

Małgorzata MIKITA*

 <https://orcid.org/0000-0002-3831-6698>

RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH EMITOWANYCH PRZEZ PRZEDSIĘBIORSTWA NIEFINANSOWE W POLSCE NA TLE RYNKÓW W WYBRANYCH KRAJACH UE

Abstrakt

Przedmiot badań: Przedmiotem badań jest rynek papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce, Francji, Włoszech, Czechach, Słowacji i na Węgrzech.

Cel badawczy: Celem pracy jest ocena rozwoju rynku papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce na tle rynków w wybranych krajach UE. Podstawowa teza pracy brzmi – rynek papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce jest rynkiem słabo rozwiniętym.

Metoda badawcza: Praca opiera się na analizie danych statystycznych obrazujących rozwój rynku papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce i wybranych krajach UE. Podstawowym źródłem danych były statystyki w zakresie instrumentów dłużnych prezentowane przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych. W analizie skupiono się na wielkości i dynamice zmian zadłużenia z tytułu papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w okresie 2010–2019 oraz dynamice zmian wielkości emisji zagranicznych. Dodatkowo, w celu przeprowadzenia analizy porównawczej stopnia rozwoju rynku papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w omawianych krajach, odniesiono wartość zadłużenia z tytułu papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe do PKB w poszczególnych krajach, wyliczając wskaźnik zadłużenia do PKB.

Wyniki: Analiza rynku papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce na tle rynków papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Hiszpanii, Francji, Włoszech, Słowacji, Czechach i na Węgrzech pozwala stwierdzić, iż poziom rozwoju tego rynku w Polsce odbiega od poziomu rozwoju rynku francuskiego, hiszpańskiego, włoskiego czy też czeskiego. Stopień rozwoju rynku w Polsce można porównać do stopnia rozwoju rynku słowackiego. Przeprowadzona analiza pozwala dodatkowo stwierdzić, że przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce nie są zainteresowane dokonywaniem emisji papierów dłużnych na rynki zagraniczne.

Słowa kluczowe: papiery dłużne, emisja, przedsiębiorstwa niefinansowe, Polska, Unia Europejska.

* Dr, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Gospodarki Światowej, Katedra Rynków Kapitałowych; e-mail: mmikit@sgh.waw.pl

1. Wstęp

Papiery dłużne przedsiębiorstw to instrumenty finansowe znane na rynku europejskim od szeregu lat. Poprzez ich emisję przedsiębiorstwa mają możliwość pozyskania kapitału, natomiast inwestorzy możliwość dokonania inwestycji. Charakter dłużny tych instrumentów oznacza, iż ich emitenci są zobowiązani do zwrotu długu w określonym terminie w przyszłości. Do grupy papierów dłużnych przedsiębiorstw zalicza się: obligacje korporacyjne, bony korporacyjne, skrypty dłużne przedsiębiorstw jak też papiery wartościowe zabezpieczone aktywami¹.

Rozwój rynku papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w krajach europejskich jest zróżnicowany², co wyraźnie widać, analizując wysokość wskaźnika zadłużenia z tytułu tych papierów do PKB.

Celem pracy jest ocena rozwoju rynku papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce na tle rynków w wybranych krajach UE. Ocena została przeprowadzona na podstawie analizy danych statystycznych obrazujących rozwój rynku papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce i wybranych krajach UE. Podstawowym źródłem danych były statystyki w zakresie instrumentów dłużnych prezentowane przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych³.

Analizą objęto sześć krajów. Trzy z nich to kraje o wysokim poziomie rozwoju rynku finansowego: Hiszpania, Francja i Włochy. Kolejne trzy uwzględnione w analizie to kraje Europy Środkowej: Węgry, Czechy i Słowacja. Wybór krajów był podyktowany z jednej strony chęcią porównania rynku papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce z rynkami krajów przodujących w zakresie rozwoju rynku finansowego (w tym kapitałowego), z drugiej strony chęcią pokazania sytuacji w Polsce na tle krajów regionu Europy Środkowej.

W analizie skupiono się przede wszystkim na wielkości i dynamice zmian w zakresie zadłużenia z tytułu papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w okresie ostatnich dziesięciu lat (2010–2019) oraz dynamice zmian w zakresie wielkości emisji zagranicznych. Dodatkowo, w celu

¹ **Bank for International Settlements (BIS)**, https://www.bis.org/statistics/about_securities_stats.htm?m=6%7C33%7C638; stan na 18.06.2021 r.

² **European Commission**, *Analysis of European Corporate Bond Markets. Analytical report supporting the main report from the Commission expert group*, 2017, s. 76, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-analytical-report_en.pdf; stan na 25.05.2021 r.

³ **Bank for International Settlements (BIS)**, *Debt securities statistics*, https://www.bis.org/statistics/about_securities_stats.htm; stan na 3.04.2021 r.

przeprowadzenia analizy porównawczej stopnia rozwoju rynku papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w omawianych krajach odniesiono wartość zadłużenia z tytułu papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe do PKB w poszczególnych krajach, wyliczając wskaźnik zadłużenia do PKB (wskaźnik wyrażono w procentach). Dane w zakresie wielkości PKB w omawianych krajach zaczerpnięto z bazy Trading Economics⁴.

Podstawowa teza pracy brzmi – rynek papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce jest rynkiem słabo rozwiniętym.

Wyniki przeprowadzonej analizy stanowią cenną 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. Dodatkowo przedstawiają rynek polski na tle rynków w wybranych krajach Unii Europejskiej, co pozwala na dokonanie porównań w zakresie tego rozwoju.

2. Rynki papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w wybranych krajach UE

Na rozwój rynku papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w danym kraju wpływa szereg czynników. Są to zarówno regulacje prawno-podatkowe obowiązujące emitentów i nabywców papierów dłużnych (m.in. kształt regulacji prawnych, poziom ochrony interesów obligatariuszy, opodatkowanie dochodów odsetkowych obligatariuszy)⁵, jak też czynniki społeczno-psychologiczne (m.in. zaufanie do rynku, poziom edukacji finansowej, tradycje przedsiębiorstw w zakresie pozyskiwania kapitału, poziom edukacji finansowej) czy też czynniki ekonomiczne⁶ (m.in. sytuacja gospodarcza w danym kraju, struktura organizacyjna rynku wtórnego, koszty emisji papierów dłużnych, struktura podmiotowa i liczba inwestorów)⁷. Obserwacja krajów UE pozwala stwierdzić, że odznaczają się one różnym stopniem rozwoju rynków papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe.

⁴ **Trading Economics**, <https://pl.tradingeconomics.com>; stan na 18.06.2021 r.

⁵ *The Future of Global Debt Issuance, 2025 Outlook*, Clearstream, 2017, s. 11, <https://www.clearstream.com/resource/blob/1316810/8b0028c00930f4cc551c948fb2932e4f/aiteissuance-pdf-data.pdf>; stan na 2.11.2020 r.

