

Piotr Wrzosek

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

OCENA RATINGÓW NA POLSKIM RYNKU OBLIGACJI POZASKARBOWYCH

1. Wstęp

Emisje obligacji pozaskarbowych na rynek krajowy odbywają się na podstawie ustawy o obligacjach z 1995 r. z późniejszymi zmianami [6]. Warto przy tym zwrócić uwagę, że już w 1985 r. rozporządzenie Rady Ministrów wprowadziło możliwość emisji obligacji przez przedsiębiorstwa państwowe, którą w 1988 r. rozszerzono na inne podmioty gospodarcze posiadające osobowość prawną, jednak o ile w latach osiemdziesiątych nastąpiły nieliczne emisje obligacji pozaskarbowych, o tyle w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych praktycznie zniknęły one z polskiego rynku. Dopiero w roku 1996 – na podstawie nowej ustawy – nastąpiły kolejne emisje pozaskarbowych obligacji na rynku krajowym. Były to obligacje czterech przedsiębiorstw o łącznej wartości zadłużenia równej 73,2 mln zł i dziesięciu jednostek samorządu terytorialnego o łącznej wartości zadłużenia 127,1 mln zł. W kolejnych latach zadłużenie polskich przedsiębiorstw i jednostek samorządu terytorialnego rośnie (z wyjątkiem roku 2001, kiedy nastąpił niewielki spadek w stosunku do roku poprzedniego). Na koniec roku 2006 zadłużenie polskich przedsiębiorstw na krajowym rynku obligacji wynosiło 14 358,8 mln zł przy 80 emitentach (w tym zadłużenie banków – 6 044,5 mln zł przy 18 emitentach). W tym samym czasie zadłużenie polskich jednostek samorządu terytorialnego z tytułu emisji obligacji wyniosło 3 834,7 mln zł przy 322 emitentach¹. Wartości zadłużenia polskich przedsiębiorstw i jednostek samorządu terytorialnego w latach 1997-2006 zebrano w tab. 1 zamieszczonej w punkcie trzecim tekstu.

¹ Biuletyny *Rating & Rynek*, Fitch Polska SA Dane na koniec lat 1996-2006. Przytoczone dane nie obejmują obligacji o terminie zapadalności poniżej jednego roku.

W tym miejscu należy sprecyzować, co rozumiemy przez pojęcie obligacji pozaskarbowej. Zgodnie z metodą przyjętą przez Fitch SA, którego biuletyny są głównym źródłem danych wykorzystanych w niniejszym artykule, za obligacje pozaskarbowe uznaje się nie tylko wyemitowane przez podmioty inne niż skarbowe papiery wartościowe będące obligacjami w rozumieniu prawa, ale również inne dłużne papiery wartościowe o podobnej treści ekonomicznej – w szczególności certyfikaty depozytowe i hipoteczne listy zastawne emitowane odpowiednio przez banki i banki hipoteczne na podstawie odrębnych przepisów. Równocześnie za obligacje pozaskarbowe nie są uważane żadne papiery dłużne, do terminu wykupu których pozostał mniej niż rok. Podejście takie wydaje się uzasadnione, gdyż z jednej strony listy zastawne i certyfikaty depozytowe różnią się od obligacji zwykłych zasadniczo tylko kręgiem podmiotów uprawnionych do ich emisji i formą zabezpieczenia. Poza tym ich treść ekonomiczna jest taka sama jak zwykłych obligacji. Ponadto obligacja, list zastawny czy certyfikat depozytowy o terminie wykupu krótszym niż rok nie różni się w sposób istotny z ekonomicznego punktu widzenia od krótkoterminowego papieru dłużnego takiego, jak np. bon komercyjny, i do jego analizy ratingowej wykorzystywane są inne narzędzia niż w przypadku papierów o dłuższym terminie wykupu. W związku z tym w niniejszym artykule wszędzie, gdzie nie będzie wyraźnie zaznaczone inaczej, przez pojęcie obligacji pozaskarbowej lub krótko – obligacji – rozumiana będzie obligacja, certyfikat depozytowy lub list zastawny wyemitowany na rynek krajowy o terminie wykupu powyżej jednego roku.

