

Marek Pauka

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

ANALIZA ZMIAN NA RYNKU PAPIERÓW KOMERCYJNYCH W POLSCE*

Zapoczątkowana pierwszymi emisjami bonów komercyjnych w 1992 r. historia rynku pozaskarbowych krótkoterminowych papierów dłużnych (KPD) w Polsce wpisuje się w trend obecny na rynkach w innych krajach od kilku dekad. Mniej więcej w tym samym czasie, mimo różnic w rozwoju gospodarek, pierwsze emisje papierów komercyjnych miały miejsce również w Niemczech czy w Indiach (tab. 1). Zmiany te nie są dziełem przypadku, lecz wynikiem wzrostu oczekiwań klientów instytucji finansowych, zmian w ich preferencjach dotyczących oszczędzania i wiążą się przede wszystkim z zaostrzającą się konkurencją między instytucjami finansowymi. Władze państwowe, wychodząc naprzeciw tym oczekiwaniom, wspierają te procesy globalizacji rynków finansowych poprzez liberalizację regulacji ograniczających dotychczasowe ich funkcjonowanie.

Wszystkie te wydarzenia, które nasiliły się zwłaszcza w latach dziewięćdziesiątych zeszłego stulecia, określane są mianem rewolucji finansowej, na wzór rewolucji przemysłowej. Charakterystyczne dla tego okresu słowa, wypowiedziane przez Billa Gatesa: *Banking is essential, banks are not* [Zawadzka 2001, s. 13] można uznać za podsumowanie konsekwencji wynikających z wyżej wymienionych zjawisk. Warto jednak zwrócić uwagę, iż deregulacji rynków towarzyszył proces liberalizacji przepływów kapitałowych, a jednocześnie w obszarach związanych z nadzorem nad rynkiem, skierowanym na zwiększenie bezpieczeństwa oraz zapewnienie przejrzystości i pewności obrotu, wystąpiła tendencja przeciwna – wzrost uregulowań. Zainteresowaniu wykorzystywaniem otwartych rynków towarzyszyło upowszechnianie się sekurytyzacji, wąsko rozumianej jako emitowanie papierów

* Artykuł powstał w ramach projektu badawczego finansowanego w latach 2004-2005 ze środków Komitetu Badań Naukowych (nr grantu: 1 H02C 011 27).

wartościowych zabezpieczonych aktywami, a szeroko – jako proces, w którym instrumenty finansowe przenoszone są z rynku o charakterze zindywidualizowanym na rynki otwarte [Rose 1994, s. 110]. W konsekwencji doszło do przyspieszenia procesu dezintermediacji, przez co ograniczona została rola banków jako podmiotów przyjmujących depozyty i udzielających kredytów, jednak powstało nowe „pole” do zagospodarowania – obsługa emisji papierów wartościowych.

Tabela 1. Rynki papierów komercyjnych na świecie – czas uruchomienia

Rynek papierów komercyjnych	Otwarcie rynku
USA	przed 1960 (pierwsze emisje już w XIX w.)
Kanada	przed 1960
Australia	W połowie lat siedemdziesiątych XX wieku
Hiszpania	1982
Szwecja	1983
Norwegia	pod koniec 1984
Francja	pod koniec 1985
<i>Euro-commercial paper</i>	połowa lat osiemdziesiątych XX wieku
Wielka Brytania	1986
Finlandia	połowa 1986
Holandia	1986
Japonia	koniec 1987
Belgia	1990
Indie	1990
Niemcy	od początku 1991
Austria	1992
Polska	1992

Źródło: [Alworth, Borio 1993, s. 12; Gopinath 2005, s. 165; Rustemeyer 1993, s. 299; Bundesbank 1993, s. 59-60; British Bankers' Association 2000].

Powstanie rynku w takich krajach jak Japonia, Wielka Brytania czy Indie było efektem przygotowania działań legislacyjno-organizacyjnych prowadzonych przez instytucje państwowe – albo też rozwój po uruchomieniu rynku był wspierany dzięki zmianom przepisów prawnych (Hiszpania czy Niemcy), dlatego w większości krajów papiery komercyjne bardzo szybko stały się ważnym segmentem rynku pieniężnego.

