

MARCIN KALINOWSKI

## RYNEK OBLIGACJI KORPORACYJNYCH JAKO ALTERNATYWNE ŹRÓDŁO FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE

### Wprowadzenie

Kapitał w przedsiębiorstwach jest warunkiem koniecznym dla rozwoju ich działalności. Niedobory kapitału prowadzić mogą do ograniczenia działalności, a w skrajnym przypadku do jej likwidacji.

Banki po okresie kryzysu lat 2008–2009 zaczęły ograniczać ryzyko portfela kredytowego. Mając do wyboru zakup obligacji skarbu państwa lub udzielenie kredytu inwestycyjnego, wybierają często tę pierwszą możliwość. Potrzeby pożyczkowe państwa wypychają przedsiębiorstwa z rynku kapitału dłużnego, blokując ich rozwój. Coraz trudniej tym samym przedsiębiorstwom pozyskać pieniądze z banków. Dobra kondycja finansowa firmy często jest elementem niewystarczającym dla podjęcia pozytywnej decyzji kredytowej.

Alternatywą dla kredytów może być emisja akcji, ale jest to rozwiązanie kosztowne, szczególnie przy pozyskiwaniu mniejszych kwot. Poza tym duże znaczenie przy takim rozwiązaniu ma koniunktura na rynku akcji. Często sentyment inwestorów decyduje o sukcesie i koszcie samej emisji. Publiczna oferta akcji stanowi ponadto dla pierwotnego właściciela niebezpieczeństwo utraty kontroli nad spółką.

Ulokowanie akcji na rynku nie jest rzeczą łatwą, szczególnie w warunkach kryzysu na rynkach finansowych. Świadczy o tym spadek liczby debiutów w okresie dekonunktury. W roku 2011 na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie zadebiutowało jedynie 38 spółek. W roku 2007 było 81 debiutów.

W tej trudnej sytuacji przedsiębiorstwa muszą radzić sobie z pozyskiwaniem kapitału za pomocą alternatywnych metod. Jedną z nich jest rynek obligacji korporacyjnych. W Polsce rynek obligacji korporacyjnych zaczął się upowszechniać po otwarciu nowego rynku obligacji korporacyjnych w formie alternatywnego systemu obrotu o nazwie Catalyst. Rynek ten otworzył drogę do pozyskania kapitału wielu małym i średnim przedsiębiorstwom.

Celem artykułu jest ocena wykorzystania przez polskie przedsiębiorstwa obligacji korporacyjnych i wskazanie perspektyw rozwoju rynku tych instrumentów w przyszłości.

Hipotezą badawczą jest stwierdzenie, że obligacje korporacyjne w przyszłości mogą okazać się znaczącym źródłem finansowania przedsiębiorstw w Polsce. Rynek obligacji korporacyjnych jest pod koniec 2011 roku wciąż w bardzo wczesnej fazie rozwoju.

## Rynek obligacji pozaskarbowych w Polsce

Rynek obligacji pozaskarbowych można podzielić ze względu na okres zapadalności długu na długo- i krótkoterminowe. W Polsce rynek obligacji krótkoterminowych stanowi niespełna 25% całego rynku obligacji sektora pozarządowego. Pozostałą część stanowi rynek długoterminowych papierów dłużnych. Jego wartość w 2011 roku szacowana była na ok 68 mld zł. Największą część rynku obligacji długoterminowych stanowią papiery dłużne banków (34 mld zł). Obligacje długoterminowe przedsiębiorstw stanowiły ok. 20 mld zł, a obligacje komunalne zaledwie 12 mld zł.

