

Maciej Pawłowski

Ograniczenia w substytucji kredytu bankowego emisją obligacji przez małe i średnie przedsiębiorstwa

Ekonomiczne Problemy Usług nr 102, 512-519

2013

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

MACIEJ PAWŁOWSKI
Uniwersytet Szczeciński

OGRANICZENIA W SUBSTYTUCJI KREDYTU BANKOWEGO EMISJĄ OBLIGACJI PRZEZ MAŁE I ŚREDNIE PRZEDSIĘBIOSTWA¹

Wprowadzenie

Fundamentalne znaczenie małych i średnich przedsiębiorstw w rozwoju współczesnych gospodarek narodowych jest przedmiotem zainteresowania wielu badaczy. Ukierunkowanie świata nauki i praktyki gospodarczej na poddawaną analizie grupę przedsiębiorstw zdeterminowane jest przede wszystkim wielkością sektora małych i średnich przedsiębiorstw na tle ogólnej liczby podmiotów gospodarczych, jego udziałem w tworzeniu nowych miejsc pracy oraz kreowaniu produktu krajowego brutto. Funkcjonowaniu i rozwojowi sektora małych i średnich przedsiębiorstw towarzyszą jednak liczne ograniczenia, wśród których szczególne miejsce zajmuje dostępność kapitału. Jak wskazują doświadczenia rynkowe, niemal 75% inwestycji realizowanych przez małe i średnie przedsiębiorstwa pochodzi ze środków własnych, stanowiąc tym samym poważny czynnik ograniczający ich dalszy rozwój. Drugim w kolejności instrumentem finansowania rozwoju omawianych przedsiębiorstw jest kredyt bankowy z 17% udziałem w finansowaniu inwestycji².

W związku z powyższym, celem artykułu jest przegląd i wskazanie czynników ograniczających wykorzystanie emisji obligacji w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw. Podjęta problematyka koncentruje się w pierwszej kolejności na określeniu atrakcyjności emisji obligacji względem kredytu bankowego, nakreślając przesłanki dla substytucji obu instrumentów finansowania. Następnie podejęto problem zestawienia cech charakteryzujących małe i średnie przedsiębiorstwa z procesem emisji obligacji, identyfikując potencjalne bariery w wykorzystaniu tej metody finansowania w analizowanym sektorze przedsiębiorstw.

¹ Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki w ramach grantu nr N N113 344740, nt. *Uwarunkowania rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce* (umowa nr ODW-3447/B/H03/2011/40).

² *Wspomaganie i finansowanie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw*, red. M. Matejun, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2011, s. 311.

1. Teoretyczne podstawy obligacji korporacyjnych

W świetle regulacji prawnych³, obligacja stanowi emitowany w serii papier wartościowy poświadczający zobowiązanie dłużne emitenta wobec posiadacza obligacji, którego realizacja następuje w formie świadczenia pieniężnego lub świadczenia niepieniężnego. Spełnienie zobowiązania wynikającego z emisji papierów dłużnych w formie świadczenia pieniężnego opiera się na potrąceniu dyskonta lub okresowej wypłacie odsetek od nominału obligacji oraz wykupu instrumentu w terminie jego zapadalności. W odniesieniu do rozwiązań o charakterze niepieniężnym, przyjmuje się natomiast, że katalog dopuszczalnych świadczeń emitenta na rzecz obligatariuszy jest w obecnym stanie prawnym otwarty i właściwie każde zobowiązanie prawnie dopuszczalne może być zaciągnięte w postaci emisji obligacji⁴.

Uściślenia wymaga jednak to, że charakter świadczeń wyrażonych treścią papieru wartościowego uwarunkowane są przede wszystkim rodzajem podmiotu emisyjnego, którym w świetle obowiązujących regulacji prawnych mogą być⁵:

- podmioty prowadzące działalność gospodarczą, posiadające osobowość prawną, z uwzględnieniem spółek komandytowo-akcyjnych oraz międzynarodowych instytucji finansowych, których członkiem jest alternatywnie: Rzeczpospolita Polska, Narodowy Bank Polski, państwo członkowskie OECD, bank centralny takiego państwa lub instytucje finansowe prowadzące działalność na podstawie umów zawartych z Polską, regulujących sposób emisji obligacji na terenie kraju (wyróżnione podmioty dokonują emisji *obligacji korporacyjnych*),
- spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe oraz Krajowa Spółdzielnia Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa (które przynależą do emitentów *obligacji spółdzielczych*),
- jednostki samorządu terytorialnego (gminy, powiaty, województwa) i ich związki oraz miasto stołeczne Warszawa (emitujące *obligacje komunalne*),
- inne podmioty posiadające osobowość prawną, upoważnione do emisji obligacji na podstawie odrębnych ustaw (w tej kategorii instrumentów wyróżnia się m.in. *obligacje skarbowe* oraz *obligacje Narodowego Banku Polskiego*).