2. Działalność agencji ratingowych w Polsce

Wzrost liczby emitentów obligacji pozaskarbowych na rynku krajowym sprawił, że pojawiła się potrzeba dokonywania ich ratingu. Pierwszym przedsiębiorstwem, które się tego podjęło, było powstałe w 1997 r. Środkowoeuropejskie Centrum Ratingu i Analiz SA (CERA SA). W roku 2001 CERA została przejęta przez międzynarodową agencję ratingową Fitch Ratings i od tego czasu funkcjonuje pod nazwą Fitch Polska SA.

Pierwszą emisją obligacji, która została poddana ocenie ratingowej przez CERA, była emisja obligacji Ostrowa Wielkopolskiego z grudnia 1997 r., o wartości 7,5 mln zł. Obligacje te miały zmienne oprocentowanie i siedmioletni termin zapadalności. Obligacje te otrzymały rating A–.

Na początku swojej działalności CERA nadawała ratingi wyłącznie krajowym emisjom pozaskarbowych instrumentów dłużnych. Wprowadzono rozróżnienie między ratingami długoterminowymi i krótkoterminowymi. Ratingi długoterminowe oznaczano symbolami AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, gdzie rating AAA był najlepszy, C zaś – najgorszy, z ewentualnym dodatkowym symbolem „+” lub „–”, oznaczającym odpowiednio lepszy lub gorszy rating w ramach danej kate-

gorii. W przypadku ratingów krótkoterminowych stosowano oznaczenia (w kolejności od najlepszego do najgorszego) CP – 1, CP – 2, CP – 3 i NK. Rating miał odpowiadać na pytania: jakie jest prawdopodobieństwo, że zobowiązania kredytowe emitenta, wynikające z emisji poddanej ratingowi, zostaną spłacone w ustalonych terminach i kwotach? Czy dłużnik (emitent) wywiąże się z warunków kontraktu?. Rating był więc oceną ryzyka kredytowego konkretnej emisji papierów dłużnych. Wynikało z tego, że różne emisje papierów wartościowych tego samego podmiotu mogły mieć w tym samym czasie różny rating, co jest racjonalne np. w przypadku emisji o różnych czasach trwania (*duration*), terminach wykupu, formach zabezpieczenia należności czy walucie, w której wyrażone jest zobowiązanie. Zdarzyło się to w przypadku listów zastawnych Rheinhyp-BRE Banku Hipotecznego SA, z których część (wyrażona w walucie krajowej) 31 grudnia 2001 r. miała rating AA+, podczas gdy inne (w walutach obcych) miały w tym samym czasie rating BBB+. Możliwe było, że tylko część papierów dłużnych danego podmiotu obecnych w tym samym czasie na rynku miała nadaną ocenę ratingową. Sytuacja taka miała miejsce w przypadku Ostrowa Wielkopolskiego, którego obligacje wyemitowane w latach 1997 i 1999 miały na końcu roku 2001 nadaną ocenę ratingową, obligacje zaś wyemitowane w roku 2000 jej nie miały.

Pod koniec roku 2001, w związku z przejściem CERA przez Fitch Ratings, nastąpiły istotne zmiany w zakresie przyznawanych ratingów obligacji pozazaskarbowych emitowanych na rynek krajowy. Przestano nadawać ratingi krajowym emisjom obligacji. Zamiast tego zaczęto nadawać emitentom ratingi, które miały opisywać ryzyko kredytowe wszystkich obligacji danego podmiotu. Od tego czasu jedynymi emisjami obligacji polskich podmiotów otrzymującymi ratingi są emisje zagraniczne. Przez pewien czas funkcjonowały równolegle ratingi wystawione przez CERA i nadane przez Fitch Polska, jednak przed końcem 2002 r. wszystkie ratingi CERA zostały zamienione na nowe.

Ratingi Fitch Polska można zasadniczo podzielić na ratingi krajowe i międzynarodowe. Ratingi krajowe dzielą się na długoterminowe (dotyczące zobowiązań powyżej jednego roku) i krótkoterminowe (dotyczące zobowiązań do jednego roku). Z punktu widzenia tematu niniejszego artykułu istotne są te pierwsze.

