

**Marian Malczyk**

# **ZNACZENIE PAPIERÓW KOMERCYJNYCH W STRUKTURZE ŹRÓDEŁ KRÓTKOTERMINOWEGO FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTWA**

## **1. Wstęp**

Bank, w celu ograniczenia ryzyka kredytowego związanego z pożyczaniem pieniędzy, wprowadził nową usługę – jaką jest pośrednictwo w emisjach krótkoterminowych papierów komercyjnych. Finansowanie kredytem jest finansowaniem pośrednim z racji uczestnictwa banku jako pośrednika w przepływie i dostępie do funduszy bankowych i rynkowych – klienteli banku. Taki krótkoterminowy dług pośredni charakteryzuje się następującymi parametrami<sup>1</sup>:

- krótki okres wymagalności zobowiązań,
- efektywny monitoring i skoncentrowana kontrola inwestycyjna dająca efekt monopolu informacyjnego.

Emisje w tym zakresie są powiązane z teorią pośrednictwa finansowego, w której bank jest pośrednikiem w obsłudze programu emisji i jest instytucją koordynującą pozyskanie pieniądza. Podstawową zasadą bankową wynikającą z teorii pośrednictwa jest w przypadku kredytu bankowego pośredniczenie pomiędzy kredytobiorcą a depozytariuszem, a w przypadku krótkoterminowych papierów komercyjnych pośredniczenie pomiędzy emitentem i inwestorem.

Z drugiej strony przedsiębiorstwo spotyka się z warunkami finansowymi, które powodują jego skłonność do emisji. Są potrzeby finansowania związane z wyczerpywaniem się własnych źródeł wewnętrznych oraz kredytów bankowych i kupieckich. Towarzyszyć temu procesowi może również chęć do minimalizacji kosztów finansowania.

Wyczerpywanie się źródeł finansowania wewnętrznego przedsiębiorstwa będzie z kolei związane z teorią hierarchii. Takie działanie pokrywa się z teorią hierarchii finansowania S. Myers<sup>2</sup>. Zastosowano do analizy teorie hierarchii metod

---

<sup>1</sup> M. Stradomski, *Zarządzanie strukturą zadłużenia przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2004, s. 61.

<sup>2</sup> S. Myers, *Capital Structure Puzzle*, NBER Working Paper Series, Working Papers nr 1393, July 1984.

finansowania (parking order theory). Wynika to ze względów praktycznych, do których zaliczam preferencje dyrektora finansowego dla finansowania dłużnego i swobodę decyzji menadżerskiej. Celem takiego sposobu finansowania opartego na teorii źródeł finansowania nie jest optymalizowanie struktury kapitałowej, ale szukanie najtańszych źródeł finansowania. Za takim rozumowaniem stoi również fakt, że polskie firmy wykorzystują w całości wewnętrzne źródła finansowania do działalności bieżącej i rozwojowej. Dopiero gdy wyczerpią się źródła wewnętrzne, sięgają po krótkoterminowe finansowanie zewnętrzne. W teorii tej firma nie ma dobrze zdefiniowanego celu w zakresie struktury kapitału. Teoria hierarchii źródeł finansowania zasadza się na informacji asymetrycznej, że menedżerowie wiedzą więcej o sytuacji w przedsiębiorstwie niż zewnętrzni inwestorzy. Ta asymetryczna informacja wpływa na wybór pomiędzy zewnętrznymi i wewnętrznymi źródłami finansowania. Głównymi tezami tej teorii są<sup>3</sup>:

- 1) preferuje się wewnętrzne źródła finansowania – zysk<sup>4</sup>,
- 2) jeśli przedsiębiorstwo nie posiada dostatecznych wewnętrznych źródeł własnych wynikających z fluktuacji pieniędzy, wówczas zaczyna emisje od bezpiecznych papierów dłużnych,
- 3) występuje zjawisko polegające na większej skłonności do emisji papierów dłużnych przez słabsze przedsiębiorstwa niż przez mocne – o niskim udziale długu zewnętrznego,
- 4) teoria ta dobrze służy dużym ustabilizowanym przedsiębiorstwom które też dokonują krótkoterminowych papierów komercyjnych.

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie znaczenia krótkoterminowych papierów komercyjnych na tle źródeł krótkoterminowego finansowania przedsiębiorstwa, w tym szczególnie kredytu bankowego i kredytu kupieckiego.

## **2. Rozwój rynku krótkoterminowych papierów komercyjnych w Polsce w latach 1992–2005, z symptomami zmięczenia po roku 2001**

Polski rynek krótkoterminowych papierów dłużnych rozwijał się od emisji bonów pieniężnych, która nastąpiła w maju 1991 roku<sup>5</sup>. Było to momentem prze-

---

<sup>3</sup> Opracowano na podstawie R.A. Brealey, S.C. Mayers, *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, t. 1, PWN 1999, s. 684–689. Dostosowałem do warunków polskich, zakładając u emitenta krótkoterminowych papierów komercyjnych brak wypłat dywidend z zysku.

<sup>4</sup> Według A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1998, s. 33, należy uwzględnić jako źródło finansowania również odpisy amortyzacyjne, wpływy ze sprzedaży krótkoterminowych papierów wartościowych oraz sprzedaż-zbycie zbędnych aktywów trwałych.

<sup>5</sup> G. Zatryb, *Funkcjonowanie rynku pieniężnego w Polsce – instrumenty i mechanizmy*, Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa 1994, s. 40.

łomowym w kreacji nowych instrumentów rynku pieniężnego. Bony pieniężne utorowały drogę bonom skarbowym Ministerstwa Finansów, co było oznaką powstania drugiego segmentu rozwijającego się rynku pieniężnego. Inicjatorem emisji polskich commercial paper był Polski Bank Rozwoju, który w 1992 r. przeprowadził pierwszą emisję papierów pod nazwą „bonów komercyjnych”. Były to 60-dniowe krótkoterminowe papiery komercyjne Próchnika S.A. Natomiast pierwszym niegieldowym przedsiębiorstwem, które nie miało zagranicznego partnera, a wyemitowało papiery komercyjne, była Fabryka Elektrofiltrów z Pszczyny. Emisji tej dokonano w październiku 1995 r.<sup>6</sup> Jej powodzenie spowodowało wzrost zainteresowania tą formą pozyskiwania środków pieniężnych wśród innych spółek niegieldowych.

Po początkowym okresie rozwoju rynku, trwającym nieprzerwanie od 1992 roku do 2001, następuje odwrót w emisjach krótkoterminowych papierów komercyjnych w wyniku czego w 2005 roku osiągnięto tylko 4,8 mld zł. Należy dodać, że początkowe lata (1992–1995) były początkiem emisji, a rynek na koniec roku był z zadłużeniem w wysokości odpowiednio 3,8 mln zł i 55 mln zł. Był to również okres poznawania instrumentów przez inwestorów, emitentów i banki. Właściwy rozwój nastąpił w latach 1996–2001 i jest traktowany jako okres rozwoju rynku. Następnie w latach 2002–2005 widoczny jest zmierzch rynku krótkoterminowych papierów komercyjnych spowodowany zmianą sytuacji finansowej przedsiębiorstw tabela 1. Poprawa finansów przedsiębiorstw, ograniczenia w popycie inwestorów w kontekście braku oczekiwań spadku stóp procentowych, stanowi przyczynę spadku emisji krótkoterminowych papierów komercyjnych.

**Tabela 1. Rynek krótkoterminowych papierów komercyjnych w Polsce w latach 2001–2005**

Krótkoterminowe papiery komercyjne (mld PLN)	2001	2002	2003	2004	2005
Przedsiębiorstw	<b>11,0</b>	8	7,3	6,5	4,8
Banków	1,8	2,8	3,5	2,7	2,6
Ogółem	12,8	11,54	<b>10,8</b>	<b>9,2</b>	<b>7,4</b>

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP; Rozwój rynku finansowego w Polsce w 2005 r., Rynek Finansowy w Polsce 1998–2001. Drukiem pogrubionym oznaczono symulacje wielkości rynku w danym segmencie.