Tabela 1

Wartość polskiego rynku obligacji pozaskarbowych w latach 2009–2011  
(w mln zł)

Wyszczególnienie	2009 (Q4)	2010 (Q1)	2010 (Q2)	2010 (Q3)	2010 (Q4)	2011 (Q1)	2011 (Q2)	2011 (Q3)
Wartość rynku obligacji, w tym:	48 000	50 704	58 789	63 296	67 279	70 483	78 500	90 110
krótkoterminowe papiery dłużne	9 970	10 675	11 351	14 020	14 794	14 492	15 700	22 232
obligacje przedsiębiorstw (powyżej 365 dni)	12 158	13 969	14 771	16 404	17 577	18 565	19 298	20 305
obligacje banków (powyżej 365 dni)	18 966	18 970	24 704	23 703	24 053	25 950	31 885	34 650
obligacje komunalne (powyżej 365 dni)	6 906	7 090	7 962	9 169	10 855	11 476	11 618	12 921

Źródło: opracowanie własne na podstawie Polish Non-Government Debt Market: Q3 2011 Summary Fitch Polska oraz Polish Non-Government Debt Market: Q4 2010 and the year 2010, Fitch Polska.

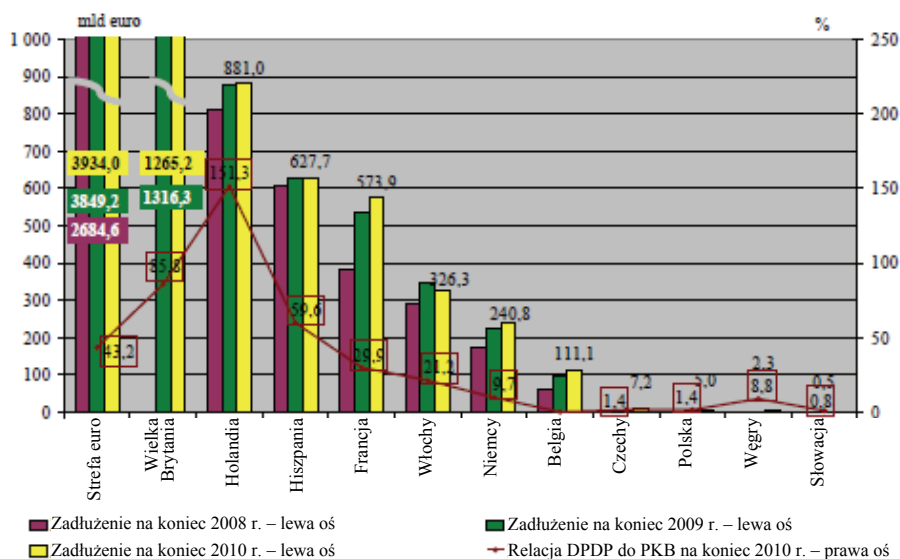
## Rynek obligacji przedsiębiorstw w Polsce

Na podstawie dostępnych danych dotyczących zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu emisji obligacji długoterminowych stwierdzić można, że rynek ten rozwija się w Polsce dynamicznie. Zadłużenie przedsiębiorstw z tego tytułu na koniec września 2011 roku wyniosło ponad 20 mld zł. i w porównaniu z 2009 roku zwiększyło się o 67% (tab. 1). Udział długoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (DPDP) w całym rynku pozaskarbowych papierów dłużnych w Polsce w 2011 roku wyniósł ok 22%. Udział ten obniżył się nieznacznie w stosunku do roku poprzedniego.

Rozwój rynku obligacji korporacyjnych w Polsce w 2010 roku można wiązać z poprawą sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstw<sup>1</sup>. Po okresie kryzysu w latach 2008–2009 od

<sup>1</sup> Ocena kondycji ekonomicznej sektora przedsiębiorstw niefinansowych w 2010 r. w świetle danych F-01/I-01, NBP, Warszawa 2011.

roku 2010 kontynuowane były inwestycje wstrzymane w okresie spowolnienia gospodarczego. Poprawa aktywności inwestycyjnej zwiększyła zapotrzebowanie przedsiębiorstw na długoterminowe finansowanie. Emisja długoterminowych dłużnych papierów wartościowych była jednym ze źródeł kapitału dla firm. W 2010 roku wartość nowych emisji DPDP wyniosła 7,8 mld zł. i była trzykrotnie większa niż w roku 2009. W strukturze finansowania inwestycji w Polsce największe znaczenie nadal miały środki własne przedsiębiorstw<sup>2</sup>.



