołówce giełd europejskich pod względem liczby IPO w latach 2008–2009, a w 2009 r. także pod względem wartości debiutów, jednak pozyskane środki były mniejsze niż w 2007 r.

i niepublicznych. Zwiększoną ostrożnością przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych wykazywały się także fundusze *private equity* i *venture capital*.

Tabela 1. Struktura aktywów i pasywów przedsiębiorstw w Polsce (w %)

Wyszczególnienie	2006	2007	2008
Aktywa trwałe	59,4	60,1	59,3
Aktywa obrotowe	40,6	39,9	40,7
Kapitały (fundusze) własne	51,1	53,2	50,5
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	48,9	46,8	49,5
w tym: zobowiązania długoterminowe	12,3	11,5	12,1
zobowiązania krótkoterminowe	29,2	32,0	30,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie (GUS 2007, 2008, 2009).

Obniżenie udziału własnych źródeł finansowania w strukturze kapitału pogarsza stabilność finansową przedsiębiorstw. Warto jednak zauważyć, że w całym analizowanym okresie kapitał własny powiększony o zobowiązania długoterminowe (kapitał stały) z nadwyżką pokrywał majątek trwały. Nadwyżka ta (kapitał obrotowy netto) jednak uległa zmniejszeniu, nastąpiło zatem niewielkie pogorszenie płynności finansowej.

W latach 2006-2008 wzrosła wartość obcych źródeł finansowania zarówno krótko-, jak i długoterminowych. Dominowały zobowiązania krótkoterminowe, w analizowanym okresie ich udział powiększył się jeszcze. Ich wartość była około 2,5-krotnie wyższa w stosunku do zobowiązań długoterminowych. W I połowie 2009 r. następowało dalsze zwiększenie wartości zobowiązań, przy czym w szybszym tempie rosły zobowiązania długoterminowe.

Intensywność wykorzystywania poszczególnych instrumentów zasilania obcego była zróżnicowana, ważnych informacji w tym zakresie dostarcza analiza struktury kapitału obcego (rys. 1).

W grupie obcych źródeł finansowania ponad 1/3 stanowią kredyty i pożyczki, wśród których nieco większe znaczenie mają instrumenty długoterminowe niż krótkoterminowe Wartość kredytów i pożyczek wykazuje w latach 2006-2008 tendencję wzrostową, zwiększa się także ich udział w strukturze kapitału. W tej grupie największe znaczenie mają kredyty bankowe[4], do 2008 r. włącznie następował przyrost zarówno ich wartości, jak i udziału w źródłach finansowania obcego. Wzrastało także znaczenie pożyczek od podmiotów powiązanych.

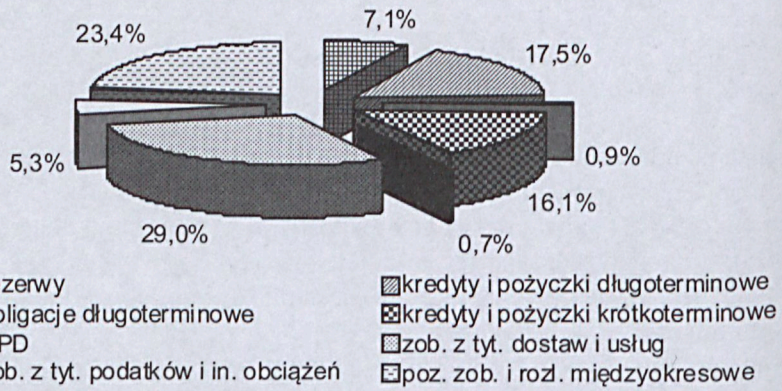
Drugą istotną pozycją kapitałów obcych są zobowiązania wobec dostawców, ale ich udział ulega zmniejszeniu. Udział dłużnych papierów wartościowych pozo-

[4] Stanowią one około 70% łącznej wartości kredytów i pożyczek.

staje na bardzo niskim poziomie, w 2008 r. nastąpił jego niewielki wzrost w odniesieniu do papierów długoterminowych, w stosunku do instrumentów krótkoterminowych odnotowano tendencję spadkową.

