

**Sugerowane cytowanie:**

Zięba, Ł. (2017). Giełdowe emisje obligacji korporacyjnych jako źródło zasilania finansowego przedsiębiorstw w Polsce i w wybranych krajach UE. W: M. Maciejewski, K. Wach (red.), *Handel zagraniczny i biznes międzynarodowy we współczesnej gospodarce*. Kraków: Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, s. 419-435.

# Giełdowe emisje obligacji korporacyjnych jako źródło zasilania finansowego przedsiębiorstw w Polsce i w wybranych krajach UE

Łukasz Zięba

Uniwersytet Technologiczno-Humanistyczny im. K. Pułaskiego w Radomiu  
Wydział Nauk Ekonomicznych i Prawnych  
Katedra Biznesu i Finansów Międzynarodowych  
ul. Chrobrego 31, 26-600 Radom  
e-mail: l.zieba@uthrad.pl

---

## Streszczenie:

W artykule przedstawiono charakterystykę obligacji jako źródła kapitału dla firm. Prowadzona jest również analiza rynków papierów wartościowych w wybranych krajach. Ponadto, w oparciu o analizę wielkości kapitału uzyskanego dzięki emisji obligacji giełdowych, autor stara się ocenić znaczenie tej formy pozyskiwania kapitału w wybranych krajach. Weryfikacja hipotez opierała się na badaniach literaturowych i analizie danych statystycznych w latach 1999-2015.

**Słowa kluczowe:** giełda papierów wartościowych; obligacje korporacyjne; kredyt bankowy

**Klasyfikacja JEL:** G1, G3

---

## 1. WSTĘP

Wybór właściwego źródła kapitału jest jednym z kluczowych problemów decyzyjnych dla przedsiębiorstw, tym bardziej że mogą one korzystać z różnych metod zasilania kapitałowego w zależności od swoich potrzeb (emisja akcji i obligacji, papiery dłużne, kredyty i pożyczki bankowe, venture capital, leasing, factoring i inne).

Jednym z istotnych źródeł pozyskiwania kapitału jest giełda papierów wartościowych, gdzie przedsiębiorstwa mogą plasować emisje akcji i/lub obligacji i zwiększać odpowiednio kapitał własny lub pozyskiwać kapitał obcy. Giełda papierów wartościowych jest głównym konkurencyjnym źródłem pozyskiwania kapitału w stosunku do sektora bankowego i oferowanych przez ten sektor kredytów bankowych.

Dlatego warto zbadać rolę giełdowej emisji obligacji w finansowaniu przedsiębiorstw w krajach Unii Europejskiej, w tym i w Polsce. Celem niniejszego opracowania było zbadanie wielkości giełdowej emisji obligacji jako źródła finansowania przedsiębiorstw w Polsce i w wybranych krajach Unii Europejskiej (Francja, Grecja, Irlandia, Niemcy, Wlk. Brytania). Giełda papierów wartościowych jest istotnym

miejszem, za pośrednictwem którego przedsiębiorstwa mogą pozyskiwać kapitał poprzez nowe emisje akcji i/lub obligacji. Jednakże znaczenie giełdy papierów wartościowych w danej gospodarce bywa zróżnicowane i może zależeć od ukształtowanego w danym kraju systemu finansowego, poziomu rozwoju finansowego i gospodarczego, czy też alternatywnych metod pozyskiwania kapitału (przede wszystkim długoterminowego kredytu bankowego). W związku z tym, w pracy zaproponowano następującą hipotezę badawczą: *Emisja obligacji przedsiębiorstw odgrywa mniejszą rolę, jako forma pozyskiwania kapitału w krajach Europy kontynentalnej (w tym w Polsce) niż w krajach o modelu anglosaskim, co jest uwarunkowane większą rolą kredytu bankowego jako źródła finansowania. Im wyższy jest poziom rozwoju finansowego i gospodarczego kraju, tym zazwyczaj większa jest skłonność przedsiębiorstw do pozyskiwania kapitału z giełdy papierów wartościowych.*

## **2. OBLIGACJE JAKO INSTRUMENT FINANSOWY NOTOWANY NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH**

Obligacje to instrument rynku kapitałowego wykorzystywany na szeroką skalę. Emitenci obligacji, którzy oferują je na rynku starają się zdobyć kapitał na inwestycje, realizacje celów związanych z rozwojem infrastruktury, finansowanie deficytu i wydatków budżetowych, czy też na dofinansowanie krajów rozwijających się będących członkami wspólnot gospodarczych. Polska ustawa o obligacjach definiuje je jako „papier wartościowy emitowany w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia” (Ustawa o obligacjach, 1995, poz. 1300).

W. Dębski charakteryzuje obligacje jako „papier wartościowy poświadczający wiarygodność, czyli zobowiązanie dłużne emitenta wobec jej właściciela na określoną sumę wraz z zobowiązaniem do wypłaty oprocentowania w ustalonych terminach. Może także zawierać zobowiązanie emitenta do określonego świadczenia niepieniężnego. Z tego względu zaliczana jest do grupy papierów wartościowych wiarygodnościowych” (Dębski, s. 234).

W. Bień określa obligacjami papiery wartościowe, w których „emitent tj. wystawca potwierdza zaciągnięcie określonej kwoty pożyczki i zobowiązuje się do jej zwrotu właścicielowi obligacji w ustalonym z góry terminie oraz do zapłaty odsetek” (Bień, s.31). Rola gospodarcza obligacji jako papieru wartościowego jest realizowana poprzez szereg funkcji jakie spełnia jako instrument rynku kapitałowego. Wśród najważniejszych funkcji charakterystycznych dla ogółu obligacji można wymienić funkcje kredytową, lokacyjną, obiegową, płatniczą i gwarancyjną (Antkiewicz, s. 44).

Parametry jakie określają cechy każdej obligacji to wartość nominalna obligacji, termin wykupu, odsetki. Wartość nominalna obligacji – face value, przypisana do obligacji kwota reprezentująca wielkość udzielonego ich emitentowi kredytu. Jest podstawą do naliczania odsetek przysługujących od danej obligacji. W okresie od emisji do wykupu obligacji wartość nominalna jest niezmienna, w terminie wykupu następuje jej zwrot posiadaczowi obligacji. Termin wykupu –

inaczej termin zapadalności, to okres po upływie którego należy zwrócić wierzycielowi pożyczone pieniądze reprezentowane w obligacji. W warunkach emisji emitent może określić zasady przedterminowego wykupu obligacji. Proces wykupu obligacji, może być jednorazowy lub w ratach. W tym drugim przypadku, o tym, która seria obligacji będzie w danym momencie podlegała wykupowi decyduje zazwyczaj losowanie. Odsetki – reprezentują korzyści posiadacza obligacji za pożyczanie pieniędzy instytucji, firmie, która te obligacje wyemitowała. Mają dawać obligatariuszowi stały dochód, niezależny od osiąganych przez emitenta zysków. Są systematycznie wypłacane w okresach i kwotach ustalonych w warunkach emisji (wyjątek stanowią obligacje zerokuponowe). Zasady naliczania odsetek powinny być znane inwestorom w momencie emisji obligacji (Dębski, ss. 235-238).