W Polsce inicjatywa powstania rynku papierów krótkoterminowych emitowanych przez przedsiębiorstwa wyszła ze strony banków. Początkowo, w latach 1992-1995, liczyły się tylko trzy banki, organizujące emisje KPD. Ze względu na oryginalny charakter ich działalności można ten okres nazwać okresem pionierskim. Na rynek dopuszczane były tylko papiery spółek giełdowych i spółek córek dużych zagranicznych koncernów, zabezpieczone z reguły poręczeniami spółek matek. Dopiero w październiku 1995 r. Fabryka Elektrofiltrów z Pszczyny Elwo

[Dziawgo 1998; Nowak 1999, s. 42] jako pierwsza spółka niepubliczna i nie powiązana z podmiotami zagranicznymi przeprowadziła emisję. Szybko znalazła naśladowców (np. Stocznnię Szczecińską), co wiązało się ze wzrostem popularności tego rynku w kręgach bankowych. Do grudnia 1995 r. rynek tworzyli tylko trzej agenci: Polski Bank Rozwoju (przygotowywał bony komercyjne, a od 1996 r. weksle), Citibank (weksle i obligacje krótkoterminowe) i ING Bank (komercyjne weksle inwestycyjno-terminowe)¹ i, mimo znaczącego wzrostu wartości emisji, papiery komercyjne stanowiły tylko 2,1% środków ulokowanych na rynku pieniężnym [Sławiński, Osiński 1996, s. 4]. Jednak już następny rok (1996) można uznać za początek nowego etapu w rozwoju rynku KPD – etapu naśladowców. Lista agentów bardzo szybko zaczęła się powiększać, gdyż pierwsze emisje zaczęły przeprowadzać banki utworzone w 1989 r. po podziale regionalnych oddziałów NBP w ramach reformy systemu bankowego: Bank Śląski, Bank Gdański, Bank Przemysłowo-Handlowy oraz Powszechny Bank Kredytowy [Nowak 1997, s. 27]. W efekcie łączna wartość wszystkich programów emisji wyniosła w tym roku ponad 5 mld zł, a faktyczne zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu wyemitowanych instrumentów krótkoterminowych szacowane było na poziomie ponad 1 mld PLN [Lasocki 1997].

Tabela 2. Przeciętne parametry emisji KPD w latach 1997-2004

Parametry*	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	06.2004
Liczba emitentów	124	181	229	328	309	272	232	207
Liczba organizatorów	14	18	26	27	25	23	20	18
Wartość KPD (mln zł)	2544	5610	6658	10 931	12 720	11 543	11 055	12 377
Przeciętna wartość zadłużenia na emitenta (w mln zł)								
Średnia arytmetyczna	20,5	31,0	29,1	33,3	41,2	42,4	47,6	54,5
Średnia ważona (waga 1)	36,1	48,3	41,2	56,1	64,7	70,8	72,1	80,4
Liczba emitentów przypadających na przeciętnego organizatora								
Średnia arytmetyczna	9	10	8,8	12	12	12	12	11
Średnia ważona (waga 1)	12	18	17	22	27	22	21	19
Średnia ważona (waga 2)	15	19	15	26	29	25	22	21
Wartość zadłużenia obsługiwana przez przeciętnego organizatora (w mln zł)								
Średnia arytmetyczna	181,7	311,7	256,1	404,8	508,8	501,9	552,7	626,5
Średnia ważona (waga 1)	362,6	821,7	742,4	1219,7	1548,7	1364,7	1328,5	1265,9
Średnia ważona (waga 2)	238,0	547,9	495,6	730,7	1122,2	927,3	1018,7	1027,5