Długoterminowe ratingi krajowe są najbliższym odpowiednikiem. długoterminowych ratingów CERA. Są opisywane kategoriami AAA(pol), AA(pol), A(pol), BBB(pol), BB(pol), B(pol), CCC(pol), CC(pol), C(pol), DDD(pol), DD(pol), D(pol), E(pol) z ewentualnym dodatkowym znakiem „+” lub „-”, tak jak to było w przypadku ratingów CERA. Ratingi od AAA(pol) do C(pol) są przybliżonymi odpowiednikami ratingów od AAA do C CERA, nadawanymi jednak, jak wspomniano, nie poszczególnym emisjom, a emitentom. Ratingi od DDD(pol) do D(pol) oznaczają podmioty, w przypadku których ryzyko kredytowe się zrealizowało, czyli takie, które już nie wypłacają przynajmniej części swoich zobowiązań lub wypłacają ją z opóźnieniem. W skali stosowanej przez CERA brakowało odróżnienia emisji, w przypadku których ryzyko kredytowe już się zrealizowało, od emisji, w

których realizacja takiego ryzyka była bardzo prawdopodobna w przyszłości. Rating E(pol) oznacza podmiot, którego nie można zakwalifikować do żadnej z pozostałych kategorii ze względu na niedostarczenie przez podmiot poddawany ratingowi wymaganych informacji. Podobnie jak w przypadku ratingów CERA długoterminowe ratingi krajowe Fitch Polska nadawane są w odniesieniu do danego kraju, co oznacza, że rating AAA(pol) jest związany z najniższym możliwym do uzyskania przez polskie przedsiębiorstwo lub jednostkę samorządu terytorialnego ryzykiem kredytowym. Ryzyko to jest więc zwykle uznawane za zbliżone do ryzyka zobowiązań emitowanych lub gwarantowanych przez skarbowicę państwa i jest zależne od krajowej sytuacji gospodarczo-prawnej.

Ratingi nadawane w skali międzynarodowej mają pozwalać na zapewnienie porównywalności odpowiednich rodzajów ryzyka między emisjami bądź podmiotami działającymi w różnych krajach. Fitch Polska nadaje następujące ratingi międzynarodowe:

- długoterminowe w walucie zagranicznej,
- długoterminowe w walucie lokalnej,
- krótkoterminowe,
- indywidualne,
- wsparcia.

Podobnie jak w przypadku ratingów krajowych interesują nas tylko ratingi długoterminowe w walucie lokalnej i zagranicznej.

Długoterminowe ratingi międzynarodowe mogą być przyznawane przedsiębiorstwom, jednostkom samorządu terytorialnego i państwom lub emisjom ich obligacji. Skala ratingowa stosowana przez Fitch Ratings i zarazem Fitch Polska jest następująca: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, RD, D z ewentualnym dodatkowym oznaczeniem „+” lub „-”, jak w przypadku ratingów krajowych, przy czym tych dwóch ostatnich nie stosuje się podczas oceny ratingowej poszczególnych zobowiązań, a tylko całych podmiotów. Rating AAA oznacza najniższe ryzyko kredytowe w skali międzynarodowej – praktycznie jest więc możliwy do uzyskania przez państwa i instytucje o zasięgu międzynarodowym charakteryzujące się wyjątkowo dobrą sytuacją finansową. Przedsiębiorstwa i jednostki samorządu terytorialnego działające na terytorium państw o wyższym ryzyku kredytowym nie mogą uzyskać najwyższych ocen ratingowych niezależnie od sytuacji finansowej danego przedsiębiorstwa lub jednostki samorządu terytorialnego. W Polsce do roku 2003 przedsiębiorstwa nie mogły uzyskać długoterminowego ratingu międzynarodowego wyższego od ratingu Polski (31 grudnia 2003 r. BBB+ dla zobowiązań w walucie zagranicznej, A+ dla zobowiązań w walucie krajowej), w roku 2004 wprowadzono tzw. pułap krajowy (*country ceiling*) dla zobowiązań w walucie zagranicznej, tj. maksymalny rating międzynarodowy, jaki mogą uzyskać przedsiębiorstwa działające w Polsce, które ze względu na gwarancje podmiotów zagranicznych charakteryzują się niższym ryzykiem kredytowym niż Polskie instrumenty skarbowe. W przypadku ratingu podmiotów poziom C oznacza bardzo wysokie prawdo-

podobieństwo wystąpienia niewypłacalności w przyszłości, ale jeszcze nie stan istniejącej niewypłacalności, poziom RD oznacza, że podmiot nie dokonał spłaty części swoich zobowiązań, poziom D zaś oznacza podmiot, który utracił zdolność regulacji wszystkich swoich zobowiązań. Inaczej jest w przypadku poszczególnych zobowiązań, takich jak konkretne emisje obligacji, w przypadku których już rating B może oznaczać, że dane zobowiązanie nie jest obsługiwane, ale jego odzyskanie jest „bardzo prawdopodobne”, C zaś informuje o najniższym prawdopodobieństwie odzyskania.

