

Maciej Pawłowski

Możliwości finansowania małych i średnich przedsiębiorstw na rynku obligacji : próba oceny

Ekonomiczne Problemy Usług nr 111, 452-461

2014

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

MOŻLIWOŚCI FINANSOWANIA MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW NA RYNKU OBLIGACJI – PRÓBA OCENY¹

Streszczenie

W artykule podjęto problematykę związaną z możliwościami finansowania sektora małych i średnich przedsiębiorstw na rynku obligacji. Zwrócono także uwagę na kluczowe, z punktu widzenia małych i średnich przedsiębiorstw, uwarunkowania konstytuujące atrakcyjność wykorzystania emisji obligacji w aspekcie finansowania działalności tych podmiotów. Analizie i ocenie poddano również kwestię założeń konstrukcyjnych rynku *Catalyst*, podkreślając te elementy jego struktury, które dostosowane są do specyfiki małych i średnich przedsiębiorstw.

Słowa kluczowe: sektor MŚP, małe i średnie przedsiębiorstwa, finanse przedsiębiorstw, obligacje, rynek *Catalyst*

Wprowadzenie

Współczesne problemy rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw koncentrują się przede wszystkim na ograniczonych zasobach finansowych. Niedostateczna wielkość funduszy pozostających do dyspozycji podmiotów gospodarczych w powiązaniu z reperkusjami kryzysu finansowego zapoczątkowanego w 2008 roku sprawiają, że waga problemu luki kapitałowej nabiera coraz większego znaczenia. Najmniejszej wątpliwości nie ulega fakt, że podstawą przetrwania i rozwoju sektora MŚP są nakłady inwestycyjne, których pokrycie wymaga dostępu do źródła finansowania. W obliczu ograniczeń w polityce kredytowej banków oraz zmiennej koniunktury na rynku akcji, wyostrza się potrzeba poszukiwania przez zarządzających przedsiębiorstwem alternatywnych metod i instrumentów pozyskiwania kapitału.

W związku z powyższym w artykule podjęto próbę identyfikacji i oceny uwarunkowań wykorzystania obligacji w polityce finansowania działalności małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce. Relatywnie szeroki problem badawczy w zestawieniu z ograniczoną objętością artykułu upoważnia do rozpatrzenia wyłącznie wybranych problemów związanych z analizowanym zagadnieniem. W konsekwen-

¹ Artykuł powstał w ramach projektu badawczego finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki w formie grantu promotorskiego nr N N113 344740 nt. *Uwarunkowania rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce* (umowa nr ODW-3447/B/H03/2011/40) realizowanego w latach 2011–2013.

cji, analizą objęto treść Ustawy z dnia 29 czerwca 1995r. o obligacjach² oraz wybrane założenia konstrukcyjne rynku *Catalyst*, zaś prowadzone rozważania ukierunkowano na wyróżnienie czynników sprzyjających emisji długu przez podmioty sektora MŚP.

1. Aspekt definicyjny i wybrane uwarunkowania emisji obligacji

Jako wstęp do analizy uwarunkowań emisji obligacji przez małe i średnie przedsiębiorstwa rozważaniom poddać należy definicyjną naturę rozpatrywanego instrumentu. Literatura odnosząca się do problematyki rynków finansowych dostarcza wielu rozmaitych określeń definiujących obligacje. W jednym z najprostszych stwierdzeń istota analizowanego instrumentu łączona jest z zaoferowaniem inwestorom kupna określonych części długu podlegających zwrotowi w sposób z góry ustalony³ lub z wystandaryzowaną formą kredytu podzielonego na odpowiednią liczbę jednostek, przyjmujących postać papierów wartościowych⁴. Natura obligacji przejawia się więc łączeniem funkcji kredytowej z funkcją oszczędnościową, z zastrzeżeniem, że kwota lokaty inwestora jest bezpośrednio skorelowana z wartością długu emitenta⁵.