Najszerze możliwości co do wyboru rodzaju świadczenia deklarowanego w ramach emisji obligacji mają emitenci obligacji korporacyjnych, w przypadku których podstawową determinantą jest forma prawna prowadzonej działalności⁶.

³ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, DzU 2001, nr 120, poz. 1300, z późn. zm.

⁴ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, LexisNexis Polska sp. z o.o., Warszawa 2010, s. 18. We wspomnianym aspekcie identyfikuje się jednak trzy podstawowe rozwiązania:

- konwersja obligacji na akcje emitenta (tzw. obligacje zamienne),
- przyznanie prawa pierwszeństwa w objęciu akcji z nowej emisji (tzw. obligacje z prawem pierwszeństwa),
- przyznanie prawa do udziału w przyszłym zysku emitenta (tzw. obligacje partycypacyjne).

⁵ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach...

⁶ Np. emitent obligacji prowadzący działalność w formie spółki akcyjnej uprawniony będzie do sformułowania świadczeń we wszystkich trzech zakresach. Emitent prowadzący działalność

Powyższe uprawnienia do przytoczenia kryteriów klasyfikacji obligacji, wykraczających poza ustawowy, dwukierunkowy podział, bazujący na charakterze świadczenia oraz osobie emitenta. W praktyce gospodarczej występuje niezwykle bogaty katalog różnorodnych konstrukcji obligacji różniących się pomiędzy sobą m.in. terminem wymagalności, sposobem oprocentowania, sposobem generowania dochodu, zakresem i rodzajem zabezpieczenia interesów obligatariuszy, walutą czy zasięgiem emisji⁷.

Emisja obligacji korporacyjnych w zamierzeniu przedsiębiorstwa ma dostarczyć funduszy celem zabezpieczenia finansowych potrzeb rozwojowych przedsiębiorstwa, restrukturyzacji dotychczasowego zadłużenia, a nawet – finansowania bieżącej działalności operacyjnej. Dobór określonego instrumentu finansowania przedsiębiorstwa jest rezultatem oddziaływania wielu czynników (wewnętrznych i zewnętrznych), warunkujących dostępność kapitału i jego cenę. Z uwagi na przyjęty cel artykułu, dylematy w sferze wyboru instrumentu finansowania oparte są na analizie atrakcyjności emisji obligacji względem kredytu bankowego z punktu widzenia przedsiębiorstwa–kapitałobiorcy.

2. Obligacja jako instrument substytucji kredytu bankowego

Wykorzystanie obligacji w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa dostarcza zasilenia finansowego o charakterze dłużnym, zmieniającym strukturę pasywów emitenta po stronie zobowiązań. Charakter analizowanego instrumentu stanowi więc podstawę dla porównań obligacji względem kredytu bankowego. Przyjęty kierunek analizy spójny jest również z prezentowanymi w literaturze przedmiotu modelami systemu finansowego, gdzie wyróżnia dwie podstawowe kategorie – systemy finansowe zorientowane bankowo oraz systemy finansowe o dominacji rynku kapitałowego. Rozróżnienie bazowych struktur finansowych, funkcjonujących w gospodarce narodowych dotyczy równocześnie wyboru jednego z dwóch zasadniczych modeli finansowania dłużnego przedsiębiorstw⁸:

- finansowania pośredniego, charakterystycznego dla systemu finansowego z dominacją sektora bankowego, w którym podstawową formą zasilenia finansowego przedsiębiorstw jest kredyt bankowy,
- finansowania bezpośredniego, właściwego dla systemów finansowych bazujących na rynku kapitałowym, gdzie przedsiębiorstwa pozyskują zwrotne środki

ność w formie spółki z o.o. nie będzie natomiast uprawniony do emisji obligacji zamiennych czy też wykorzystania obligacji z prawem pierwszeństwa. W przypadku pozostałych emitentów, możliwości zastąpienia świadczeń pieniężnych prawami o charakterze niepieniężnym są właściwie wyłączone, z uwagi na status prawny pomiotu emisyjnego.