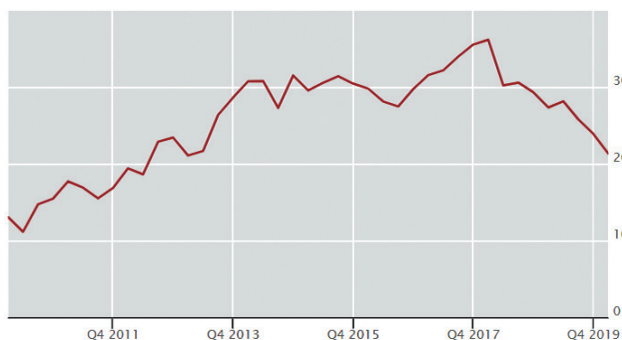
⁶ **Committee on the Global Financial System**, *Establishing Viable Capital Markets*, Bank for International Settlements, 2019, CGFS Papers, s. 16, <https://www.bis.org/publ/cgfs62.pdf>; stan na 10.11.2020 r.

⁷ **M. Pawłowski**, *Rynek obligacji korporacyjnych w Polsce. Uwarunkowania i perspektywy rozwoju*, CeDeWu, Warszawa 2015, s. 192.

2.1. Rynek papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce

Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce z tytułu papierów dłużnych na koniec 2019 r. wynosiło 27,5 mld USD⁸ (wielkość ta obejmuje papiery dłużne emitowane zarówno na rynek krajowy, jak też rynki zagraniczne). Analiza danych w zakresie zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych w okresie 2010–2019 pozwala stwierdzić, iż można było zaobserwować trend wzrostowy w zakresie wielkości tego zadłużenia. Na koniec 2019 r. zadłużenie było niemal dwukrotnie wyższe w porównaniu z końcem roku 2010 (w 2010 r. zadłużenie wynosiło 15,46 mld USD⁹) (rysunek 1).

RYSUNEK 1: *Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce z tytułu papierów dłużnych (w mld USD)*



Źródło: BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.PL.3PJ.1.1.A.A.TO1.A.A.A.A.I?t=c1&c=&p=20194&i=139.3; stan na 18.06.2021 r.

Większość emisji miała charakter krajowy. Na rynkach zagranicznych znajdowały się (na koniec 2019 r.) papiery dłużne o wartości zaledwie 1,26 mld USD¹⁰. Podobnie niewielkie emisje obserwowano w latach poprzednich. W okresie 2010–2019 zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu papierów dłużnych skierowanych na rynki zagraniczne nie przekraczało 1,33 mld USD¹¹ (rysunek 2).

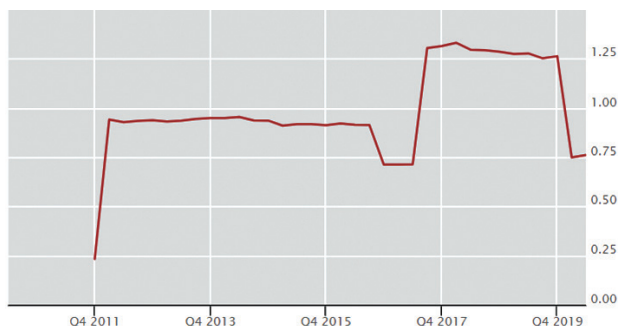
⁸ BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.PL.3PJ.1.1.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c1&c=&p=20194&i=139.3; stan na 18.06.2021 r.

⁹ *Ibidem.*

¹⁰ *Ibidem.*

¹¹ *Ibidem.*

RYSUNEK 2: Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce z tytułu papierów dłużnych emitowanych na rynki zagraniczne (w mld USD)



Źródło: BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.PL.3P.J.1.C.A.A.TO1.A.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=PL&p=20194&i=41.3; stan na 18.06.2021 r.

Z danych dotyczących zadłużenia na koniec 2019 r. wynika, że emisje zagraniczne nominowane były w euro lub dolarze amerykańskim, odznaczały się stałym oprocentowaniem i miały charakter długoterminowy.

2.2. Rynek papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Hiszpanii

Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w Hiszpanii z tytułu papierów dłużnych na koniec 2019 r. wynosiło 131,4 mld USD. Analiza danych w zakresie zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych w okresie 2010–2019 z tytułu papierów dłużnych pozwala stwierdzić, iż można było obserwować trend wzrostowy. Szczególnie duży, gwałtowny wzrost wystąpił w czwartym kwartale 2012 r. (z 20,53 mld USD na koniec trzeciego kwartału 2012 r. do 101,48 mld USD na koniec czwartego kwartału 2012 r.)¹² – rysunek 3.

¹² BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.ES.3P.J.1.1.A.A.TO1.A.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=ES&p=20194&i=4.3; stan na 18.06.2021 r.

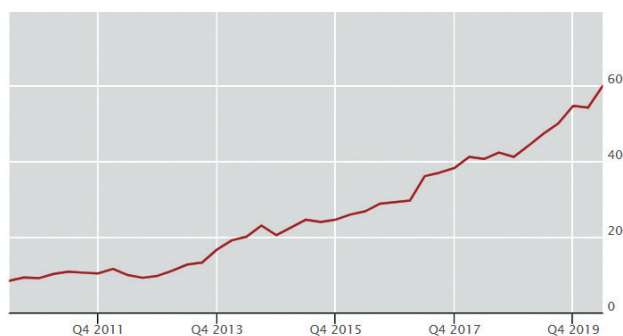
RYSUNEK 3: *Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w Hiszpanii z tytułu papierów dłużnych (w mld USD)*



Źródło: BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.ES.3P.J.1.1.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=ES&p=20194&i=4.3; stan na 18.06.2021 r.

Większość emisji w 2019 r. miała charakter emisji krajowych. Zadłużenie z tytułu emisji papierów dłużnych na rynki zagraniczne wynosiło 54,6 mld USD. Na szczególną uwagę zasługuje wysoka dynamika wzrostu zadłużenia zagranicznego w analizowanym okresie (na koniec 2010 r. zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w Hiszpanii z tytułu papierów dłużnych wynosiło zaledwie 9,07 mld USD)¹³ – rysunek 4.

RYSUNEK 4: *Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w Hiszpanii z tytułu papierów dłużnych emitowanych na rynki zagraniczne (w mld USD)*



Źródło: BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.ES.3P.J.1.C.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=ES&p=20194&i=41.3; stan na 18.06.2021 r.

¹³ BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.ES.3P.J.1.C.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=ES&p=20194&i=41.3; stan na 18.06.2021 r.

Z danych dotyczących zadłużenia na koniec 2019 r. wynika, że większość emisji zagranicznych nominowana była w euro (wartość zadłużenia z tytułu tych emisji wynosiła 52,3 mld USD), odznaczała się stałym oprocentowaniem (wartość zadłużenia z tytułu tych emisji wynosiła 47,7 mld USD) i miała charakter długoterminowy (wartość zadłużenia z tytułu tych emisji wynosiła 51,7 mld USD).

2.3. Rynek papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe we Francji

Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych we Francji z tytułu papierów dłużnych na koniec 2019 r. wynosiło 697,1 mld USD. Analiza danych w zakresie zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych w okresie 2010–2019 pozwala stwierdzić, iż podobnie jak w Hiszpanii można było obserwować trend wzrostowy w zakresie wielkości tego zadłużenia (na koniec 2010 r. zadłużenie wynosiło 480,1 mld USD)¹⁴ – rysunek 5.

