



Małgorzata Mikita

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Kolegium Gospodarki Światowej
Katedra Rynków Kapitałowych
mmikit@sgh.waw.pl

RYNEK OBLIGACJI KORPORACYJNYCH W POLSCE

Streszczenie: Celem artykułu jest ocena rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce. Zwrócono uwagę na zmiany regulacji prawnych w zakresie obligacji korporacyjnych w Polsce oraz wielkość i dynamikę zmian w zakresie zadłużenia z tytułu obligacji korporacyjnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe i finansowe w Polsce w okresie 2005-2020. Analiza i ocena rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce została przeprowadzona w oparciu o analizę danych statystycznych obrazujących rozwój tego rynku. Wykorzystano dane statystyczne pochodzące z bazy Banku Rozrachunków Międzynarodowych oraz dane Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych. Przeprowadzona analiza pozwala stwierdzić, że rynek obligacji korporacyjnych w Polsce stale się rozwija, czego dowodem jest wzrastające zadłużenie z tytułu emisji obligacji. Niemniej jednak dynamika tych zmian nie jest zadowalająca.

Słowa kluczowe: obligacje korporacyjne, finansowanie przedsiębiorstw, Polska, zadłużenie przedsiębiorstw.

JEL Classification: G15, G32.

Wprowadzenie

Obligacje korporacyjne to instrument finansowy znany na rynku polskim od wielu lat (pierwsze emisje miały miejsce w latach 80. XX w.). Poprzez ich emisję emitenci mają możliwość pozyskania kapitału (co jest niezbędnym warunkiem funkcjonowania każdego przedsiębiorstwa) [Asquith, Weiss, 2016, s. 29-49], natomiast inwestorzy, czyli podmioty nabywające obligacje korporacyjne – możliwość dokonania inwestycji. Niedobór kapitału w przedsiębiorstwie skutkuje problemami z płynnością finansową i brakiem możliwości jego rozwoju [Pride, 2018, s. 23], dlatego też każde przedsiębiorstwo troszczy się o jego dostateczną

ilość. Pozyskiwanie kapitału poprzez emisję obligacji to jeden ze sposobów finansowania przedsiębiorstw, obok emisji akcji [Strumeyer, 2017, s. 435], zaciągania kredytów i pożyczek, emisji bonów komercyjnych [Vernimmen i in., 2017, s. 371], skryptów dłużnych czy też papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami [Nesbitt, 2019, s. 1-7].

W Polsce pojęcie obligacji korporacyjnych nie zostało zdefiniowane w żadnej z wydanych (od 1939 r.) ustaw o obligacjach. Nie ma ono zatem charakteru normatywnego, podobnie jak terminy: obligacje komunalne czy obligacje skarbowe. Podział obligacji ze względu na emitenta ma charakter doktrynalny. Terminem obligacji korporacyjnych w Polsce określa się obligacje emitowane przez podmioty prowadzące działalność gospodarczą [Kołuda, 2015, s. 8]. Mogą to być spółki posiadające osobowość prawną (spółki akcyjne, spółki z o.o.), jak też spółki komandytowo-akcyjne. Emitentami obligacji korporacyjnych mogą być zarówno podmioty niefinansowe, jak i instytucje finansowe, przy czym emisja obligacji przez podmioty niefinansowe podlega bezpośrednio pod regulacje ustawy o obligacjach z 2015 r. [Ustawa o obligacjach, 2015], natomiast emisja obligacji przez podmioty finansowe podlega dodatkowym regulacjom prawnym (np. ustawie z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe [Ustawa Prawo bankowe, 1997] – w przypadku emisji obligacji przez banki komercyjne, czy też ustawie z dnia 7 grudnia 2000 r. o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających [Ustawa o funkcjonowaniu banków spółdzielczych..., 2000] – w przypadku emisji obligacji przez banki spółdzielcze).