W latach 2006-2008 nastąpiło zwiększenie wykorzystania przez przedsiębiorstwa leasingu i faktoringu, wartość tych źródeł finansowania nie jest jednak odzwierciedlana w pasywach.

W 2009 r. konsekwencje kryzysu finansowego wpłynęły w sposób negatywny na możliwości pozyskiwania przez przedsiębiorstwa obcych źródeł finansowania. Dotyczy to przede wszystkim kredytów bankowych, których wartość w relacji do roku ubiegłego obniżyła się po raz pierwszy od kilku lat[5]. Wartość transakcji faktoringowych utrzymała się na poziomie zbliżonym do 2008 r. Na rynku faktoringu wzrosła rola banków.



Rysunek 1. Struktura obcych źródeł finansowania w 2008 r. według instrumentów
Źródło: (GUS 2009).

Proponowały one tą formę finansowania klientom, którzy z różnych powodów (wzrost ryzyka, brak możliwości dodatkowych zabezpieczeń) nie mogli liczyć na standardowe finansowania kredytem obrotowym. W istotny sposób zmniejszyły się natomiast przepływy finansowe w ramach grup kapitałowych. Nastąpił spadek wartości pożyczek od podmiotów dominujących o około 50%. Z powodu zmniejszenia popytu przedsiębiorstw na dobra inwestycyjne, obniżeniu o około 30% uległa także wartość transakcji leasingowych.

Skutki kryzysu finansowego uwidoczniły się również na rynku dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstw, na którym odnotowano spadek zadłużenia z tytułu zarówno emisji długo-, jak i krótkoterminowych.

[5] Spadek ich wartości w stosunku do 2008 r. przekroczył 3%.

2. Obligacje długoterminowe jako instrument finansowania przedsiębiorstw

Przedsiębiorstwa w Polsce emitują papiery dłużne o różnych terminach zapadalności, przy czym od 2007 r. większe znaczenie mają instrumenty długoterminowe. Wzrost roli rynkowego długu długoterminowego jest zgodny z tendencjami występującymi w krajach „dawnej" Unii Europejskiej, przy czym w tych krajach przewaga emisji długoterminowych nad krótkoterminowymi jest znacznie większa niż w Polsce.

Długoterminowe papiery dłużne mają formę obligacji. Zadłużenie z tytułu ich emisji wzrastało dynamicznie w latach 2007-2008, zwiększała się także, choć nieco wolniej, liczba emitentów. W rezultacie średnia wartość zadłużenia emitenta, która już w 2007 r. była dość wysoka (151 mln zł), uległa powiększeniu. W 2009 r. nastąpiło obniżenie wielkości zadłużenia (tab. 2), ale znacznie większy był spadek liczby emitentów, co spowodowało podtrzymanie tendencji wzrostowej przeciętnej wielkości zadłużenia. Mogłoby to świadczyć o tym, że kapitał w tej formie pozyskują duże przedsiębiorstwa o znacznych potrzebach kapitałowych. Dokładniejsza analiza nie potwierdza jednak tej tezy.

Tabela 2. Emisje dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstw w Polsce w latach 2006-2009

Wyszczególnienie	2006	2007	2008	2009
Zadłużenie z tytułu obligacji długoterminowych				
– wartość w mln zł	8 827	13 872	14 944	12 158
– dynamika w %	-1,0	57,2	7,7	-18,6
Liczba emitentów obligacji długoterminowych	80	92	97	71
Zadłużenie z tytułu KPD				
– wartość w mln zł	12885	13758	12 952	9 970
– dynamika w %	48,4	6,8	-5,9	-23,0
Liczba emitentów KPD	179	205	b.d.	b.d.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z (Rating & Rynek 2007, 2008, 2009).