<sup>6</sup> S. Antkiewicz, *Przewaga papierów nad kredytami*, „Gazeta Bankowa” 2000, nr 45.

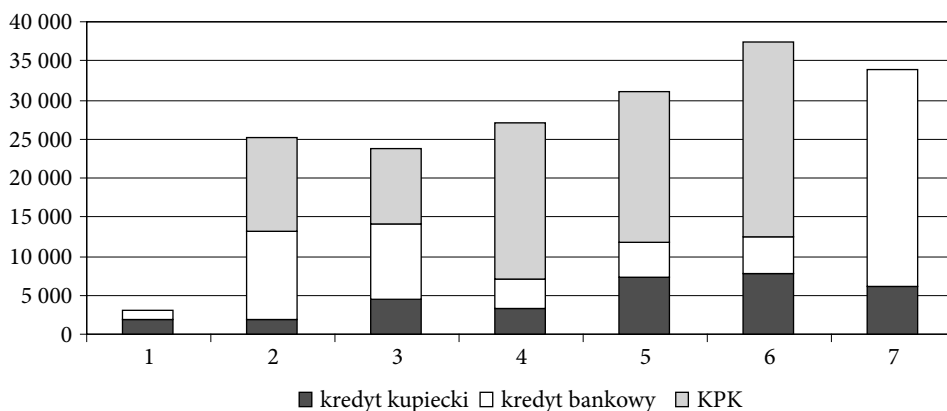
### 3. Znaczenie krótkoterminowych papierów komercyjnych w finansowaniu przedsiębiorstw w okresie rozwoju rynku papierów komercyjnych w Polsce

Artykuł prezentuje trzy grupy przedsiębiorstw z różnych branż, które emitowały krótkoterminowe papiery komercyjne. Podział na trzy grupy wynikał z udziału papierów komercyjnych w strukturze zobowiązań krótkoterminowych i nie był dodatkowo zależny od branży, w której działało przedsiębiorstwo – emitent. Pierwszą grupę stanowią przedsiębiorstwa z udziałem papierów komercyjnych w zobowiązaniach krótkoterminowych do 60%, drugą z udziałem do 35%, trzecią z udziałem do 25%. Tylko jedno z prezentowanych siedmiu przedsiębiorstw jest spółką handlową, a pozostałe są producentami.

#### 3.1. Spółki z wysokim udziałem krótkoterminowych papierów komercyjnych w zobowiązaniach krótkoterminowych (do 60%)

##### 3.1.1. Relpol SA – przedsiębiorstwo branży elektroenergetycznej

Relpol SA jest to spółka giełdowa pracownicza o wysokim udziale emisji krótkoterminowych papierów komercyjnych. Jest monopolistą w branży przekładników elektromagnetycznych o dużym imporcie 70% w kosztach zakupu surowców i prawie bilansującym się z eksportem wyrobów gotowych. Relpol rozpoczyna emisje krótkoterminowych papierów komercyjnych od programów 20 000 000 zł



Na osi X wykresu oznaczono kolejne lata emisji; 1–1995 r. (ostatni rok przed emisją) krótkoterminowych papierów komercyjnych, 2–1996 r. ...6–2000 r., 7–2001 r. czyli zakończenie programu emisji

**Rysunek 1. Relpol SA. Wartość krótkoterminowych papierów komercyjnych, kredytu bankowego, kredytu kupieckiego w okresie emisji**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandów inwestycyjnych i Monitora B

**Tabela 2. Relpol SA. Wartość i struktura zobowiązań krótkoterminowych w okresie emisji krótkoterminowych papierów komercyjnych**

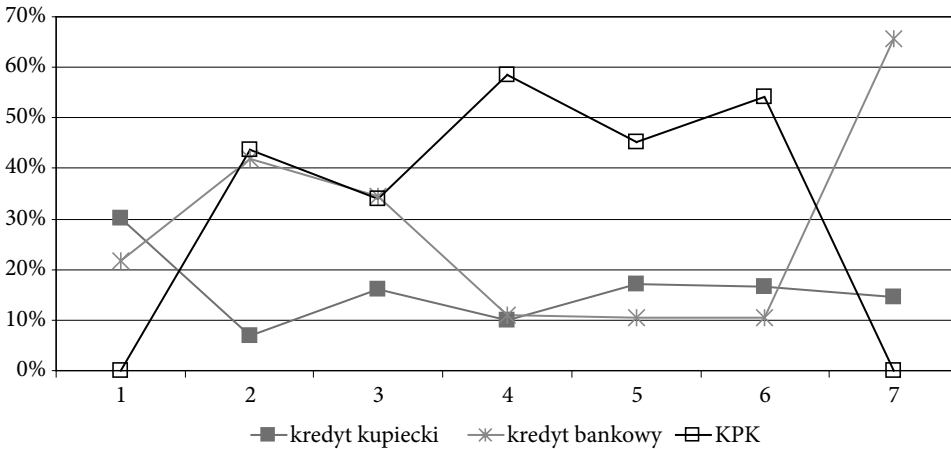
ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Średnia
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	2 878	2 075	4 250	7 089	11 528	8 631	8 387	6 405
Kredyt kupiecki	1 809	1 846	4 492	3 371	7 285	7 683	6 128	4 659
Kredyt bankowy	1 296	11 413	9 657	3 721	4 499	4 837	27 714	9 020
Krótkoterminowe papiery komercyjne – KPK	0	11 906	9 513	20 010	19 217	25 000	0	12 235
RAZEM zobowiązania krótkoterminowe	5 983	27 241	27 912	34 191	42 529	46 151	42 229	32 319
<b>STRUKTURA ZOB. KRÓTKOTERMINOWYCH</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>Średnia</b>
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	48,10%	7,62%	15,23%	20,73%	27,11%	18,70%	19,86%	22,48%
Kredyt kupiecki	30,24%	6,78%	16,09%	9,86%	17,13%	16,65%	14,51%	15,89%
Kredyt bankowy	21,66%	41,90%	34,60%	10,88%	10,58%	10,48%	65,63%	27,96%
Krótkoterminowe papiery komercyjne – KPK	0,00%	43,71%	34,08%	58,52%	45,19%	54,17%	0,00%	33,67%
RAZEM zobowiązania krótkoterminowe	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandów inwestycyjnych i Monitora B.

**Tabela 3. Elzab SA. Wartość i struktura zobowiązań krótkoterminowych emitenta krótkoterminowych papierów komercyjnych**

ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Średnia
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	5 357	5 355	2 892	4 637	3 415	7 935	4 932
Kredyt kupiecki	2 548	3 724	4 195	5 735	5 448	4 259	4 318
Kredyt bankowy	2 050	1 832	2 081	0	9 890	29 217	7 512
Krótkoterminowe papiery komercyjne – KPK	0	3 084	10 000	10 000	17 500	0	6 764
RAZEM zobowiązania krótkoterminowe	9 955	13 995	19 168	20 372	36 253	41 411	23 526
<b>STRUKTURA ZOBOWIĄZAŃ KRÓTKOTERMINOWYCH</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>Średnia</b>
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	53,81%	38,26%	15,09%	22,76%	9,42%	19,16%	26,42%
Kredyt kupiecki	25,60%	26,61%	21,89%	28,15%	15,03%	10,28%	21,26%
Kredyt bankowy	20,59%	13,09%	10,85%	0,00%	27,28%	70,55%	23,73%
Krótkoterminowe papiery komercyjne – KPK	0,00%	22,03%	52,17%	49,09%	48,27%	0,00%	28,59%
RAZEM zobowiązania krótkoterminowe	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandów inwestycyjnych i Monitora B.