RYSUNEK 5: Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych we Francji z tytułu papierów dłużnych (w mld USD)



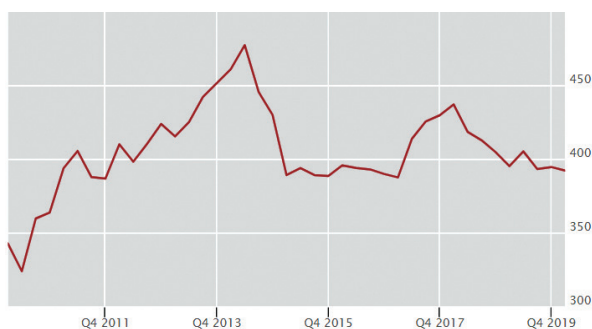
Źródło: BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.FR.3P.J.1.1.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=FR&p=20194&i=4.3; stan na 18.06.2021 r.

Ponad połowa emisji miała charakter emisji zagranicznych. Na rynkach zagranicznych znajdowały się (na koniec 2019 r.) papiery dłużne o wartości 394,5 mld USD. Francja od wielu lat plasuje emisje obligacji na rynkach zagranicznych. Rekordowym pod tym względem był rok 2014 (na koniec roku

¹⁴ BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.FR.3P.J.1.1.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=FR&p=20194&i=4.3; stan na 18.06.2021 r.

wartość zadłużenia zagranicznego francuskich przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych wynosiła 429,79 mld USD¹⁵) – rysunek 6.

RYSUNEK 6: Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych we Francji z tytułu papierów dłużnych emitowanych na rynki zagraniczne (w mld USD)



Źródło: BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.FR.3P.J.1.C.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=FR&p=20194&i=41.3; stan na 18.06.2021 r.

Z danych dotyczących zadłużenia na koniec 2019 r. wynika, że emisje zagraniczne nominowane były głównie w euro (wartość zadłużenia z tytułu zagranicznych emisji nominowanych w euro wynosiła 290,6 mld USD). Papiery odznaczały się stałym oprocentowaniem (zadłużenie z tytułu emisji o stałym oprocentowaniu wynosiło 356,5 mld USD) i miały charakter długoterminowy (wartość zadłużenia z tytułu zagranicznych emisji długoterminowych wynosiła 381,6 mld USD).

2.4. Rynek papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe we Włoszech

Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych we Włoszech z tytułu papierów dłużnych na koniec 2019 r. wynosiło 155,9 mld USD. We Włoszech, podobnie jak w Hiszpanii i Francji, lata 2010–2019 to okres wzrostu na rynku papierów dłużnych (na koniec 2010 r. zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych we Włoszech z tytułu papierów dłużnych wynosiło 120,63 mld USD). Niemniej jednak należy podkreślić, że w okresie od początku 2014 r. do końca 2016 r. można

¹⁵ BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.FR.3P.J.1.C.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=FR&p=20194&i=41.3; stan na 18.06.2021.

było obserwować spadek wartości zadłużenia we Włoszech z tytułu papierów dłużnych. Rekordową wartość zadłużenia odnotowano w pierwszym kwartale 2014 r., tj. 176,96 mld USD¹⁶ – rysunek 7.

RYSUNEK 7: *Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych we Włoszech z tytułu papierów dłużnych (w mld USD)*



Źródło: BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.IT.3PJ.1.1.A.A.TO1.A.A.A.A.I?t=c3&c=IT&p=20194&i=4.3; stan na 18.06.2021 r.

Większość emisji miała charakter emisji zagranicznych. Na rynkach zagranicznych znajdowały się (na koniec 2019 r.) papiery o wartości 152,8 mld USD. W porównaniu z końcem 2010 r. stanowiło to niemal dwukrotnie więcej (na koniec 2010 r. zadłużenie z tytułu papierów dłużnych wynosiło 83,68 mld USD). Można zatem mówić o bardzo wysokiej dynamice tego zadłużenia¹⁷ – rysunek 8.

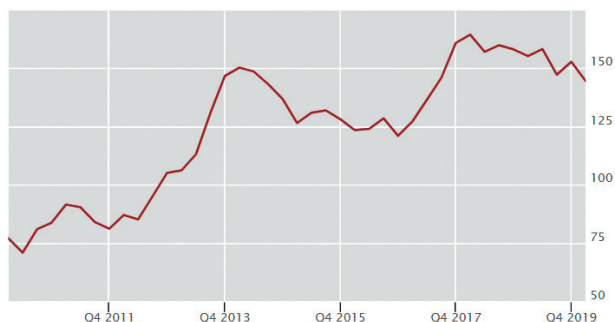
Z danych dotyczących zadłużenia na koniec 2019 r. wynika, że emisje zagraniczne nominowane były głównie w euro (wartość zadłużenia z tytułu zagranicznych emisji nominowanych w euro wynosiła 140,1 mld USD), odznaczały się stałym oprocentowaniem (zadłużenie z tytułu tych emisji o stałym oprocentowaniu wynosiło 134,2 mld USD) i miały charakter długoterminowy (wartość zadłużenia z tytułu zagranicznych emisji długoterminowych wynosiła 150,5 mld USD)¹⁸.

¹⁶ BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.IT.3PJ.1.1.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=IT&p=20194&i=4.3; stan na 18.06.2021 r.

¹⁷ BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.IT.3PJ.1.C.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=IT&p=20194&i=41.3; stan na 18.06.2021 r.

¹⁸ *Ibidem*.

RYSUNEK 8: *Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych we Włoszech z tytułu papierów dłużnych emitowanych na rynki zagraniczne (w mld USD)*



Źródło: BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.IT.3P.J.1.C.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=IT&p=20194&i=41.3; stan na 18.06.2021 r.

2.5. Rynek papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Czechach

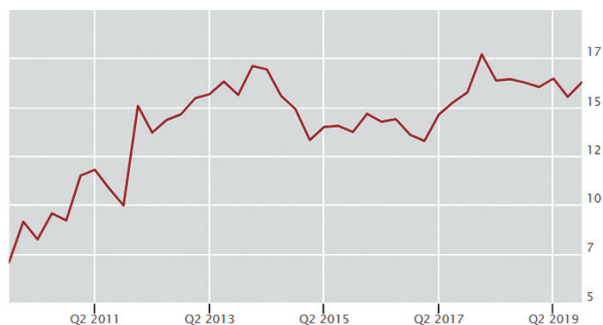
Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w Czechach z tytułu papierów dłużnych na koniec 2019 r. wynosiło 16,3 mld USD. W okresie 2010–2019 panował w Czechach trend wzrostowy w zakresie wielkości tego zadłużenia. Na koniec 2019 r. zadłużenie było niemal dwukrotnie wyższe w porównaniu z końcem roku 2010 r. (na koniec 2010 r. zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w Czechach z tytułu papierów dłużnych wynosiło zaledwie 9,2 mld USD)¹⁹ – rysunek 9.

Większość emisji miała charakter emisji zagranicznych. Wartość zadłużenia z tytułu papierów dłużnych wyemitowanych na rynki zagraniczne wynosiła (na koniec 2019 r.) 14,5 mld USD i była to najwyższa wartość obserwowana w okresie 2010–2019²⁰ – rysunek 10.

¹⁹ BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.CZ.3P.J.1.1.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=CZ&p=20194&i=4.3; stan na 18.06.2021 r.