Wielkości emisji poszczególnych przedsiębiorstw są mocno zróżnicowane. Spośród funkcjonujących w 2009 r. programów jedynie kilka z nich miało wartość przekraczającą 1 mld PLN. Były to programy realizowane na rzecz takich podmiotów, jak: Autostrada Wielkopolska (prawie 3,3 mld zł), PKP (trzy programy o łącz-

nej wartości 3,25 mld zł), BOT Elektrownia Turów (2,5 mld zł), Europejski Fundusz Leasingowy i PKN Orlen (po 2 mld zł).

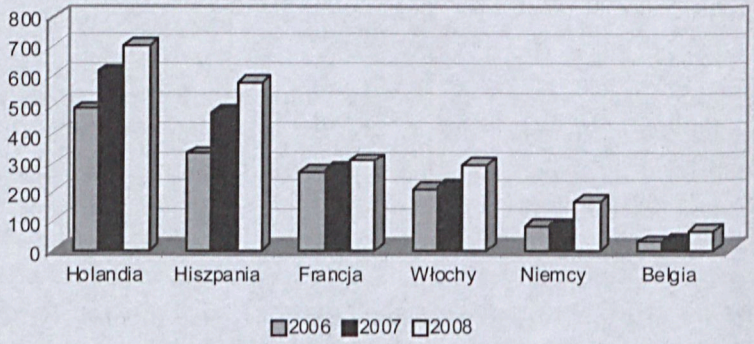
Równocześnie wiele firm przeprowadza programy emisji o relatywnie niewielkiej wartości, zaprzeczając tym samym obiegowej opinii, że opłacalność wykorzystania tego instrumentu występuje jedynie przy dużych emisjach. Wśród programów funkcjonujących w 2009 r. kilkanaście nie przekroczyło wartości 10 mln zł.

Zmniejszenie zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu emisji obligacji długoterminowych w 2009 r. wynikało zarówno z przyczyn po stronie podaży (ograniczenie aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw i związany z tym spadek zapotrzebowania na finansowanie długoterminowe), jak i po stronie popytu (trudności ze zbyciem papierów w związku ze wzrostem ryzyka wynikającym z pogorszenia koniunktury, a w następstwie także kondycji ekonomiczno-finansowej emitentów). Zwiększenie ryzyka spowodowało wzrost marż na tym rynku, co wpłynęło negatywnie na koszty tej formy finansowania ponoszone przez emitentów.

Przedsiębiorstwa emitują głównie obligacje zapewniające nabywcom wyłącznie świadczenia pieniężne, ale występuje także kilka serii obligacji zamiennych. Specyficzną, ale o niewielkim znaczeniu, grupę obligacji stanowią emitowane przez przedsiębiorstwa komunalne obligacje przychodowe, wyróżniające się relatywnie długimi okresami zapadalności. W odniesieniu do pozostałych emisji obligacji terminy wykupu większości spośród nich nie przekraczają 10 lat.

Oprocentowanie długoterminowych obligacji przedsiębiorstw ma na ogół charakter zmienny i opiera się na stopie WIBOR (najczęściej 3- i 6-miesięcznej), w kilku przypadkach za podstawę przyjęto stopę EURIBOR oraz stopę redyskontową NBP. Nieliczne emisje mają oprocentowanie stałe.

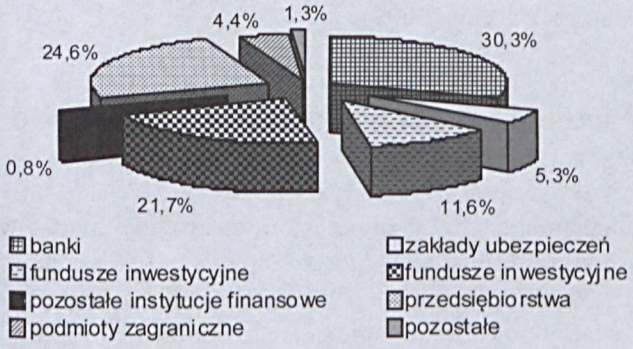
Wśród emitentów obligacji długoterminowych występują przedsiębiorstwa z różnych branż. W ostatnich latach z tej formy zasilania korzystały w największym stopniu przedsiębiorstwa transportowe, deweloperskie, z branży energetycznej, media, a także kopalnie.