Niezwykłe bogaty i zróżnicowany charakter definicji, występujących w literaturze przedmiotu pozwala stwierdzić, że pojęcie „obligacja” obejmuje liczną grupę instrumentów finansowych, dla których wspólnym mianownikiem jest dłużny charakter stosunku łączącego wystawcę instrumentu z jego nabywcą. Celem uniknięcia dygresji, którą bez wątpienia jest dyskusja naukowa poświęcona wyodrębnieniu analizowanego pojęcia na tle dotychczasowego dorobku dyscypliny finansów, w niniejszym artykule autor odwołuje się do zapisów ustawy o obligacjach⁶. Wedle przytaczanego aktu prawnego, obligacja jest emitowanym w serii papierem wartościowym, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Podejmowane przez emitenta obligacji zobowiązanie może zostać zrealizowane w formie pieniężnej⁷ lub w formie świadczenia o charakterze niepieniężnym⁸.

² Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, DzU 1995, nr 83, poz. 420, z późn. zm. (w dalszej części artykułu określana ustawą o obligacjach).

³ J. Utkin, *Obligacje i ich portfele*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2005, s. 9.

⁴ D. Dziawgo, *Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne na rynku papierów wartościowych*, Wyd. Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2004, s. 31.

⁵ L. Sobolewski, *Obligacje i inne papiery wartościowe*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 1999, s. 6.

⁶ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach...

⁷ Świadczenie o charakterze pieniężnym oparte jest na potrąceniu dyskonta lub okresowej wypłacie odsetek od nominału obligacji oraz wykupie instrumentu w terminie jego zapadalności.

⁸ W odniesieniu do rozwiązań o charakterze niepieniężnym, przyjmuje się, że katalog dopuszczalnych świadczeń emitenta na rzecz obligatariuszy jest w obecnym stanie prawnym otwarty i właściwie każde zobowiązanie prawnie dopuszczalne może być zaciągnięte w drodze emisji obligacji. Za przykładowe rozwiązania stosowane w kontekście świadczeń o charakterze

Z przyjętej definicji wynika więc, że emisja obligacji wykazuje cechy stosunku kredytowego. Wśród licznych różnic tkwiących w obu wyróżnionych instrumentach⁹ na wyraźne podkreślenie zasługuje kwestia podmiotu dokonującego zasilania finansowego. Zgodnie bowiem z zapisami przytoczonej uprzednio ustawy o obligacjach, zdolność emisyjną w zakresie kreowania obligacji ma zamknięty krąg podmiotów. Ustawodawca wyodrębniając pojęcie emitenta obligacji zastosował kryterium dwojakiego rodzaju. W pierwszej kolejności, ustawa przyznaje status emitenta podmiotom, które legitymują się zespołem obligatoryjnych cech przejawiających się w posiadaniu osobowości prawnej (spółki akcyjne i spółki z o.o.) oraz w prowadzeniu działalności gospodarczej. Następnie, enumeratywnie wymienia grupę uprawnionych do emisji obligacji, uznając za emitenta m.in. spółki komandytowo-akcyjne.

Zabieg ograniczenia grona potencjalnych emitentów obligacji wynika z przesłanek obiektywnych, służących ochronie interesu obligatariuszy, przekładając się tym samym na sprawność i efektywność funkcjonowania krajowego rynku obligacji¹⁰. Jednocześnie, ustawowe wymogi względem charakterystyki emitenta są powszechnie uznawane za czynnik limitujący dostęp małych i średnich przedsiębiorstw do finansowania za pośrednictwem emisji długu. Rozpatrując jednak strukturę podmiotów ze zdolnością emisyjną w zakresie kreowania zobowiązań dłużnych na rynku papierów wartościowych dostrzega się, że właściwie co czwarte przedsiębiorstwo z tego grona reprezentuje sektor małych i średnich przedsiębiorstw (tab. 1).

niepieniężnym podaje się konwersję obligacji na akcje emitenta (*obligacje zamienne*), przyznanie prawa pierwszeństwa w objęciu akcji z nowej emisji (tzw. *obligacje z prawem pierwszeństwa*) lub przyznanie prawa do udziału w przyszłym zysku emitenta (tzw. *obligacje partycypacyjne*). J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, LexisNexis Polska sp. z o.o., Warszawa 2010, s. 18.