W obrocie giełdowym jak i pozagiełdowym istnieje wiele rodzajów obligacji. Kryteriami ich podziału mogą być osoba emitenta, sposób oprocentowania, czas do wykupu, czy też prawa z nich wynikające. Biorąc pod uwagę kryterium emitenta W. Bień wyróżnił rodzaje obligacji takie jak obligacje państwowe, zwane skarbowymi, obligacje instytucji finansowych, np. banków, ubezpieczycieli, obligacje organów samorządowych lub komunalnych, obligacje przedsiębiorstw publicznych – poczta, kolej; obligacje pozostałych przedsiębiorstw i instytucji (Bień, s. 38). Bardziej zwięzły podział proponuje natomiast W. Dębski, który dzieli obligacje na obligacje skarbowe, komunalne i przedsiębiorstw (Dębski, ss. 238-240).

Ze względu na sposób oprocentowania możemy podzielić obligacje na obligacje o stałej stopie procentowej, które dają posiadaczowi stały i regularny dochód (gdy emitent wywiązuje się z zobowiązań). Przez cały okres odsetki nie zmieniają się. Obligacje zerokuponowe to obligacje pozbawione kuponów odsetkowych, nie wypłacane są od nich odsetki. Zysk posiadacza polega na tym, że kupuje je ze znacznym dyskontem w stosunku do ich wartości nominalnej. Obligacje o oprocentowaniu zmiennym, z których dochód nie jest z góry określony. Znana jest tylko zasada sposobu naliczania odsetek. Kwota jaka ma być wypłacona jest znana dopiero na krótki okres przed terminem płatności. Celem emisji tak oprocentowanych obligacji jest zapewnienie inwestorom, określonej siły nabywczej kapitału, który zainwestowali, w przypadku dużej inflacji i wzrostu stóp procentowych. Oprocentowanie może być określane na podstawie oprocentowań na rynku międzybankowym (LIBOR, WIBOR 3- lub 6-miesięczny), oprocentowania bonów skarbowych (52-tyg.) lub rentowności swapów. Obligacje z oprocentowaniem indeksowanym – wartość odsetek jest ustalana na podstawie wybranego wskaźnika, który musi być podany w umowie emisyjnej. Może to być np. indeks inflacji z danego okresu (np. 1 roku) lub stopa zwrotu w danym okresie z wybranego dobra np. złota (Antkiewicz, ss. 40-41).

Biorąc pod uwagę termin zapadalności możemy podzielić obligacje na krótkoterminowe – z terminem wykupu do 5 lat, średnioterminowe – z terminem wykupu od 5 do 10 lat oraz długoterminowe – z terminem wykupu powyżej 10 lat. Warto zauważyć, że granica podziału w tej klasyfikacji jest bardzo płynna i trudno wskazać jeden powszechny podział (Najlepszy, s. 401). W Polsce za obligacje krótkoterminowe uznaje się obligacje z terminem zapadalności do 1 roku, natomiast obligacje średnio- i długoterminowe to obligacje z terminem wykupu powyżej 1 roku.

Według kryterium praw wynikających z obligacji można wyróżnić obligacje zwykłe, które nie posiadają szczególnych praw i przywilejów. W formie zdematerializowanej są powszechnie stosowane na rynku wtórnym (np. w Polsce są przedmiotem obrotu na giełdowym i pozagiełdowym rynku regulowanym, który jest organizowany od 2009 r. przez dwie instytucje – Catalyst i Bondspot). Obligacje zamienne to z kolei obligacje których nabywca ma w przyszłości prawo zamienić je na akcje spółki, będącej emitentem tych akcji. Obligacje tego typu charakteryzują się wszystkimi podstawowymi cechami obligacji klasycznych z dodatkową opcją, która daje prawo do ich zamiany na akcje emitenta (Taylor et. al., s. 4). Z emisji tego rodzaju obligacji korzystają firmy rozwijające się, ze względu na korzyści jakie taka emisja ze sobą niesie: niższe oprocentowanie, konwersja długu na kapitał zakładowy, mniej rygorystyczne warunki emisji niż w przypadku innych obligacji (Dębski, ss. 242-246). Także przedsiębiorstwa o mocnej pozycji finansowej korzystają z tej formy zasilenia finansowego, właśnie ze względu na niższy koszt emisji obligacji zamiennych, pomimo tego, że bez trudu mogłyby wyemitować akcje lub obligacje klasyczne. Obligacje zamienne jako obca forma finansowania podmiotu gospodarczego obniża całkowity koszt kapitału poprzez występowanie zjawiska tarczy podatkowej (zmniejszenie podstawy opodatkowania o koszt uzyskania przychodu jaki stanowią odsetki od zaciągniętych zobowiązań). Obligacje zamienne mogą także zwiększyć wiarygodność firmy, a w konsekwencji zdolność kredytową, co może skutkować łatwiejszymi możliwościami pozyskania nowych środków, jeżeli zajdzie taka potrzeba (Brealey et. al. 2001, ss. 507-508). Ponadto obligacje zamienne cechują się niskim kosztem bieżącej obsługi finansowania, pozwalają emitentowi na większą elastyczność w kształtowaniu wskaźnika struktury kapitału, a jeżeli jest w nich zawarta opcja przedterminowego wykupu, to zamiana ich na akcje obniża wielkość poziomu zadłużenia i firma może zaciągnąć nowy dług (Antkiewicz, s. 85).

Wśród obligacji zamiennych możemy wyróżnić obligacje mandatowe (zobowiązują obligatariusza do zamiany ich na akcje w terminie zapadalności; popularne w Stanach Zjednoczonych) oraz obligacje odwrotnie zamienne (prawo wyboru sposobu wykupu tych obligacji – czy to przez zwrot kwoty nominalnej wraz z kuponami odsetkowymi, czy też przez zamianę ich na akcje – przysługuje emitentowi, a nie obligatariuszowi. W zamian emitent oferuje inwestorom wyższe oprocentowanie) (Brown, 2006, ss. 9-26).

Wśród innych rodzajów obligacji należy wskazać również obligacje niezabezpieczone i zabezpieczone. Obligacje niezabezpieczone charakteryzują się większym ryzykiem i powinny oferować wyższą stopę zwrotu dla inwestorów (Fabozzi, 2002, ss. 251-282). Wśród obligacji zabezpieczonych można wyróżnić obligacje detaliczne – dostępne dla wszystkich inwestorów za pośrednictwem biur maklerskich, internetu, banków i innych instytucji pośredniczących; i hurtowe dostępne wyłącznie na przetargach na rynku pierwotnym instytucjom bądź inwestorom spełniającym określone wymagania i posiadającym uprawnienia zezwalające na udział w przetargach (Mishkin et. al. 2006, ss. 245-256).