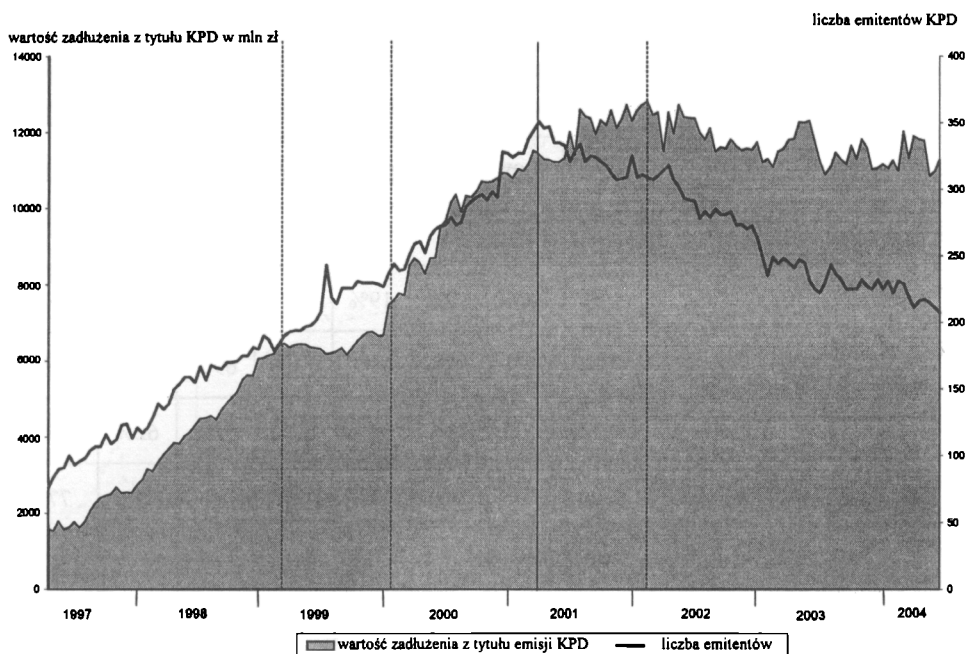
* średnia ważona dla wagi 1 – średnia ważona, gdzie wagą są udziały poszczególnych agentów emisji w ogóle zadłużenia; średnia ważona dla wagi 2 – średnia ważona, gdzie wagą są udziały poszczególnych agentów emisji w łącznej liczbie programów

Źródło: obliczenia własne na podstawie [Fitch Polska 1997-2004].

¹ Dwa ostatnie zaczęły działalność na rynku KPD w 1994 r. (por. [Styn 1997, s. 201]).

Od połowy 1997 r. informacje o rynku zaczęła zbierać agencja ratingowa CERA. Dzięki temu możliwe się stało obserwowanie zmian ilościowych na rynku (rys. 1). W tabeli 2 zostały przedstawione informacje o stanie rynku na koniec grudnia w kolejnych latach. Kierując się kryteriami ilościowymi, można wyróżnić dotychczas dwie najważniejsze fazy rozwoju rynku pozaskarbowych papierów dłużnych w Polsce:

- fazę rozkwitu (od 1992 r. do połowy 2001 r.),
- fazę stagnacji (od 2001 roku).



Rys. 1. Wartość zadłużenia i liczba emitentów na rynku KPD w okresie lipiec 1997-czerwiec 2004
Źródło: opracowanie własne na podstawie [Fitch Polska 1997-2004].

Faza rozkwitu składała się z kilku podokresów. Brak dokładnych danych nie pozwala na analizę pierwszego z nich, okresu pionierów. Drugi, okres naśladowców, charakteryzował się gwałtownym wzrostem liczby agentów przeprowadzających emisje KPD do 19 w kwietniu 1999 roku. Gwałtownie rosła również wartość zadłużenia z tytułu wyemitowanych KPD, czemu towarzyszył bardzo duży przyrost liczby emitentów (do ok. 194 podmiotów na koniec kwietnia 1999 r., gdy w połowie 1997 r. było ich ok. 76). Musiało się to przełożyć na spadek wiarygodności kredytowej emitentów, jednak zatomizowany rynek utrudniał efektywną wymianę informacji i