⁷ Dokładnej charakterystyki wyróżnionych kryteriów podziału obligacji dokonano w pracy: D. Dziawgo, *Rynek finansowy. Istota–instrumenty–funkcjonowanie*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2007, s. 121–128. W związku z zakresem opracowania i jego celem istotne jest jedynie wskazanie na różnorodny charakter instrumentu finansowego jakim jest obligacja.

⁸ G. Łukasik, *Strategie finansowania rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2010, s. 138.

finansowe przede wszystkim w ramach emisji obligacji.

Zasadniczym kryterium rozgraniczającym obie formy zasileń dłużnych jest struktura wierzycieli oraz zasób informacji towarzyszący transakcjom finansowym. W pośrednim modelu alokacji kapitału dochodzi do finansowania powiązanego (relacyjnego), które kreuje trwałą zależność finansową przedsiębiorstwa względem banku udostępniającego kapitał. Transakcje finansowe realizowane w tym modelu poparte są publicznie dostępnymi informacjami, dodatkowo pogłębionymi o indywidualny monitoring przeprowadzany przez wierzyciela. Stosunki finansowe zawierane w ramach finansowania bezpośredniego mają natomiast charakter finansowania na dystans, charakteryzującego się luźnymi relacjami przedsiębiorstwa z rozproszoną i zmienną bazą kapitałodawców. W tym przypadku, podmioty udostępniające kapitał dysponują ograniczonym zasobem publicznych informacji⁹, który jest zeterminowany uregulowaniami prawnymi i stosownymi regulaminami.

Z natury powiązań dłużnych, występujących w obu systemach finansowania przedsiębiorstw, wynikają również implikacje w sferze efektywnej kontroli sposobu wykorzystania kapitału. Fundusze pozyskane w ramach finansowania pośredniego podlegają bieżącemu monitoringowi (nadzorowi) realizowanemu przez bank w trakcie trwania stosunku kredytowego i w określonych sytuacjach finansującymemu przysługuje możliwość postawienia zobowiązania w stan natychmiastowej wymagalności¹⁰. Odwrotna sytuacja dotyczy finansowania za pośrednictwem emisji obligacji, w przypadku której możliwości kontroli wydatkowania przekazanych emitentowi funduszy są niezwykle ograniczone (o ile w ogóle występują), a obligatariuszom nie przysługuje prawo żądania zwrotu wniesionego kapitału¹¹.

Podkreślając atrakcyjność emisji obligacji względem kredytu bankowego, należy zwrócić uwagę na zakres potencjalnych instrumentów oraz poziom elastyczności w kontekście kształtowania warunków pozyskania kapitału. Niezwykle różnorodności form obligacji przeciwstawić należy prawnie wystandaryzowaną umowę kredytu bankowego, która w praktyce gospodarczej wykazuje różnice głównie w: wysokości przypisanego im oprocentowania, okresie finansowania, częstotliwości dokonywania spłat czy też sposobie zabezpieczenia wiarygodności. W prowadzonej charakterystyce uwzględnić należy również fakt, że polityka kredytowa banków, a w tym treść transakcji kredytowych, obwarowana jest restrykcjami prawnymi, rekomendacjami międzynarodowymi oraz polityką monetarną państwa. W związku z tym stosunki kredytowe każdorazowo nacechowane będą ograniczeniami, których nie obserwuje się w odniesieniu do emisji obligacji korporacyjnych.

Wspomnianą elastyczność emisji obligacji obrazuje właściwie nieograniczona swoboda emitenta w kształtowaniu relacji z przyszłymi wierzycielami. Modelowanie stosunku dłużnego pierwszoplanowo dotyczy trzech podstawowych parametrów:

- ogólnej wartości długu (z uwzględnieniem jednostkowej wartości nominalnej każdego instrumentu),
- przedziału czasu, na jaki pozyskuje się kapitał,
- sposobu i wysokości ustalania dochodu dedykowanego inwestorom.

⁹ M. Stradomski, *Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010, s. 119–121.

¹⁰ G. Łukasik, *Strategie finansowania...*, s. 140.

¹¹ Oczywiście przy założeniu, że emitent wywiązuje się terminowo z podjętych zobowiązań.