Rysunek 2. Zadłużenie z tytułu emisji obligacji długoterminowych przedsiębiorstw w wybranych krajach UE (w mld euro)
Źródło: opracowanie własne na podstawie (NBP 2009, s. 299).

Zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu emisji obligacji długoterminowych w Polsce jest znacznie niższe od występującego w krajach strefy euro. Relacja tego zadłużenia do PKB w Polsce w 2008 r. wyniosła 1,3%, a w 2009 r. jeszcze się zmniejszyła. Podobny poziom występował w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej. W krajach strefy euro natomiast relacja ta była wyższa, choć bardzo zróżnicowana (przykładowo Holandia 118%, Niemcy 7%). Również wielkość zadłużenia z tytułu nowych emisji obligacji przedsiębiorstw wykazuje w poszczególnych krajach znaczące różnice (rys. 2). Warto zwrócić uwagę, że wysoki przyrost zadłużenia utrzymywał się także w „kryzysowym" 2008 r., szczególnie w przedsiębiorstwach niemieckich i belgijskich.

Emisje obligacji przedsiębiorstw w Polsce mają na ogół charakter niepubliczny. Organizatorami emisji, a także obrotu na rynku wtórnym, są przede wszystkim banki oraz powiązane z nimi domy maklerskie. Obsługą rynku obligacji długoterminowych przedsiębiorstw zajmowały się w 2009 r. dwadzieścia dwa podmioty, przy czym ponad 75% transakcji było realizowanych za pośrednictwem trzech banków (Pekao SA, ING Bank Śląski oraz BRE Bank).



Rysunek 3. Nabywcy obligacji długoterminowych przedsiębiorstw w 2009 r.
Źródło: opracowanie własne na podstawie (Rating & Rynek 2009).

W strukturze inwestorów na rynku obligacji długoterminowych przedsiębiorstw (rys. 3) największy udział mają banki, są to zazwyczaj organizatorzy emisji, którzy obejmują papiery niesprzedane innym nabywcom. Drugą znaczącą grupą są przedsiębiorstwa – często podmioty z grupy kapitałowej emitenta. Udział tych dwóch grup podmiotów, niebędących typowymi inwestorami, przekracza 50%. Udział funduszy inwestycyjnych, który z powodu odpływu środków w 2008 r. przejściowo uległ obniżeniu, w 2009 r. ponownie przekroczył 21%. Tworzone są zamknięte fundusze inwestycyjne inwestujące w obligacje korporacyjne. Znacznie mniejsze zainteresowanie tym rynkiem przejawiają fundusze emerytalne, ale ich zaangażowanie rokrocznie wzrasta. Relatywnie niewielki, w stosunku do innych krajów,

udział funduszy inwestycyjnych i emerytalnych w strukturze nabywców obligacji długoterminowych przedsiębiorstw wynika z kilku przyczyn, wśród których najważniejsze to: niewielka wartość pojedynczych emisji, brak ratingów w odniesieniu do większości emisji i emitentów oraz zbyt niska rentowność w stosunku do ponoszonego ryzyka kredytowego (po uwzględnieniu kosztów związanych z koniecznością jego samodzielnego monitorowania).

Badając strukturę nabywców obligacji długoterminowych przedsiębiorstw, warto zwrócić uwagę na niewielki udział podmiotów zagranicznych. W 2009 r. zaangażowanie ich w inwestycje na tym rynku zmalało o około 50% w stosunku do roku ubiegłego.

Analiza zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu obligacji długoterminowych w układzie terytorialnym wykazuje znaczące dysproporcje. Od wielu lat liderem jest województwo mazowieckie, jego udział w wartości zadłużenia z tego tytułu wyniósł w 2008 r. 57%. Udział przedsiębiorstw z innych województw był wyraźnie niższy.