⁹ Komparatystykę emisji obligacji względem kredytu bankowego z uwzględnieniem ograniczeń w wzajemnej substytucji obu instrumentów szerzej omówiono m.in. w M. Pawłowski, *Ograniczenia w substytucji kredytu bankowego emisją obligacji przez małe i średnie przedsiębiorstwa*, w: *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Mikrofirma 2013*, red. A. Bielawska, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 752, Ekonomiczne Problemy Usług nr 102, Wyd. Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2013, s. 512–519.

¹⁰ Należy bowiem pamiętać, że z formą prawną przedsiębiorstwa silnie związane są standardy sprawozdawczości finansowej, stanowiącej źródło informacji w podejmowaniu aktywności inwestycyjnej w obszarze rynku obligacji. Dodatkowo, kwestia obligatoryjnego prowadzenia działalności gospodarczej gwarantować ma źródło zaspokojenia roszczeń wierzycieli.

Tabela 1

Struktura spółek kapitałowych i spółek komandytowo-akcyjnych z perspektywy wielkości mierzonej liczbą zatrudnionych pracowników (stan na koniec 2010 r.)

	Małe 10–49 zatrud- nionych	Średnie 50–249 zatrud- nionych	Łącznie 10–249 zatrud- nionych	Ogółem w go- spodarce	Udział małych i śred- nich przedsiębiorstw w ogólnej liczbie po- szczególnych kategorii przedsiębiorstw (%)
Spółki komandytowo- akcyjne	57	33	90	909	9,90
Spółki z o.o.	35 392	9977	45 369	198 686	22,83
spółki akcyjne	1634	1582	3216	7301	44,05
Uprawnieni do emisji obligacji ogółem	37 083	11 592	48 675	206 896	23,53

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Głównego Urzędu Statystycznego.

W ocenie treści obowiązującej ustawy o obligacjach, gruntownie znowelizowanej w 2001 roku, uwagę zwracają liberalne zasady procedury emisyjnej i obrotu walorami dłużnymi. Aktualny stan prawny zwalnia bowiem emitenta obligacji z obowiązku definiowania celu, na jaki wydatkowane będą zgromadzone fundusze. W związku z powyższym, przedsiębiorstwo pokrywające potrzeby kapitałowe z obszaru rynku obligacji zachowuje swobodę w dysponowaniu środkami finansowymi i zależnie od wykazywanych potrzeb, kapitał pochodzący z emisji długu zabezpieczał będzie potrzeby rozwojowe przedsiębiorstwa, będzie służył restrukturyzacji dotychczasowego zadłużenia lub ukierunkowany zostanie na finansowanie działalności bieżącej.

Równie istotną kwestią związaną z emisją obligacji jest katalog potencjalnych zabezpieczeń kreowanej wierzytelności, który obejmuje właściwie wszystkie prawne dopuszczalne formy i instrumenty zabezpieczenia długu. Co więcej, przedsiębiorstwo nie jest zobligowane do wykazywania zabezpieczeń dla emitowanych walorów dłużnych, w konsekwencji czego wielkość absorbowanego kapitału nie jest limitowana wartością składników bilansowych (lub sytuacją ekonomiczną) jaką dysponuje emitent. Jest to szczególnie istotne dla podmiotów nowo powstałych oraz małych i średnich przedsiębiorstw o niewielkich kapitałach własnych.