W pierwszym aspekcie, dotyczącym wielkości absorbowanych funduszy, emisja obligacji (w odróżnieniu od kredytu bankowego) stwarza szansę na zgromadzenie potencjalnie nieograniczonych zasobów finansowych. Z uwagi na zdywersyfikowaną grupę wierzycieli, przedsiębiorstwo jest w stanie pozyskać finansowanie przekraczające możliwości pojedynczego inwestora¹². Dodatkowo, w obszarze rynku obligacji korporacyjnych nie funkcjonuje pojęcie *zdolności kredytowej*, a więc wartość oferty papierów dłużnych kierowanych na rynek kapitałowy nie jest limitowana wartością składników bilansowych (lub sytuacją ekonomiczną) jaką dysponuje emitent¹³.

Emisję obligacji na tle innych form zadłużenia wyróżnia okres, na jaki pozyskiwane są fundusze. Uznaje się, że emisja papierów dłużnych wyposaża przedsiębiorstwo w zasoby finansowe, których termin wymagalności znaczenie przekracza finansowanie dostępne z banku.

Dylematy kształtowania struktury emisji obligacji dotyczą również wysokości i sposobu ustalania dochodu inwestorów, co jednoznacznie przekłada się na koszty obsługi kapitału obcego. W przypadku emisji obligacji przedsiębiorstwo ma możliwość sterowania kosztem pozyskania kapitału poprzez wybór konstrukcji instrumentu, który w sposób najbardziej właściwy odpowiadał będzie celowi jego wykorzystania oraz zaspokajał będzie interesy grona inwestorów. Dotyczyć to może m.in. zastosowania szczególnych form obligacji, w których emitent zabezpiecza się przed wzrostem stóp procentowych (np. obligacje z opcją wcześniejszego wykupu) lub zastępuje świadczenie pieniężne świadczeniem o charakterze niepieniężnym (obligacje zamienne lub obligacje partycypacyjne), nie ponosząc tym samym okresowych kosztów obsługi długu. W analizowanym aspekcie, umowy kredytowe każdorazowo cechuje określony wskaźnik oprocentowania zależny od sytuacji kapitałobiorcy oraz poziomu indeksu, na jakim bazuje koszt odsetkowy. Warto również zaznaczyć, że towarzyszące stosunkom kredytowym oprocentowanie pokrywa nie tylko koszt pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwo, ale uwzględnia także koszty wynagrodzenia banku oraz koszty utworzenia prawnie wymaganych rezerw obowiązkowych. Stad też domniemywać można, że poziom odsetek oferowanych w ramach emisji obligacji jest relatywnie niższy.

Poruszając wątek kosztu emisji obligacji względem kosztu finansowania bankowego, podkreślenia wymaga kluczowa kwestia zabezpieczenia roszczeń wierzycieli. W świetle obowiązujących regulacji prawnych, wykazywanie zabezpieczenia dla emitowanych papierów dłużnych ma charakter fakultatywny, co oznacza, że emitent obligacji nie ma obowiązku oznaczenia źródła zaspokojenia wierzycieli. W przypadku umowy kredytowej natomiast zabezpieczenie spłaty zobowiązania ma charakter obligatoryjny, podwyższający koszty finansowania i nierzadko ograniczający dostępność tej metody finansowania.

¹² Np. w przypadku sektora bankowego funkcjonują limity koncentracji kapitału determinujące maksymalną wartość zaangażowania kapitałowego w pojedyncze przedsięwzięcie (przedsiębiorstwo).

¹³ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2008, s. 38–39.

Cenioną przez emitentów obligacji właściwością tych instrumentów jest różnorodność technik przeprowadzania oferty walorów. Przez emisję papierów dłużnych kapitałobiorca może zsynchronizować terminy i wysokość pozyskiwanych środków finansowych z etapami realizowanej inwestycji, gdyż program emisji obligacji uwzględniać może podział na transe i serie uruchamiane w miarę postępowania procesu inwestycyjnego (wykazywanych niedoborów w sferze finansowania projektu)¹⁴.

Równie interesującym aspektem emisji obligacji w kontekście ich wykorzystania w finansowaniu inwestycji jest przesunięcie w czasie spłaty kapitału. W wyniku powyższego obciążenie przedsięwzięcia w fazie rozwoju jest niewielkie i dotyczy wyłącznie obsługi bieżących płatności względem obligatariuszy. Odwrotna sytuacja wiąże się z obsługą kredytu bankowego, w przypadku którego spłata kapitału uruchamiana jest właściwie wraz z rozpoczęciem procesu finansowania¹⁵.