Odejście od wystawiania ocen ratingowych konkretnych emisji obligacji na rynku krajowym na rzecz analizy emitentów sprawia, że opierający się na ratingu nabywca obligacji ma gorszą informację na temat jej ryzyka kredytowego, a co za tym idzie, jego ryzyko inwestycji jest wyższe, co z kolei prowadzi m.in. do wyższej wymaganej stopy zwrotu i przez to – do wyższego kosztu obsługi długu przez emitenta. Ratingi takie można nadawać podmiotom nieemitującym obligacji na rynku krajowym, a zamiast tego korzystającym z innych źródeł kapitału obcego, takich jak kredyty czy, w przypadku ratingów międzynarodowych, emisje obligacji za granicą. W takich przypadkach podmiot niefinansujący się obligacjami na rynku krajowym może się spodziewać kosztu długu zbliżonego do stopy dochodu obecnych na rynku krajowym obligacji o tym samym ratingu. Możliwe jest nawet nadanie ratingu podmiotowi, który nie posiada żadnych istotnych zobowiązań w celu określenia jakości gwarancji finansowych udzielanych przez ten podmiot lub nawet w celu stwierdzenia, jakiego kosztu obsługi długu powinien się spodziewać, jeśli rozważy zadłużenie się w niedalekiej przyszłości. Oczywiście w tym ostatnim przypadku należy pamiętać, że wzrost zadłużenia może automatycznie wpłynąć na osłabienie pozycji ratingowej.

3. Znaczenie ratingu na krajowym rynku obligacji pozaskarbowych

Najważniejszymi wskaźnikami znaczenia ratingu na rynku obligacji pozaskarbowych są udział zadłużenia w obligacjach pozaskarbowych poddanych ratingowi (lub których emitenci zostali poddani ratingowi długoterminowemu) oraz liczba emitentów poddających ocenie ratingowej odpowiednio swoje obligacje lub siebie. Dane te w podziale na banki, pozostałe przedsiębiorstwa i jednostki samorządu terytorialnego zostały zebrane w tab. 1.

Uwagi dotyczące zestawienia przedstawionego w tab. 1.

- uwzględniono w nim wartość nominalną zadłużenia w postaci obligacji (w tym zamiennych i przychodowych), listów zastawnych i certyfikatów depozytowych o terminie wykupu powyżej jednego roku, wyemitowanych na rynku krajowym niezależnie od waluty, w której dokonano emisji,
- wszystkie dane dotyczą 31 grudnia odpowiedniego roku,

Tabela 1. Krajowe pozaskarbowe papiery dłużne – dług całkowity i poddany ratingowi

Banki					
Rok	wszystkie wyemitowane obligacje		obligacje poddane ratingowi		procent wartości długu poddany ratingowi
	liczba emitentów	wartość długu (mln zł)	liczba emitentów	wartość długu (mln zł)	
1997	2	212,0	0	0,0	0
1998	2	207,5	0	0,0	0
1999	1	107,5	0	0,0	0
2000	2	112,5	1	5,0	4,44
2001	6	732,6	1	102,3	13,96
2002	6	1544,7	0+1	175,5	11,36
2003	8	2788,6	0+1	183,6	5,58
2004	13	3074,0	0	0,0	0
2005	15	4289,6	0	0,0	0
2006	18	6014,1	brak danych		
Pozostałe przedsiębiorstwa					
Rok	wszystkie wyemitowane obligacje		obligacje poddane ratingowi		procent wartości długu poddany ratingowi
	liczba emitentów	wartość długu (mln zł)	liczba emitentów	wartość długu (mln zł)	
1997	17	351,5	1	1,2	0,34
1998	45	1171,4	1	1,0	0,09
1999	45	1448,4	0	0,0	0,00
2000	49	2366,3	0	0,0	0,00
2001	51	2519,8	0	0,0	0,00
2002	53	4529,5	1+0	80,0	1,77
2003	59	5288,2	0+0	0,0	0,00
2004	69	7258,5	1+0	100,0	1,38
2005	82	8919,8	1+1	200,0	2,24
2006	80	8826,7	brak danych		
Jednostki samorządu terytorialnego					
Rok	wszystkie wyemitowane obligacje		obligacje poddane ratingowi		procent wartości długu poddany ratingowi
	liczba emitentów	wartość długu (mln zł)	liczba emitentów	wartość długu (mln zł)	
1997	28	296,9	2	9,0	3,03
1998	40	526,1	2	9,0	1,71
1999	53	653,6	2	11,5	1,76
2000	89	859,6	2	30,0	3,49
2001	149	1628,6	3	42,0	2,58
2002	192	2218,8	6+0	205,7	9,27
2003	201	2639,1	4+0	229,5	8,70
2004	227	2954,5	4+3	598,8	20,27
2005	264	3295,2	5+2	609,9	18,51
2006	322	3830,4	brak danych		