Na rozwój rynku obligacji korporacyjnych w danym kraju wpływa wiele czynników. Są to zarówno regulacje prawno-podatkowe obowiązujące emitentów i nabywców obligacji (m.in. poziom ochrony interesów obligatariuszy, kształt regulacji prawnych, opodatkowanie dochodów odsetkowych obligatariuszy; Clearstream, 2017, s. 11]), jak i czynniki społeczno-psychologiczne (m.in. tradycje przedsiębiorstw w zakresie pozyskiwania kapitału, zaufanie do rynku, poziom edukacji finansowej), czy też czynniki ekonomiczne [BIS, 2019, s. 16] (m.in. sytuacja gospodarcza w danym kraju, koszty emisji papierów dłużnych, struktura organizacyjna rynku wtórnego, jak też struktura podmiotowa i liczba inwestorów) [Pawłowski, 2015, s. 192].

Celem artykułu jest ocena rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce. Zwrócono uwagę na zmiany regulacji prawnych w zakresie obligacji korporacyjnych w Polsce oraz wielkość i dynamikę zmian w zakresie zadłużenia z tytułu obligacji korporacyjnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe i finansowe w Polsce w okresie 2005-2020. Wykorzystano dane statystyczne pochodzące z bazy Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) oraz dane Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych (KDPW).

Wyniki przeprowadzonej analizy stanowią istotną informację dla podmiotów odpowiedzialnych za kształtowanie polityki gospodarczej w Polsce, z uwagi na to, że pokazują efekty podjętych działań w zakresie rozwoju rynku obligacji korporacyjnych.

1. Obligacje korporacyjne w Polsce – uregulowania prawne

Pierwszą ustawą regulującą rynek obligacji korporacyjnych w Polsce była ustawa z 30 czerwca 1939 r. – Prawo o obligacjach [Ustawa Prawo o obligacjach, 1939]. Dawała ona prawo emisji obligacji m.in. spółkom akcyjnym oraz bankom (w przypadku spółek akcyjnych warunkiem dokonania emisji było posiadanie kapitału zakładowego o wartości min. 1 mln PLN oraz dysponowanie bilansem i rachunkiem zysków i strat za pełne trzy lata obrotowe). Z możliwości emisji obligacji wyłączone były spółki akcyjne zajmujące się działalnością ubezpieczeniową. Z uwagi na wybuch II wojny światowej prawo to nie znalazło zastosowania w praktyce. W oparciu o ww. ustawę nie dokonano żadnej emisji obligacji.

Kolejnym aktem prawnym odnoszącym się do emisji obligacji w Polsce było Rozporządzenie Rady Ministrów z 22 listopada 1985 r. [Rozporządzenie w sprawie emisji obligacji..., 1985], które wprowadzało możliwość emisji obligacji wyłącznie przez przedsiębiorstwa państwowe. Emisja była uwarunkowana otrzymaniem pozwolenia od Ministra Finansów, który brał pod uwagę celowość emisji, wielkość emisji, harmonogram wykupu oraz wysokość oferowanego przez emitenta dochodu. Emisje mogły być kierowane tylko do podmiotów gospodarki społecznej. Dodatkowo emitent był zobligowany do przedstawienia dokumentów i kalkulacji, z których miało wynikać, iż realizacja świadczeń wobec obligatariuszy nie jest zagrożona. W okresie obowiązywania ww. rozporządzenia zaledwie trzy podmioty (tj. Zakłady Włókien Chemicznych Wistom, Fabryka Samochodów Ciężarowych w Starachowicach oraz Zakłady Graficzne w Katowicach) dokonały emisji obligacji [Dusza, 1999, s. 24]. Można zatem stwierdzić, że rozporządzenie to nie przyczyniło się do upowszechnienia obligacji jako formy pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa.

Do większej aktywności na rynku obligacji korporacyjnych w Polsce miała przyczynić się ustawa o obligacjach z 27 września 1988 r. [Ustawa o obligacjach, 1988]. Ustawa ta poszerzyła katalog podmiotów uprawnionych do emisji obligacji. Obok przedsiębiorstw państwowych prawo do emisji otrzymały także przedsiębiorstwa prywatne posiadające osobowość prawną (dodatkowo wśród uprawnionych znalazły się: organizacje społeczne i fundacje prowadzące, obok

działalności statutowej, również działalność gospodarczą, rady narodowe, a także Narodowy Bank Polski i inne banki¹). Poszerzono też katalog nabywców obligacji. Wśród nich mogły być osoby prawne, osoby fizyczne oraz jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej. Wymieniona ustawa dopuszczała po raz pierwszy możliwość emisji obligacji na okaziciela (wcześniej możliwe było emitowanie tylko obligacji imiennych). Mimo poszerzenia katalogu emitentów i nabywców obligacji nie zaobserwowano zwiększenia zainteresowania emitentów tą formą pozyskiwania kapitału. Zaledwie pięć podmiotów dokonało emisji obligacji w latach 1989-1995 (były to: Fabryka Samochodów Małolitrażowych w Bielsku, Krakowskie Przedsiębiorstwo Ceramiki Budowlanej, Kombinat Produkcyjno-Handlowy Polcement w Sosnowcu, Kombinat Metalurgiczny im. Sendzimira – Nowa Huta oraz Ursus) [Pawłowski, 2015, s. 63].