wycenę premii za ryzyko. Cechą charakterystyczną tego okresu był także wzrost wartości pojedynczych programów. Od roku 1996 wielkość limitu coraz częściej przekraczała 100 mln zł (np. Elektrim na 150 mln w czerwcu 1996 r. czy Ford Credit Europe w lipcu 200 mln zł), co przejawiało się stale rosnącą średnią wartością zadłużenia przypadającą na jednego emitenta. Tak duże programy sprawiły, że opłacalne, ale i konieczne stało się prowadzenie tabeli notowań wtórnego obrotu papierów komercyjnych. Bardzo dynamicznie rosła średnia wartość obsługiwane przez agentów zadłużenia (prawie dwukrotnie w okresie od maja 1997 r. do kwietnia 1999 r.), zwłaszcza liczona dla danych ważonych, co potwierdzało permanentną cechę tego rynku – wysoką koncentrację w kilku ośrodkach bankowych (tab. 3).

Tabela 3. Koncentracja na rynku usług organizowania KPD w Polsce w latach 1997-2004

Wskaźniki koncentracji	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	VI.2004
Liczba organizatorów	14	18	26	27	25	23	20	18
5 agentów – % wszystkich agentów	36%	28%	19%	19%	20%	22%	25%	28%
5 największych agentów – udział w obsłudze zadłużenia	75%	77%	68%	68%	73%	69%	67%	66%
5 największych agentów – udział w obsłudze programów	69%	61%	46%	50%	60%	57%	62%	65%
5 największych agentów – udział w plasowanych transzach	–	–	61%	63%	70%	72%	75%	77%
Współczynnik koncentracji L według wartości obsługiwane zadłużenia	0,513	0,630	0,643	0,648	0,675	0,642	0,595	0,550
Współczynnik koncentracji L dla ilości obsługiwanych programów	0,450	0,486	0,441	0,479	0,534	0,499	0,468	0,465
Współczynnik koncentracji L dla wartości plasowanych transz	–	–	0,601	0,682	0,739	0,767	0,656	0,632

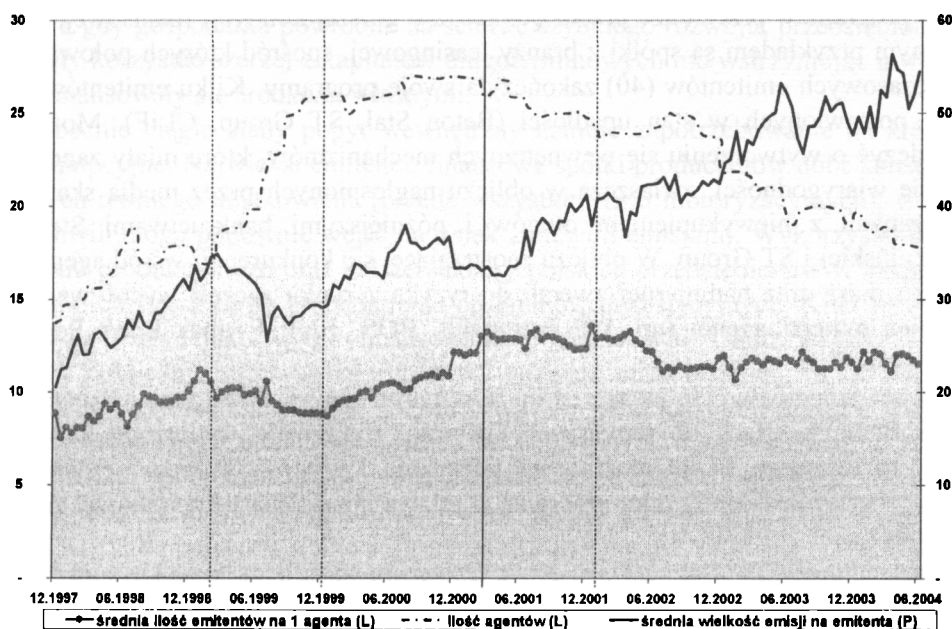
Źródło: obliczenia własne na podstawie [Fitch Polska 1997-2004].