Źródło: opracowanie własne na podstawie biuletynów „Rating & Rynek” z lat 1997-2005 i biuletynów „Raport o stanie rynku pozarządowych papierów dłużnych” z lat 1999-2006 ze strony internetowej Fitch Polska SA (<http://www.fitchpolska.com.pl/>).

– wartość zadłużenia w walutach obcych została przeliczona na złote po kursach średnich NBP z 31 grudnia odpowiedniego roku,

– w latach 1997-2001 za obligacje poddane ratingowi uznano tylko obligacje emisji, którym nadano rating; równocześnie za emitenta obligacji uznawano podmiot, który wprowadził na rynek krajowy choć jedną emisję obligacji, którym na-

dano ocenę ratingową, niezależnie od tego, czy w tym samym czasie znajdowały się na rynku również obligacje tego podmiotu niepoddane ratingowi (np. w latach 1997-2001 na rynku publicznym znajdowały się różne emisje obligacji komunalnych Ostrowa Wielkopolskiego, z których tylko część miała nadaną ocenę ratingową),

- ponieważ w roku 2002 Fitch SA odszedł od przyznawania ratingów poszczególnym emisjom obligacji na rynek krajowy, w latach 2002-2005 za obligacje poddane ratingowi uznaje się obligacje podmiotów, którym nadany został długoterminowy rating krajowy, oraz obligacje podmiotów, którym nadano rating międzynarodowy, pod warunkiem że rozważane obligacje zostały wyemitowane w odpowiedniej walucie (np. 31 grudnia 2003 r. na rynku krajowym znajdowały się listy zastawne Rheinhyp-BRE Banku Hipotecznego SA w walucie zarówno krajowej, jak i zagranicznej, jednak tylko te ostatnie zostały uznane za poddane ratingowi, gdyż w tym czasie bank ten nie miał międzynarodowego ratingu długoterminowego dla zobowiązań w walucie krajowej ani długoterminowego ratingu krajowego, miał zaś rating międzynarodowy zobowiązań w walutach obcych),

- za emitenta obligacji w latach 2002-2005 uznano podmioty, których choć część obligacji obecnych na koniec odpowiedniego roku na rynku była poddana ratingowi zgodnie z powyższą definicją,

- liczba emitentów obligacji poddanych ratingowi w latach 2002-2005 została podana zgodnie ze schematem „liczba emitentów posiadających długoterminowy rating krajowy + liczba emitentów posiadających długoterminowy rating międzynarodowy”; nie zdarzyło się, żeby na koniec któregoś roku z okresu 2002-2005 jakiś emitent posiadał równocześnie międzynarodowy i krajowy rating długoterminowy,

- ponieważ w biuletynach „Rating & Rynek” za okres od 30 września 2002 r. do 15 września 2003 r. nie ma zestawień nadanych przez Fitch Polska SA ratingów publicznych, ratingi na koniec 2003 r. zostały odtworzone na podstawie biuletynu „Rating & Rynek” 17 (129) z 16 września 2002 r. i komunikatów prasowych Fitch Polska SA na stronie internetowej <http://www.fitchpolska.com.pl/>,

- ze względu na brak danych dotyczących zadłużenia poszczególnych podmiotów na krajowym rynku obligacji na koniec roku 2006 nie można określić wartości długu poddanego ratingowi ani liczby jego emitentów, mimo iż ratingi podmiotów krajowych za ten rok są dostępne.