### 3. GIEŁDOWA EMISJA OBLIGACJI KORPORACYJNYCH

Emisja papierów wartościowych przez przedsiębiorstwo czy to na rynek publiczny, czy też do obrotu niepublicznego wiąże się ze zmianą jego struktury kapitałowej, co w konsekwencji może doprowadzić także do zmian w strukturze własnościowej przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwo może bowiem wyemitować akcje zwykłe, uprzywilejowane, obligacje korporacyjne lub obligacje zamienne. Emisja tych długoterminowych papierów wartościowych przyczynia się do pozyskania przez firmę potrzebnego kapitału rozwojowego, jednocześnie powodując zmiany struktury właścicielskiej (w przypadku emisji akcji) lub poziomu zadłużenia długoterminowego (w przypadku emisji obligacji). Zmiany te muszą być brane pod uwagę przez dotychczasowych właścicieli, którzy muszą dobrze przeanalizować nie tylko czy warto iść tą drogą w celu pozyskania zasilenia finansowego, ale jakie skutki i wpływ będzie to miało na dalsze funkcjonowanie przedsiębiorstwa. Publiczna emisja instrumentów finansowych wiąże się z koniecznością odpowiedniego przygotowania firmy, która musi przejść szereg etapów, w tym kontrolnych, aby jej walory mogły znaleźć nabywców na rynku publicznym i przynieść spółce kapitał, o który się stara. Emisja papierów wartościowych jest uwarunkowana wieloma czynnikami, które decydują o jej powodzeniu. Jest to związane z samym funkcjonowaniem rynku publicznego, ramami politycznymi, gospodarczymi, organizacyjnymi, prawnymi, a także historycznymi jakie funkcjonują na danym rynku. Wprowadzenie instrumentów finansowych do obrotu publicznego, wiąże się z tym, że muszą spełnić wiele wymagań formalno-prawnych, aby mogły być dopuszczone do obrotu publicznego. Sama konstrukcja obrotu publicznego nakłada na emitenta wiele obowiązków organizacyjnych i informacyjnych, które muszą zostać spełnione. Chociaż istnieją nieliczne przypadki, gdzie publiczna emisja papierów wartościowych nie zakończyła się notowaniem ich na giełdzie, to jednakże zdecydowana większość nowowyemitowanych instrumentów finansowych jest przedmiotem obrotu na zorganizowanym rynku regulowanym.

Praktyka pokazuje, że rynek pozagiełdowy wybierają młode, niewielkie firmy, które jednocześnie zgłaszają zapotrzebowanie na kapitał, ale nie mogą narażać się na zbyt duże koszty związane z jego pozyskaniem. Rynek giełdowy natomiast to szansa dla spółek już funkcjonujących na rynku, stabilnych dla których najważniejsze jest pozyskanie założonej sumy kapitału (kwoty rzędu od kilku do setek milionów lub miliardów).

Wśród przyczyn jakie stoją za podjęciem decyzji o publicznej emisji instrumentów finansowych można wymienić chęć pozyskania kapitału na rozwój, perspektywy lepszego dostępu do funduszy kapitałowych w przyszłości, zapewnienie akcjom/obligacjom lepszej płynności, dokonanie zmian w zarządzaniu firmą, uzyskanie efektów marketingowych dla przedsiębiorstwa, jego usług lub produktów (Nawrot, 2010, s. 25), a także połączenie się ze spółką już notowaną w obrocie giełdowym, jeżeli plan firmy zakłada taką strategię (Pagano et. al. 1998, ss. 27-64).

Z kolei W. Milo stwierdza, że do czynników emisji można zaliczyć między innymi potrzebę uzyskiwania nowych kapitałów (najbardziej powszechny i naturalny motyw spółek decydujących się na emisję papierów wartościowych), potrzebę wyceny spółek w sposób obiektywny, czyli na rynku, procesy oddłużeniowe spółek oraz umarzanie akcji poprzez ich wykup przez emitenta (Milo, 2000, ss. 100-105).

Wśród przyczyn emisji instrumentów rynku kapitałowego można wymienić także łatwiejszy dostęp do nowych źródeł kapitału, niski koszt pozyskania kapitału, wzrost wiarygodności firmy – fakt posiadania statusu spółki publicznej, bycie notowanym na rynku regulowanym podnosi prestiż i wiarygodność firmy w oczach potencjalnych inwestorów, co może skutkować łatwiejszym dostępem do innych źródeł finansowania wcześniej będących poza zasięgiem przedsiębiorstwa. Także możliwość pozyskania inwestora strategicznego może być tym czynnikiem, który wpłynie na decyzje o publicznej emisji papierów wartościowych, gdyż status spółki publicznej pozwala względnie łatwiej pozyskać inwestora strategicznego w przypadku, gdy spółka poszukuje środków do sfinansowania rozwoju, badań, czy też wsparcia technologicznego (Poślad et. al. 2006, ss. 27-39).

Oprócz wyżej wymienionych przyczyn emisji instrumentów finansowych W. Nawrot wskazuje także na inne czynniki, które zamierzająca emitować papiery wartościowe spółka powinna wziąć pod uwagę. Wskazuje na: strategię inwestycyjną posiadaczy akcji, koniunkturę giełdową, ryzyko towarzyszące danym instrumentom, sytuację polityczną i makroekonomiczną (Nawrot, 2010, s.27).

Rynek papierów wartościowych odgrywa istotną rolę w systemie finansowym gospodarek wolnorynkowych. Poprzez swoje funkcje ułatwia alokację kapitału jednostek, które mają go w nadmiarze do jednostek, które zgłaszają na niego zapotrzebowanie, a giełdy papierów wartościowych w swojej funkcji koncentracji kapitału ułatwiają spotkanie strony podażowej i popytowej, przy czytelnych warunkach. Dobrze rozwinięty rynek papierów wartościowych może zapewnić gospodarce sprzyjające warunki do wzrostu gospodarczego poprzez oddziaływanie na poziom inwestycji i oszczędności oraz absorpcję szoków ekonomicznych (Bukowski, 2009, s. 16; Kosztowniak, 2011, ss. 271-280; Pszczołka, 2013, ss. 75-77). Zmiany koniunktury giełdowej mają istotny wpływ na decyzje inwestorów, a co za tym idzie na zdolność do pozyskiwania kapitału z giełdy przez zainteresowane tym przedsiębiorstwa. Wydają się, że w okresie „dobrej” koniunktury – hossy na giełdzie firmom jest znacznie łatwiej pozyskać zasilenie finansowe, znaleźć inwestorów, a dzięki temu zrealizować emisję zgodnie z ustanowionym celem. Tendencja odwrotna występuje w okresie „złej” koniunktury giełdowej – bessy. Więcej jest wtedy chętnych do sprzedaży papierów wartościowych i modyfikowania swojego portfela oraz do szukania alternatywnych źródeł inwestycji (Mishkin, 2001, ss. 1-2).

Emisja obligacji korporacyjnych stanowi zewnętrzne źródło finansowania działalności przedsiębiorstw kapitałem obcym. Obligacja jest instrumentem dłużnym długoterminowego finansowania i stanowią alternatywę dla kredytu bankowego. Publiczna emisja obligacji przez przedsiębiorstwa oznacza emisję długu o pewnej nominalnej wartości, od której zobowiązuje się wypłacać obligatariuszowi odsetki i zwrócić pożyczony kapitał w ustalonym czasie. Szczegóły płatności lub

ich brak (w przypadku obligacji zerokuponowych), termin, po którym należy zwrócić pożyczone środki i realizacja dodatkowych praw wynikających z posiadanych przez pożyczkodawcę obligacji (np. z obligacji zamiennych, czy warrantów), zabezpieczenie emisji obligacji lub jego brak, wysokość płaconych odsetek i częstotliwość ich naliczania są kluczowymi elementami emisji, które mogą zdecydować o jej powodzeniu (Fabozzi, 2000, ss. 165-205). Dzięki przeprowadzeniu odpowiednich analiz firma może pozyskać w ten sposób zasilenie finansowe stosunkowo tanim kosztem. Tak jak w przypadku publicznej emisji akcji, tak i w przypadku publicznej emisji obligacji przedsiębiorstwo musi spełnić określone przepisami wymagania, które regulują dopuszczenie obligacji do obrotu na rynku publicznym. W przeprowadzeniu realizacji emisji obligacji przedsiębiorstwo musi skorzystać z pośrednictwa firmy inwestycyjnej, która przeprowadzi firmę przez wszystkie etapy emisji. W przypadku emisji obligacji kluczowe znaczenie wydają się mieć zyski jakich oczekują potencjalni ich nabywcy. Zyski te utożsamiane są z oprocentowaniem obligacji. Firma powinna ustalić poziom oprocentowania na takim poziomie, który przyniesie inwestorom zadowalającą stopę zwrotu z inwestycji, jednocześnie nie narażając się na ryzyko wynikające z niemożności spłaty zadłużenia. Inwestorzy, którzy są zainteresowani nabyciem dany obligacji dokonują ich wyceny oraz szacują poziom ryzyka (Madura, 2010, ss. 173-203). W związku z tym istotne znaczenie w ustalaniu warunków emisji zarówno dla emitenta jak i inwestorów ma ocena ratingowa, o jaką może się starać przedsiębiorstwo. W przypadku wysokiej oceny ratingowej można znacznie zmniejszyć koszt emisji, natomiast gdy ocena ratingowa jest na poziomie ryzykownym, spekulacyjnym, wówczas koszty emisji muszą wzrosnąć, gdyż inwestorzy oczekują dodatkowej premii za zwiększony poziom ryzyka, który są skłonni przyjąć (Brown, 2006, s.118; Chisholm, 2009, s. 72).