Przedsiębiorstwa lokują emisje obligacji długoterminowych nie tylko na rynku w Polsce, ale także na rynkach zagranicznych, na których w 2009 r. znajdowało się wprawdzie tylko pięć emisji polskich podmiotów, ale ich wartość przekroczyła 1,3 mld euro (Rating & Rynek 2009).

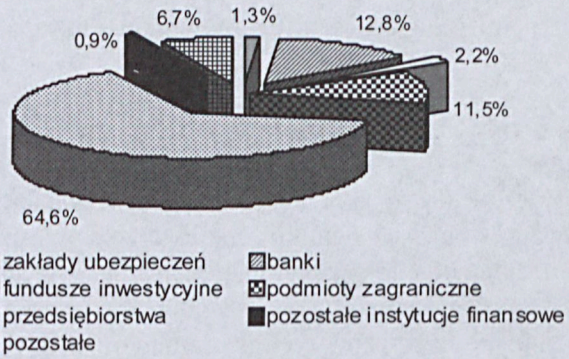
3. Krótkoterminowe papiery dłużne w finansowaniu przedsiębiorstw

W ostatnich latach emisje KPD są mniej istotnym źródłem finansowania przedsiębiorstw w stosunku do obligacji długoterminowych. Tendencja do zmniejszania się ich znaczenia, zapoczątkowana w 2002 r., po krótkim okresie przerwy w latach 2006-2007, w ostatnim okresie uwidoczniła się ponownie. Szczególnie duży spadek nastąpił w 2009 r. (tab. 2). Sytuacja ta była rezultatem oddziaływania wielu czynników. Duże znaczenie miała poprawa płynności finansowej przedsiębiorstw utrzymująca się aż do 2008 r. włącznie. Świadczą o tym nie tylko wskaźniki płynności, ale także rosnące stany środków na rachunkach bankowych przedsiębiorstw. Wpłynęło to na zmniejszenie zainteresowania ze strony przedsiębiorstw emisjami KPD, które ze względu na krótkie terminy zapadalności służą głównie do zarządzania płynnością. Istotną rolę odegrał także wzrost popularności innych źródeł finansowania krótkoterminowego, przede wszystkim faktoringu. Ponadto do finansowania nakładów inwestycyjnych w ostatnich latach przedsiębiorstwa wybierają raczej emisje papierów długoterminowych niż rolowane emisje KPD.

Na zmniejszenie roli instrumentów krótkoterminowych wpłynął także wzrost ryzyka kredytowego. Przypadki niewykupienia papierów w terminie spowodowały wzrost ostrożności zarówno ze strony organizatorów emisji, jak i potencjalnych inwestorów. Świadczą o tym także zmiany w strukturze nabywców KPD omawiane w dalszej części opracowania.

W ostatnich latach KPD są emitowane przede wszystkim zgodnie z ustawą o obligacjach. Emisje występują wyłącznie w formie oferty niepublicznej. Organizatorami emisji oraz rynku wtórnego w 2009 r. było piętnaście podmiotów, przy czym trzy najbardziej aktywne (ING Bank Śląski, BRE Bank oraz Bank Handlowy) realizowały ponad 60% ogółu transakcji. Mała płynność rynku wtórnego wynika częściowo z krótkich terminów zapadalności tych instrumentów. Przeważają emisje o terminach wykupu do jednego miesiąca.

Wśród nabywców KPD dominują przedsiębiorstwa, a ich udział w 2009 r. uległ dalszemu zwiększeniu. Niepewność co do sytuacji finansowej emitentów KPD, związana także z niepełnym dostępem do informacji, spowodowała ograniczenie kręgu potencjalnych nabywców. Problem braku informacji nie występuje w ramach grup kapitałowych, dlatego też emisje KPD stały się w znacznym stopniu instrumentem przepływu środków finansowych między podmiotami powiązanymi[6]. Przedsiębiorstwa, lokując nadwyżki finansowe w KPD, uzyskują wyższe przychody niż z depozytów bankowych.