²⁰ BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.CZ.3P.J.1.C.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=CZ&p=20194&i=41.3; stan na 18.06.2021 r.

RYSUNEK 9: *Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w Czechach z tytułu papierów dłużnych (w mld USD)*



Źródło: BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.CZ.3P.J.1.1.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=CZ&p=20194&i=4.3; stan na 18.06.2021 r.

RYSUNEK 10: *Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w Czechach z tytułu papierów dłużnych emitowanych na rynki zagraniczne (w mld USD)*



Źródło: BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.CZ.3P.J.1.C.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=CZ&p=20194&i=41.3; stan na 18.06.2021 r.

Z danych dotyczących zadłużenia na koniec 2019 r. wynika, że emisje zagraniczne nominowane były głównie w euro (wartość zadłużenia z tytułu zagranicznych emisji nominowanych w euro wynosiła 12,3 mld USD). Wszystkie emisje miały charakter długoterminowy i odznaczały się stałym oprocentowaniem.

2.6. Rynek papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Słowacji

Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w Słowacji z tytułu papierów dłużnych na koniec 2019 r. wynosiło 4,2 mld USD. Analiza danych w zakresie zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych w okresie 2010–2019 pozwala stwierdzić, iż można było obserwować trend wzrostowy w zakresie wielkości tego zadłużenia. Na koniec 2010 r. zadłużenie nie przekraczało 1 mld USD (wynosiło 662 mln USD). Szczególnie duży wzrost można było obserwować w czwartym kwartale 2013 r. i pierwszym półroczu 2014 r. (z 588 mln USD w Q3 2013 do 4,48 mld USD na koniec Q2 2014 r.)²¹ – rysunek 11.

RYSUNEK 11: Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w Słowacji z tytułu papierów dłużnych (w mld USD)



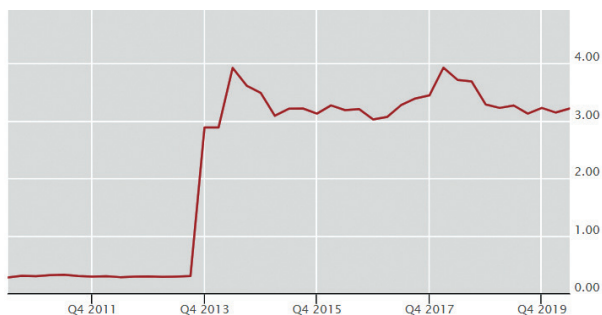
Źródło: BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.SK.3P.J.1.1.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=SK&p=20194&i=4.3; stan na 18.06.2021 r.

Większość emisji miała charakter emisji zagranicznych. Na rynkach zagranicznych znajdowały się (na koniec 2019 r.) papiery dłużne o wartości 3,2 mld USD. W okresie do końca trzeciego kwartału 2013 r. zadłużenie z tytułu zagranicznych papierów komercyjnych nie przekraczało 1 mld USD²² – rysunek 12.

²¹ BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.SK.3P.J.1.1.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=SK&p=20194&i=4.3; stan na 18.06.2021 r.

²² BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.SK.3P.J.1.C.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=SK&p=20194&i=41.3; stan na 18.06.2021 r.

RYSUNEK 12: *Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w Słowacji z tytułu papierów dłużnych emitowanych na rynki zagraniczne (w mld USD)*



Źródło: BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.SK.3P.J.1.C.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=SK&p=20194&i=41.3; stan na 18.06.2021 r.

Z danych dotyczących zadłużenia na koniec 2019 r. wynika, że wszystkie emisje zagraniczne miały charakter długoterminowy, nominowane były w euro i miały stałe oprocentowanie.

2.7. Rynek papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe na Węgrzech

Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych na Węgrzech z tytułu papierów dłużnych na koniec 2019 r. wynosiło 2,5 mld USD. Analiza danych w zakresie zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych w okresie 2010–2019 pozwala stwierdzić, iż zadłużenie to nie przekraczało 3,1 mld USD w całym okresie²³. Nie można też mówić o trendzie wzrostowym na rynku niefinansowych papierów dłużnych w tym czasie, widoczny jest raczej trend boczny – rysunek 13.

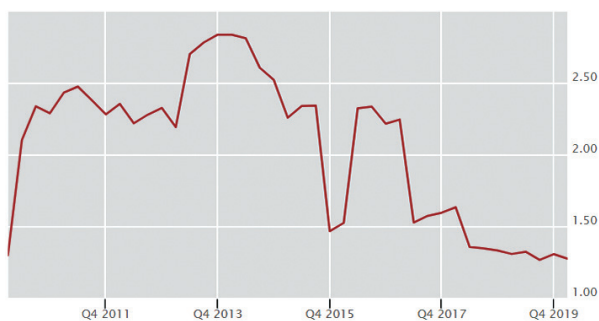
²³ BIS, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.HU.3P.J.1.1.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=HU&p=20194&i=4.3; stan na 18.06.2021 r.

RYSUNEK 13: *Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych na Węgrzech z tytułu papierów dłużnych (w mld USD)*



Źródło: **BIS**, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.HU.3P.J.1.1.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=HU&p=20194&i=4.3; stan na 18.06.2021 r.

RYSUNEK 14: *Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych na Węgrzech z tytułu papierów dłużnych emitowanych na rynki zagraniczne (w mld USD)*



Źródło: **BIS**, https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/DEBT_SEC2/Q.HU.3P.J.1.C.A.A.TO1.A.A.A.A.A.I?t=c3&c=HU&p=20194&i=41.3; stan na 18.06.2021 r.

Z danych dotyczących zadłużenia na koniec 2019 r. wynika, że wszystkie emisje zagraniczne miały charakter długoterminowy i nominowane były w euro. Większość odznaczała się stałym oprocentowaniem (zadłużenie z tytułu zagranicznych papierów dłużnych o stałym oprocentowaniu wynosiło na koniec 2019 r. – 1,1 mld USD)²⁴ (rysunek 14).

²⁴ *Ibidem*.

3. Rynek papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce na tle rynków w wybranych krajach UE – ocena

Analiza danych w zakresie wysokości zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych w Hiszpanii, Francji, Włoszech, Czechach, Słowacji, na Węgrzech i w Polsce pozwala stwierdzić, iż wyraźnym liderem w tym zakresie jest Francja, która w 2019 r. odnotowała zadłużenie na poziomie 697,1 mld USD. Kolejne pozycje zajmują: Włochy i Hiszpania, niemniej jednak zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu emisji dłużnych papierów w tych krajach było 5-krotnie niższe w porównaniu z Francją. Porównywanie rynków obligacji korporacyjnych w różnych krajach, bazując tylko na wielkości zadłużenia w tych papierach wartościowych, nie daje pełnego obrazu stopnia rozwoju tego rynku. Niezbędne jest uwzględnienie wielkości gospodarki. Powszechnie stosowanym miernikiem pokazującym wielkość rynku obligacji korporacyjnych w danym kraju jest pokazanie relacji wysokości zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych do PKB. Wysokość tego wskaźnika również stawia Francję na pierwszym miejscu w grupie omawianych krajów. Wskaźnik zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych do PKB we Francji w 2019 r. wyniósł 25,7%, podczas gdy żaden z pozostałych krajów nie przekroczył 10% – tabela 1²⁵.