Kolejnym aktem prawnym dotyczącym obligacji była ustawa o obligacjach z 1995 r. [Ustawa o obligacjach, 1995]. Ustawa ta poszerzyła krąg emitentów obligacji o jednostki samorządu terytorialnego, wprowadzono możliwość emisji obligacji niezabezpieczonych dla podmiotów działających na rynku powyżej 3 lat oraz możliwość nabywania przez emitenta własnych obligacji w celu ich umorzenia, powołano instytucję banku-reprezentanta, który był ustawowym przedstawicielem obligatariuszy. Bank-reprezentant dokonywał okresowej analizy zdolności emitenta do obsługi długu. W razie stwierdzenia nieprawidłowości podejmował działania zmierzające do zabezpieczenia interesów obligatariuszy (część emitentów, tj. podmioty, które oferowały obligacje w ramach oferty niepublicznej lub emitowały obligacje z terminem wykupu poniżej 1 roku, była zwolniona z obowiązku zawierania umowy z bankiem o reprezentację). Ustawa o obligacjach z 1995 r. postrzegana jest jako ustawa, której efektem było przeregulowanie rynku obligacji, co zahamowało jego rozwój. Obserwowano dysproporcje pomiędzy rozwojem rynku kapitałowego, który odznaczał się dużą dynamiką, a rozwojem rynku obligacji [Antkiewicz, 2012, s. 88].

W czerwcu 2000 r. dokonano nowelizacji ustawy o obligacjach z 1995 r. (Ustawa o zmianie ustawy o obligacjach, 2000). Nowelizacja doprowadziła do liberalizacji warunków emisji obligacji i obrotu tymi papierami wartościowymi na rynku publicznym i prywatnym. Wśród istotnych zmian, które wprowadzono wraz z nowelizacją, była rezygnacja z konieczności powoływania banku-reprezentanta (co znacznie zredukowało koszty emisji obligacji). Podmiot taki mógł być powoływany na zasadzie dobrowolności. Zniesiono również konieczność obligatoryjnego określenia celu emisji obligacji. Wśród nowych emitentów

¹ NBP i banki mogły emitować obligacje, jednak były wyłączone spod działania tej ustawy.

obligacji pojawiły się spółki komandytowo-akcyjne. Rozszerzono katalog form i instrumentów zabezpieczających dług. Małe i średnie przedsiębiorstwa uzyskały możliwość emisji obligacji niezabezpieczonych. O dojściu emisji obligacji do skutku decydował emitent, który samodzielnie określał próg dojścia emisji do skutku. Wprowadzono nowy rodzaj obligacji, tj. obligacje przychodowe, czyli obligacje zabezpieczone przychodami przedsięwzięcia, na finansowanie którego posłużyły (bądź też przychodami z innych przedsięwzięć określonych przez emitenta).