Na osi X wykresu oznaczono kolejne lata emisji; 1–1995 r. (ostatni rok przed emisją) krótkoterminowych papierów komercyjnych, 2–1996 r. ...6–2000 r., 7–2001 r. czyli zakończenie programu emisji

### Rysunek 2. Relpol SA. – zmiany krótkoterminowych papierów komercyjnych, kredytu bankowego, kredytu kupieckiego w okresie emisji

Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandów inwestycyjnych i Monitora B

obsługiwanych przez Bank Handlowy w Warszawie SA. Program prowadzony przez bank nie ma dodatkowego wspomaganie finansowego na obsługę programu i wykup od inwestorów krótkoterminowych papierów komercyjnych.

Cel emisji to zaspokojenie bieżących potrzeb finansowych spółki. Przypadek Relpol SA jest ciekawy, ponieważ w bilansie emitent ma stosunkowo bardzo wysoki udział krótkoterminowych papierów komercyjnych w porównaniu do kredytu bankowego (tabela 2).

Papiery komercyjne zastępują finansowanie kredytem krótkoterminowym, gdzie na 1 zł kredytu bankowego przypada aż 5 zł krótkoterminowych papierów komercyjnych. Wolumen krótkoterminowych papierów komercyjnych przekraczał w swoich rozmiarach sumę kredytu kupieckiego i bankowego (rysunek 1).

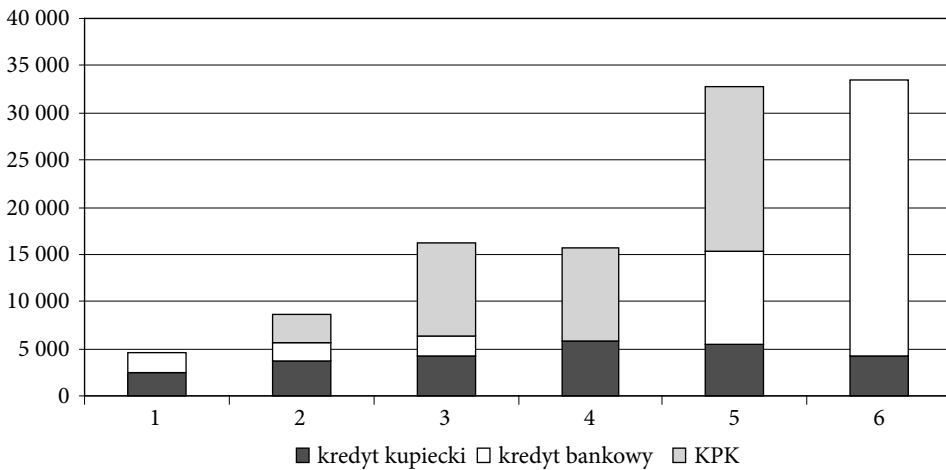
Jak wskazują dane dotyczące zobowiązań krótkoterminowych, krótkoterminowe papiery komercyjne silnie wypierają kredyt bankowy ze struktury zobowiązań krótkoterminowych.

Jednocześnie zobowiązania handlowe w swej strukturze pozostają na stabilnym poziomie (rysunek 2).

#### 3.1.2. Elzab – przedsiębiorstwo branży elektroenergetycznej

Kolejnym prezentowanym przedsiębiorstwem obsługiwanym przez Bank Handlowy w Warszawie SA jest Elzab SA. W strukturze bilansu (tabela 3) krótkoterminowe papiery komercyjne są dominującym źródłem finansowania krótkoterminowego, wyższym niż kredyt bankowy i kredyt kupiecki.

Niski udział kredytu kupieckiego wynikał z faktu, że firma przed programem emisji i uruchomieniem transz przeprowadziła bankowe postępowanie ugodowe, w wyniku którego wierzyciele musieli zamienić kredyt kupiecki na kapitał akcyjny, stąd udział tego źródła finansowania jest niski – stale spadający. Emitent ten należy do grupy przedsiębiorstw o wysokim udziale krótkoterminowych papierów komercyjnych w zobowiązaniach krótkoterminowych. Udział papierów komercyjnych w finansowaniu aktywów przedstawia tabela 3. Krótkoterminowy papier komercyjny był znaczącym źródłem finansowania, a ich udział w zobowiązaniach krótkoterminowych przekraczał nawet 50% (rysunek 3).

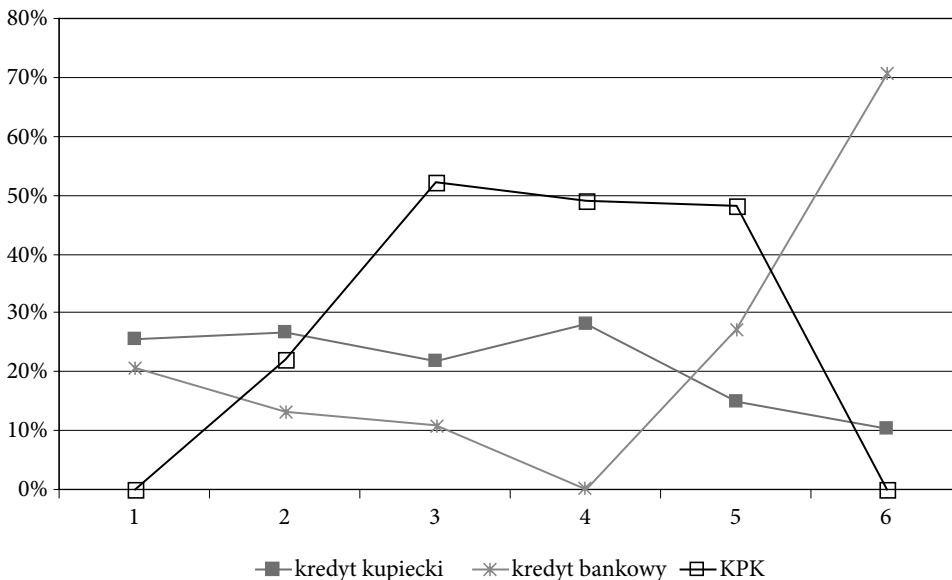


Na osi X wykresu oznaczono kolejne lata emisji; 1–1995 r. (ostatni rok przed emisją) krótkoterminowych papierów komercyjnych, 2–1996 r. ... 6–2000 r., 7–2001 r. czyli zakończenie programu emisji

**Rysunek 3. Wartość kredytu bankowego, kredytu kupieckiego ELZAB SA w okresie emisji krótkoterminowych papierów komercyjnych**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandów inwestycyjnych i Monitora B

Udział papierów komercyjnych jest wysoki, co pozwala na zmniejszenie zadłużenia z tytułu kredytu kupieckiego oraz kredytu bankowego. Najwyższe emisje papierów komercyjnych są w okresie największych dokapitalizowań spółki oraz wewnętrznego finansowania zyskiem netto, przy jednoczesnym dynamicznym rozwoju sprzedaży i aktywów. Struktura zobowiązań krótkoterminowych pokazana jest na rysunku 3. Przedsiębiorstwo przyjęło politykę stałego udziału krótkoterminowych papierów komercyjnych w strukturze zobowiązań krótkoterminowych z marginalizacją kredytu kupieckiego i bankowego (rysunek 4). Dopiero na koniec programu emisji papierów komercyjnych zastąpiono je kredytem bankowym.



Na osi X wykresu oznaczono kolejne lata emisji; 1–1995 r. (ostatni rok przed emisją) krótkoterminowych papierów komercyjnych, 2–1996 r. ... 6–2000 r., 7–2001 r. czyli zakończenie programu emisji

**Rysunek 4. Struktura kredytu bankowego, kredytu kupieckiego ELZAB SA w okresie emisji krótkoterminowych papierów komercyjnych**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandów inwestycyjnych i Monitora B

### 3.2. Spółki ze średnim udziałem emisji krótkoterminowych papierów komercyjnych w zobowiązaniach krótkoterminowych (do 35%)

#### 3.2.1. Elektrobudowa SA – spółka branży usług elektro-energetycznych

Za początek emisji należy przyjąć rok 1997, kiedy Elektrobudowa SA obsługiwana jest przez BRE Bank SA, z limitem zadłużenia 20 000 000 zł. Cel emisji to pozyskanie środków na wypłatę dywidendy. Emitent jest usługodawcą w dziedzinie sprzedaży usług montażowych urządzeń elektroenergetycznych (62% przychodów), 35% to sprzedaż wyrobów i 3% to usługi projektowania. Spółka utraciła pozycję monopolistyczną w podsektorze usług elektroenergetycznych, którą miała do 1990 roku. Dlatego rozszerzyła współpracę na inne sektory: chemii, petrochemii, hutnictwa. Następuje utrata rynków zagranicznych z powodu braku gwarancji rządowych dla Elektrobudowy. Początek lat 90. był okresem dynamicznego wzrostu sprzedaży spółki średniorocznie – 70%. W strukturze zobowiązań krótkoterminowych papiery komercyjne nie miały stałego wolumenu, a emitowane były w zależności od potrzeb przedsiębiorstwa (tabela 4).