Przedmiotu ustawowej regulacji nie stanowią zagadnienia związane ze strukturą emisji obligacji. Regulacje prawne nie uściślają bowiem parametrów jakimi powinna charakteryzować się emisja obligacji, progowych wartości długu oferowanego pod postacią papierów wartościowych, czasu trwania stosunku obligacyjnego czy technik przeprowadzenia oferty. Wyróżnione zagadnienia mają szczególne znaczenie w kontekście kształtowania strategii finansowej małych i średnich przedsiębiorstw, głównie na etapie selekcji źródeł i instrumentów gromadzenia kapitału. Szeroki zakres swobody kapitałobiorcy w kształtowaniu warunków finansowania nie tylko wyróżnia obligacje na tle prawnie wystandaryzowanej treści umowy kredytu bankowego (której dostępność limituje polityka kredytowa banków, rekomen-

dacje międzynarodowe czy polityka monetarna państwa), ale co równie istotne – zapewnia możliwość dopasowania warunków finansowania do specyfiki i potrzeb emitenta.

2. Rynek *Catalyst* z perspektywy małego i średniego przedsiębiorstwa

Przeprowadzenie procedury emisyjnej przez przedsiębiorstwo obliguje emitenta do określenia rynku, na którym prawa własności z tytułu posiadania obligacji korporacyjnych stanowią będą przedmiot obrotu. W tym kontekście, dylematy dotyczą wyboru jednego z dwóch równoległych funkcjonujących w Polsce modeli rynku wtórnego:

- rynku niezorganizowanego, formułowanego przez instytucje finansowe,
 - rynku zorganizowanego prowadzonego w formule platform *Catalyst*.
- Wyróżniony jako pierwszy – rynek niezorganizowany – zostanie pominięty w dalszych rozważaniach. Wynika to z trudności w dostępie do informacji, na podstawie których zdiagnozować można uwarunkowania towarzyszące formułowaniu niezorganizowanego obrotu wtórnego dla obligacji emitowanych przez małe i średnie przedsiębiorstwa.

Odmienne sytuacja dotyczy rynku *Catalyst* – zorganizowanego systemu obrotu instrumentami dłużnymi emitowanymi przez przedsiębiorstwa, banki, jednostki samorządu terytorialnego czy Skarb Państwa. Funkcjonowanie tego rynku oparto na czterech platformach transakcyjnych, stanowiących odpowiedź organizatorów rynku *Catalyst* na odmienne preferencje i oczekiwania uczestników krajowego rynku kapitałowego. W konsekwencji, konstrukcja *Catalyst* obejmuje dwie zasadnicze formuły rynku – rynek regulowany oraz alternatywny system obrotu, w ramach którego obserwuje się wewnętrzny podział na rynki detaliczne (organizowane przez GPW SA) i rynki hurtowe (formułowane przez BondSpot SA).

Tak sformułowana, wyraźnie zdywersyfikowana, postać zorganizowanego obrotu wtórnego instrumentami dłużnymi daje podstawy do identyfikacji obszaru najbardziej właściwego dla realizacji strategii finansowej małego i średnie przedsiębiorstwa.

Z punktu widzenia rozpatrywanej grupy emitentów, procedury dopuszczenia obligacji korporacyjnych do obrotu na rynku regulowanym stanowią istotną barierę dla sektora MŚP. Emitent zmierny do wprowadzenia obligacji na rynek regulowany zobowiązany jest bowiem do sporządzenia i zatwierdzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego oraz upublicznienia jego treści w co najmniej jeden z poniższych sposobów¹¹:

- publikacja dokumentu w przynajmniej jednej gazecie ogólnopolskiej,
- bezpłatne udostępnienie drukowanej wersji dokumentu w siedzibie *Catalyst* lub w siedzibie emitenta, a także w punktach obsługi klienta domu maklerskiego oferującego obligacje,

¹¹ J. Mazurek, *Obligacje korporacyjne na Catalyst*, Giełda Papierów Wartościowych SA w Warszawie, Warszawa 2010, s. 23.

- zamieszczenie elektronicznej wersji dokumentu na stronie internetowej emitenta oraz witrynie domu maklerskiego pełniącego funkcję oferującego,
- publikacja dokumentu na stronie rynku Catalyst.