Uwaga: pojęcie przedsiębiorstwa odnosi się do podmiotów definiowanych wg ESA'95 jako przedsiębiorstwa niefinansowe oraz pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego. Zgodnie z definicją ESA'95 grupa pozostałych instytucji pośrednictwa finansowego nie obejmuje: firm ubezpieczeniowych oraz funduszy emerytalnych. Wartość zadłużenia z tytułu emisji DPDP w Polsce przeliczono wg średniego kursu EUR na koniec grudnia 2009 r. (4,1082) i grudnia 2010 r. (3,9603).

Rysunek 1. Wartość zadłużenia z tytułu emisji obligacji przedsiębiorstw w wybranych krajach UE w latach 2008–2010

Źródło: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 r.*, NBP, Warszawa, listopad 2011, s. 305.

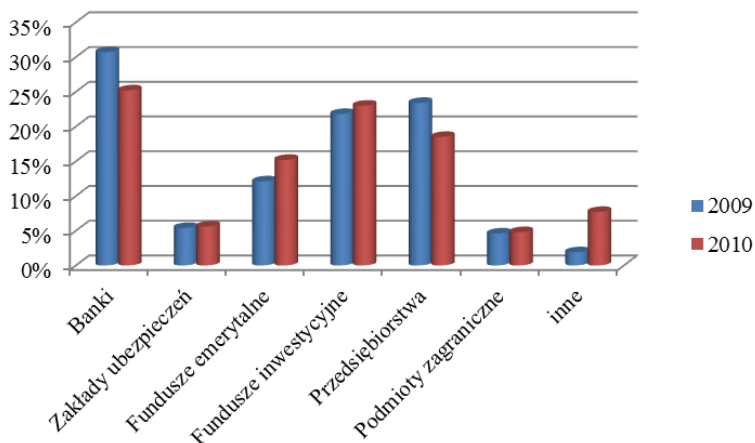
Tendencja rosnącego zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu emisji długoterminowych instrumentów dłużnych obserwowana była w 2010 roku w większości krajów Unii Europejskiej. Jednym z mierników rozwoju rynku DPDP jest relacja zadłużenia z tytułu emisji tych instrumentów do PKB danego kraju. Wskaźnik ten w strefie euro w 2010 roku wynosił 43,2%. Krajami o najwyższym wskaźniku emisji DPDP do PKB była Holandia – 151,3%

<sup>2</sup> *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 r.*, NBP, Warszawa, listopad 2011.

oraz Wielka Brytania 85,8%. Na tym tle polski rynek obligacji korporacyjnych należy uznać za słabo rozwinięty. Wskaźnik emisji DPDP/PKB w 2010 roku wynosił w Polsce 1,4%. Podobny poziom rozwoju rynku DPDP zanotowano w Czechach – 1,4%. Słabszy wynik występuje na Słowacji 0,8%. Wartość zadłużenia z tytułu emisji obligacji korporacyjnych w wybranych krajach Unii Europejskiej w latach 2008–2010 przedstawia rysunek 1.

### Struktura rynku obligacji przedsiębiorstw w Polsce

Nabywcami długoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw w Polsce wprowadzonych do obrotu na rynku OTC w 2010 roku były banki (25,2%) oraz fundusze inwestycyjne (23%). Nieco mniejszy udział w rynku miały przedsiębiorstwa (18,5%) oraz fundusze emerytalne (15,2%). Warto zwrócić uwagę, że w stosunku do roku 2009 zmniejszył się udział banków i przedsiębiorstw. Zwiększył się natomiast udział funduszy inwestycyjnych i funduszy emerytalnych (rys. 2).