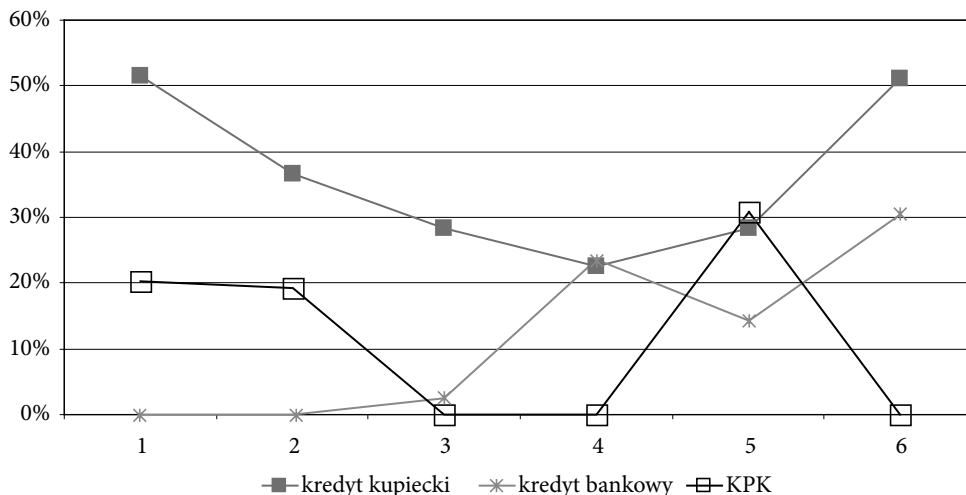


**Tabela 4. Elektrobudowa SA. Wartość i struktura zobowiązań krótkoterminowych w okresie programu emisji krótkoterminowych papierów komercyjnych**

<b>ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>Średnia</b>
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	13 909	15 930	38 618	39 079	17 293	14 539	23 228
Kredyt kupiecki	25 331	13 301	15 829	16 369	18 319	40 103	21 542
Kredyt bankowy	0	0	1 334	17 199	9 188	23 824	8 591
Krótkoterminowe papiery komercyjne – KPK	10 000	7 000	0	0	20 000	0	6 167
RAZEM zobowiązania krótkoterminowe	49 240	36 231	55 781	72 647	64 800	78 466	59 528
<b>STRUKTURA ZOBOWIĄZAŃ KRÓTKOTERMINOWYCH</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>Średnia</b>
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	28,25%	43,97%	69,23%	53,79%	26,69%	18,53%	40,08%
Kredyt kupiecki	51,44%	36,71%	28,38%	22,53%	28,27%	51,11%	36,41%
Kredyt bankowy	0,00%	0,00%	2,39%	23,67%	14,18%	30,36%	11,77%
Krótkoterminowe papiery komercyjne – KPK	20,31%	19,32%	0,00%	0,00%	30,86%	0,00%	11,75%
RAZEM zobowiązania krótkoterminowe	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandów inwestycyjnych i Monitora B.

Spółka potwierdziła w badaniach ankietowych, że środki z emisji krótkoterminowych papierów komercyjnych przeznaczano na spłatę zobowiązań w 15%, inwestycje rzeczowe 75%, finansowanie zapasów 10%. Emitent preferuje finansowanie wewnętrzne (zysk + amortyzacja), kredyt bankowy, potem krótkoterminowe papiery komercyjne, a na końcu kredyt kupiecki. Emisja krótkoterminowych papierów komercyjnych zastępowała kredyt krótkoterminowy, ponieważ według badań ankietowych była tańsza o 2,4–2,6%.



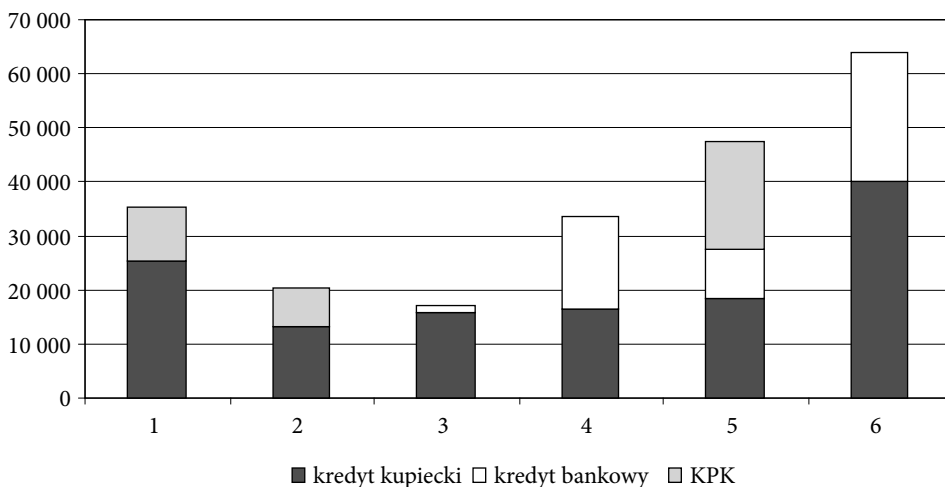
Na osi X wykresu oznaczono kolejne lata emisji; 1–1997 r., 2–1998 r. ..., 5–2001 r., 6–2002 r.

#### Rysunek 5. Elektrobudowa SA. Wymienialność kredytu bankowego na krótkoterminowe papiery komercyjne na tle kredytu kupieckiego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandów inwestycyjnych i Monitora B

Potwierdzeniem cyklicznej substytucyjności krótkoterminowych papierów komercyjnych kredytem bankowym jest rysunek 5, który pokazuje zauważoną prawidłowość – wymienności krótkoterminowych papierów komercyjnych na kredyt bankowy. Nawet jeśli w 2000 roku nie było 100-procentowej wymienialności, zasada wymienialności substytucji w roku 2001 była zauważalna.

Na przykładzie Elektrobudowy daje się zauważyć, że emisje krótkoterminowych papierów komercyjnych w ciągu roku obrotowego nie były wykonywane wielokrotnie. Oznacza to, że obroty po stronie debetowej i kredytowej osiągnęły tylko maksymalny poziom wartości wielkości programu. Dla Elektrobudowy krótkoterminowy papier komercyjny nie jest istotnym źródłem finansowania – w bilansach na koniec roku pokazuje się sporadycznie i uzupełnia wówczas brakujące środki w zobowiązaniach krótkoterminowych (rysunek 6).



Na osi X wykresu oznaczono kolejne lata emisji; 1–1997 r., 2–1998 r. ..., 5–2001 r., 6–2002 r.

**Rysunek 6. Elektrobudowa SA. Wartość kredytu bankowego, krótkoterminowych papierów komercyjnych i kredytu kupieckiego w okresie programu emisji**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandów inwestycyjnych i Monitora B

### 3.2.2. Węglkokoks SA – spółka akcyjna handlowa

Węglkokoks SA jest emitentem z branży handlu międzynarodowego EKD 5151. Za początek programu emisji należy przyjąć maj 1998 z limitem zadłużenia 150 000 000 zł. Zabezpieczenie wykupu krótkoterminowych papierów komercyjnych stanowi celowa linia kredytowa w wysokości 130 000 000 zł z możliwością jej zwiększenia do 150 000 000 zł. Przedsiębiorstwo posiada gwarancje objęcia emisji przez bank do 130 000 000 zł z możliwością jej wzrostu do 150 000 000 zł. Emitent jest centralą handlu zagranicznego, byłym monopolistą w handlu eksportowym węglem. Spółka utraciła pozycję monopolistyczną, którą miała do 1990 roku. Analiza struktury zobowiązań krótkoterminowych przedstawia tabela 5 i rysunek 7.