Wkrótce potem następuje okres **owczego pędu** (od kwietnia 1999 do stycznia 2000 r.), kiedy to w bardzo krótkim czasie na rynek weszło około 10 nowych agentów, chcących zaistnieć na rynku. Plasowali oni pojedyncze programy coraz mniejszych emitentów, przez co drastycznie spadły wartości wskaźników opisujące rynek: średnia liczba emitentów przypadająca na jednego agenta oraz średnie zadłużenie jednego emitenta (rys. 2). Żywiłowa aktywność nowych banków – agentów była do tego stopnia nietypowa w historii rozwoju polskiego rynku KPD, iż jedynie

w tym okresie² dynamika zmian (w porównaniu do wartości z analogicznego okresu w poprzednim roku) liczby emitentów była wyższa niż dynamika zmian wartości zadłużenia.

Jednak gdy liczba podmiotów organizujących emisje osiągnęła poziom ok. 25 na przełomie lat 1999-2000, rozpoczyna się **etap stabilnego rozkwitu**. Wzrostowi liczby emitentów towarzyszył jednocześnie wzrost wartości zadłużenia z tytułu wyemitowanych papierów dłużnych. Do połowy tego okresu rósł średni poziom zadłużenia jednego emitenta do poziomu prawie 38 mln PLN (VIII.2000). Ten długookresowy trend wzrostowy utrzymywał się już do połowy 2004 r., towarzysząc wzrostowi liczby emitentów, co świadczyło o tym, iż na rynek wchodzi dużych emitentów, a już obecni na rynku w większym stopniu wykorzystują limity programów. Jak przystało na okres rozkwitu, pobite zostały wówczas dwa rekordy:

- liczby agentów (27 od lipca 2000 do lutego 2001),
- liczby emitentów (351 w kwietniu 2001).



Rys. 2. Parametry emisji KPD w Polsce w latach 1997-2004

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Fitch Polska 1997-2004].

Po osiągnięciu tych maksymalnych wyników rynek stopniowo zaczął przechodzić w fazę stagnacji. Okres przejściowy, do lutego 2002 r., gdy emitenci plasowali

² Należy pominąć tu pojedyncze okresy. Cecha ta charakteryzowała cały okres owczego pędu.

na rynku papiery o wartości przekraczającej 12,8 mld PLN, można by nazwać **okresem dominacji gigantów**, gdyż właśnie wówczas uruchomiono kilkanaście programów o maksymalnych limitach w wysokości 500 mln PLN i więcej. Wśród emitentów programów o wartości 1 mld PLN znalazły się: Elektrociepłownie Warszawskie, FIAT Polska, Grupa Volkswagen, TP SA i spółki z grupy Ford Credit Europe. Osiągnięty rekordowy poziom zadłużenia był o ok. 1,6 mld PLN powyżej poziomu, kiedy na rynku było aktywnych najwięcej w programów.

Spadek liczby agentów w tym okresie był efektem fuzji w polskim sektorze bankowym (Citibank przekazał portfel emitentów do Banku Handlowego, WBK połączył się z Bankiem Zachodnim, a Bank Śląski z ING Bankiem). W takiej sytuacji nazwa etapu nabiera podwójnego znaczenia, gdyż dominacja na rynku kilku największych banków (zwłaszcza Banku Handlowego i ING) jeszcze bardziej się nasiliła.

Właściwa faza stagnacji rynku, trwająca do dziś, cechowała się wychodzeniem z rynku zwłaszcza niewielkich, mało znanych podmiotów, ale również zamykaniem programów przez duże przedsiębiorstwa o gorszej kondycji finansowej. Klasyycznym przykładem są spółki z branży leasingowej, spośród których połowa dotychczasowych emitentów (40) zakończyła swoje programy. Kilku emitentów zostało postawionych w stan upadłości (Beton Stal, ST Group, CLiF). Może to świadczyć o wytworzeniu się wewnętrznych mechanizmów, które miały zapobiec utracie wiarygodności, zwłaszcza w obliczu nagłośnionych przez media skandali związanych z niewykupieniem długów i późniejszymi bankructwami Stoczni Szczecińskiej i ST Group. W obliczu zaostrzającej się konkurencji wśród agentów, spadku marż oraz nadmiernej awersji do ryzyka z rynku zaczęli wycofywać się również mniejsi agenci (np. LG Petrobank, BOŚ, BNP Paribas Bank Polska, Amerbank).