Rysunek 2. Nabywcy DPDP wprowadzonych do obrotu na rynku OTC (stan na koniec roku)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP uzyskanych od grupy banków pełniących funkcję depozytariusza emisji.

Obecność funduszy inwestycyjnych i emerytalnych na rynku DPDP wynikała głównie z poszukiwania możliwości osiągnięcia wyższych stóp zwrotu niż z obligacji skarbowych. Instytucje te nabywały obligacje emitowane przez duże spółki o ugruntowanej pozycji na rynku, emitujące obligacje w ramach programów emisji o dużej wartości. Zaangażowanie podmiotów zagranicznych na rynku DPDP ograniczały m.in. niskie wartości pojedynczych emisji oraz, co istotniejsze, brak ratingów międzynarodowych emitentów. Na koniec 2011 roku jedynie 11 polskich przedsiębiorstw-emitentów posiadało rating międzynarodowy. Były to następujące przedsiębiorstwa: Aquanet, ENEA SA, Koleje Mazowieckie, Orbis, PKN Orlen, Polska Grupa Energetyczna, Tauron Polska Energia, Polskie Koleje Państwo-

we, Telekomunikacja Polska, Zakład Komunikacji Miejskiej w Gdańsku oraz Zakład Wodociągów i Kanalizacji Sochaczew<sup>3</sup>.

**Emisja obligacji korporacyjnych może odbywać się z zastosowaniem oferty publicznej lub niepublicznej.** W 2010 roku w Polsce na rynku DPDP dominowały emisje przeprowadzane w trybie oferty niepublicznej, kierowane na rynek OTC (72% emisji brutto). Wartość DPDP wyemitowanych w 2010 roku w trybie oferty niepublicznej i wprowadzonych na rynek zorganizowany (ASO GPW i lub ASO BondSpot, funkcjonujące w ramach platformy Catalyst) wyniosła około 2,15 mld zł. Przedsiębiorstwa wprowadzające obligacje do obrotu na tej platformie kierowały się poza chęcią pozyskania finansowania i dostępu do większej grupy potencjalnych inwestorów – także celami marketingowymi. Informacja o emitentach na rynku Catalyst pojawia się na stronie internetowej Catalyst oraz w czasopiśmie branżowych.

W 2010 roku istotnie wzrosło zainteresowanie przedsiębiorstw emisjami obligacji w trybie oferty publicznej. Łączna wartość tych emisji wyniosła w 2010 roku blisko 650 mln zł (w 2009 roku około 150 mln zł). Emitentami tych instrumentów było 14 przedsiębiorstw, głównie z branży budowlanej, których akcje były notowane na GPW lub NewConnect. Zwiększona aktywność przedsiębiorstw w zakresie emisji DPDP w trybie oferty publicznej była związana m.in. z funkcjonowaniem platformy obrotu instrumentami dłużnymi Catalyst. Wartość DPDP wyemitowanych w 2010 roku w trybie oferty publicznej i wprowadzonych do obrotu w ASO GPW i (lub) ASO BondSpot wyniosła około 150 mln zł.

Emitentami obligacji korporacyjnych są najczęściej firmy z sektora budowlanego, telekomunikacyjnego oraz energetycznego. Największa emisja DPDP w 2010 roku o wartości 1 mld zł została przeprowadzona przez spółkę Polkomtel Finance AB. Była to emisja w trybie oferty niepublicznej w ramach tzw. programu EMTN (*Euro Medium Term Note*)<sup>4</sup> o wartości 1 mld EUR. Wyemitowane obligacje zostały wprowadzone do obrotu na platformę Catalyst w ramach alternatywnego systemu obrotu dla inwestorów detalicznych prowadzonego przez BondSpot. Duże emisje DPDP zostały przeprowadzone także przez: PBG SA (450 mln zł), Multimedia Polska SA (400 mln zł) oraz Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w m.st. Warszawie SA (300 mln zł). Zainteresowanie emisjami obligacji niektórych spółek przekraczało oferowaną podaż, stąd w kilku przypadkach doszło do redukcji ich przydziału. W 2010 roku największe programy emisji DPDP zostały podpisane przez spółki: Energa-Operator SA (3,5 mld zł) oraz PGE SA (1,8 mld zł).