Emisja dłużnego papieru wartościowego jakim jest obligacja stanowi w głównej mierze alternatywę dla kredytu bankowego. Cechy obligacji, które mogą zwiększyć zainteresowanie tym instrumentem wśród emitentów to przede wszystkim dywersyfikacja źródeł finansowania, szybkość pozyskania kapitału, fakultatywność ustanawiania zabezpieczeń emisji, brak konieczności określenia celu wykorzystania pozyskanych środków, a także możliwość ustanowienia silnych relacji z inwestorami instytucjonalnymi, co może zaowocować dalszą współpracą w przyszłości (Antkiewicz, 2011, s. 141).

Do wad związanych z publiczną emisją obligacji można zaliczyć koszty emisji, obowiązki informacyjne, czasochłonność pozyskania kapitału Z punktu widzenia inwestora ryzyko związane z inwestycjami w obligacje może dotyczyć ryzyka kredytowego, które może przyczynić się do upadłości emitenta i w konsekwencji do nie spłacenia zaciągniętego długu; ryzyko reinwestowania odzwierciedlające nieprzewidywalne zmiany stóp procentowych; ryzyko kursu walutowego mające znaczenie dla inwestorów zagranicznych oraz ryzyko siły nabywczej odzwierciedlające nieprzewidziane zmiany w przyszłej wartości pieniądza, która ma wpływ na realne stopy zwrotu z obligacji (Bailey, 2005, ss. 297-298).

W przypadku rynku obligacji korporacyjnych największe znaczenie ma ten rynek w gospodarce Irlandii, a jego wielkość w latach 2006-2011 przekraczała

100% PKB (wyjątek stanowi 2008 r.). Dynamika rozwoju tego rynku w Irlandii wydaje się być równie imponująca. W badanym okresie wielkość rynku obligacji korporacyjnych zwiększyła się o 107,43pkt. % (prawie 19-krotny wzrost). W pozostałych badanych krajach rynek obligacji korporacyjnych wydaje się być rynkiem stosunkowo mało znaczącym, z wyjątkiem gospodarki Francji (56,26% PKB w 2011 r.) oraz Grecji (zwiększenie rynku w badanym okresie o 33,54pkt. %).

Udział kapitalizacji na rynku obligacji korporacyjnych w PKB w Polsce jest najmniejszy ze wszystkich badanych zmiennych oraz kilkakrotnie mniejszy od wskaźnika pozostałych analizowanych krajów. Świadczy to o niskim stopniu rozwoju tego segmentu rynku finansowego w Polsce. W 1999 r. wskaźnik ten kształtował się na poziomie 0,15% PKB, a w 2011 r. na poziomie 2,07% PKB. Udział tego wskaźnika w PKB Polski wydaje się znikomy. Jego wzrost spowodowany jest przede wszystkim uruchomieniem zorganizowanych platform obrotu Catalyst i Bondspot 30 września 2009 r. przez GPW w Warszawie.

**Tabela 1.** Kapitalizacja na rynku obligacji korporacyjnych/PKB w % w cenach stałych w latach 1999-2011

Rok	Niemcy	Wlk. Brytania	Francja	Irlandia	Grecja	Polska
1999	58,72	18,68	35,06	6,04	0,54	0,15
2000	57,06	18,26	34,19	7,73	0,23	0,18
2001	53,04	17,28	35,24	9,38	0,17	0,22
2002	48,12	17,30	37,86	10,31	0,24	0,31
2003	46,70	17,00	40,58	30,86	1,06	0,44
2004	41,52	16,35	41,19	62,71	2,32	0,51
2005	34,92	15,08	38,31	80,99	3,89	0,52
2006	32,70	14,85	39,14	96,51	6,18	0,67
2007	35,41	15,81	46,59	102,51	8,41	0,98
2008	35,40	15,56	51,15	95,32	10,94	0,96
2009	36,51	15,93	53,78	103,98	13,43	1,20
2010	31,59	15,05	55,88	119,15	23,52	1,67
2011	24,02	12,32	56,26	113,47	34,09	2,07

Zródło: Opracowanie własne na podstawie: T. Beck, A. Demigurc-Kunt, R. Levine, *A New Database on Financial Development and Structure*, World Bank Economic Review 2000, nr 14, s. 597-605; T. Beck, A. Demigurc-Kunt, R. Levine, *Financial Institutions and Markets across Countries over Time: Data and Analysis*, World Bank Policy Research, Working Paper 4943, Maj 2009; M. Cihak, A. Demigurc-Kunt, E. Feyen, R. Levine, *Benchmarking Financial Development around the World*, World Bank Policy Research, Working Paper 6175, August 2012; Financial structure dataset Czerwiec 2017, <http://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/financial-structure-database>.

Na podstawie dostępnych za poszczególne lata danych można stwierdzić, że emisja obligacji korporacyjnych stanowi istotne źródło w pozyskiwaniu kapitału z giełdy przez przedsiębiorstwa, ale w nielicznej grupie krajów. Można zauważyć, że rynek giełdowy obligacji w Wlk. Brytanii i Francji dominują pod względem rozwoju i ilości pozyskiwanego z giełdy kapitału. Wydaje się, że główną przyczyną może być fakt umiędzynarodowienia obu rynków, odpowiedni stopień płynności obu rynków,



tradycje giełdowe rynku londyńskiego, który w swoich początkach organizował obrót właśnie papierami dłużnymi, wyższy stopień zaufania jakim darzą rynek londyński inwestorzy. W przypadku rynku Euronext wydaje się, że duże znaczenia na samym początku jego funkcjonowania miała możliwość notowania instrumentów na połączonych giełdach (paryskiej, lizbońskiej, brukselskiej i amsterdamskiej), co znacznie powiększało grono inwestorów i zwiększało poziom płynności rynku.

Dokładna analiza wielkości kapitału jaki pozyskały przedsiębiorstwa z giełdowej emisji obligacji na giełdach w analizowanych krajach jest jednakże utrudniona przez brak danych statystycznych. Giełdy zawierają serie danych, aczkolwiek są one niekompletne lub jak w przypadku Irlandii seria danych jest bardzo krótka, co uniemożliwia dokonanie pełnej analizy i możliwa jest jedynie cząstkowa analiza dla poszczególnych giełd.