Emisja obligacji nabiera szczególnie znaczenia w sferze finansowania kapitałem obcym projektów o podwyższonym lub wysokim profilu ryzyka, wynikającym ze specyfiki podejmowanego przedsięwzięcia, sytuacji emitenta długu czy rynkowej dekonjunkury w branży lub w skali całej gospodarki. Dostępność finansowania bankowego jest wówczas mocno ograniczona, a szansę pozyskania kapitału stanowi emisja papierów dłużnych. Oczywiście, o skuteczność pozyskania kapitału w taki sposób przesądzają parametry emisji (głównie w zakresie wysokości oferowanego dochodu oraz poziomu zabezpieczenia interesu obligatariuszy) oraz charakterystyka emitenta i finansowanego przez niego przedsięwzięcia. W skrajnym przypadku model finansowania dłużnego na podstawie emisji papierów wartościowych dotyczy segmentu obligacji śmieciowych.

3. Identyfikacja barier dostępu małych i średnich przedsiębiorstw do finansowania na rynku obligacji korporacyjnych

Rozważając możliwość wykorzystania emisji obligacji w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw, w pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę na wysokie koszty transakcyjne powiązane z przygotowaniem i przeprowadzeniem oferty papierów dłużnych. Emisja obligacji wiąże się bowiem z ponoszeniem wydatków z tytułu zatrudnienia podmiotów wspomagających organizację, przygotowanie, przeprowadzenie i obsługę emisji (m.in. koszty doradztwa prawnego, finansowego i podatkowego; wynagrodzenie agenta emisji i agencji ratingowej; koszty rejestracji i ewidencji papierów wartościowych w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych)¹⁶. W literaturze wskazuje się również na takie pozycje kosztów jak kwestia

¹⁴ J. Grzywacz, *Kapitał w przedsiębiorstwie...*, s. 39.

¹⁵ W szczególnych przypadkach bank zaoferować może okres karencji – przesunięcia terminu rozpoczęcia spłaty kapitału. Niemniej jednak w żadnym przypadku nie będzie on równy okresowi odroczenia spłaty do terminu wymagalności zobowiązania, jak w odniesieniu do obligacji.

¹⁶ B. Kołosowska, M. Buszko, *Obligacje korporacyjne jako źródło finansowania małych i średnich przedsiębiorstw – uwarunkowania, ryzyko, rozwój*, w: *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro, małych i średnich przedsiębiorstw – MIKROFIRMA 2012*, red. J. Buko, Ze-

pozyskania, selekcji i oceny informacji oraz niezwykle istotne koszty redukcji niepewności¹⁷. Podkreślić jednak należy, że wysokość wyróżnionych pozycji zależy od indywidualnych negocjacji emitenta z agentem emisji obligacji, warunków dotychczas realizowanych umów, historii i jakości współpracy obu podmiotów, ale również – stopnia złożoności struktury emisji obligacji. Istotne jest również, że w pewnej części omawiana grupa kosztów ma charakter kosztów stałych – niezależnych od wartości gromadzonych funduszy. Pojawia się zatem możliwość wykorzystania efektu skali, czyli relatywnego obniżenia kosztów dostępu do kapitału w drodze zwiększenia wartości absorbowanych środków finansowych. Równocześnie część analizowanej grupy kosztów występuje jednorazowo (np. koszty przygotowania dokumentu informacyjnego), co dodatkowo może obniżyć ponoszone koszty pozyskania funduszy w przyszłości¹⁸.

Na tle powyższego, zarysowuje się problem związany z potencjalnym wykorzystaniem efektu skali. W odniesieniu do dyskutowanej grupy podmiotów pojawia się kwestia emisji obligacji o względnie małych wartościach, zwyczajowo odpowiadających potrzebom finansowym determinowanym skalą prowadzonej działalności (wielkością podmiotu). Dochodzi wówczas do sytuacji, w której koszty emisji obligacji okazują się mało atrakcyjne, gdyż rozkładają się na niewielką liczbę jednostek.