W 2015 r. wydano nową ustawę o obligacjach [Ustawa o obligacjach, 2015]. Konieczność zmiany przepisów wynikała m.in. ze zmian w zakresie funkcjonowania rynku finansowego, jak również potrzeby usunięcia barier w rozwoju rynku obligacji [Podedworna-Tarnowska, Sokół, 2018, s. 83]. Ustawa z 2015 r. powiększyła grono podmiotów uprawnionych do emisji obligacji o podmioty zagraniczne i spółki celowe, które są powoływane specjalnie do emisji obligacji (co stworzyło warunki umożliwiające emisje sekurytyzacyjne) [Sierpińska i in., 2020, s. 50]. Ponadto umożliwiła emisje tzw. obligacji podporządkowanych² oraz obligacji wieczystych, czyli obligacji bez daty wykupu (zobowiązaniem emitenta wobec obligatariuszy jest wypłata renty wieczystej, tj. stałego dochodu przez czas nieokreślony) [Wiśniewski, 2016]. Ustawa z 2015 r. wprowadziła do polskiego prawa instytucję zgromadzenia obligatariuszy, reprezentującą nabywców obligacji wobec emitenta. O ustanowieniu takiej instytucji decyduje emitent obligacji, wskazując ten fakt w warunkach emisji. Dodatkowo określa także zasady zwoływania zgromadzenia obligatariuszy oraz podejmowania uchwał przez to zgromadzenie (koszty zwołania zgromadzenia ponosi emitent). Niewątpliwie ustanowienie zgromadzenia obligatariuszy ułatwia komunikację między obligatariuszami i emitentem. Od 30 listopada 2019 r. niemal wszystkie emisje obligacji muszą mieć status emisji publicznych, co oznacza, że bez zatwierdzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF) dokumentu emisyjnego (prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego) obligacje

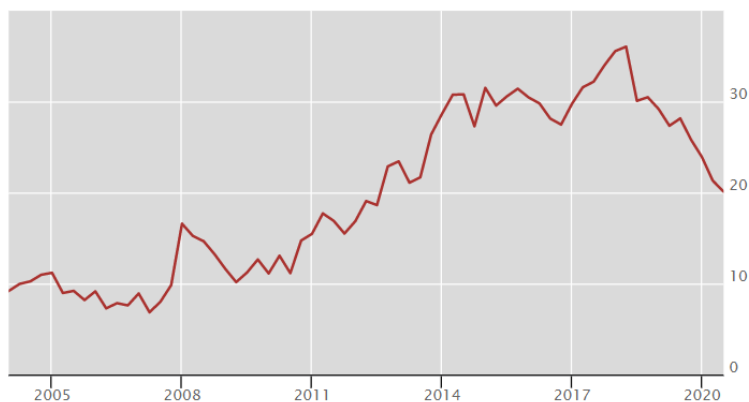
² Obligacje podporządkowane to obligacje niezabezpieczone. Emitent ma prawo wstrzymania ich wykupu, jak również wstrzymania lub też odroczenia płatności odsetek. Nie wyłącza to jednak odpowiedzialności emitenta za długi. W przypadku upadłości/likwidacji emitenta roszczenia obligatariuszy są zaspokajane na samym końcu (podobnie jak właściciele spółki). W praktyce oznacza to, że w przypadku upadłości emitenta nabywcy tego typu obligacji mają niewielkie możliwości zwrotu zainwestowanego kapitału. Ich zaletą z punktu widzenia nabywcy jest wyższe oprocentowanie, niemniej jednak ich wadą jest większe ryzyko, na jakie naraża się inwestor nabywający ten rodzaj obligacji. Notowania obligacji podporządkowanych na rozwiniętych rynkach finansowych wykorzystywane są przez inwestorów do oceny ryzyka operacyjnego działalności podmiotu, który je wyemitował. W Polsce możliwość emisji tego typu obligacji do 2015 r. miały tylko banki, obecnie prawo emisji przysługuje także przedsiębiorstwom niefinansowym.

jednego emitenta nie mogą być oferowane większej liczbie niż 149 inwestorom w ciągu 12 miesięcy. Nowe przepisy umożliwiają sprzedaż obligacji po dacie ich wykupu (jeśli nie zostały wykupione w terminie), co dodatkowo zwiększa bezpieczeństwo inwestorów. Ponadto pojawiła się tzw. szybka ścieżka, która umożliwia sprzedaż części obligacji w terminie zaledwie kilku dni po zakończeniu zapisów na rynku Catalyst. Wprowadzono obowiązek dematerializacji obligacji. Dodatkowo wyłączono oprocentowanie obligacji spod przepisów o maksymalnych odsetkach (zgodnie z którymi oprocentowanie obligacji nie mogło przewyższać czterokrotności stopy lombardowej Narodowego Banku Polskiego – NBP), co umożliwiło emisję obligacji o wysokich rentownościach.