Wielkość kapitału pozyskanego w formie emisji obligacji z giełdy niemieckiej wykazywała tendencję rosnącą od 2008 r. i osiągnęła wartość 6,53 mld USD w 2011 r. Największa wartość kapitału pozyskanego przez niemieckie przedsiębiorstwa przypadła na 2003 r. i miała wartość 355,81 mld USD.

Z kolei wielkość kapitału pozyskanego poprzez emisję obligacji korporacyjnych na giełdzie w Londynie wzrósł w okresie 1999-2008 prawie 5-krotnie i osiągnął wartość 629,1 mld USD na koniec 2014 r. w stosunku do 132,8 mld USD w 1999r. W tym okresie wartość emisji obligacji wykazywała tendencję rosnącą z wyjątkiem 2001 r. i 2007 r., w których to latach emisja była niższa r/r.

Także na giełdzie francuskiej pozyskiwanie kapitału przez przedsiębiorstwa na drodze emisji obligacji korporacyjnych osiągnęło znaczące rozmiary. Wielkość kapitału pozyskanego w 2010 r. była prawie 13-krotnie większa od ilości kapitału jaką pozyskały przedsiębiorstwa w formie emisji obligacji w 1999 r. W 2003 r. wielkość pozyskanego kapitału osiągnęła kwotę 2,5 bln USD, co stanowiło największą wartość ze wszystkich analizowanych giełd w przyjętym przedziale czasowym.

W przypadku giełdy greckiej emisja obligacji korporacyjnych nie stanowi istotnego sposobu pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa w analizowanym okresie. Za wyjątkiem 2009 r. ilość kapitału pozyskanego z giełdy była stosunkowo niewielka lub nie odbyły się nowe emisje obligacji. Ma to związek z kryzysem finansowym 2008 r. oraz późniejszym głębokim kryzysem zadłużeniowym gospodarki greckiej, który odciska swoje piętno na giełdzie ateńskiej, zarówno w przypadku emisji akcji jak i obligacji.

Jeżeli chodzi o giełdowe emisje obligacji korporacyjnych w Polsce, to wartość kapitału pozyskanego w formie emisji tych dłużnych papierów wartościowych była nieporównywalnie mniejsza niż w przypadku emisji akcji. Pierwszy wzrost wartości emisji obligacji nastąpił w 2007 r. Przedsiębiorstwa chcąc wykorzystać panujący okres koniunktury giełdowej decydowały się na pozyskanie kapitału z giełdy, co przełożyło się na wzrost wartości emisji w stosunku do lat poprzednich. W 2007 r. Wartość emisji wyniosła 307,52 mln USD, w 2008 r. było to 373,56 mln USD co było kwotami większymi w stosunku do 2006 r. o odpowiednio 239,9 mln USD (ponad 3,5-krotny przyrost wartości emisji) w 2007 r. i 306 mln USD (ponad 5,5-krotny

przyrost wartości emisji) w 2008 r. Jednakże od 2009 r. daje się zauważyć zwiększenie wartości emisji obligacji korporacyjnych, których wartość osiągnęła swoje maksimum w 2012 r. Ten znaczny wzrost liczby i wartości emisji od 2009 r. był związany z uruchomieniem prowadzonych przez GPW w Warszawie i spółkę BondSpot rynków specjalnie przeznaczonych do obrotu obligacjami skarbowymi, przedsiębiorstw, komunalnymi oraz listami zastawnymi. Należy jednakże zauważyć, że wiele spółek dokonywało emisji w systemie ASO, a nie na rynku regulowanym. Już w pierwszych latach można zaobserwować znaczny wzrost wartości emisji obligacji korporacyjnych w stosunku do lat poprzednich. W 2011 r., a więc 2 lata po utworzeniu rynków Catalyst i Bondspot wartość emisji obligacji korporacyjnych przekroczyła równowartość 1 mld USD. W kolejnych latach wartość kapitału pozyskiwanego przez przedsiębiorstwa na drodze emisji obligacji giełdowych oscylowała w granicach 1-1,4 mld USD. W 2012 r. dzięki dużym emisjom kilku przedsiębiorstw państwowych (PGNiG-2,5 mld PLN, PKO BP-1,6 mld PLN, Energa i PKN Orlen – po 1 mld PLN) oraz dużej całkowitej liczbie nowych emisji (58 debiutów) wartość pozyskanego kapitału przez przedsiębiorstwa osiągnęła równowartość 2,3 mld USD.

**Tabela 2.** Wartość kapitału pozyskanego poprzez emisję krajowych obligacji korporacyjnych na poszczególnych giełdach (rynek główny) w mld USD w latach 1999-2013

Rok	Niemcy	Wlk. Brytania	Francja*	Irlandia	Grecja	Polska
1999	205,01	132,80	36,51	1,30	N/A	0,00
2000	N/A	144,95	96,05	1,93	N/A	0,00
2001	N/A	121,29	79,82	0,88	N/A	0,00
2002	N/A	138,90	223,85	N/A	N/A	0,01
2003	320,78	195,11	2 251,26	N/A	N/A	0,01
2004	131,69	234,05	143,72	N/A	N/A	0,14
2005	N/A	265,74	165,11	N/A	0,00	0,02
2006	N/A	430,17	154,26	N/A	0,01	0,07
2007	N/A	343,49	247,24	N/A	0,00	0,31
2008	1,83	629,09	548,84	N/A	0,44	0,37
2009	4,41	399,07	518,22	0,00	0,90	0,85
2010	5,17	N/A	456,85	0,00	0,33	0,78
2011	6,53	N/A	N/A	N/A	0,00	1,33
2012	N/A	N/A	N/A	N/A	0,00	2,30
2013	N/A	N/A	N/A	N/A	0,00	1,39
2014	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1,38
2015	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1,36
2016	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1,20

Zródło: <https://gpwcatalyst.pl/>, [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org), <http://bse.hu/topmenu.>, <http://www.hel ex.gr>, \*emisje dotyczą całego rynku, sektora prywatnego, emisji krajowych, zagranicznych i międzynarodowych. N/A – brak danych.

Jednocześnie należy stwierdzić, że rynek obligacji korporacyjnych w Polsce to głównie rynek oparty na prywatnych emisjach obligacji organizowanych na rynku międzybankowym. Natomiast publiczny rynek obligacji korporacyjnych

miał swój początek w 2000 r., kiedy to na GPW w Warszawie została przeprowadzona pierwsza emisja obligacji korporacyjnych przez spółkę Centrum Leasingu i Finansów Clif S.A. W następnych latach liczba i wielkość emisji obligacji korporacyjnych na giełdzie warszawskiej nie ulegały znacznym zmianom. Wyjątek stanowi 2004 r., w którym przeprowadzono 18 emisji na łączną kwotę 136,73 mln USD, co stanowiło 11-krotny wzrost w porównaniu z rokiem poprzednim. Wynikało to przede wszystkim z przystąpienia Polski do Unii Europejskiej. Jednakże w dwóch kolejnych latach wielkość pozyskiwanego z giełdy kapitału poprzez emisję obligacji przedsiębiorstw uległa znacznemu obniżeniu do 22 mln USD w 2005 r. i 67 mln USD w 2006 r. W 2007 r. i 2008 r. wartość emisji przekroczyła w obu latach 300 mln USD korzystając z kończącego się okresu koniunktury na rynkach giełdowych. Warto zwrócić uwagę na wielkość emisji w 2008 r., która wyniosła ponad 373 mln USD. Mogło być to spowodowane faktem, iż rynek akcji cechowała w tym czasie duża niepewność i niestabilność, co spowodowało wzrost zainteresowania innymi formami pozyskania kapitału przez polskie firmy.