Istotnym czynnikiem dopuszczającym obligacje korporacyjne do obrotu na rynku regulowanym jest także wartość nominalna oferty papierów wartościowych. W przypadku rynku detalicznego, łączna wartość nominalna obligacji objętych wnioskiem o wprowadzenie na rynek regulowany powinna wynosić (lub stanowić równowartość) co najmniej 4 000 000 zł. Analogiczny próg dopuszczenia emisji długu do hurtowego rynku regulowanego wynosi przynajmniej 5 000 000 zł. Godny odnotowania jest również fakt, że rynek regulowany (w obu wariantach) dedykowany jest wyłącznie emisjom papierów wartościowych przeprowadzanym w trybie oferty publicznej.

Funkcjonowanie obligacji korporacyjnych w transakcjach realizowanych w obszarze rynku regulowanego wiąże się także z obowiązkiem przekazywania przez emitenta informacji bieżących i okresowych. Dochodzi wówczas do sytuacji, w której ustawowy obowiązek prezentowania rocznych sprawozdań finansowych opatrzonych opinią biegłego rewidenta zostaje poszerzony o obligatoryjne udostępnianie jednostkowych i skonsolidowanych raportów kwartalnych i półrocznych (tzw. raportów okresowych) oraz informacji dotyczących wszelkich zdarzeń mogących mieć wpływ na cenę instrumentu finansowego (tzw. raportów bieżących), np.¹²:

- nabycia, sprzedaży lub utraty przez emitenta aktywów o znacznej wartości,
- udzielenia przez emitenta lub jednostkę od niego zależną poręczenia kredytu (pożyczki) lub gwarancji,
- ustanowienia przez emitenta lub jednostkę od niego zależną hipoteki, zastawu lub innego ograniczonego prawa rzeczowego,
- wszczęcia przez sądem lub organem administracji publicznej postępowania dotyczącego zobowiązań lub wierzytelności emitenta,
- połączenia emitenta z innym podmiotem lub podziału (przekształcenia) prowadzonej przez niego działalności,
- zmiany składu osobowego organów zarządczych lub nadzorczych,
- złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości,
- przyznania lub zmianie poziomu noty ratingowej.

Zdecydowanie bardziej liberalny charakter względem oczekiwań i możliwości małych i średnich przedsiębiorstw wykazuje alternatywny system obrotu. W relacji do rynków regulowanych, charakteryzuje się on mniej restrykcyjnym otoczeniem regulacyjnym, łagodnymi kryteriami dopuszczenia obligacji do notowań oraz stosunkowo prostymi wymogami informacyjnymi, towarzyszącymi obecności emitenta w systemie transakcyjnym.

¹² Szczegółowe obowiązki informacyjne dla emitentów, których instrumenty zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym określa Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, DzU 2009, nr 33, poz. 259, z późn. zm.; § 28 i § 28 a–d Regulaminu Giełdy.

Wprowadzenie instrumentów finansowych do alternatywnego systemu obrotu obwarowane jest bowiem sporządzeniem dokumentu informacyjnego, którego ramy i treść określa *Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu*¹³. Analogicznie do rynku regulowanego, emitent obligacji zobowiązany jest do bieżącego raportowania wszelkich okoliczności lub zdarzeń, które mogą istotnie wpływać na jego sytuację gospodarczą, majątkową, finansową lub w ocenie przedsiębiorstwa mogłyby w znaczący sposób wpłynąć na cenę bądź wartość notowanych instrumentów. Raporty okresowe odnoszą się natomiast do obowiązku sporządzania półrocznych i rocznych raportów¹⁴ prezentujących wybrane dane finansowe przeliczone na walutę euro oraz skrócone (w wypadku raportowania półrocznego) lub pełne (w odniesieniu do raportu rocznego) sprawozdania finansowe. Ponadto, raport roczny uwzględnia zwięźłą charakterystykę najważniejszych dokonań lub niepowodzeń emitenta w danym roku obrotowym i perspektywy rozwoju prowadzonej działalności w najbliższej przyszłości. Cechą rozróżniającą oba rodzaje raportów jest obowiązkowe poddanie raportu rocznego opinii podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych (audytora), co nie dotyczy raportów półrocznych.