Warto jednak zwrócić uwagę na to, iż w tym trudnym okresie tacy agenci jak BISE Bank, należący do mniejszych agentów, efektywnie wykorzystują rynek KPD, rozszerzając swoje możliwości udzielania kredytów. Wbrew potocznym sądom nadal plasują na rynku programy o relatywnie niskiej wartości (często nie przekraczające 5 mld PLN).

Od ostatniego kwartału 2003 r. coraz częstszym sposobem pozyskiwania kapitału stał się rynek kapitałowy, przede wszystkim akcyjny (publiczny), jak również rynek długoterminowych obligacji. Przyczyniła się do tego głównie dobra koniunktura, oczekiwania na pozytywne konsekwencje wejścia Polski do Unii Europejskiej oraz potencjał kapitałowy zgromadzony w portfelach funduszy emerytalnych. „Modę na giełdę” umocniły również działania Ministerstwa Skarbu Państwa (*casus* PKO BP, WSiP) oraz napływ „gorącego pieniądza” z zagranicy.

Stabilizacja gospodarki, dążenie do spełnienia kryteriów konwergencji, spadek inflacji, oczekiwania na dalsze obniżanie stóp procentowych oraz wysokie bezrobocie i silna złotówka to czynniki, które sprawiały, iż przedsiębiorstwa wybierały

długoterminowe źródła kapitału. Na niekorzyść rynku KPD działały przede wszystkim: brak przejrzystości rynku, ograniczony dostęp do informacji o emitentach i ich ryzyku kredytowym oraz awersja do ryzyka przedsiębiorców. Ważne było również to, iż przedsiębiorstwa gromadziły na rachunkach płynne środki, jednak nie uruchamiały programów inwestycyjnych, obawiając się „kruchości” ożywienia gospodarczego.

Przygotowana w 1999 r. przez M. Nowaka [Nowak 1999] bardzo optymistyczna prognoza rozwoju rynku KPD w Polsce się nie spełniła. W przyjętych założeniach przede wszystkim przeceniono pozytywny wpływ reformy emerytalnej dla rynku krótkoterminowych papierów dłużnych. Według informacji podawanych w biuletynach Fitch Polska aktywność funduszy emerytalnych była znikoma (poniżej 5% udziału w rynku). Przyjęto również założenie, iż średnie tempo przyrostu zadłużenia emitentów będzie kształtować się na poziomie takim jak w latach 1997-2000, czyli ok. 62,5% (w wariancie optymistycznym)³. Autor oczekiwał dalszego szybkiego rozwoju gospodarczego Polski. Nastąpiło jednak ochłodzenie koniunktury, a gdy gospodarka powróciła na ścieżkę szybkiego rozwoju, przedsiębiorstwa zaczęły korzystać szerzej z kapitałów długoterminowych lub wstrzymując inwestycje, finansowały się środkami własnymi.

Obecnie ciągle słaby popyt wewnętrzny hamuje zapotrzebowanie na kredyty konsumpcyjne. Najwięksi emitenci, finansowe spółki producentów dóbr konsumpcyjnych trwałego użytkowania (przede wszystkim firm motoryzacyjnych), w każdej chwili mogą ponownie wejść na rynek z dużymi emisjami. Wykorzystanie potencjału produkcyjnego oraz dalsze sukcesy polskich przedsiębiorstw w eksporcie skłonią ich wreszcie do uruchomienia programów inwestycyjnych. KPD wówczas mogłyby służyć jako źródło finansowania pomostowego. Coraz większa liczba spółek publicznych przynoszących zyski pozwala mieć nadzieję, iż zaczną one wreszcie korzystać z kapitałów obcych (stając się beneficjentami dźwigni finansowej i efektu tarczy podatkowej) na rynkach otwartych (dyskontując zalety upublicznienia i w pewnym stopniu unikając konieczności uzyskiwania ratingu).