W 2009 r. została w Polsce uruchomiona platforma obrotu Catalyst przeznaczona dla dłużnych papierów wartościowych: obligacji korporacyjnych, obligacji spółdzielczych, obligacji komunalnych, listów zastawnych oraz obligacji Skarbu Państwa. W 2009 r. wartość emisji osiągnęła równowartość 850 mln USD i tendencja rosnąca utrzymywała się w kolejnych latach. O ile w 2009 r. debiutowało na nowych platformach 6 emitentów, to już rok później ich liczba zwiększyła się do 19, a w kolejnych latach stale rosła. W okresie od 2011 r. do 2014 r. debiutowało na rynku Catalyst i Bondspot łącznie 196 nowych emitentów.

Na wzrost wartości emisji w ostatnich latach wydają się mieć wpływ wzrost zainteresowania tą formą pozyskiwania kapitału, utrzymywanie podstawowych stóp procentowych NBP na niskim poziomie, co prowadzi do zmniejszenia kosztu pozyskania kapitału, czy też chęć dywersyfikacji źródeł finansowania.

Jednakże pozytywny obraz zmian zachodzących na rynku publicznych obligacji korporacyjnych nie wydaje się być pozbawiony wad. Zdecydowana przewaga emisji dotyczy rynku ASO, a tylko znikoma wielkość emisji odbywa się na rynku regulowanym. W 2013 r. na rynku regulowanym nie przeprowadzono żadnych emisji, natomiast w 2014 r. przeprowadzono na rynku regulowanym 2 emisje, ale emitentami były jednostki samorządu terytorialnego. Rynek obligacji korporacyjnych jest więc skoncentrowany w segmencie ASO (Alternatywny System Obrotu organizowany przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie oraz Bondspot S.A. – GPW ASO i BS ASO). Ponadto większość emisji obligacji korporacyjnych to emisje rzędu od kilku do kilkudziesięciu mln PLN. Stosunkowo niewielki odsetek stanowią emisje porównywalne wielkością z emisją akcji. Największe emisje są też domeną sektora bankowego, ale także energetycznego, budowlanego oraz telekomunikacyjnego. W 2012 r. największe emisje były udziałem Banku Gospodarstwa Krajowego, PGNiG, PKO BP, Energi, PKN Orlen (wszystkie powyżej 1 mld PLN). W 2013 r. największe emisje były udziałem PGE, ING Bank Śląski, GNB Auto i Ciech, którzy przeprowadzili emisje o największej wartości. Z kolei w 2014 r. naj-

większe emisje (każda po 500 mln PLN) były udziałem mBanku oraz Banku Zachodniego WBK. Tak więc emisje o dużej wartości są domeną dużych, znanych przedsiębiorstw. Ponadto zdecydowana większość emitentów nie korzysta z usług agencji ratingowych, gdyż stanowi to dodatkowy koszt. Rynek wtórny obligacji korporacyjnych jest rynkiem o znikomej płynności (Rozwój..., s. 259), a terminy zapadalności są rzędu kilku lat i rzadko przekraczają okres 10 lat.

W 2014 r. czynnikiem niesprzyjającym rozwojowi rynku giełdowych obligacji korporacyjnych było także niedotrzymywanie warunków emisji przez emitentów. Wnioski o upadłość zgłosiło 5 emitentów, których obligacje były notowane na rynku Catalyst, a 16 miało problemy z terminowym wykupem obligacji (Rozwój..., s. 260).

Wszystkie w/w czynniki odzwierciedlają niewielki udział obligacji korporacyjnych w zdobywaniu przez polskie przedsiębiorstwa zasilenia finansowego na tle pozostałych analizowanych krajów. Jednocześnie rola publicznej emisji obligacji korporacyjnych wydaje się być znikoma, szczególnie w porównaniu z publiczną emisją akcji, a zwłaszcza z kredytem bankowym. Nawet jeżeli wartość emisji w ostatnich latach była stabilna, nadal dla wielu firm głównym źródłem pozyskania kapitału na drodze finansowania obcego pozostaje kredyt bankowy. Przyczyny, które powodują małe wykorzystanie obligacji korporacyjnych jako źródła kapitału mogą być różnorakie. Relatywnie wysoki koszt pozyskania kapitału na rynku giełdowym – 5% i więcej wartości emisji (Antkiewicz, ss. 142-143), który może stanowić czynnik zniechęcający przedsiębiorstwa do plasowania emisji na rynku giełdowym. P. Niedziółka wskazuje na rozproszenie polskiej gospodarki, w której dominują przedsiębiorstwa małe i średnie (chcą pozyskać kwoty, które są zbyt niskie, aby plasować emisję na rynku giełdowym), niewielkie zainteresowanie ze strony inwestorów do przejmowania ryzyka emitentów, stosunkowo wysokie wymogi dopuszczeniowe i informacyjne, kosztowne instytucje ratingowe oraz niestabilność popytu na nowe emisje obligacji (Niedziółka, 2005, s. 297).

#### **4. KREDYT DŁUGOTERMINOWY DLA PRZEDSIĘBIORSTW A POZYSKIWANIE KAPITAŁU POPRZEZ EMISJĘ OBLIGACJI**

Rynek kredytów długoterminowych udzielanych przez banki przedsiębiorstwom stanowi konkurencję dla innych form pozyskiwania kapitału (głównie emisji akcji i obligacji). Jednakże stanowi także uzupełnienie i rozszerzenie oferty metod zasilania finansowego przedsiębiorstw na danym rynku finansowym.

Rynek kredytów bankowych udzielanych sektorowi prywatnemu ma istotne znaczenie w każdym z analizowanych krajów. Można także zauważyć różnice pomiędzy analizowanymi krajami w tempie zmian wartości kredytu bankowego udzielanego przedsiębiorstwom w poszczególnych latach. Krajem, w którym analizowana wielkość była największa jest Wlk. Brytania. Wartość udzielanego kredytu w stosunku do PKB rosła nieprzerwanie od 1999 r., aby osiągnąć swoje maksimum 202,2% PKB w 2009 r. Rok 2009 jest charakterystyczny ze względu na to, że po tym roku w Niemczech, Wlk. Brytanii, Francji i Irlandii można zaobserwować systematyczny spadek wartości wskaźnika do końca analizowanego okresu. Wiele czynników mogło przyczynić się do takiej

zmiany, a wśród nich: kryzys finansowy i późniejszy kryzys zadłużeniowy; poprawiająca się stopniowo koniunktura giełdowa, która z powrotem skierowała firmy poszukujące zasilenia finansowego w stronę giełd i oferowanych przez nie papierów wartościowych; wprowadzone normy ostrożnościowe dotyczące akcji kredytowej zarówno ze strony regulatorów rynku jak i ze strony samych banków, które zaostrzały wymagania, jakie musiały spełniać firmy ubiegające się o dofinansowanie w formie kredytu.

Wśród analizowanych krajów zwracają na siebie uwagę także Niemcy, Grecja oraz Polska. Jeżeli chodzi o Niemcy to w całym badanym okresie daje się zauważyć systematyczny i praktycznie nieprzerwany spadek (wyjątek – 2009 r.) wartości udzielonych firmom kredytów w stosunku do PKB. Stopniowe, ale regularne spadki wskaźnika spowodowały, że osiągnął on swoje minimum w Niemczech w 2015 r. – 77,52% PKB i spadł w przeciągu 16 lat, a więc od 2000 r., w którym osiągnął największą wartość o 38,81pkt.%.