Z zestawienia w tab. 1. można wywnioskować, że łączne zadłużenie polskich podmiotów na krajowym rynku obligacji pozaskarbowych oraz liczba zadłużonych podmiotów rosła w latach 1997-2006, a jedynym odstępstwem od tego trendu był spadek wielkości zadłużenia i liczby zadłużonych banków w roku 1999.

Zarazem jednak przedsiębiorstwa inne niż banki niechętnie poddają się ocenie ratingowej – wartość długu poddanego ocenie ratingowej nigdy w latach 1997-2005 nie przekroczyła 2,5% łącznego zadłużenia przedsiębiorstw na krajowym rynku obligacji, liczba zaś przedsiębiorstw poddanych takiej ocenie nie była więk-

sza od dwóch. Również w przypadku banków nie można mówić o dużym zainteresowaniu oceną ratingową – tylko w latach 2000-2003 miały miejsce oceny ratingowe, ale dotyczyły one tylko jednego podmiotu: Rheinhyp-BRE Banku Hipotecznego SA, a to, że poddane ocenie ratingowej zadłużenie stanowiło znaczną część długu banków na rynku obligacji pozaskarbowych (ponad 10% w latach 2001-2002), wynikało z ogólnie niewielkiego zadłużenia banków w tym okresie na tym rynku. Można jednak mówić o dużym zainteresowaniu oceną ratingową wśród dużych jednostek samorządu terytorialnego emitujących obligacje na rynku krajowym; wprawdzie liczba jednostek poddających się ocenie ratingowej jest stosunkowo mała, ale są to jednostki duże – głównie duże miasta oraz województwa, których zadłużenie stanowi znaczną (i rosnącą) część krajowego rynku obligacji jednostek samorządu terytorialnego (rzędu 20% w latach 2004-2005).

Głównej przyczyny niskiego zainteresowania przedsiębiorstw oceną ratingową należy upatrywać głównie w tym, że przeważająca część obligacji pozaskarbowych jest w Polsce sprzedawana na rynku prywatnym dużym instytucjom finansowym, które potrafią dokonać samodzielnej analizy ryzyka kredytowego. W takiej sytuacji ocena ratingowa emitenta lub emisji obligacji wydaje się zbędna. Dodatkową przyczyną niewielkiej liczby przedsiębiorstw poddających się ocenie ratingowej może być niewystarczająca wiedza zarządzających przedsiębiorstwami na temat mechanizmów ratingu i jego znaczenia, a także koszty związane z poddaniem się takiej analizie. Argumenty te działają do pewnego stopnia również w przypadku jednostek samorządu terytorialnego, ale po pierwsze analiza ryzyka kredytowego dużych jednostek samorządu terytorialnego może być zadaniem bardziej złożonym od oceny ryzyka kredytowego przedsiębiorstwa i wiele instytucji finansowych może być nieprzygotowanych do jej przeprowadzenia. Wniosek ten wydaje się potwierdzać badania zagraniczne dotyczące zachowania się stóp zwrotu w razie zmiany oceny ratingowej, o których będzie mowa w kolejnym punkcie. W takiej sytuacji dokonanie analizy ratingowej przez wyspecjalizowaną agencję ratingową może ułatwić pozyskanie nabywców obligacji lub stanowić punkt wyjścia do negocjacji z dawcami kapitału obcego innego rodzaju – takiego jak np. kredyt. Ponadto wydaje się, że w ostatnich latach posiadanie wysokiego ratingu jest przez władze wielu miast, powiatów i województw traktowane jako oznaka prestiżu przydatna przy promocji regionu, co może skłaniać do poddawania się ocenie ratingowej nawet, gdy z czysto finansowego punktu widzenia jest ona niepotrzebna.

4. Rating a stopa dochodu obligacji

Ocena ratingowa powinna mieć istotny związek ze stopą dochodu obligacji. Nie sposób stwierdzić, czy jest tak w istocie na polskim rynku, gdyż obligacji poddanych ratingowi, zwłaszcza o podobnych warunkach (takich jak termin wykupu i *duration*) jest na polskim rynku za mało, by wyciągnąć istotne statystycznie wnios-