Niewątpliwie zmiany w zakresie uregulowań prawnych dotyczących emisji obligacji korporacyjnych w Polsce idą we właściwym kierunku. Niemniej jednak nie można mówić o zakończeniu tego procesu. Z punktu widzenia rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce istotna jest harmonizacja przepisów dot. obligacji korporacyjnych w ramach Unii Europejskiej (UE) i włączenie się Polski w ten proces. Można założyć, iż ujednolicenie przepisów zaowocuje zwiększeniem zainteresowania inwestorów zagranicznych nabywaniem obligacji emitowanych przez przedsiębiorstwa działające w Polsce, a to z kolei przełoży się na większe zainteresowanie przedsiębiorstw pozyskiwaniem kapitału poprzez emisję obligacji (UE planuje jak najszybsze dokonanie standaryzacji przepisów obowiązujących na rynkach obligacji korporacyjnych) [ICMA, 2020].

2. Zadłużenie przedsiębiorstw w Polsce z tytułu emisji obligacji korporacyjnych w latach 2005-2020

Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce z tytułu papierów dłużnych na koniec drugiego kwartału 2020 r. wynosiło 20,01 mld USD [BIS, b.r.] (wielkość ta obejmuje papiery dłużne emitowane zarówno na rynek krajowy, jak i rynki zagraniczne). Analiza danych w zakresie zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych w okresie 2005-2020 pozwala stwierdzić, iż do roku 2018 można było zaobserwować trend wzrostowy w zakresie wielkości tego zadłużenia. Na koniec pierwszego kwartału 2018 r. zadłużenie było ponad trzykrotnie wyższe w porównaniu z początkiem roku 2005 (wynosiło 36,03 mld USD) [BIS, b.r.]. Od drugiego kwartału 2018 r. obserwujemy trend spadkowy w zakresie wielkości tego zadłużenia (rysunek 1).



Rys. 1. Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce z tytułu obligacji korporacyjnych (w mld USD) – 2005 – Q2/2020

Źródło: BIS [b.r.].

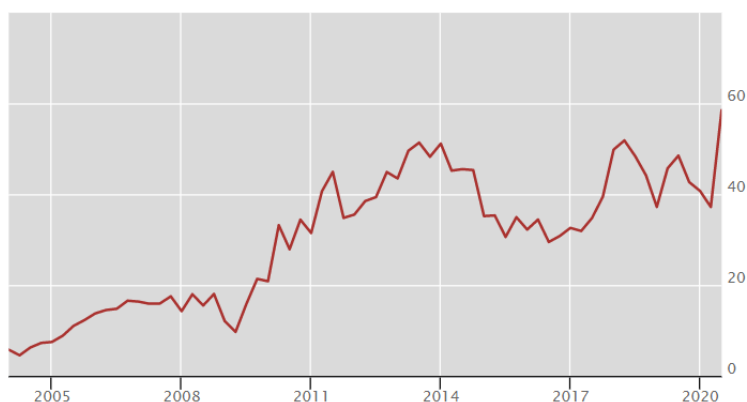
Tabela 1 prezentuje przykłady przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce, które wyemitowały obligacje korporacyjne.

Tabela 1. Przykłady przedsiębiorstw niefinansowych, które wyemitowały obligacje korporacyjne

Emitent	Wartość nominalna emisji w PLN (według stanu na dzień 7.01.2021 r.)
Andersen Steel Sp. z o.o.	82 050 154,58
Constance Development Sp. z o.o.	12 252 000,00
Rogowski Development Nova Sp. z o.o.	29 700 000,00
Airport Kraków Development S.A.	1 440 000,00
Akcepto Sp. z o.o.	58 464 900,00
Dom Development Sp. z o.o.	360 000 000,00
Orbis S.A.	200 000 000,00

Źródło: Rejestr zobowiązań emitentów [b.r.].

Znacznie wyższe zadłużenie z tytułu emisji obligacji korporacyjnych odnotowują corocznie instytucje finansowe w Polsce. Na koniec drugiego kwartału 2020 r. wynosiło ono 58,5 mld USD [BIS, b.r.]. W porównaniu z początkiem roku 2005 stanowi to wzrost niemal 8-krotny (na początku 2005 r. zadłużenie wynosiło 7,48 mld USD) – rysunek 2.



Rys. 2. Zadłużenie przedsiębiorstw finansowych w Polsce z tytułu papierów dłużnych (w mld USD) – 2005 – Q2/2020

Źródło: BIS [b.r.].