<sup>3</sup> *Polish Non-Government Debt Market: Q3 2011 Summary*, Fitch Polska.

<sup>4</sup> Obligacje typu EMTN są jednym z rodzajów euroobligacji. Emisja w ramach programu EMTN pozwala na większą elastyczność w kształtowaniu takich parametrów emisji, jak termin wykupu, waluta, wartość emisji. Często emitentem są spółki celowe, które posiadają gwarancje spółki macierzystej. Tak było także w przypadku emisji Polkomtel Finance AB. Ze środków pozyskanych z tej emisji obligacji spółka celowa udzieliła pożyczki spółce macierzystej w kwocie 1 mld zł. Była to pierwsza przeprowadzona na rynku polskim emisja w ramach programu EMTN nominowana w złotych. Program tej emisji został zarejestrowany w Luksemburgu, a spółka celowa została utworzona w Szwecji.

Długoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw były nominowane przede wszystkim w walucie krajowej. Udział złotego w strukturze walutowej obligacji pozostających w obrocie na rynku OTC wynosił ponad 90%. Oprocentowanie większości obligacji przedsiębiorstw znajdujących się w obrocie na tym rynku było zmienne i najczęściej było uzależnione od stawki referencyjnej WIBOR. DPDP notowane na platformie Catalyst były nominowane w walucie krajowej i były to głównie instrumenty o zmiennym oprocentowaniu.

Z szacunków NBP wynika, że na koniec 2010 roku około 40% wartości zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu długoterminowych papierów dłużnych, pozostających w obrocie na rynku OTC stanowiły instrumenty z terminem zapadalności do 5 lat. Udział obligacji terminie wykupu od 5 lat włącznie do 10 lat wyniósł około 35%, a obligacji o terminie wykupu powyżej 10 lat – 25%. Wśród DPDP notowanych na platformie Catalyst dominowały instrumenty o krótszych okresach zapadalności, przeważnie z terminem wykupu do trzech lat.

Zdecydowana większość emisji DPDP znajdujących się w obrocie na rynku OTC była niezabezpieczona. W przypadku obligacji zabezpieczonych, emitowanych głównie przez podmioty z branży budowlano-deweloperskiej, zabezpieczeniem była najczęściej hipoteka. Podobnie jak w przypadku krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw, organizacją emisji DPDP zajmowały się głównie banki o ugruntowanej pozycji w segmencie bankowości korporacyjnej. Do grupy największych organizatorów emisji należały: BRE Bank, Bank Pekao, ING Bank, PKO BP, Bank Handlowy oraz Nordea Bank Polska. Coraz większą aktywność w zakresie organizacji emisji tych instrumentów wykazywały domy maklerskie, co było związane z większym zainteresowaniem emisjami w trybie oferty publicznej. W 2010 roku były one organizatorami emisji DPDP o wartości ponad 1 mld zł.

## Rynek Catalyst

Istotnym wydarzeniem w procesie rozwoju polskiego rynku obligacji korporacyjnych było powołanie rynku obligacji Catalyst we wrześniu 2009 roku.

Rynek Catalyst to pierwszy zorganizowany rynek dłużnych instrumentów finansowych w Polsce. Rynki objęte wspólną nazwą Catalyst są dostosowane do emisji o różnych wielkościach i różnej charakterystyce. W strukturze Catalyst funkcjonują dwa rynki detaliczne prowadzone przez Giełdę oraz dwa rynki przeznaczone dla klientów hurtowych, prowadzone przez BondSpot. Na platformach transakcyjnych Giełdy oraz BondSpot są prowadzone notowania obligacji korporacyjnych, obligacji komunalnych, obligacji skarbowych oraz listów zastawnych<sup>5</sup>.