TABELA 1: *Wysokość zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych do PKB w 2019 r.*

Kraj	Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych (w mld USD)	PKB (w mld USD)	Wskaźnik zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych do PKB (w %)
1	2	3	4
Francja	697,1	2715,52	25,7
Hiszpania	131,4	1394,12	9,4
Włochy	155,9	2001,24	7,8

²⁵ Krajem o najwyższym wskaźniku zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych do PKB są Stany Zjednoczone. W 2019 r. wskaźnik ten wyniósł 0,306. Kolejne miejsce zajęła Kanada – 0,295. Źródło: Wyliczenia własne na podstawie danych prezentowanych przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych, <https://stats.bis.org> oraz Trading Economics, <https://tradingeconomics.com>; stan na 18.06.2021 r.

TABELA 1 (cd.)

1	2	3	4
Czechy	16,3	246,49	6,6
Polska	27,5	592,16	4,6
Słowacja	4,2	105,42	4,0
Węgry	2,5	160,97	1,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych, <https://stats.bis.org> oraz Trading Economics, <https://tradingeconomics.com>; stan na 18.06.2021 r.

Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych w Polsce na koniec 2019 r. wynosiło 27,5 mld USD, co plasuje Polskę na pierwszym miejscu w grupie krajów Środkowej Europy, ale jednocześnie wskazuje na dużą różnicę między rynkiem polskim a rynkiem francuskim, włoskim i hiszpańskim, gdzie wartość wyemitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe papierów dłużnych była dużo wyższa (ponad dwudziestopięciokrotnie wyższa we Francji, ponad pięciokrotnie wyższa we Włoszech i niemal pięciokrotnie wyższa w Hiszpanii). Odniesienie wysokości zadłużenia do PKB w poszczególnych krajach stawia jednak Polskę w innym świetle. Mimo iż wskaźnik ten jest w Polsce niższy niż we Francji, Włoszech i Hiszpanii, to jednak różnice między Polską a Hiszpanią i Włochami nie są tak duże, jak wskazywałaby na to analiza wysokości zadłużenia w oderwaniu od PKB. W Polsce wskaźnik ten wyniósł w 2019 r. – 4,6%, w Hiszpanii – 9,4%, a we Włoszech – 7,8%. Bazując na wskaźniku zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych do PKB, można wysnuć wniosek, iż rozwój rynku obligacji korporacyjnych w Polsce jest porównywalny ze stopniem rozwoju tego rynku w Słowacji (wskaźnik zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych do PKB w tych krajach wyniósł w 2019 r. w Polsce – 4,6%, natomiast w Słowacji – 4,0%). Rynek czeski wyprzedza rynek Polski – wskaźnik zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych do PKB w Czechach stanowił w 2019 r. – 6,6% – tabela 1.

Analiza wysokości zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych emitowanych na rynki zagraniczne w 2019 r. pozwala stwierdzić, że Polska zajmuje pod tym względem ostatnią pozycję wśród omawianych krajów, zarówno jeśli chodzi o wartość zadłużenia w 2019 r. pozostającego do spłaty, jak też odniesienie tego zadłużenia do PKB. Wskaźnik zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych emitowanych na rynki

zagraniczne do PKB w Polsce w 2019 r. wyniósł zaledwie 0,2%, podczas gdy Francja odnotowała zadłużenie do PKB w wysokości 14,5% (co plasuje ją na pierwszej pozycji w grupie omawianych krajów), a Słowacja osiągnęła najwyższy wynik w grupie krajów Europy Środkowej: 3,0% – tabela 2.

TABELA 2: *Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych emitowanych na rynki zagraniczne w 2019 r.*

Kraj	Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych emitowanych na rynki zagraniczne (w mld USD)	PKB (w mld USD)	Wskaźnik zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych emitowanych na rynki zagraniczne do PKB (w %)
Francja	394,5	2715,52	14,5
Włochy	152,8	2001,24	7,6
Czechy	14,5	246,49	5,9
Hiszpania	54,6	1394,12	3,9
Słowacja	3,2	105,42	3,0
Węgry	1,3	160,97	0,8
Polska	1,26	592,16	0,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych prezentowanych przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych, <https://stats.bis.org> oraz Trading Economics, <https://tradingeconomics.com>; stan na 18.06.2021 r.

Papiery dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa niefinansowe działające w Polsce na rynki zagraniczne odznaczały się długim terminem zapadalności i stałym oprocentowaniem. Pod tym względem rynek polski nie odbiega od rynków omawianych krajów. Zarówno we Francji, jak też Włoszech, Hiszpanii, Czechach, Słowacji i na Węgrzech wśród emisji zagranicznych wyraźnie dominowały emisje papierów o stałym oprocentowaniu i długim terminie zwrotu. Poczynione obserwacje warto odnieść do wniosków z badań przeprowadzonych przez C. Gozzi'a, R. Levine'a, M.S.M. Peria'a i S.L. Schmuklera²⁶. Autorzy ci przeprowadzili badania dotyczące wykorzystania rynków międzynarodowych przez emitentów obligacji korporacyjnych z krajów rozwiniętych i rozwijających się. Badaniem objęli okres 1991–2013.

²⁶ J. Gozzi, R. Levine, M. Martinez Peria, S. Schmukler, *How firms use corporate bond markets under financial globalization*, Journal of Banking and Finance 2015/58, s. 532–551.

We wnioskach płynących z badania podkreślili m.in., że obligacje korporacyjne emitowane na rynki międzynarodowe odznaczały się stałą stopą procentową i miały najczęściej charakter krótkoterminowych. Wynika z tego, że o ile forma oprocentowania obligacji plasowanych na rynkach zagranicznych nie zmieniła się, to widać wyraźną zmianę w odniesieniu do ich terminu zapadalności. Przyczyn tej zmiany można doszukiwać się w zmniejszeniu luki w zakresie asymetrii informacji posiadanych przez inwestorów²⁷, jak też zwiększeniu zyskowości firm, które decydują się na emisję obligacji na rynki zagraniczne (jak dowodzą F. Broner, G. Lorenzoni i S. Schmukler, pożyczki długoterminowe są droższe niż pożyczki krótkoterminowe²⁸).

Obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa działające w Polsce na rynki zagraniczne nominowane były w euro lub dolarze amerykańskim. W pozostałych omawianych krajach wyraźnie dominowały emisje nominowane w euro²⁹.

Mimo pozytywnych zmian, jakie zaszły na rynku papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce na przestrzeni ostatnich lat (głównie w zakresie uregulowań prawnych rynku obligacji, jak też wielkości zadłużenia z tytułu papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe), nadal obserwuje się małe zainteresowanie przedsiębiorstw pozyskiwaniem kapitału poprzez emisję tych papierów³⁰. Niewątpliwie wśród podstawowych przyczyn takiego stanu rzeczy są: mało przejrzyste regulacje prawne, niski poziom wiedzy przedsiębiorców na temat pozyskiwania kapitału poprzez emisję papierów dłużnych, wysokie koszty emisji oraz małe zainteresowanie inwestorów ich zakupem.