W przypadku Grecji wartość wskaźnika rosła nieprzerwanie w latach 1999-2012, aby w 2012 r. osiągnąć maksimum 121,38% PKB. Jednakże od 2013 r. notowany jest spadek wskaźnika. Grecja w analizowanej grupie krajów stanowi przypadek szczególny, gdyż kryzys zadłużeniowy jaki od 2010 r. trapi Grecję, powoduje, że wysoka wartość kredytów dla przedsiębiorstw w stosunku do PKB ma związek z kolejnymi transzami pomocy finansowej udzielanej Grecji przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Europejski Bank Centralny i poszczególne kraje Unii Europejskiej. Tym bardziej, że grecka giełda i rynek giełdowych papierów wartościowych cechuje stagnacja oraz brak chętnych do plasowania nowych emisji akcji i obligacji.

**Tabela 3.** Kredyty bankowe dla sektora prywatnego/PKB w % w cenach stałych w latach 1999-2015

Rok	Niemcy	Wlk. Brytania	Francja	Irlandia	Grecja	Polska
1999	115,55	109,42	N/A	86,09	34,29	22,94
2000	116,33	114,34	81,29	94,07	40,72	24,95
2001	111,29	123,39	76,29	70,57	48,88	26,50
2002	110,90	127,24	75,22	70,01	49,67	26,98
2003	110,02	130,04	74,65	78,13	52,76	27,17
2004	106,66	136,23	74,45	92,48	57,24	26,97
2005	104,57	143,17	76,97	110,63	66,05	27,74
2006	101,25	151,06	80,37	129,75	70,80	30,13
2007	96,74	164,09	84,02	147,16	77,29	34,66
2008	96,07	187,15	90,09	168,60	85,65	43,23
2009	99,15	202,20	94,88	174,39	88,96	48,02
2010	90,71	190,24	94,03	152,67	102,00	47,75
2011	84,54	179,87	94,93	122,75	119,21	49,64
2012	83,55	168,22	96,20	112,70	121,38	51,17
2013	81,97	157,98	95,68	106,54	119,98	51,02
2014	79,74	144,96	94,81	89,68	118,51	50,78
2015	77,52	134,69	94,32	86,09	115,04	52,18

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Financial structure dataset czerwiec 2017, <http://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/financial-structure-database>.

Z kolei szczególnie wysokie fluktuacje wskaźnika są charakterystyczne dla Irlandii, której wskaźnik (kredyt/PKB) podlegał największym wahaniom w badanym okresie. Spadek o ponad 23 pkt.% w 2001 r. w stosunku do roku poprzedniego był przede wszystkim konsekwencją kryzysu giełdowego dot-comów. Irlandia jako miejsce, w którym wiele firm ze stanów Zjednoczonych z sektora nowoczesnych technologii ustanowiło swoje europejskie siedziby odczuła w znacznym stopniu zmianę koniunktury giełdowej i gospodarczej w tym okresie. Jednakże już od 2003 r. wartość udzielanych kredytów dla firm zaczęła rosnąć, by osiągnąć swoje maksimum 174,39% PKB w 2009 r., co w porównaniu do 2002 r. oznacza wzrost o 104,38pkt.%. Jednocześnie tak jak w większości rozwiniętych gospodarek od 2010 r. wartość udzielanych przedsiębiorstwom kredytów w stosunku do PKB wykazywała tendencję spadkową, aby osiągnąć poziom 86,09% PKB w 2015 r.

Na tle analizowanych krajów Polska jest jedynym krajem, w którym wskaźnik kredyt bankowy dla przedsiębiorstw do PKB utrzymywał się przez większość okresu poniżej poziomu 50% PKB, którego przekroczenie Bank Światowy uznaje jako jeden z elementów charakteryzujących gospodarkę rozwiniętą. Bariera 50% PKB została przekroczona w 2012 r. i utrzymywała się powyżej tego poziomu do końca badanego okresu. Jak widać z danych zaprezentowanych w tabeli 3 Polska pozostaje outsiderem w grupie analizowanych krajów. Należy jednakże nadmienić, że poza Grecją, Polska jest krajem o największej liczbie lat, w których wartość wskaźnika „kredyt bankowy dla przedsiębiorstw/PKB” zwiększała swoją wartość w stosunku do roku poprzedniego. Można to traktować jako dobry prognostyk na przyszłe lata, tym bardziej, że prognozy dotyczące wzrostu PKB w Polsce przedstawiane w ostatnich kilku miesiącach przez renomowane międzynarodowe instytucje finansowe przedstawiają się niezwykle korzystnie.

**Tabela 4.** Wartość kredytu długoterminowego (powyżej 1 roku) udzielonego przedsiębiorstwom w mld USD w okresie 1999-2013. Stan na koniec roku

Rok	Niemcy	Wlk. Brytania	Francja	Irlandia	Grecja	Polska
1999	812,35	384,75	485,21	N/A	N/A	34,28
2000	804,21	337,61	451,99	N/A	N/A	36,33
2001	847,72	369,27	472,01	108,91	27,37	41,27
2002	955,35	411,29	507,53	99,20	32,27	48,25
2003	1 130,18	454,02	570,28	127,67	44,76	56,56
2004	1 201,93	541,87	651,15	140,27	55,69	55,69
2005	1 223,37	674,61	689,61	244,54	64,87	66,31
2006	1 291,63	748,55	772,10	336,77	72,17	87,71
2007	1 448,87	710,68	958,89	409,20	88,04	120,83
2008	1 647,19	774,40	1 154,63	505,44	106,64	199,62
2009	1 629,63	698,70	1 109,24	503,71	120,74	156,67
2010	1 594,67	826,39	1 071,67	514,89	130,87	160,96
2011	1 719,25	880,42	1 174,09	531,27	135,56	191,87
2012	1 615,30	943,21	1 076,49	469,39	113,98	175,84
2013	N/A	934,16	N/A	N/A	108,63	N/A

Źródło: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/main/home>., dostęp z dnia 13.12.2016 r.

Jeżeli chodzi o bezwzględne wartości kredytu długoterminowego udzielanego przedsiębiorstwom w badanym okresie to kształtowały się ona w zróżnicowany sposób. Wyraźnie zaznaczył się podział na kraje, w których kredyt dla przedsiębiorstw był wykorzystywany w większym stopniu w zasilaniu finansowym przedsiębiorstw oraz na kraje, w których ten sposób finansowania był wykorzystywany na mniejszą skalę. Niemcy, Wlk. Brytania oraz Francja to kraje, w których wartość kredytu dla przedsiębiorstw wg stanu na koniec roku była wyraźnie większa niż w innych krajach. Na podstawie zaprezentowanych w tabeli 4 danych można wysunąć wniosek, że kredyt długoterminowy stanowił istotne źródło zasilania finansowego firm w tych krajach oraz odgrywał większą rolę niż pozyskiwanie środków z giełdy w postaci emisji obligacji.

## 5. PODSUMOWANIE

Wpływ na pozyskiwanie kapitału z giełdy przez przedsiębiorstwa w analizowanych krajach miało w badanym okresie wiele czynników. Wydaje się, że na pierwszy plan wysuwa się stan koniunktury giełdowej na giełdach papierów wartościowych w poszczególnych krajach oraz duże znaczenie kredytu bankowego dla przedsiębiorstw. Okresy koniunktury giełdowej w latach 1999-2000, 2003-20007 oraz 2013-2014 przyczyniły się do znacznego wzrostu ilości i wartości emisji na rynkach giełdowych. Okres 1999-2000, poprzedzający kryzys spowodowany korektą wyceny spółek internetowych (dot-comów na rynku USA, ze szczególnym uwzględnieniem rynku NASDAQ) charakteryzował się dużą ilością emisji zarówno na rynku akcji jak i obligacji.