Rynek Catalyst w latach 2009–2011 rozwijał się dynamicznie. Wartość obrotów sesyjnych w 2011 roku zwiększyła się o ponad 60% w stosunku do roku 2010. Nadal jednak nie można uznać, że obroty nieco przekraczające 1 mld zł na tym rynku są wystarczające, aby

<sup>5</sup> *Obligacje korporacyjne na Catalyst*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2011, s. 8.

uznać rynek za płynny. Zainteresowanie ze strony emitentów instrumentów dłużnych jest coraz większe, o czym świadczy zwiększająca się liczba debiutów (w 2011 r. było ich 146). Brakuje jeszcze aktywności inwestorów na tym rynku. Niska płynność tego rynku zniechęca natomiast inwestorów do aktywności i jednocześnie podnosi koszty inwestycji poprzez znaczące spready. Wskaźniki charakteryzujące rozwój rynku Catalyst w latach 2009–2011 zaprezentowane zostały w tabeli 2.

Tabela 2

## Podstawowe wskaźniki rynku Catalyst w latach 2009–011

Parametr	2009	2010	2011
Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)	169,97	751,06	1 214,31
Liczba transakcji sesyjnych	318	4 300	29 978
Wartość obrotów w transakcjach pakietowych (mln zł)	4 978,79	255,2	1 279,90
Liczba transakcji pakietowych	73	43	215
Liczba serii	47	109	106
w tym notowane	35	97	100
w tym autoryzowane	12	12	7
Wartość emisji (mln zł)	10 690,79	21 552,76	531 651,77
w tym notowane	10 649,29	21 508,10	531 587,51
w tym autoryzowane	41,5	44,67	64,26
Liczba debiutów	35	69	146
Liczba sesji	64	253	251

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Biuletyn Statystyczny CATALYST 2009, Biuletyn Statystyczny CATALYST 2010, Biuletyn Statystyczny CATALYST 2011.

Znaczna część emitentów obligacji na rynku Catalyst to jednocześnie spółki, których akcje notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W grudniu 2011 roku 29 spośród 47 emitentów na rynku Catalyst stanowiły podmioty z głównego parkietu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie oraz z rynku New Connect. Średnia wartość emisji obligacji korporacyjnych na Rynku Catalyst wynosiła 24,9 mln zł. Widoczne jest jednak duże zróżnicowanie emisji ze względu na pochodzenie spółki. Średnia wartość emisji spółek z głównego parkietu GPW wynosiła 28,2 mln zł, natomiast spółek z rynku New Connect niespełna 7 mln zł. Różnica dotyczyła również średniej rentowności obligacji. Rentowność obligacji spółek mniejszych pochodzących z rynku New Connect była o niemal 2 pkt proc. wyższa niż spółek z głównego parkietu GPW. Ponad 70% obligacji było rozliczanych oprocentowaniem zmiennym, a średni okres do wykupu wynosił ok 1,5 roku.

Tabela 3

Rynek obligacji korporacyjnych na rynku Catalyst na dzień 20 grudnia 2011 roku

Parametr	Wszystkie obligacje korporacyjne	Obligacje spółek z głównego rynku GPW	Obligacje spółek z rynku New Connect	Obligacje pozostałych spółek
Liczba emitentów	47	18	11	18
Liczba serii	105	61	20	24
Średnia wartość emisji (w mln zł)	24,9	28,2	6,95	30,87
Średnia rentowność brutto (w %)	10,15	9,44	11,16	10,9
Średni okres do wykupu (w latach)	1,54	1,59	1,42	1,56
Odsetek obligacji z oprocentowaniem zmiennym (%)	73,3	78,7	70,0	62,5

Źródło: opracowanie na podstawie danych Catalyst, [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl).

### Perspektywy rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce

Jakie są perspektywy rozwoju dla rynku obligacji korporacyjnych w Polsce?