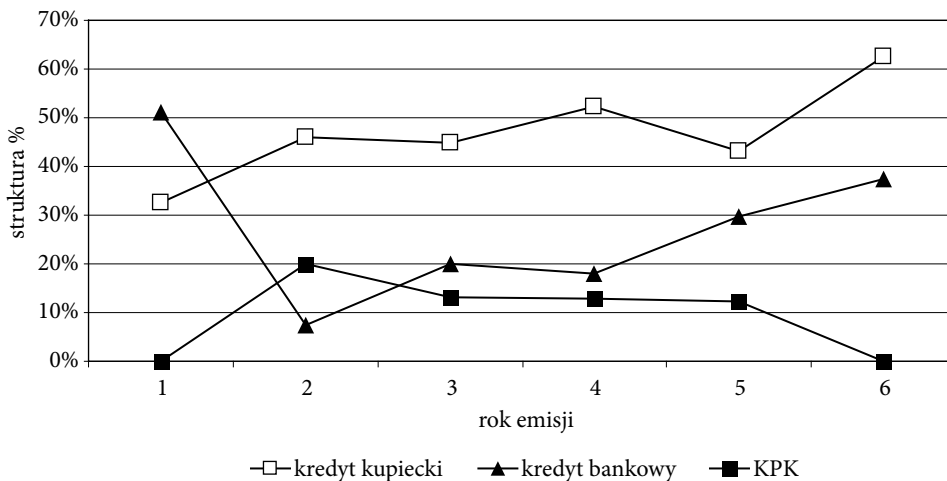
Tabela 5 wskazuje, że krótkoterminowe papiery komercyjne uzupełniają finansowanie krótkoterminowe, gdyż zawsze razem z krótkoterminowym papierem komercyjnym występuje kredyt bankowy. Natomiast rysunek 7 wskazuje na takie tendencje w wykorzystaniu tych źródeł finansowania, w których kredyt bankowy, krótkoterminowy papier komercyjny oraz kredyt kupiecki są źródłami uzupełniającymi się.

Wartościowo krótkoterminowe papiery komercyjne nie stanowią znaczącego źródła finansowania w zobowiązaniach krótkoterminowych (rysunek 8). Jest stale utrzymywany ten sam poziom finansowania się przy pomocy krótkoterminowych papierów komercyjnych 80 mln zł przez 4 lata.

Tabela 5. Węglłokoks SA . Wartość i struktura zobowiązań krótkoterminowych

ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Średnia
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	79 681	106 395	134 840	103 694	74 423	0	83 172
Kredyt kupiecki	161 733	184 261	275 360	321 516	212 801	137 975	215 608
Kredyt bankowy	254 150	29 592	123 367	110 251	145 815	82 308	124 247
Krótkoterminowe papiery komercyjne – KPK	0	80 000	80 000	80 000	60 000	0	50 000
RAZEM zobowiązania krótkoterminowe	495 565	400 247	613 568	615 461	493 039	220 283	473 027
<b>STRUKTURA ZOBOWIĄZAŃ KRÓTKOTERMINOWYCH</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>Średnia</b>
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	16,08%	26,58%	21,98%	16,85%	15,09%	0,00%	16,10%
Kredyt kupiecki	32,64%	46,04%	44,88%	52,24%	43,16%	62,64%	46,93%
Kredyt bankowy	51,28%	7,39%	20,11%	17,91%	29,57%	37,36%	27,27%
Krótkoterminowe papiery komercyjne – KPK	0,00%	19,99%	13,04%	13,00%	12,17%	0,00%	9,70%
RAZEM zobowiązania krótkoterminowe	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

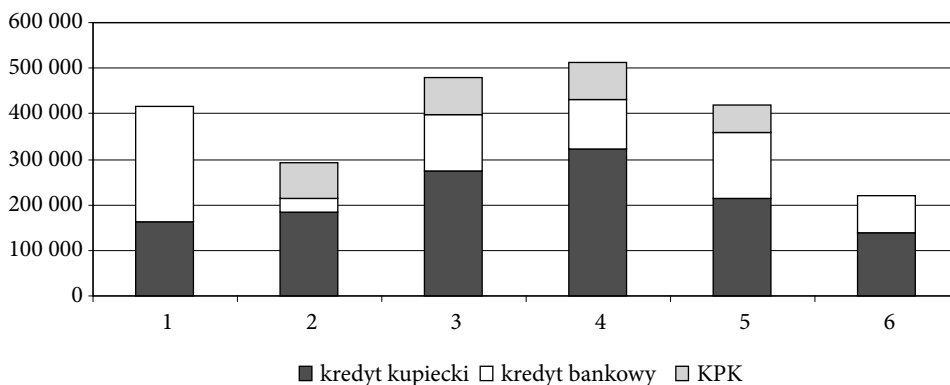
Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandumów inwestycyjnych i Monitora B.



Na osi X wykresu oznaczono kolejne lata emisji; 1–1997 r. przed emisją, 2–1998 r. ..., 5–2001 r., 6–2002 r. zakończenie programu emisji

**Rysunek 7. Węglókoks – struktura kredytu kupieckiego, kredytu bankowego i krótkoterminowych papierów komercyjnych w okresie emisji**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandów inwestycyjnych i Monitora B



Na osi X wykresu oznaczono kolejne lata emisji; 1–1997 r. przed emisją, 2–1998 r. ..., 5–2001 r., 6–2002 r. zakończenie programu emisji

**Rysunek 8 Węglókoks. Wartość kredytu kupieckiego, kredytu bankowego i krótkoterminowych papierów komercyjnych w okresie emisji**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandów inwestycyjnych i Monitora B

### 3.3. Spółki z niskim udziałem krótkoterminowych papierów komercyjnych w zobowiązaniach krótkoterminowych (do 25%)

#### 3.3.1. Dolna Odra SA – spółka branży energetycznej

Za początek emisji należy przyjąć rok 1996, w którym obsługuje PekaO SA i uruchamia program, a następnie kolejnym bankiem agentem emisji był Bank Handlowy w Warszawie SA z limitem zadłużenia 40 000 000 zł. Program ma dodatkowe wspomaganie finansowe przez gwarancję roczną (z możliwością przedłużenia na kolejne lata) banku objęcia emisji oraz kredyt rewolwingowy na uruchomienie programu i wykup krótkoterminowych papierów komercyjnych. Cel emisji to pozyskanie środków na bieżące finansowanie. Elektrownia realizuje proekologiczne kapitałochłonne inwestycje odsiarczania i odazotowania spalin. Inwestycje na rok przed emisją stanowiły pokaźną kwotę 281 000 000 zł. Środki z emisji przeznaczano na spłatę zobowiązań w 30%, a reszta była przeznaczona na inne cele bieżące. Emitent preferuje finansowanie krótkoterminowe w kredycie kupieckim na pierwszym miejscu, a kredyt obrotowy i krótkoterminowych papierów komercyjnych według badań empirycznych jako drugie równoważne źródło finansowania działalności. Według tych samych badań emisja krótkoterminowych papierów komercyjnych zastąpiła kredyt krótkoterminowy w zakresie od 76% do 100%, ponieważ była tańsza o 3,8% w stosunku do kredytu krótkoterminowego. Średni udział krótkoterminowych papierów komercyjnych w zobowiązaniach krótkoterminowych wynosił 14,5%, co stanowiło odpowiednio 1,83% pasywów. Badanie znaczenia tych dwóch instrumentów finansowania jest przedstawione w zakresie badania bilansów w okresie emisji krótkoterminowych papierów komercyjnych w latach 1997–2002. W tabeli 6 wyszczególniono krótkoterminowe papiery komercyjne, kredyt bankowy i zobowiązania handlowe (kredyt kupiecki), których zmiany będą zależec od poziomu krótkoterminowych papierów komercyjnych i kredytu bankowego.