W anglosaskim systemie finansowym (zorientowanym rynkowo) giełda papierów wartościowych odgrywa większą rolę jako źródło pozyskiwania kapitału niż w niemieckim systemie finansowym (zorientowanym bankowo). Jednakże znaczenie giełdy papierów wartościowych w pozyskiwaniu kapitału jest zróżnicowane w zależności od badanego kraju. Świadczy o tym analiza źródeł i skali pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa w Irlandii i Wielkiej Brytanii. Warto tutaj również zauważyć, że w badanym okresie 1999-2014 w Wielkiej Brytanii coraz większą rolę odgrywały emisje obligacji korporacyjnych. Ponadto analiza danych statystycznych dotycząca Francji pozwala na wysunięcie wniosku, że w tym kraju po utworzeniu wspólnego rynku Euronext istotną rolę w pozyskiwaniu kapitału przez przedsiębiorstwa miała giełdowa emisja obligacji przedsiębiorstw, a rozwój tego segmentu rynku był większy niż w Wlk. Brytanii i w Niemczech.

Z kolei w Polsce większą rolę w pozyskiwaniu kapitału przez przedsiębiorstwa odgrywał kredyt bankowy niż emisja akcji i obligacji. Ponadto, należy podkreślić, że giełdowa emisja obligacji korporacyjnych w Polsce ma stosunkowo niewielkie znaczenie dla przedsiębiorstw i to pomimo stworzenia i uruchomienia platformy obrotu dedykowanej w głównej mierze obligacjom i innym instrumentom dłużnym emitowanym przez przedsiębiorstwa. Jest to uwarunkowane między innymi tym, że ważną alternatywą dla emisji obligacji w Polsce jest kredyt bankowy oraz pozagiełdowy rynek obligacji korporacyjnych organizowany przez banki. Ponadto giełdowy rynek obligacji korporacyjnych w Polsce jest jeszcze rynkiem młodym, o ograniczonej płynności

i znacznym ryzyku dla inwestorów. Skutkuje to tym, że Polska ma jeden z najniższych wskaźników pozyskiwania kapitału z giełdy papierów wartościowych poprzez emisje obligacji korporacyjnych. W całym badanym okresie tylko wartość kapitału pozyskanego przez giełdową emisję obligacji korporacyjnych w Grecji była niższa niż w Polsce. Jednakże ostatnie lata wskazują, że sytuacja na polskim rynku korporacyjnych obligacji giełdowych ulega niewielkiej lecz, stopniowej poprawie.

## LITERATURA

- Antkiewicz, S. (2011). *Polski rynek obligacji i innych papierów wartościowych*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Bailey, R.E. (2015). *The Economics of Financial Markets*, Cambridge University Press.
- Beck, T., Demigurc-Kunt, A., & Levine, R. (2000). *A New Database on Financial Development and Structure*. *World Bank Economic Review*, 14.
- Beck, T., Demigurc-Kunt, A., & Levine, R. (2009). *Financial Institutions and Markets across Countries over Time: Data and Analysis*. *World Bank Policy Research, Working Paper*, 4943.
- Bień, W. (1999). *Rynek papierów wartościowych*. Warszawa: Difin.
- Brealey, R.A., Myers, S.C., & Marcus, A.J. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill.
- Brown, P. (2006). *An Introduction to the bond markets*. West Sussex: Wiley Finance.
- Bukowski, S.I. (2009). *Rozwój rynków finansowych a wzrost gospodarczy: przypadek Polski*, W: J.L. Bednarczyk, S.I. Bukowski, J. Misala (red.), *Globalne rynki finansowe w dobie kryzysu*. Warszawa: CeDeWu.
- Bukowski, S.I. (2009). *Development of Financial Markets and Economic Growth: Case of Poland, Greece, Italy, Ireland*, [w:], J. L. Bednarczyk, S. I. Bukowski, G. A. Olszewska (red.), *Eseje z polityki gospodarczej i rynków finansowych*. Radom: Wydawnictwo Politechniki Radomskiej.
- Chisholm, A.M. (2009). *An Introduction to International Capital Markets. Products, Strategies, Participants*. West Sussex: Wiley Finance.
- Cihak, M., Demirguc-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R. (2012). *Benchmarking Financial Development around the World*. *World Bank Policy Research, Working Paper*, 6175.
- Dębski, W. (2007). *Rynek finansowy i jego mechanizmy*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Fabozzi, F.J. (2002). *Corporate Bonds*. In: F.J. Fabozzi (ed.), *The Handbook of Financial Instruments*. New Jersey: Wiley Finance.
- Fabozzi, F.J. (2000). *Rynki obligacji. Analiza i Strategie*. Warszawa: WIG-Press.
- Kosztowniak, A. (2011). *Zmiany stopy oszczędzania i inwestycji oraz ich determinanty w Polsce w latach 1991-2007. Problemy regionalizmu i globalizacji, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 221.
- Madura, J. (2010). *Financial Markets and Institutions*. Mason: South-Western.
- Milo, W. (2000). *Finansowe rynki kapitałowe*. Warszawa: PWN.



- Mishkin, F.S., & Eakins, S.G. (2006). *Financial Markets and Institutions*. Pearson/Addison-Wesley.
- Mishkin, F.S. (2001). The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy. *NBER Working Papers*, 8617.
- Najlepszy, E. (2000). *Zarządzanie Finansami Międzynarodowymi*. Warszawa: PWE.
- Nawrot, W. (2010). *Rynek kapitałowy i jego rozwój*. Warszawa: CeDeWu.
- NBP (2015). *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2014 r.*, Warszawa: NBP.
- Niedziółka, P. (2005). Pozyskiwanie kapitału przez podmioty gospodarujące drogą emisji papierów udziałowych i dłużnych w Polsce a finansowanie za pomocą kredytu bankowego. W: G. Rytłewska (red.), *Bankowość detaliczna. Potrzeby, szanse, zagrożenia*. Warszawa: PWE.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). *Why do companies go public? An empirical analysis*. *The Journal of Finance*, 53(1).
- Poślad, M., Thiel, S., & Zwoliński, T. (2006). *Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany*. Warszawa: KPWiG.
- Pszczółka, I. (2013). Funkcjonowanie rynku papierów wartościowych i jego znaczenie dla wzrostu gospodarczego w Polsce. W: T. Banasik, A. Kosztowniak, M. Sobol (red.), *Pośrednictwo finansowe a rozwój gospodarczy*, 75-99. Warszawa: CeDeWu.
- Taylor, J., & Flanigan, R. (2013). *Convertible Bonds, An Issuer's Guide*. Mayer Brown.
- Ustawa o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 r.*, art. 4, Dz. U. 2001 r. nr 120 poz. 1300

### Stock Exchange bonds as a source of financial capital for firms in Poland and in selected countries of UE

**Abstract:** The article presents the characteristics of the bonds as a source of capital for the companies. Analysis of the stock exchange bond markets in the selected countries is also carried out. Moreover, based on the analysis of the size of capital raised through the stock exchange bond issues, author tries to assess the importance of this form of raising capital in the selected countries. Verification of hypotheses was based on literature studies and analysis of statistical data from 1999 to 2014.

**Keywords:** stock exchange; corporate bonds; bank credit

**JEL codes:** G1, G3