Rozwój rynku obligacji korporacyjnych w latach 2009–2011 w Polsce uznać należy za znaczący sukces. Jest on jednak związany z efektem niskiej bazy. Poziom rozwoju tego rynku na koniec 2011 roku określić można wciąż jako niski, ale z dobrymi perspektywami rozwoju w kolejnych latach.

Głównym problemem stojącym na drodze dla rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce jest zmiana w postrzeganiu możliwości pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorców za pomocą obligacji korporacyjnych. Dotychczasowy model finansowania inwestycji przedsiębiorstw w Polsce wciąż koncentruje się na środkach własnych przedsiębiorstw i kredytach. Coraz popularniejszą formą pozyskiwania kapitału stała się również emisja akcji na rynku podstawowym Giełdy Papierów Wartościowych lub na rynku New Connect.

Istotnym problemem polskiego rynku obligacji korporacyjnych jest niska płynność rynku wtórnego. Wiele dotychczasowych emisji było organizowanych przez banki, które jednocześnie obejmowały całą emisję. W efekcie rynek obligacji komunalnych i korporacyjnych miał w dużej mierze charakter parakredytowy, ponieważ obligacje nieskarbowe w dacie emisji często trafiały w księgi banków będących organizatorami i jednocześnie gwarantami zamknięcia emisji<sup>6</sup>. Problem płynności rynku obligacji korporacyjnych jest ponadto pochodną zainteresowania inwestorów rynkiem Catalyst. Poprawa w tym zakresie jest możliwa poprzez ograniczenie ryzyka inwestycyjnego w stosunku do proponowanych korzyści. Po okresie destabilizacji rynków finansowych inwestorzy wykazują większą awersję do

<sup>6</sup> M. Czerwiński: *Catalyst, czyli kolejny etap transformacji polskiego rynku nieskarbowych papierów dłużnych*, [w:] *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, red. D. Zarzecki, Szczecin 2010, s. 539.



ryzyka, zatem oczekiwane przez rynek jest zwiększenie wiarygodności emisji. Jednym ze sposobów zwiększenia wiarygodności emitenta jest niewątpliwie uzyskanie przez nich ratingów międzynarodowych. Ograniczenie ryzyka inwestycji w obligacje korporacyjne jest ponadto możliwe poprzez zabezpieczanie emisji. Działania takie niewątpliwie wpłynęłyby na poprawę płynności rynku i poprawę efektywności inwestycji.

Aby ocenić, czy obligacje korporacyjne mogą stać się w przyszłości znaczącą alternatywną formą finansowania przedsiębiorstw w Polsce, warto porównać charakterystyki tego rynku dla państw o wyższym poziomie rozwoju rynku finansowego. Stosunek wartość rynku obligacji korporacyjnych w Stanach Zjednoczonych do PKB wynosił w 2001 roku 52%. Ten sam wskaźnik w Polsce wynosił zaledwie 3,6%<sup>7</sup>. Dowodzi to, że polski rynek jest wciąż w początkowej fazie rozwoju, a jego rozwój w kolejnych latach jest wysoce prawdopodobny. Rozwojowi rynku obligacji korporacyjnych w Polsce sprzyjają dobre regulacje prawne, zgodne z dyrektywami unijnymi, właściwy nadzór finansowy oraz dobrze przygotowana kadra specjalistów z tego zakresu. Te cechy będą wspomagać rozwój alternatywnych form finansowania polskich przedsiębiorstw, co zwiększy dywersyfikację źródeł finansowania i wesprze rozwój gospodarczy po okresie destabilizacji światowej gospodarki.

## Literatura

Biuletyn Statystyczny CATALYST 2009, [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl).

Biuletyn Statystyczny CATALYST 2010, [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl).

Biuletyn Statystyczny CATALYST 2011, [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl).

Czerwiński M.: *Catalyst, czyli kolejny etap transformacji polskiego rynku nie skarbowych papierów dłużnych*, [w:] *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, red. D. Zarzecki, Szczecin 2010.