Rysunek 4. Nabywcy KPD przedsiębiorstw w 2009 r.
Źródło: opracowanie własne na podstawie (Rating & Rynek 2009).

Specyficznym przykładem programów kierowanych do przedsiębiorstw są wyemitowane przez Katowicki Holding Węglowy obligacje spłacane dostawami węgla. Jest to pierwszy taki program w historii rynku KPD w Polsce. Dla KHW emisje te są instrumentem zarządzania płynnością. Warto zwrócić uwagę, że udział przedsiębiorstw w strukturze nabywców KPD jest wyraźnie wyższy niż obligacji długoterminowych[7].

Drugą grupą nabywców KPD, aczkolwiek o mniejszym znaczeniu, są banki. Najczęściej wchodzą one w posiadanie papierów krótkoterminowych w związku z organizacją i gwarantowaniem emisji.

[6] Innym instrumentem przepływu środków w ramach grup kapitałowych są pożyczki pieniężne.
[7] Por. rysunek 4.

Relatywnie duże znaczenie w strukturze nabywców KPD mają podmioty zagraniczne, w tym głównie podmioty powiązane. W minimalnym stopniu natomiast w inwestycje na tym rynku angażują się typowi inwestorzy instytucjonalni, jak fundusze inwestycyjne i emerytalne oraz zakłady ubezpieczeń.

Analiza programów KPD wskazuje na duże zróżnicowanie ich wartości. Udział dwóch największych emitentów (PGE i TP) w strukturze zadłużenia z tytułu emisji tych instrumentów przekracza 40%. Duża koncentracja zadłużenia występuje także w układzie terytorialnym. Udział przedsiębiorstw z województwa mazowieckiego wynosi ponad 40%. Relatywnie dużą aktywnością na tym rynku wykazują się także przedsiębiorstwa z województwa lubelskiego, których udział w wartości zadłużenia z tytułu KPD przekracza 25%.

W krajach strefy euro KPD odgrywają znacznie mniejszą rolę w zasilaniu finansowym przedsiębiorstw niż obligacje długoterminowe[8]. Relacja wartości papierów krótkoterminowych do PKB w całej strefie wynosi około 1,5%. Znaczenie tych instrumentów jest w poszczególnych krajach zróżnicowane. Największe kwoty z tytułu emisji KPD pozyskują przedsiębiorstwa we Francji. W Polsce wartość zadłużenia z tytułu emisji tych papierów stanowi mniej niż 1% PKB.

4. Catalyst – nowy rynek papierów dłużnych

Rozwój rynku papierów dłużnych przedsiębiorstw w latach następnych zależy od wielu uwarunkowań. Istotne są czynniki o charakterze popytowym, w tym przede wszystkim pobudzenie zainteresowania instytucji finansowych (głównie funduszy emerytalnych i inwestycyjnych) inwestycjami na tym rynku oraz poszerzenie kręgu potencjalnych nabywców tych instrumentów o inwestorów indywidualnych. Wymaga to m.in. dużych zmian organizacyjnych umożliwiających likwidację dotychczasowych niedoskonałości rynku, takich jak jego atomizacja, mała płynność instrumentów, brak izby depozytowo-rozliczeniowej. Szansą na przezwyciężenie występujących trudności jest utworzenie przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, we współpracy z BondSpot, rynku nieskarbowych papierów dłużnych[9] Catalyst. Rynek ten rozpoczął działalność 30.09.2009 r. Jako pierwsze na ten rynek zostały wprowadzone na papiery dłużne już notowane na GPW oraz na BondSpot.

Na rynku Catalyst funkcjonują cztery platformy obrotu:

- dwie – prowadzone przez GPW w formie rynku regulowanego i alternatywnego systemu obrotu, ukierunkowane na inwestorów indywidualnych,

[8] Wyjątek stanowi Portugalia, w której udział instrumentów krótko- i długoterminowych w finansowaniu przedsiębiorstw jest zbliżony.