**Tabela 6. Dolna Odra SA. Wartość krótkoterminowych papierów komercyjnych, kredytu bankowego i kredytu kupiecki w finansowaniu przedsiębiorstwa w tys. PLN**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Średnia
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	44 614	50 005	30 328	130 976	87 419	109 707	75 508
Kredyt kupiecki	102 342	161 838	136 812	153 093	77 217	102 282	122 264
Kredyt bankowy	9 434	5 971	45 143	49 594	91 109	211 653	68 817
Krótkoterminowe papiery komercyjne – KPK	0	16 000	25 000	22 000	123 500	45 000	38 583
RAZEM zobowiązania krótkoterminowe	156 389	233 814	237 282	355 663	379 245	468 642	305 173

Źródło: Opracowanie własne opracowanie własne na podstawie memorandumów inwestycyjnych i Monitora B.

Udział krótkoterminowych papierów komercyjnych w zobowiązaniach krótkoterminowych w okresie finansowania inwestycji rośnie od 0% do nawet 32,56%, to samo dotyczy udziału kredytu bankowego w zobowiązaniach krótkoterminowych, który rośnie od 6,03% do 45,16% w okresie finansowania inwestycji (tabela 7). Spada jednocześnie procentowy udział zobowiązań handlowych w zobowiązaniach krótkoterminowych z 65,44% do 21,83%.

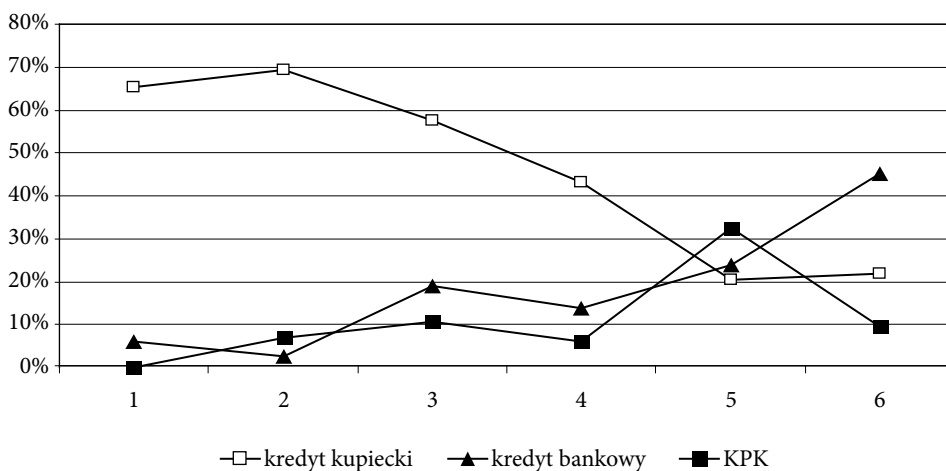
**Tabela 7. Dolna Odra SA. Struktura krótkoterminowych papierów komercyjnych i kredytu bankowego i kredyt kupieckiego w finansowaniu przedsiębiorstwa**

STRUKTURA ZOBOWIĄZAŃ KRÓTKOTERMINOWYCH	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Średnia
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	28,53%	21,39%	12,78%	36,83%	23,05%	23,41%	24,33%
Kredyt kupiecki	65,44%	69,22%	57,66%	43,04%	20,36%	21,83%	46,26%
Kredyt bankowy	6,03%	2,55%	19,02%	13,94%	24,02%	45,16%	18,46%
Krótkoterminowe papiery komercyjne – KPK	0,00%	6,84%	10,54%	6,19%	32,56%	9,60%	10,96%
RAZEM zobowiązania krótkoterminowe	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandów inwestycyjnych i Monitora B.

Przyrost krótkoterminowych papierów komercyjnych i kredytu bankowego w zobowiązaniach krótkoterminowych wynoszący ok. 50% przeznaczony został na ok. 30% spadku zobowiązań handlowych<sup>7</sup> i ok. 70% na inne cele, tj. 5% na spadek innych zobowiązań, a 65% na finansowanie inwestycji. Maksymalny udział krótkoterminowych papierów komercyjnych i kredytu bankowego w pasywach w okresie finansowania inwestycji osiągnął poziom odpowiednio 5,97% i 4,4%. Na podstawie poniższego rysunku 9 widać, że przedsiębiorstwo stale spłacało zobowiązania handlowe kosztem wzrostu krótkoterminowych papierów komercyjnych i kredytu bankowego. Analiza struktury zobowiązań krótkoterminowych pokazuje również, że krótkoterminowe papiery komercyjne są w tym wypadku uzupełnieniem kredytu bankowego, a oba źródła służą celowi zmniejszenia wymagalnych zobowiązań handlowych (rysunek 10) i polepszenia płynności. Tłem do takiego sposobu wykorzystania krótkoterminowych papierów komercyjnych jest potrzeba zwiększenia finansowania zewnętrznego w okresie kapitałochłonnych inwestycji, gdyż samofinansowanie przedsiębiorstwa z wewnętrznych źródeł (zysk netto + amortyzacja) jest niewystarczające dla procesu inwestycyjnego. Spółka emitent ma ustabilizowany przyrost zobowiązań krótkoterminowych.

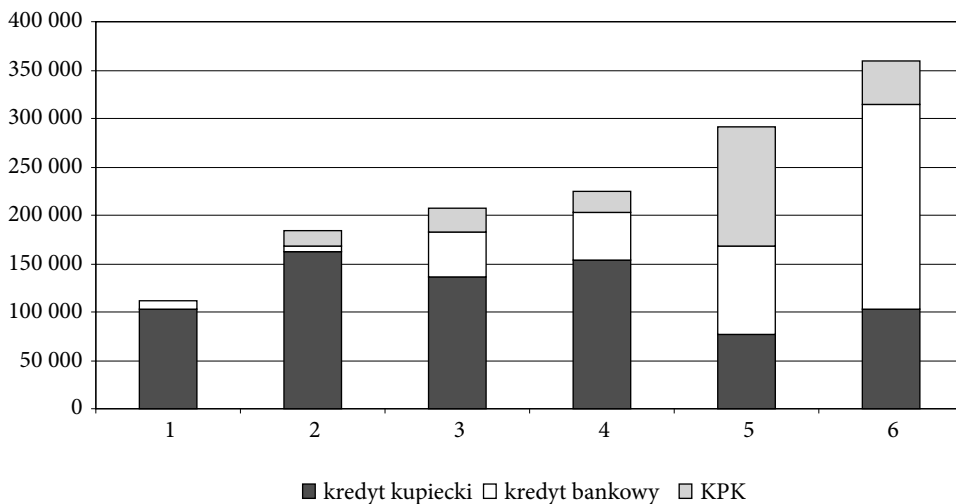
<sup>7</sup> Ten wynik potwierdziły badania empiryczne przedsiębiorstwa przeprowadzone w bezpośrednim badaniu ankietowym.



Na osi X wykresu oznaczono kolejne lata emisji; 1-1997 r. przed emisją, 2-1998 r. ..., 5-2001 r., 6-2002 r.

**Rysunek 9. Dolna Odra udział krótkoterminowych papierów komercyjnych, kredytu bankowego, kredytu kupieckiego w zobowiązaniach krótkoterminowych w okresie emisji krótkoterminowych papierów komercyjnych**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandów inwestycyjnych i Monitora B



Na osi X wykresu oznaczono kolejne lata emisji; 1-1997 r. (ostatni rok przed emisją) krótkoterminowych papierów komercyjnych, 2-1998 r. ..., 5-2001 r., 6-2002 r.