W Polsce nie ma przepisów prawnych, które w sposób kompleksowy regulowałyby kwestie związane z emisją komercyjnych papierów dłużnych. Emisja dłużnych papierów komercyjnych w Polsce odbywa się na podstawie trzech aktów prawnych. Pierwszym z nich jest ustawa o Prawie wekslowym z 28 kwietnia 1936 r.³¹ Na podstawie tej ustawy wypisywane są weksle. Drugą ustawą jest

²⁷ **M.J. Flannery**, *Asymmetric information and risky debt maturity choice*, Journal of Finance 1986/41, s. 19–37.

²⁸ **F. Broner, G. Lorenzoni, S. Schmukler**, *Why do emerging economies borrow short term?*, Journal of the European Economic Association 2013/11, s. 67–100.

²⁹ **B.H. Cohen**, *Currency choice in international bond issuance*, BIS Quarterly Review, June 2005.

³⁰ **P. Koluda**, *Czy warto emitować dług – analiza polskiego rynku obligacji korporacyjnych w kontekście regulacji oraz globalnych trendów*, 2015, s. 8, http://www.cbia.pracodawcyrp.pl/files/Analiza_Piotr_Koluda.pdf; stan na 18.06.2021 r.

³¹ Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. – Prawo wekslowe, Dz.U. z 1936 r., nr 37, poz. 282, <http://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU19360370282>; stan na 15.08.2020 r.

ustawa o obligacjach z 15 stycznia 2015 r.³², która umożliwia emisję obligacji zarówno krótkoterminowych, jak też średnio- i długoterminowych. Trzecia ustawa umożliwiająca zadłużanie przedsiębiorstw niefinansowych to Kodeks Cywilny z 23 kwietnia 1964 r.³³ Przepisy zawarte w Kodeksie umożliwiają wystawianie not imiennych, które są dowodem zadłużenia przedsiębiorstwa. Mają one charakter krótkoterminowy. Należy jednak podkreślić, że w świetle zapisów normatywnych nie są to papiery wartościowe³⁴.

Obserwacja rynku dłużnych papierów komercyjnych w Polsce pozwala stwierdzić, że w przeważającej większości mają one charakter obligacji (emisje przeprowadzane są w oparciu o przepisy Ustawy o obligacjach). Należy podkreślić jednak, że przez wiele lat (1995–2015) obowiązywała w Polsce ustawa o obligacjach z 1995 r., która (mimo nowelizacji przeprowadzonej w 2000 r.) nie zachęcała przedsiębiorstw do pozyskiwania kapitału poprzez ich emisję. Wiele rozwiązań było mało przejrzystych. Przedsiębiorcy wybierali zatem inne formy pozyskiwania kapitału. W efekcie, do chwili obecnej, emisja obligacji korporacyjnych to dla wielu przedsiębiorców mało znany sposób finansowania. Czynnikiem zniechęcającym przedsiębiorców są także wysokie koszty emisji obligacji, przewyższające koszty finansowania bankowego. Nowelizacja ustawy o obligacjach z 2015 r. dodatkowo zwiększyła te koszty z uwagi m.in. na konieczność współpracy emitentów z agentami emisji (w ramach kosztów pojawiło się zatem dodatkowo wynagrodzenie agenta emisji). Większość przedsiębiorstw działających w Polsce to przedsiębiorstwa małe lub średnie (stanowią one 99,8% wszystkich przedsiębiorstw w Polsce³⁵), które szukają jak najtańszych sposobów finansowania. Z badań przeprowadzonych przez J. Pinto, M.C. Santos wynika, że istnieje istotny związek między wielkością przedsiębiorstwa a wybieranym przez nie sposobem finansowania³⁶. Obligacje korporacyjne emitują głównie duże przedsiębiorstwa³⁷.

³² Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, Dz.U. z 2015 r., poz. 238 z późn. zm., <http://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20150000238>; stan na 15.08.2020 r.

³³ Obwieszczenie Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 16 maja 2019 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu ustawy – Kodeks cywilny, Dz.U. z 2019 r., poz. 1145, <http://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20190001145>; stan na 15.08.2020 r.

³⁴ **M. Pawłowski**, *Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw w Polsce*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego 2011/639, http://wneiz.univ.szczecin.pl/nauka_wneiz/frfu/37-2011/FRFU-37-493.pdf; stan na 15.09.2020 r.

³⁵ **European Commission**, *Annual Report on European SMEs 2017/2018*, European Union 2018, s. 16.

³⁶ **J. Pinto, M.C. Santos**, *The choice between corporate and structured financing: evidence from new corporate borrowings*, *The European Journal of Finance* 2020/26 (13), s. 1271–1300.

³⁷ **J. Cortina, J.T. Didier, S. Schmukler**, *Corporate debt maturity in developing countries: sources of long- and short-termism*, Policy Research Working Paper 8222, The World Economy,

Czynnikiem hamującym rozwój rynku papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe jest także małe zainteresowanie inwestorów ich zakupem³⁸. Dotyczy to zarówno inwestorów indywidualnych, jak też inwestorów instytucjonalnych. Małe zainteresowanie zakupem przejawiają również inwestorzy zagraniczni. Istotny wpływ na zmniejszenie zainteresowania inwestorów indywidualnych zakupem obligacji korporacyjnych miała tzw. „afera GetBack SA”. Spółka ta przestała wypłacać świadczenia z obligacji w drugim kwartale 2018 r., co wyraźnie wpłynęło na wzrost awersji do ryzyka wśród potencjalnych inwestorów (udział obligacji wyemitowanych przez spółkę GetBack SA stanowił niemal 3,5% całego rynku obligacji korporacyjnych w Polsce³⁹). Do zmniejszenia chłonności rynku obligacji korporacyjnych przyczynia się także likwidacja Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE), które były aktywnym inwestorem na rynku obligacji korporacyjnych (na koniec 2019 r. OFE ulokowały w obligacjach firm 7,8 mld zł, co stanowi o 1,7 mld mniej niż w rekordowym pod tym względem roku 2016⁴⁰). Inwestorów zagranicznych zniechęcają krótkie terminy wykupu polskich obligacji korporacyjnych (większość emitentów dokonuje emisji na okres 3–5 lat; na rynkach rozwiniętych terminy wykupu obligacji dochodzą nawet do 30 lat), niewielkie rozmiary emisji (w Polsce większość emisji przyjmuje wielkość od 50 do 100 mln PLN; w rozwiniętych krajach europejskich przeważają emisje o wartości powyżej 100 mln EUR), jak również brak ratingów dla większości obligacji (pod względem serii jest to około 80% emisji; na rynkach rozwiniętych dominują obligacje z ratingami inwestycyjnymi⁴¹).

Barierą dla inwestorów zagranicznych zainteresowanych zakupem obligacji korporacyjnych jest także niski poziom standaryzacji rynku obligacji korporacyjnych w UE⁴². Choć UE wdrożyła pewne inicjatywy dotyczące rozliczeń

2018, s. 23, <http://documents1.worldbank.org/curated/en/795161508437504068/pdf/WPS8222.pdf>; stan na 13.11.2020 r.

³⁸ S. Avdjiev, M. Chui, H. Song Shin, *Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows*, BIS Quarterly Review, December 2014.

³⁹ NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2018 r.*, Warszawa 2019, s. 289.