[9] Instrumentami tego rynku mogą być obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa, samorządy, instytucje finansowe oraz listy zastawne.

- dwie – prowadzone przez BondSpot, także w formie rynku regulowanego i alternatywnego systemu obrotu, ukierunkowane na inwestorów instytucjonalnych.

Taka struktura rynku pozwala na zaspokojenie zarówno oczekiwań różnych grup inwestorów, jak zróżnicowanych potrzeb emitentów, wśród których szczególną popularność, jak się wydaje, powinien zyskać ASO ze względu na szybkość procedur i mały stopień ich skomplikowania oraz mniejsze wymogi informacyjne.

Catalyst to rynek zorganizowany, obsługiwany przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. Rynek ten zapewnia przejrzystość obrotu, powszechny i równy dostęp do informacji o emitencie, płynność instrumentów finansowych i ich systematyczną wycenę, co ma duże znaczenie dla inwestorów. Wprowadzając obligacje do obrotu na Catalyst, emitent zwiększa swoją wiarygodność i dzięki temu zyskuje łatwiejszy dostęp do kapitału. Mankamenty takiego rozwiązania to dodatkowe obowiązki informacyjne (prospekt emisyjny lub dokument informacyjny w związku z wprowadzaniem na rynek, w okresie późniejszym raporty bieżące i okresowe) oraz dodatkowe koszty – opłaty na rzecz KDPW oraz GPW/BS[10]. Na początku 2010 r. na rynku tym notowane były obligacje spółek Electus i MCI Management (GPW 2010).

Zakończenie

Zmiany, które zachodziły w strukturach kapitałowych przedsiębiorstw w Polsce, dotyczyły także zmniejszenia się roli papierów dłużnych. Istotną przyczyną tych zmian był kryzys finansowy, który spowodował wzrost ryzyka kredytowego, a równocześnie uwydatnił słabości rynku obligacji przedsiębiorstw. O znaczeniu czynników organizacyjnych w rozwoju tej formy finansowania przedsiębiorstw może świadczyć fakt, że w analizowanym okresie nastąpił na świecie wzrost wartości emisji papierów dłużnych, które w 2009 r. stały się dla przedsiębiorstw o ratingu inwestycyjnym ważniejszym źródłem finansowania niż kredyty bankowe. Z tego względu powstanie rynku Catalyst powinno służyć zwiększeniu roli obligacji jako instrumentu finansowania przedsiębiorstw w Polsce.

[10] W 2010 r. opłaty na rzecz GPW są zmniejszone o połowę.

Bibliografia

GUS (2009), Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2008 r., Warszawa.
GUS (2008), Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2007 r., Warszawa.
GUS (2007), Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2006 r., Warszawa.
NBP (2009), Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2008 r., Warszawa.
Rating & Rynek (2007), *Podsumowanie IV kwartału 2007 r. i 2007 roku na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce,* Fitch Polska.
Rating & Rynek (2008), nr 12, Fitch Polska.
Rating & Rynek (2009), nr 12, Fitch Polska.
www.gpw.pl, 18.01.2010.

DEBT SECURITIES AS FINANCING SOURCE FOR CORPORATIONS – CURRENT STATE AND OUTLOOK

Summary

As a consequence of the financial crisis the access to external financing sources has been bounded, leading to changes in the capital structure of enterprises. This article is aimed at analysis of changes in the usage of debt securities by corporations against other capital sources. The analysis is based on data published by the National Bank of Poland, Central Statistical Office, Fitch Poland and the Warsaw Stock Exchange.

The share of debt securities in financing enterprises in Poland is smaller than in the Euro zone countries or in the USA and it recently continued to diminish. This was caused by multiple demand side, supply side and organizational factors, but mostly by the increasing credit risk of corporations – potential issuers – and the market organization. The positive outlook for the role of debt securities is connected with the launching of the Catalyst market.