Formułowany w ramach rynku *Catalyst* alternatywny system obrotu charakteryzuje się uproszczonymi i elastycznymi procedurami wprowadzenia instrumentów finansowych do obrotu oraz mniej restrykcyjnymi przepisami w zakresie uczestnictwa w tym systemie. Ponadto, zastąpienie obowiązku prospektowego dokumentem informacyjnym (niepodlegającym ocenie i zatwierdzeniu przez KNF), zawężenie zakresu i charakteru upublicznianych danych charakteryzujących emitenta i prowadzoną przez niego działalność gospodarczą oraz uproszczone obowiązki informacyjne znajdują wyraz w skróceniu czasu trwania procedury emisyjnej oraz niższym koszcie pozyskania kapitału (względem rynku regulowanego). Zastrzec jednak należy, że analizowany segment *Catalyst* jest platformą, na której dokonywana jest emisja papierów dłużnych wyłącznie w formule oferty prywatnej, a dostępność finansowania w hurtowym obszarze alternatywnego systemu obrotu ograniczona jest minimalnym progiem emisji kierowanej na rynek – równowartość przynajmniej 5 000 000 zł (w wypadku rynku detalicznego organizator rynku nie określił minimalnego progu emisji).

¹³ Dostępny na: www.gowcatalyst.pl (10.11.2013).

¹⁴ W obliczu złożonej struktury *Catalyst*, umożliwiającej emitentom jednoczesne oferowanie dłużnych instrumentów finansowych w odmiennych systemach transakcyjnych, organizator rynku zapobiegł sytuacji zwielokrotnienia obowiązków informacyjnych. Emitenci obligacji dopuszczonych do obrotu na jednym z rynków regulowanych i wprowadzonych jednocześnie do alternatywnego systemu obrotu (detalicznego lub hurtowego) podlegają obowiązkowi właściwym dla danego rynku regulowanego. W przypadku obecności emitenta w notowaniach realizowanych w obu segmentach alternatywnego systemu obrotu (lub rynku regulowanego), przedsiębiorstwo realizuje obowiązki właściwe dla alternatywnego systemu obrotu (lub rynku regulowanego), J. Mojak, *Prawo papierów wartościowych*, LexisNexis, Warszawa 2010, s. 345.

3. Obligacje w praktyce funkcjonowania małych i średnich przedsiębiorstw

Analiza teoretycznych przesłanek i uwarunkowań emisji obligacji w aspekcie finansowania działalności małych i średnich przedsiębiorstw rodzi potrzebę przytoczenia skali badanego zjawiska. Najbardziej aktualną diagnozę wykorzystania emisji długu w działalności przedsiębiorstw z sektora MŚP prezentuje B. Kołosowska w książce *Finansowanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw ze źródeł pozabankowych*. Prezentowane wyniki badań dotyczą grupy 59 małych i średnich przedsiębiorstw wyodrębnionych spośród 138 spółek obecnych w strukturach rynku *Catalyst* na koniec czerwca 2013 roku. Kryterium doboru próby badawczej stanowiła wartość aktywów (do 43 mln euro) oraz wartość generowanych przychodów (do 50 mln euro)¹⁵.

Tabela 1
Struktura emitentów obligacji z sektora MŚP obecnych na rynku *Catalyst* według wybranych kryteriów klasyfikacji (stan na 20.06.2013 r.).

	Liczba emitentów	Udział w liczbie emitentów (%)
Wartość przychodów (mln zł)		
< 5	28	47,76
5–10	8	13,56
10–20	9	15,25
20–30	2	3,39
30–40	6	10,17
> 40	6	10,17
Ogółem	59	100,00
Wartość aktywów (mln zł)		
< 10	17	28,80
10–20	6	10,20
20–30	3	5,10
30–60	3	5,10
60–80	17	28,80
80–100	4	6,80
> 100	9	15,30
Ogółem	59	100,00
Wartość emisji (mln zł)		
< 5	25	42,37
5–10	13	22,03
10–20	9	15,25
20–30	7	11,86
30–40	1	1,69
> 40	4	6,78
Ogółem	59	

Źródło: opracowanie własne na podstawie B. Kołosowska, *Finansowania sektora małych i średnich przedsiębiorstw ze źródeł pozabankowych*, Wyd. CeDeWu, Warszawa 2013, s. 110–111, 115.