**Rysunek 10. Wartości wybranych źródeł finansowania w okresie emisji krótkoterminowych papierów komercyjnych w Dolna Odra SA**

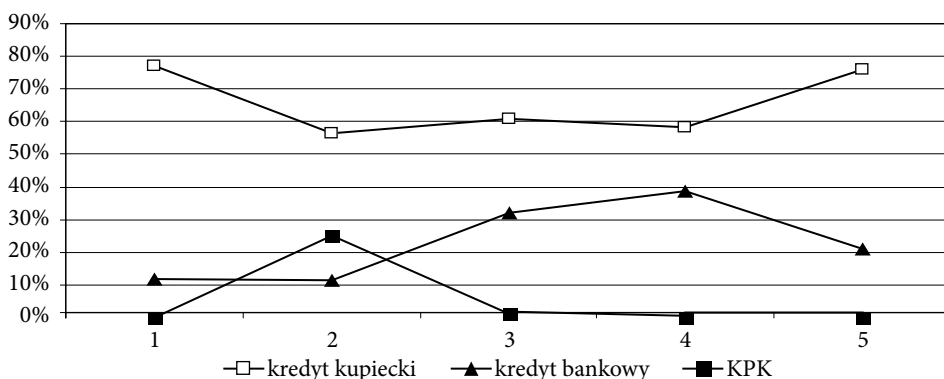
Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandów inwestycyjnych i Monitora B



### 3.3.2. Organika Malbork – przedsiębiorstwo produkcyjne branży budowlanej

Emisje krótkoterminowych papierów komercyjnych obsługiwał Bank Handlowy w Warszawie SA z programem 10 mln zł. Dla spółki tej krótkoterminowe papiery komercyjne nie były istotnym źródłem finansowania. Ze względu na niskie, bo poniżej 1%, zadłużenie bilansowe krótkoterminowych papierów komercyjnych oznacza incydentalne zainteresowanie tym instrumentem finansowym emitenta (tabela 8). Należy dodać, że celem emisji było bieżące uzupełnienie środków oraz finansowanie bieżących potrzeb inwestycyjnych, które zapewniają spółce strategiczny rozwój i uzupełnianie kapitału obrotowego.

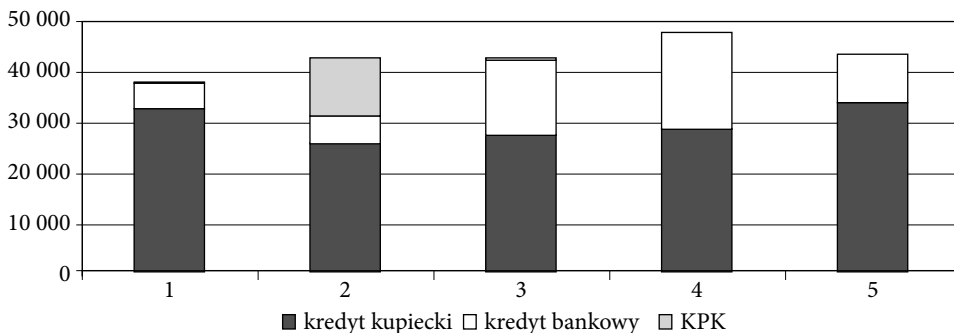
W strukturze finansowania kredyt bankowy i kredyt kupiecki są głównymi stabilnymi źródłami, a krótkoterminowe papiery komercyjne są nieistotne (rysunek 11).



Na osi X wykresu oznaczono kolejne lata emisji; 1–1997 r., 2–1998 r. ..., 5–2001 r.

**Rysunek 11. Struktura wybranych źródeł finansowania krótkoterminowego Organika Malbork w okresie emisji**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandów inwestycyjnych i Monitora B



Na osi X wykresu oznaczono kolejne lata emisji; 1–1997 r., 2–1998 r. ..., 5–2001 r.

**Rysunek 12. Wartość wybranych źródeł krótkoterminowego finansowania Organika Malbork SA**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandów inwestycyjnych i Monitora B

**Tabela 8. Organika Malbork SA. Wielkość i struktura zobowiązań krótkoterminowych emitenta krótkoterminowych papierów komercyjnych**

<b>ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>Średnia</b>
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	4 618	3 195	2 646	1 464	1 360	2 656
Kredyt kupiecki	32 914	26 052	27 723	28 713	34 157	29 911
Kredyt bankowy	5 059	5 319	14 659	19 042	9 408	10 697
Krótkoterminowe papiery komercyjne – KPK	21	11 534	492	6	6	2 412
RAZEM zobowiązania krótkoterminowe	42 611	46 099	45 519	49 224	44 930	45 677
<b>STRUKTURA ZOBOWIĄZAŃ KRÓTKOTERMINOWYCH</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>Średnia</b>
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	10,84%	6,93%	5,81%	2,97%	3,03%	5,92%
Kredyt kupiecki	77,24%	56,51%	60,90%	58,33%	76,02%	65,80%
Kredyt bankowy	11,87%	11,54%	32,20%	38,68%	20,94%	23,05%
Krótkoterminowe papiery komercyjne – KPK	0,05%	25,02%	1,08%	0,01%	0,01%	5,23%
RAZEM zobowiązania krótkoterminowe	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

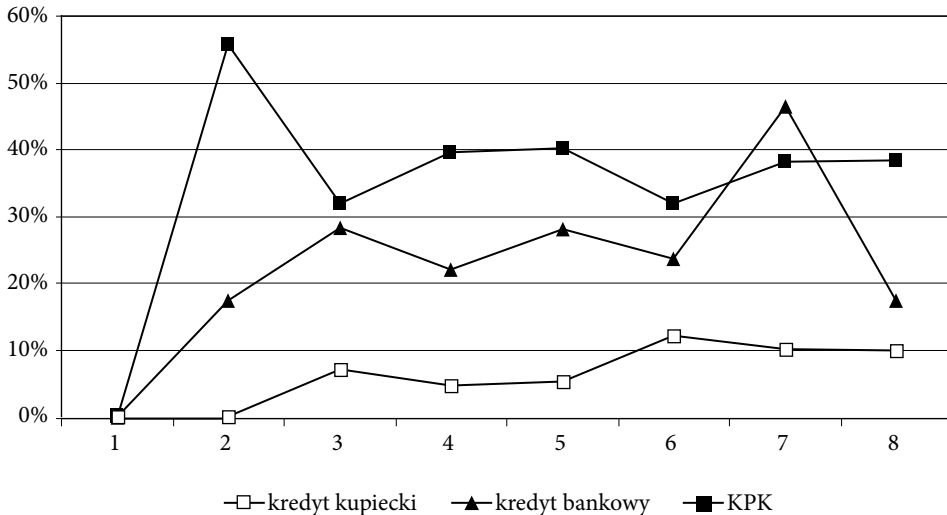
Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandumów inwestycyjnych i Monitora B.

Na uwagę zasługuje stabilizacja poziomu zobowiązań krótkoterminowych na poziomie 40–50 mln zł przez okres 5 lat (rysunek 12).

### 3.3.3. ORLEN SA – spółka produkcyjna branży paliw

Orlen SA, wówczas jeszcze jako Petrochemia Płock, rozpoczyna program emisji w 1997 roku, publikując memorandum inwestycyjne za pośrednictwem Banku Handlowego w Warszawie SA. Pierwszy program był na 350 mln zł limitu zadłużenia na uzupełnienie finansowania. Jak pokazują dane, udział krótkoterminowych papierów komercyjnych jest maksymalnie w 12% źródłem finansowania w zobowiązaniach krótkoterminowych (tabela 9). Krótkoterminowe papiery komercyjne są źródłem finansowania w okresie wzrostu, a pozostawione na stałym poziomie, w okresie stabilizacji finansowej spółki.

Analizując strukturę, można zwrócić uwagę na ustabilizowanie się poziomów kredytu ok. 30% i papierów komercyjnych ok. 10% (rysunek 13).