*Obligacje korporacyjne na Catalyst*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2011.

*Ocena kondycji ekonomicznej sektora przedsiębiorstw niefinansowych w 2010 roku w świetle danych F-01/T-01*, NBP, Warszawa 2011.

*Polish Non-Government Debt Market: Q3 2011 Summary*, Fitch Polska, [www.fitchpolska.com.pl](http://www.fitchpolska.com.pl).

*Polish Non-Government Debt Market: Q3 2011 Summary*, Fitch Polska.

*Polish Non-Government Debt Market: Q4 2010 and the year 2010*, Fitch Polska, [www.fitchpolska.com.pl](http://www.fitchpolska.com.pl).

*Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 roku*, NBP, Warszawa, listopad 2011.

*Securities Industry and Financial Markets Association*, [www.sifma.org](http://www.sifma.org).

dr Marcin Kalinowski  
Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku

---

<sup>7</sup> Obliczenia na podstawie danych Bloomberg, *Securities Industry and Financial Markets Association*, International Monetary Fund, Fitch Polska, GPW.

### Streszczenie

Rozwój gospodarczy warunkowany jest rozwojem przedsiębiorstw. Dla rozwoju przedsiębiorstw niezbędny jest dopływ kapitału. W okresie kryzysu finansowego w latach 2008–2009 nastąpiło ograniczenie w dostępie przedsiębiorstw do kredytów. Powodem tego stanu rzeczy był brak zaufania banków do przedsiębiorstw i awersja do podejmowania nadmiernego ryzyka. W tej sytuacji przedsiębiorstwa rozpoczęły poszukiwanie alternatywnych źródeł finansowania swojej działalności. Ciekawym źródłem finansowania przedsiębiorstw mogą być obligacje korporacyjne.

Celem artykułu jest ocena wykorzystania przez polskie przedsiębiorstwa obligacji korporacyjnych i wskazanie perspektyw rozwoju rynku tych instrumentów w przyszłości.

Polski rynek obligacji korporacyjnych pod koniec 2011 roku jest wciąż w bardzo wczesnej fazie rozwoju. Hipotezą badawczą jest stwierdzenie, że obligacje korporacyjne w przyszłości mogą okazać się znaczącym źródłem finansowania przedsiębiorstw w Polsce.

Rozwój polskiego rynku obligacji korporacyjnych w kolejnych latach jest wysoce prawdopodobny. Rozwojowi temu sprzyjają regulacje prawne zgodne z dyrektywami unijnymi, właściwy nadzór finansowy oraz dobrze przygotowana kadra specjalistów z tego zakresu. Te cechy będą wspomagać rozwój alternatywnych form finansowania polskich przedsiębiorstw, co zwiększy dywersyfikację źródeł finansowania i wesprze rozwój gospodarczy po okresie destabilizacji światowej gospodarki.

### CORPORATE BONDS MARKET AS AN ALTERNATIVE SOURCE OF FINANCING IN POLISH COMPANIES

#### Summary

Economic development is conditioned by the development of enterprises. It is needed to supply capital for business development. There were difficulties in corporate credit access during the financial crisis in 2008–2009. The problem was the banks' lack of confidence in companies and excessive risk taking aversion. Companies began searching for alternative sources of financing its activities. An interesting source of financing for enterprises are corporate bonds.

This article aims to evaluate the Polish companies' corporate bonds use and identify these instruments market development perspectives in the future.

Polish corporate bond market was still in a very early stage of development in 2011. Research hypothesis is that corporate bonds will be a significant source of funding for companies in Poland in the future.

The corporate bond market development in the coming years is highly probable in Poland. There are proper regulations, appropriate supervision and well-prepared specialists in this field. These features will support the development of alternative forms of financing of Polish enterprises which in consequence will increase the sources of funding diversification and support economic growth after a period of global economic instability.