⁴⁰ E. Szweda, *OFE zwiększyły zaangażowanie w obligacje korporacyjne*, <https://www.parkiet.com/Obligacje/301279975-OFE-zwiekszyly-zaangazowanie-w-obligacje-korporacyjne.html>; stan na 10.09.2020 r.

⁴¹ S. Çelik, G. Demirtaş, M. Isaksson, *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy*, OECD Capital Market Series, Paris 2020, <http://www.oecd.org/corporate/Corporate-Bond-Market-Trends-Emerging-Risks-and-Monetary-Policy.htm>; stan na 14.09.2020 r.

⁴² Komisja Europejska, *Zielona Księga. Tworzenie unii rynków kapitałowych*, Bruksela, dnia 18.02.2015, s. 3, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015D00063&rid=2>; stan na 25.08.2020 r.

papierów wartościowych, to jednak nie zaproponowano podobnych inicjatyw w zakresie ich emisji i dystrybucji⁴³. Inwestorzy muszą samodzielnie pozyskiwać wiedzę na temat zasad działania rynku obligacji w danym konkretnym kraju, w tym także w Polsce (nieco wyższym stopniem integracji odznacza się rynek strefy euro⁴⁴). Można jednak prognozować zmianę tej sytuacji w przyszłości. UE planuje zwiększenie standaryzacji przepisów obowiązujących na rynkach obligacji korporacyjnych⁴⁵. Między innymi rozważana jest możliwość zharmonizowania przepisów w zakresie uzyskiwania i wykonywania tytułów egzekucyjnych związanych z roszczeniami w przypadku nieterminowej płatności świadczeń wynikających z obligacji korporacyjnych⁴⁶. Realizacja tych zamierzeń wymagałaby unifikacji szeregu regulacji obowiązujących w poszczególnych krajach (w tym w Polsce), tak aby stworzyć możliwość wyodrębnienia z masy upadłościowej wskazane zabezpieczenie obligacji. Wprowadzenie jednolitych przepisów w tym zakresie zwiększyłyby skuteczność egzekucji zabezpieczeń, co bezpośrednio wpłynęłoby na zwiększenie ochrony obligatariuszy. Dodatkowo, standaryzacji przepisów w zakresie obrotu obligacjami korporacyjnymi w UE ma służyć budowa infrastruktury służącej do dystrybucji instrumentów dłużnych na rynku europejskim (*European Distribution of Debt Instrument – EDDI*)⁴⁷. Publiczne konsultacje w sprawie ustanowienia EDDI zostały wszczęte w maju 2019 r.⁴⁸ Oczekuje się, że nowa infrastruktura przyczyni się do zwiększenia płynności rynku instrumentów dłużnych w UE⁴⁹. Nie można jednak zakładać,

⁴³ **G. Pavlidis**, *A European Mechanism for the Issuance and Initial Distribution of Debt Securities*, Intereconomics, May 2020, s. 188–191.

⁴⁴ **M. Pagano, E.L. von Thadden**, *The European bond market under EMU*, Oxford Review of Economic Policy 2004/4 (20), s. 531–544.

⁴⁵ **ICMA**, *EU Consolidated Tape for Bond Markets Final report for the European Commission*, 2020, s. 6, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/MiFID-Review/EU-Consolidated-Tape-for-Bond-Markets-Final-report-for-the-European-Commission-290420v2.pdf>; stan na 15.09.2020 r.

⁴⁶ **European Commission**, *Capital Markets Union: Commission expert group delivers recommendations to improve European corporate bond markets*, https://ec.europa.eu/info/publications/171120-corporate-bonds-report_en; stan na 14.09.2020 r.

⁴⁷ **European Central Bank**, *Market consultation on a potential Eurosystem initiative regarding a European mechanism for the issuance and initial distribution of debt securities in the European Union*, 2019, https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/consultations/market_consultation_on_european_distribution_of_debt_securities.en.pdf, s. 12; stan na 6.05.2021 r.

⁴⁸ **European Central Bank**, *Public consultations*, 2019, <https://www.ecb.europa.eu/paym/cons/html/index.en.html>; stan na 6.04.2021 r.

⁴⁹ **P. Georgios**, *A European Mechanism for the Issuance and Initial Distribution of Debt Securities*, Intereconomics, May 2020, pp. 187–191.

że zwiększenie standaryzacji przepisów obowiązujących na rynkach obligacji korporacyjnych w UE wpłynie wyraźnie na zwiększenie dynamiki rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce, jakkolwiek można zakładać kontynuację trendu wzrostowego w zakresie zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych.

Istotną barierą w przypadku rynku polskiego jest obserwowane od szeregu lat małe zainteresowanie przedsiębiorstw pozyskiwaniem kapitału poprzez emisję obligacji, jak również małe zainteresowanie inwestorów zakupem obligacji korporacyjnych. Chociaż podobne bariery obserwuje się także w innych krajach UE, to jednak nie zahamowały one rozwoju tego rynku w tak znaczącym stopniu jak w Polsce. Hiszpania, Francja, Włochy i Czechy odznaczają się wyższym stopniem rozwoju rynku obligacji korporacyjnych niż Polska. Warto jednak podkreślić, że wyższy stopień rozwoju nie oznacza, iż można mówić o wysokim stopniu rozwoju rynków papierów dłużnych w tych krajach. W porównaniu z rynkiem w Stanach Zjednoczonych, rynki papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w w/w krajach należą bowiem do rynków słabo rozwiniętych (dla porównania: zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych w USA wyniosło w 2019 r. 6557,6 mld USD⁵⁰, a wskaźnik zadłużenia do PKB – 30,6%⁵¹). Fakt ten dodatkowo skłania do stwierdzenia, że rynek papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce jest rynkiem bardzo słabo rozwiniętym.

4. Zakończenie

Analiza rynku papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce na tle rynków papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Hiszpanii, Francji, Włoszech, Słowacji, Czechach i na Węgrzech pozwala stwierdzić, iż poziom rozwoju tego rynku w Polsce odbiega od poziomu rozwoju rynku francuskiego, hiszpańskiego, włoskiego czy też czeskiego (wskaźniki zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych są bowiem w tych krajach wyższe niż w Polsce). Stopień rozwoju rynku w Polsce można porównać do stopnia rozwoju rynku słowackiego. Rynek węgierski odbiega znacząco, pod względem rozwoju, od wszystkich analizowanych krajów, w tym także od Polski.

⁵⁰ BIS, <https://stats.bis.org/statx/srs/table/c3?c=US>; stan na 10.09.2020 r.

⁵¹ Wyliczenia własne na podstawie danych prezentowanych przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych, <https://stats.bis.org> oraz <https://tradingeconomics.com>; stan na 18.09.2020 r.

Przeprowadzona analiza pozwala dodatkowo stwierdzić, że przedsiębiorstwa niefinansowe w Polsce nie są zainteresowane dokonywaniem emisji papierów dłużnych na rynki zagraniczne (wszystkie omawiane kraje odnotowały w 2019 r. wyższy wskaźnik zadłużenia przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu papierów dłużnych emitowanych na rynki zagraniczne niż Polska). Znacznie ogranicza to ich dostęp do kapitału.

Bibliografia

Akty prawne

Komisja Europejska, *Zielona Księga. Tworzenie unii rynków kapitałowych*, Bruksela, dnia 18.02.2015, s. 3, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015D-C0063&rid=2>; stan na 25.08.2020 r.