¹⁵ B. Kołosowska, *Finansowania sektora małych i średnich przedsiębiorstw ze źródeł pozabankowych*, Wyd. CeDeWu, Warszawa 2013, s. 110–119.

Z cytowanych badań wynika, że blisko połowa spółek notowanych na rynku *Catalyst* reprezentowana była przez podmioty pochodzące z sektora MŚP. Pomijając dylematy w interpretacji nikłej skali zaangażowania ogółu przedsiębiorstw w transakcje realizowane na rynku obligacji¹⁶, 50% udział małych i średnich przedsiębiorstw w tworzeniu rynku powszechnie uznawanego za obszar finansowania dedykowany dużym przedsiębiorstwom ocenić należy w pełni pozytywnie. Zważywszy na dominujące wielkości emisji zrealizowanych w rozpatrywanej grupie przedsiębiorstw, przypuszczać można, że zdecydowana większość z nich wprowadzona została do alternatywnego systemu obrotu rynku *Catalyst*.

Podsumowanie

Na podstawie przeprowadzonych rozważań teoretycznych wzbogaconych doświadczeniami praktycznym stwierdzić należy, że emisja obligacji z perspektywy małego i średniego przedsiębiorstwa stanowi korzystny instrument finansowania jego działalności. Obowiązujące ustawodawstwo w połączeniu z ewoluującą strukturą rynku dłużnych papierów wartościowych daje podstawy do aplikowania tego mechanizmu w politykę pozyskiwania kapitału przedsiębiorstw sektora MŚP.

Literatura

- Dziawgo D., *Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne na rynku papierów wartościowych*, Wyd. Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2004.
- Kołosowska B., *Finansowania sektora małych i średnich przedsiębiorstw ze źródeł pozabankowych*, Wyd. CeDeWu, Warszawa 2013.
- Kropiwnicki J., *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, LexisNexis, Warszawa 2010.
- Mazurek J., *Obligacje korporacyjne na Catalyst*, Gielda Papierów Wartościowych SA w Warszawie, Warszawa 2010.
- Mojak J., *Prawo papierów wartościowych*, LexisNexis, Warszawa 2010.
- Pawłowski M., *Ograniczenia w substytucji kredytu bankowego emisją obligacji przez małe i średnie przedsiębiorstwa*, w: *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Mikrofirma 2013*, red. A. Bielawska, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 752, Ekonomiczne Problemy Usług nr 102, Wyd. Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2013.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, DzU 2009, nr 33, poz. 259, z późn. zm.
- Sobolewski L., *Obligacje i inne papiery wartościowe*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 1999.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995r. o obligacjach, DzU 1995, nr 83, poz. 420, z późn. zm.

¹⁶ Należy mieć na uwadze fakt, że spośród blisko 50 tys. uprawnionych do emisji obligacji jedynie 138 podmiotów zdecydowało się na emisję obligacji na rynku *Catalyst*.

Utkin J., *Obligacje i ich portfele*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2005.
www.gowcatalyst.pl.
www.stat.gov.pl.

THE POSSIBILITIES OF SME FINANCING ON CORPORATE BOND MARKET IN POLAND

Summary

The article presents the issues relating to the possibilities of SME financing on the bond market. The content of the publications highlights the crucial circumstances constituting the attractiveness of the use of the bond issuance in terms of financing the activities of small and medium-sized enterprises. An important part of the paper is the analysis of relations between the construction of the Catalyst bond market and the specific situation of small and medium-sized enterprises.

Keywords: SME, small and medium sized enterprises, corporate finance, bonds, Catalyst bond market

Translated by Maciej Pawłowski