Tabela 2 prezentuje przykłady przedsiębiorstw finansowych w Polsce, które wyemitowały obligacje korporacyjne.

Tabela 2. Przykłady przedsiębiorstw finansowych, które wyemitowały obligacje korporacyjne

Emitent	Wartość nominalna emisji w PLN (według stanu na dzień 7.01.2021 r.)
PKO Bank Hipoteczny S.A.	20 839 210 000,00
Pekao Leasing Sp. z o.o.	2 990 000 000,00
FR Finance S.A.	1 474 000,00
AI Finance Sp. z o.o.	300 000,00
Alior Bank S.A.	1 780 173 000,00
Talent Investment S.A.	900 000,00
Obligo S.A.	200 000,00

Źródło: Rejestr zobowiązań emitentów [b.r.].

Organizatorami emisji obligacji w Polsce są głównie banki i domy maklerskie (niemniej jednak widać dużą przewagę banków – w 2018 r. zaledwie 9% wszystkich emisji plasowane było przez domy maklerskie [NBP, 2019, s. 294]). Dominującą pozycję wśród banków odgrywiają ING Bank Śląski oraz PKO BP (łącznie w 2018 r. odpowiedzialne były za 66,5% emisji) [NBP, 2019, s. 294]. Wśród innych banków angażujących się w plasowanie emisji obligacji korporacyjnych na rynku w Polsce należy wymienić mBank, Bank Handlowy oraz Pekao.

Duża część emisji obligacji korporacyjnych w Polsce ma charakter nierynkowy, co oznacza, że emisje wykupowane są przez banki, które są organizatorami emisji lub nabywane przez podmioty będące w grupach kapitałowych emitenta obligacji. W pierwszym przypadku emisja sprowadza się do dostarczenia kapitału przez banki, które utrzymywały obligacje do terminu wykupu, w drugim przypadku dostarczycielami kapitału są tylko członkowie grupy kapitałowej emitenta dysponujący nadwyżkami finansowymi. Zaletą tego typu transakcji z punktu widzenia emitenta jest brak konieczności płacenia podatku od czynności cywilnoprawnych (podatek taki należałoby uiścić w przypadku pozyskania kapitałów od podmiotów spoza grupy kapitałowej emitenta).

W Polsce dominują emisje niepubliczne. Ich wartość w 2018 r. wynosiła 65,7 mld PLN (podczas gdy całkowita wartość obligacji pozostających w obrocie w 2018 r. wynosiła 85,9 mld PLN [NBP, 2019, s. 294]). Spośród 105 przedsiębiorstw, które wyemitowały obligacje w 2018 r., aż 92 emisje miały charakter niepubliczny [NBP, 2019, s. 292]. Zaledwie 13 przedsiębiorstw dokonało emisji publicznych, przy czym tylko 9 uplasowało obligacje na podstawie prospektu emisyjnego. Pozostałe cztery dokonały emisji bezprospektowych (taka możliwość była zagwarantowana ustawą o obligacjach z dnia 29 lipca 2005 r. [Ustawa o obligacjach, 2015], w której wskazano, iż oferta publiczna, kierowana wyłącznie do inwestorów profesjonalnych lub też do inwestorów nabywających obligacje o wartości co najmniej 100 tys. EUR, nie wymaga udostępniania do publicznej wiadomości prospektu emisyjnego; dotyczyło to także takich ofert publicznych, które zapewniały emitentowi wpływy brutto nieprzekraczające 2,5 mln EUR [Ustawa o obligacjach, 2015]). Dziewięć emisji obligacji, które uplasowano na rynku w 2018 r. na podstawie prospektu emisyjnego, zostało wprowadzone na rynek Catalyst, który stanowi wtórny rynek dla obrotu obligacjami korporacyjnymi w Polsce. Rynek Catalyst powstał 30 września 2009 r. jako rynek instrumentów dłużnych (obligacji komunalnych i korporacyjnych oraz listów zastawnych). Tworzą go dwie platformy obrotu w formule rynku regulowanego oraz dwie platformy obrotu w formule alternatywnego systemu obrotu (ASO) przeznaczone zarówno dla inwestorów detalicznych, jak i hurtowych. W 2018 r. na platformie Catalyst notowanych było 424 serii obligacji. Wartość obligacji korporacyjnych wynosiła 20,2 mld PLN [NBP, 2019, s. 294]. Większość (tj. obligacje o wartości 16,3 mld PLN) stanowiły obligacje wyemitowane przez przedsiębiorstwa niefinansowe (dominującą pozycję zajmowały spółki deweloperskie i energetyczne, jak też spółki zajmujące się obsługą wierzycelności) [*O rynku*, b.r.]. Płynność obrotu obligacjami korporacyjnymi na rynku Cata-