Obwieszczenie Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 16 maja 2019 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu ustawy – Kodeks cywilny, Dz.U. z 2019 r., poz. 1145, <http://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20190001145>; stan na 15.08.2020 r.

Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. – Prawo wekslowe, Dz.U. z 1936 r., nr 37, poz. 282, <http://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU19360370282>; stan na 15.08.2020 r.

Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, Dz.U. z 2015 r., poz. 238 z późn. zm., <http://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20150000238>; stan na 15.08.2020 r.

Opracowania

Avdjiev S., Chui M., Song Shin H., *Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows*, BIS Quarterly Review, December 2014.

Broner F., Lorenzoni G., Schmukler S., *Why do emerging economies borrow short term?*, Journal of the European Economic Association 2013/11, s. 67–100.

Çelik S., Demirtaş G., Isaksson M., *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy*, OECD Capital Market Series, Paris 2020, <http://www.oecd.org/corporate/Corporate-Bond-Market-Trends-Emerging-Risks-and-Monetary-Policy.htm>; stan na 14.09.2020 r.

Cohen B.H., *Currency choice in international bond issuance*, BIS Quarterly Review, June 2005.

Committee on the Global Financial System, *Establishing Viable Capital Markets*, Bank for International Settlements, 2019, CGFS Papers, <https://www.bis.org/publ/cgfs62.pdf>; stan na 10.11.2020 r.

Cortina J., Didier J.T., Schmukler S., *Corporate debt maturity in developing countries: sources of long- and short-termism*, Policy Research Working Paper 8222, The World Economy, 2018, <http://documents1.worldbank.org/curated/en/795161508437504068/pdf/WPS8222.pdf>; stan na 13.11.2020 r.

European Central Bank, *Market consultation on a potential Eurosystem initiative regarding a European mechanism for the issuance and initial distribution of debt securities in the European Union*, 2019, https://www.ecb.europa.eu/paym/pdf/consultations/market_consultation_on_european_distribution_of_debt_securities.en.pdf; stan na 6.04.2021 r.

European Central Bank, *Public consultations*, 2019, <https://www.ecb.europa.eu/paym/cons/html/index.en.html>; stan na 6.04.2021 r.

- European Commission**, *Analysis of European Corporate Bond Markets. Analytical report supporting the main report from the Commission expert group*, 2017, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-analytical-report_en.pdf; stan na 25.05.2021 r.
- European Commission**, *Annual Report on European SMEs 2017/2018*, European Union 2018.
- European Commission**, *Capital Markets Union: Commission expert group delivers recommendations to improve European corporate bond markets*, 2017, https://ec.europa.eu/info/publications/171120-corporate-bonds-report_en; stan na 14.09.2020 r.
- Flannery M.J.**, *Asymmetric information and risky debt maturity choice*, *Journal of Finance* 1986/41, s. 19–37.
- The Future of Global Debt Issuance, 2025 Outlook*, Clearstream, 2017, <https://www.clearstream.com/resource/blob/1316810/8b0028c00930f4cc551c948fb2932e4f/aiteissuance-pdf-data.pdf>; stan na 2.11.2020 r.
- Georgios P.**, *A European Mechanism for the Issuance and Initial Distribution of Debt Securities*, *Intereconomics*, May 2020, s. 187–191.
- Gozzi J., Levine R., Martinez Peria M., Schumkler S.**, *How firms use corporate bond markets under financial globalization*, *Journal of Banking and Finance* 2015/58, s. 532–551.
- ICMA**, *EU Consolidated Tape for Bond Markets Final report for the European Commission*, 2020, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/MiFID-Review/EU-Consolidated-Tape-for-Bond-Markets-Final-report-for-the-European-Commission-290420v2.pdf>; stan na 15.09.2020 r.
- Koluda P.**, *Czy warto emitować dług – analiza polskiego rynku obligacji korporacyjnych w kontekście regulacji oraz globalnych trendów*, 2015, http://www.cbia.pracodawcyrp.pl/files/Analiza_Piotr_Kouda.pdf; stan na 18.06.2021 r.
- NBP**, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2018 r.*, Warszawa 2019.
- Pagano M., von Thadden E.L.**, *The European bond market under EMU*, *Oxford Review of Economic Policy* 2004/4 (20), s. 531–544.
- Pavlidis P.**, *A European Mechanism for the Issuance and Initial Distribution of Debt Securities*, *Intereconomics*, May 2020, s. 188–191.
- Pawlowski M.**, *Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw w Polsce*, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego* 2011/639, s. 493–502, http://wneiz.univ.szczecin.pl/nauka_wneiz/frfu/37-2011/FRFU-37-493.pdf; stan na 15.09.2020 r.
- Pawlowski M.**, *Rynek obligacji korporacyjnych w Polsce. Uwarunkowania i perspektywy rozwoju*, CeDeWu, Warszawa 2015.
- Pinto J., Santos M.C.**, *The choice between corporate and structured financing: evidence from new corporate borrowings*, *The European Journal of Finance* 2020/26 (13), s. 1271–1300.
- Szweda E.**, *OFE zwiększyły zaangażowanie w obligacje korporacyjne*, <https://www.parkiet.com/Obligacje/301279975-OFE-zwiekszyly-zaangazowanie-w-obligacje-korporacyjne.html>; stan na 10.09.2020 r.

Strony internetowe

- Bank for International Settlements (BIS)**, *Debt securities statistics, 2020*, <http://www.bis.org/statistics>; stan na 18.06.2021 r.
- Trading Economics**, <https://pl.tradingeconomics.com>; stan na 18.06.2021 r.

Małgorzata MIKITA

THE MARKET OF DEBT SECURITIES ISSUED BY NON-FINANCIAL ENTERPRISES IN POLAND AGAINST THE BACKGROUNDS OF SELECTED EU MARKETS

Abstract

Background: The research subject is the market of debt securities issued by non-financial enterprises in Poland, France, Italy, the Czech Republic, Slovakia and Hungary.

Research purpose: The main aim of the paper is to evaluate the development of the debt securities market issued by non-financial enterprises in Poland in comparison to the markets in selected EU countries. The basic thesis of the paper is that this market is underdeveloped in Poland.

Methods: The work is based on an analysis of statistical data illustrating the development of this market in Poland and selected EU countries. The main source of data was statistics on debt instruments presented by the Bank for International Settlements. The analysis focused on the size and dynamics of changes in the scope of debt arising from debt securities issued by non-financial enterprises in the period 2010–2019 and the dynamics of changes in the volume of foreign issues. Additionally, to conduct a comparative analysis of the development of this market in selected EU countries, the amount of debt due to debt securities issued by non-financial enterprises was compared to GDP in individual countries by calculating the debt-to-GDP ratio.

Conclusions: The analysis of this market in Poland against the markets in Spain, France, Italy, Slovakia, the Czech Republic and Hungary allows us to conclude that the development of this market in Poland differs from that of the French, Spanish, Italian and Czech markets, although it is similar to the Slovak market. The analysis additionally allows us to state that non-financial enterprises in Poland are not interested in issuing debt securities on foreign markets.

Keywords: debt securities, non-financial corporations, debt issue, Poland, European Union.