ki. Dodatkowym utrudnieniem jest to, że tylko niewielka część polskich obligacji jest notowana w obrocie publicznym, co znacznie ogranicza możliwości badania rynkowych stóp dochodu. Badania prowadzone na rozwiniętych zagranicznych rynkach (zwłaszcza amerykańskim) wykazują jednak, że zmiana ratingu przedsiębiorstw nie powoduje istotnych zmian stóp dochodu ich obligacji. Inaczej jest w przypadku obligacji municypalnych, których stopy dochodu zmieniają się wraz ze zmianą ratingu, podczas gdy stopa dochodu obligacji przedsiębiorstw często zmienia się na kilka miesięcy przez zmianą ratingu (por. [2; 3]). Badania wskazują, że również ceny akcji przedsiębiorstw, których rating się pogarsza, nie zawsze spadają. Istotne znaczenie ma tu to, czy pogorszenie ratingu było spowodowane pogorszeniem się sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, czy też zwiększeniem dźwigni finansowej – kiedy częściej mamy do czynienia ze wzrostem cen akcji. W każdym jednak przypadku zmiana cen akcji zwykle następuje przed zmianą ratingu, co prowadzi do wniosku, że rating obligacji przedsiębiorstw, w przeciwieństwie do ratingu obligacji municypalnych, nie niesie żadnej istotnej informacji, która nie zostałaby wcześniej przyswojona przez rynek (por. [1; 5]).

Nie wiadomo, czy wnioski z tych badań można przenieść na rynek polski. Będzie można to stwierdzić dopiero, gdy znacznie wzrośnie liczba notowanych w obrocie publicznym obligacji poddanych ratingowi. Jeżeli jednak okazałoby się, że w Polsce, podobnie jak na rynkach rozwiniętych, zmiana ratingu obligacji przedsiębiorstw (w przeciwieństwie do zmiany ratingu obligacji jednostek samorządowych) nie wpływa na stopę dochodu tych obligacji, to można by stwierdzić, że poza szczególnymi przypadkami rating obligacji przedsiębiorstw nie wnosi żadnej nowej, istotnej dla rynku informacji i w związku z tym jest niepotrzebny. W tym kontekście można by zaryzykować hipotezę, że zarówno poddawanie się ocenom ratingowym przez małe przedsiębiorstwa, jak i większe zainteresowanie jednostek samorządu terytorialnego takimi ocenami ma racjonalne uzasadnienie, jednak, jak już wspomniano, weryfikacja tej hipotezy wymagałaby dalszych badań, które są obecnie niemożliwe do przeprowadzenia, obserwowane zaś tendencje mogą mieć inne, niekoniecznie racjonalne wyjaśnienia – związane np. z przekonaniem władz samorządowych o prestiżowym znaczeniu ratingu czy z tendencją przedsiębiorstw do kierowania emisji swoich obligacji niemal wyłącznie do dużych instytucji finansowych przy jednoczesnym ignorowaniu innych potencjalnych dawców kapitału obcego.

Literatura

- [1] Goh J.C., Ederington L.H., *Is a Bond Rating Downgrade Bad News, Good News, or No News for Stockholders?*, „The Journal of Finance” 1993 nr 5, vol. 48, s. 2001-2008.
- [2] Grier P., Katz S., *The Differential Effects of Bond Rating Changes Among Industrial and PublicUtility Bonds by Maturity*, „The Journal of Business” 1976 nr 2, vol. 49, s. 226-239.

- [3] Ingram R.W., Brooks L.D., Copeland R.M., *The Information Content of Municipal Bond Rating Changes: A Note*, „The Journal of Finance” 1983 nr 3, vol. 38, s. 997-1003.
- [4] Kozuń-Cieślak G., *Aktywność polskich przedsiębiorstw na krajowym i międzynarodowym rynku obligacji*, [w:] *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, red. W. Ronka-Chmielowiec, K. Jajuga, Prace Naukowe AE we Wrocławiu nr 1037, t. 1, AE, Wrocław 2004.
- [5] Pinches G.E., Clay Singleton J., *The Adjustment of Stock Prices to Bond Rating Changes*, *The „Journal of Finance”* 1978 nr 1, vol. 33, s. 29-44.
- [6] Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (DzU 1995 nr 83, poz. 420).

RATING ON POLISH NON-TREASURY BOND MARKET

Summary

The paper presents activities of rating agencies, and bond issuers in the Polish non-treasury bond market. It appears that very few corporate bonds were ever rated by rating agencies, but in recent years about 20% of debt in form of municipal bonds issued on the Polish non-treasury bond market were rated by Fitch Polska S.A. agency. Because of lack of data nothing can be said about the relation of yields to maturity and rating on this market.