lyst jest niewielka [Gemra, 2019, s. 53]. Wartość transakcji tymi obligacjami w 2018 r. wyniosła 1,3 mld PLN (podobnie było w 2017 r.) [NBP, 2019, s. 294]. Ponad 60% obrotów stanowiły transakcje obligacjami zaledwie 5 dużych przedsiębiorstw [NBP, 2019, s. 295]. Nabywcami obligacji korporacyjnych na rynku Catalyst są przede wszystkim przedsiębiorstwa, banki krajowe i fundusze inwestycyjne. Catalyst to jeden z najszybciej rozwijających się rynków obligacji w rejonie Europy Środkowo-Wschodniej [Raport 10 lat rynku Catalyst, 2020].

Podsumowanie

Analiza rynku obligacji korporacyjnych w Polsce pozwala stwierdzić, iż rynek ten stale się rozwija, czego dowodem jest wzrastające zadłużenie z tytułu emisji obligacji korporacyjnych (zarówno przedsiębiorstw finansowych, jak i niefinansowych). Niemniej jednak dynamika tych zmian nie jest zadowalająca. Obligacje korporacyjne pozostają w grupie instrumentów finansowych rzadko wykorzystywanych w procesie finansowania przedsiębiorstw w Polsce (największą popularnością cieszą się kredyty bankowe). Zadłużenie z tytułu emisji obligacji korporacyjnych w Polsce do PKB wynosi zaledwie 13,3%, podczas gdy analogiczny wskaźnik we Francji kształtuje się na poziomie 92,57%, w Hiszpanii – 59,1%, we Włoszech 45,9%, w USA – 104,6%, a w Wielkiej Brytanii – 116,8%³.

Mimo zmian, jakie zaszły na rynku obligacji korporacyjnych w Polsce na przestrzeni ostatnich lat, rynek ten należy do najsłabiej rozwiniętych segmentów rynku kapitałowego w Polsce. Obserwuje się niewielkie zainteresowanie przedsiębiorstw pozyskiwaniem kapitału poprzez emisję obligacji, jak też małe zainteresowanie inwestorów nabywaniem obligacji korporacyjnych.

Literatura

- Antkiewicz A. (2012), *Papiery wartościowe na rynku pieniężnym i kapitałowym*, CeDeWu, Warszawa.
- Asquith P., Weiss L.A. (2016), *Lessons in Corporate Finance: A Case Studies Approach to Financial Tools, Financial Policies, and Valuation*, John Wiley & Sons, New Jersey.

³ Obliczenia własne na podstawie danych prezentowanych przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych [BIS, 2020] oraz Trading Economics [b.r.].