Na osi X wykresu oznaczono kolejne lata emisji; 1–1997 r. przed emisją, 2–1998 r. ..., 7–2002 r., 8–2003 r. zakończenie programu emisji

**Rysunek 13. Orlen SA Struktura wybranych źródeł krótkoterminowego finansowania w okresie emisji krótkoterminowych papierów komercyjnych**

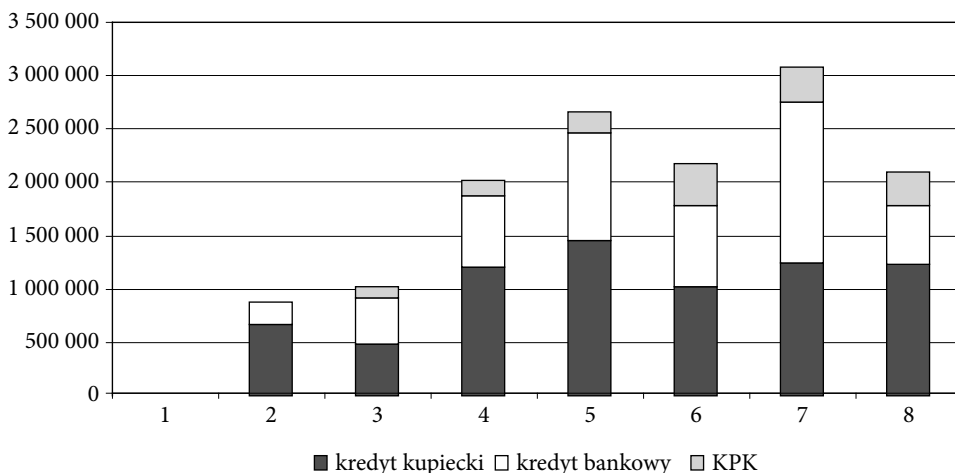
Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandumów inwestycyjnych i Monitora B

Emitent zdecydował się na wprowadzanie programu emisji wówczas gdy przewidywał dynamiczny prawie 3-krotny wzrost zadłużenia krótkoterminowego (rysunek 14).

**Tabela 9. Orlen SA. Wielkość i struktura zobowiązań krótkoterminowych w okresie emisji krótkoterminowych papierów komercyjnych**

ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Średnia
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	319 681	498 991	1 031 894	961 720	1 046 909	1 64 140	1 100 029	731 909
Kredyt kupiecki	665 429	484 002	1 208 639	1 454 247	1 027 925	1 241 312	1 226 017	1 043 939
Kredyt bankowy	207 214	428 489	669 621	1 014 754	759 098	1 511 089	555 675	735 134
Krótkoterminowe papiery komercyjne – KPK	0	106 860	140 220	191 550	390 000	330 140	316 939	210 816
RAZEM zobowiązania krótkoterminowe	1 192 325	1 518 342	3 050 374	3 622 271	3 223 932	3 246 681	3 198 660	2 721 798
<b>STRUKTURA ZOBOWIĄZAŃ KRÓTKOTERMINOWYCH</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>		<b>Średnia</b>
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	26,81%	32,86%	33,83%	26,55%	32,47%	5,06%	34,39%	27,42%
Kredyt kupiecki	55,81%	31,88%	39,62%	40,15%	31,88%	38,23%	38,33%	39,41%
Kredyt bankowy	17,38%	28,22%	21,95%	28,01%	23,55%	46,54%	17,37%	26,15%
Krótkoterminowe papiery komercyjne – KPK	0,00%	7,04%	4,60%	5,29%	12,10%	10,17%	9,91%	7,01%
RAZEM zobowiązania krótkoterminowe	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandów inwestycyjnych i Monitora B.



Na osi X wykresu oznaczono kolejne lata emisji; 1–1997 r. przed emisją, 2–1998 r. ..., 7–2002 r., 8–2003 r. zakończenie programu emisji

**Rysunek 14. Wartość wybranych źródeł zadłużenia krótkoterminowego Orlen SA w okresie emisji**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie memorandów inwestycyjnych i Monitora B

#### 4. Zakończenie

W rozdziale przedstawiono wybraną grupę przedsiębiorstw spośród badanej próby emitentów krótkoterminowych papierów komercyjnych, których rynek rozwijał się od roku 1992. Badania na wybranych przedsiębiorstwach dotyczą okresu najwyższego rozwoju krótkoterminowych papierów komercyjnych, tj. lat 1995–2003. Indywidualne dane z prezentowanych przedsiębiorstw wskazują na różnorodność zastosowań emisji krótkoterminowych papierów komercyjnych ze względu na ich cechy służą do wspomagania finansowania procesów inwestycyjnych, a środki z emisji służą finansowaniu zapasów i należności. Środki pozyskane z emisji służą do utrzymania płynności przy wysokich skumulowanych wypływach środków pieniężnych, np. wypłata dywidendy. Występuje zastępowanie krótkoterminowych papierów komercyjnych na kredyt bankowy wśród niektórych emitentów oraz zmniejszanie kredytu kupieckiego kosztem wzrostu udziału krótkoterminowych papierów komercyjnych.

Sklasyfikowano trzy grupy przedsiębiorstw emitentów:

1. Preferujący wysokie zadłużenie krótkoterminowymi papierami komercyjnymi (np. Elzab SA do 52,17% i średnio w okresie programu emisji 28,59%; Relpol SA do 54,17% i średnio w okresie programu emisji 33,67%), gdzie występuje udział krótkoterminowych papierów komercyjnych w ok. 50% w zo-

bowiązaniach krótkoterminowych. Uwidocznia się w tych przedsiębiorstwach efekt wypierania przez krótkoterminowe papiery komercyjne kredytu bankowego przy stabilnym udziale kredytu kupieckiego.

2. Emitent preferujący średni poziom zadłużenia. Tę grupę tworzą duże firmy, o stabilnej sytuacji finansowej (np. Węgłokoks SA do 19,99% i średnio w okresie programu emisji 9,7%; Elektrobudowa SA do 30,36% i średnio w okresie programu emisji 11,77%). W tej grupie występują przedsiębiorstwa, które mogą wykorzystywać krótkoterminowe papiery komercyjne jako zastępujące kredyt bankowy.
3. Emitent preferujący niskie poziomy zadłużenia to przedsiębiorstwa produkcyjne (np. Organika Malbork sp. z o.o. do 25,02% i średnio w okresie programu emisji 5,23%; Orlen SA do 12,1% i średnio w okresie programu emisji do 7,01%; Dolna Odra SA incydentalnie 32,56% i średnio w okresie programu emisji 10%), gdzie krótkoterminowy papier komercyjny wynosi poniżej 10%. Wśród tych przedsiębiorstw krótkoterminowy papier komercyjny jest uzupełnieniem środków obrotowych o różnym przeznaczeniu. Uwidocznia się tu efekt komplementarności źródeł finansowania szczególnie wśród krótkoterminowych papierów komercyjnych i kredytu bankowego

Jak pokazują dalsze lata, już po 2001 r. sytuacja finansowa przedsiębiorstw ulega stałej poprawie. Emitenci ograniczają emisje, na korzyść wewnętrznych źródeł finansowania. Taka sytuacja występuje szczególnie w roku 2005, gdzie w porównaniu do 2001 roku mamy bardzo znaczny spadek emisji – prawie trzykrotny do maksimum rynkowego. Do tego dochodzą procesy zmian własnościowych, gdzie część emitentów ulega procesowi fuzji, bądź jest zależna od innych większych podmiotów gospodarczych.

## SIGNIFICANCE OF COMMERCIAL PAPERS IN THE STRUCTURE OF SOURCES OF SHORT-TERM FINANCING

### Summary

The article presents significance of commercial paper in the structure of the sources short-term financing, particularly of the bank loans and the customer credits. The introductory part includes the conventional theory of financial intermediation and the packing order theory linked with the role of a bank and short-term commercial papers. The main objective is to present structure and values of the sources of short-term financing during the period of emission. The article concerns seven enterprises divided into three groups of high, medium and low share of short-term commercial papers in corporate financing and present certain regularities.