Cechą dodatkowo charakteryzującą potencjalne emisje obligacji małych i średnich przedsiębiorstw, wynikającą bezpośrednio z wielkości emisji, jest krótki czas zapadalności instrumentów oraz ograniczona skala realizowanej emisji instrumentów. Wyróżnione problemy dotyczą głównie opłacalności inwestycji w określoną grupę instrumentów oraz kwestii skuteczności emisji obligacji. W pierwszym aspekcie należy dostrzec, że krótki termin zapadalności instrumentów implikuje niższą rentowność oraz mniejszą płynność instrumentów, co dodatkowo obniża ich atrakcyjność inwestycyjną. W świetle wspomnianego, grono potencjalnych inwestorów ulega wyraźnemu zawężeniu, gdyż oferta papierów wartościowych o niewielkim nominale i oprocentowaniu nie budzi zainteresowania ze strony inwestorów instytucjonalnych¹⁹.

Rozważając skuteczność emisji obligacji należy zwrócić uwagę na rynkową historię potencjalnego emitenta. Jak wskazano w dotychczasowych rozważaniach, emisja długu dostarcza rozproszonego grona kapitałodawców, kierujących się w swych decyzjach subiektywnymi przesłankami inwestycyjnymi. Niemniej jednak, za najbardziej istotne uznaje się znajomość i pozycję emitenta na rynku, w którym funkcjonuje. W tym przypadku, małe i średnie przedsiębiorstwa mogą

szyty Naukowe nr 695, Ekonomiczne Problemy Usług nr 80, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2012, s. 304.

¹⁷ G. Łukasik, *Strategie finansowania...*, s. 147.

¹⁸ Określenie w *przyszłości* odnosi się do sytuacji, gdy warunki emisji obligacji przewidują uruchomienie kolejnych serii/transzy tych instrumentów w ramach emisji walorów, której dotyczy sporządzona dokumentacja.

¹⁹ Ocena ryzyka inwestycyjnego w przypadku nominalnie małych emisji papierów wartościowych o krótkich terminach zapadalności jest niemalże taka sama, jak w przypadku długoterminowych emisji wielkonominatowych. Stąd, z uwagi na nakład czasu i koszt ponoszony w związku z analizą inwestycji, bardziej korzystne dla funduszy inwestycyjnych czy towarzystw emerytalnych są *duże* emisje.

charakteryzować się wspomnianym zespołem cech, jednak zdecydowanie bardziej w skali lokalnej niż krajowej. Ponadto, ocena atrakcyjności inwestycyjnej walorów bazuje na historycznych wynikach finansowych oraz ich prognozach na przyszłość. Pojawia się tu bariera w postaci ujawnienia danych finansowych przez potencjalnych emitentów, ale również – wyjątkowa zmienność sytuacji finansowej małych i średnich przedsiębiorstw dyktowana ich szczególną wrażliwością na warunki otoczenia rynkowego.

Ograniczenia w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw na rynku obligacji korporacyjnych dotyczyć mogą również długości i stopnia skomplikowania procedury emisyjnej. Dodatkowym czynnikiem komplikującym i wydłużającym proces finansowania jest kwestia zasobów kadrowych, które w przypadku małych i średnich przedsiębiorstw nie są w stanie zaangażować się w proces emisji²⁰. W tej sytuacji, zasilenie w kapitał obrotowy za pomocą emisji długu traci na znaczeniu.

Podsumowanie

Na podstawie rozważań teoretycznych odnoszących się do potencjalnych możliwości emisji obligacji przez małe i średnie przedsiębiorstwa, sformułować można dwa podstawowe wnioski. Pierwszy dotyczy tego, że emisję obligacji należy uznać za atrakcyjny instrument substytucji kredytu bankowego. Niemniej jednak, uwarunkowania formalno-organizacyjne w połączeniu ze specyfiką małych i średnich przedsiębiorstw, skutkują ograniczonymi możliwościami efektywnego wykorzystania emisji długu w analizowanym sektorze przedsiębiorstw. Można więc przyjąć, że pomimo niewątpliwych walorów emisji obligacji, jest ona instrumentem dedykowanym dużym podmiotom gospodarczym, ewentualnie średnim przedsiębiorstwom.

LIMITATIONS OF CORPORATE BOND ISSUANCE AS A SUBSTITUTION OF BANK CREDIT TO SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES Summary

The article analyses the limitations of corporate bond issuance as a substitution of bank credit to small and medium-sized enterprises. The first part of the article summarizes the characteristics of the bank loan with the characteristics of the corporate bonds, in order to determine the attractiveness of corporate bonds in terms of financing companies. Then, the paper considers the possibilities of issuing bonds for small and medium-sized enterprises, including the specificities of these companies.

Translated by Maciej Pawłowski

²⁰B. Kołosowska, M. Buszko, *Obligacje korporacyjne...*, s. 305.