- BIS (2019), *Establishing Viable Capital Markets*, CGFS Papers, <https://www.bis.org/publ/cgfs62.pdf> (dostęp: 10.12.2020).
- BIS (2020), <https://stats.bis.org> (dostęp: 25.01.2021).
- BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.PL.3P.J.1.1.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=PL&p=20202&i=4.3 (dostęp: 12.01.2021).
- Clearstream (2017), *The Future of Global Debt Issuance*, 2025 Outlook, <https://www.clearstream.com/resource/blob/1316810/8b0028c00930f4cc551c948fb2932e4f/aiteissuance-pdf-data.pdf> (dostęp: 2.11.2020).
- Dusza M. (1999), *Rynek kapitałowy w Polsce*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa.
- Gemra K. (2019), *Obligacje korporacyjne w finansowaniu przedsiębiorstw*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- ICMA (2020), *EU Consolidated Tape for Bond Markets, Final Report for the European Commission*, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/MiFID-Review/EU-Consolidated-Tape-for-Bond-Markets-Final-report-for-the-European-Commission-290420v2.pdf> (dostęp: 15.09.2020).
- Koługa P. (2015), *Czy warto emitować dług – analiza polskiego rynku obligacji korporacyjnych w kontekście regulacji oraz globalnych trendów*, http://www.cbia.pracodawcy.pl/files/Analiza_Piotr_Kouda.pdf (dostęp: 15.12.2020).
- NBP (2019), *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2018 r.*, Warszawa.
- Nesbitt S.L. (2019), *Private Debt: Opportunities in Corporate Direct Lending*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- O rynku*, Catalyst, <https://gpwcatalyst.pl/o-rynku> (dostęp: 20.01.2021).
- Pawłowski M. (2015), *Rynek obligacji korporacyjnych w Polsce. Uwarunkowania i perspektywy rozwoju*, CeDeWu, Warszawa.
- Podedworna-Tarnowska D., Sokół H. (2018), *Dylematy finansjeryzacji. Dłużne papiery wartościowe w finansowaniu przedsiębiorstw w Polsce i Unii Europejskiej*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- Pride J. (2018), *Unicorn Tears: Why Startups Fail and How to Avoid It*, John Wiley & Sons, Melbourne.
- Raport 10 lat rynku Catalyst* (2020), Catalyst, https://gpwcatalyst.pl/pub/CATALYST/files/GPW_2004_10_Raport_Catalyst.pdf (dostęp: 15.01.2021).
- Rejestr zobowiązań emitentów*, <https://rze.info> (dostęp: 18.01.2021).
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 22 listopada 1985 r. w sprawie emisji obligacji przez przedsiębiorstwa państwowe, Dz.U. 1985 r., nr 55, poz. 280, <http://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU19850550280> (dostęp: 10.03.2021).
- Sierpińska M., Kowalik M., Sierpińska-Sawicz A., Zubek Z. (2020), *Obligacje korporacyjne w finansowaniu rozwoju przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa.

- Strumeyer G. (2017), *The Capital Markets: Evolution of the Financial Ecosystem*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- Trading Economics, <https://tradingeconomics.com> (dostęp: 18.09.2020).
- Ustawa z dnia 30 czerwca 1939 r. Prawo o obligacjach, Dz.U. 1939 r., nr 58, poz. 379, <http://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20150000238> (dostęp: 10.10.2020).
- Ustawa z dnia 27 września 1988 r. o obligacjach, Dz.U. 1988 r., nr 34, poz. 254, <http://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU19880340254> (dostęp: 18.11.2020).
- Ustawa z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, Dz.U. 1995 r., nr 83, poz. 420, <http://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU19950830420> (dostęp: 2.01.2021).
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, Dz.U. 1997 r., nr 140, poz. 939, <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU19971400939> (dostęp: 10.09.2020).
- Ustawa z dnia 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. 2000 r., nr 160, poz. 702, <http://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU20000600702/T/D20000702L.pdf> (dostęp: 22.11.2020).
- Ustawa z dnia 7 grudnia 2000 r. o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających, Dz.U. 2000 r., nr 119, poz. 1252, <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20001191252> (dostęp: 10.11.2020).
- Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, Dz.U. 2015 r., poz. 238 z późn.zm., <http://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20150000238> (dostęp: 12.01.2021).
- Vernimmen P., Quiry P., Dallochio M., Le Fur Y., Salvi A. (2017), *Corporate Finance: Theory and Practice*, John Wiley & Sons, United Kingdom.
- Wiśniewski M. (2016), *Obligacje podporządkowane, wieczyste i przychodowe w Polsce – próba oceny ekonomicznych skutków nowelizacji ustawy o obligacjach*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, t. 78, nr 1, s. 181-195.

MARKET OF CORPORATE BONDS IN POLAND

Summary: The aim of the article is to assess the development of the corporate bond market in Poland. Attention was paid to changes in legal regulations regarding corporate bonds in Poland, as well as the size and dynamics of changes in the scope of debt from corporate bonds issued by non-financial and financial enterprises in Poland in the period 2005-2020. The analysis and evaluation of the development of the corporate bond market in Poland was based on the analysis of statistical data illustrating the development of the market. Statistical data from the database of the Bank for International Settlements and the data of the National Depository for Securities were used. The conducted analysis allows to conclude that the corporate bond market in Poland is constantly developing, as evidenced by the growing debt resulting from the bond issue. Nevertheless, the dynamics of these changes is not satisfactory.

Keywords: corporate bonds, corporate financing, Poland, corporate debt.