Czynniki te mogą odwrócić dotychczasowy, już prawie pięcioletni negatywny trend na rynku papierów komercyjnych. Autor przewiduje, iż liczba emitentów nie będzie już spadać i ustabilizuje się na poziomie 170-180, przy średnim zadłużeniu w wysokości 50-60 mln PLN na emitenta, co daje wartość rynku na poziomie 8,5-10,8 mld PLN. Jest to wariant pesymistyczny, przy założeniu, że nie nastąpią zmiany jakościowe, choćby przyjęcie zaleceń Grupy Kontaktowej ds. Rynku Pieniężnego przy Europejskim Banku Centralnym (por. [ACI-STEP TASK FORCE 2003; Pauka 2003]).

³ Dla wariantu pesymistycznego przyjęto wartość 20%.

Literatura

- ACI-STEP Task Force, *The Short-term Paper Market in Europe. Proposals and recommendations for the development of a pan-European market*, Frankfurt a/Main, grudzień 2003; raport ze strony: <http://www.ecb.int/ecb/pdf/cons/aci/acicons.pdf> (dn. 17.03.2005r.).
- Alworth J.S., Borio C.E.V., *Commercial Paper Markets: Survey*, BIS Economic Papers No. 37 – April 1993.
- British Bankers' Association, *London Market Guidelines. Commercial Paper*, Londyn, kwiecień 2000.
- Deutsche Bundesbank, „Monatsbericht” maj 1993.
- Dziawgo D., *Bony komercyjne na polskim rynku finansowym – wybrane aspekty w działalności bankowej*, „Bank i Kredyt” 1998, nr 4.
- Fitch Polska, *Rating & Rynek. Przegląd rynku pozarządowych instrumentów dłużnych*, numery z lat 1997-2004.
- Gopinath S., *Issues in Strengthening Commercial Paper Market*, Reserve Bank of India Bulletin, luty 2005.
- Lasocki M., *Pora na obligacje przedsiębiorstw*, „Nowa Europa” z 21.02.1997.
- Nowak M., *Emisja papierów komercyjnych w Polsce*, TWIGGER, Warszawa 1999.
- Nowak M., *Pozabankowy rynek pieniężny*, [w:] *Rynek pieniężny w Polsce: stan i perspektywy*, red. Z. Polański, „Transformacja Gospodarki” nr 84, IBnGR, Warszawa 1997.
- Nowak M., *Pozabankowy rynek pieniężny*, [w:] *Rynek pieniężny w Polsce w końcu lat dziewięćdziesiątych: stan i perspektywy*, red. Z. Polański, Zeszyty IBnGR, zeszyt nr 24, IBnGR, Warszawa 1999.
- Pauka M., *Dostosowanie polskiego rynku krótkoterminowych papierów dłużnych do wymogów Unii Europejskiej*, [w:] *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia. Tendencje światowe a rynek polski*, red. K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec, Prace Naukowe AE we Wrocławiu nr 991, Wrocław 2003.
- Rose P.S., *Money and Capital Markets. The Financial System In an Increasingly Global Economy*, Irwin, Burr Ridge 1994.
- Rustemeyer R., *Commercial Paper in Österreich. Die Sicht des Emittenten*, Bank-Archiv. „Österreichischen Bankwissenschaftlichen Gesellschaft” 1993, nr 4 (Jg. 41).
- Sławiński A., Osipiński J., *Polski rynek pieniężny '95*, „Bank i Kredyt” 1996, nr 7-8.
- Styn I., *Papiery komercyjne zabezpieczone aktywami jako forma finansowania przedsiębiorstwa*, [w:] *Bankowe i pozabankowe źródła finansowania gospodarki*, red. J. Głuchowski, I. Ohl, materiały pokonferencyjne Ogólnopolskiej Konferencji Katedr Finansów w 1995 r., Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 1997.
- Z. Zawadzka, *Aktualne tendencje w bankowości światowej*, [w:] *Banki w Polsce. Wyzwania i tendencje rozwojowe*, red. W.L. Jaworski, Poltext, Warszawa 2001.

ANALYSIS OF CHANGES ON THE COMMERCIAL PAPER MARKET IN POLAND

Summary

There has been a downward trend on the nonpublic short-term debt securities in Poland in the last three years. The author conducts quantity analysis of the changes on the commercial paper market and identifies the phases of its development. He also makes some effort to find factors which influence the market today and in the future.