

## Nowe rynki giełdowe – analiza i ocena rozwoju

Dominika Kordela\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu jest ocena rozwoju i funkcjonowania nowych rynków z uwzględnieniem strony podażowej i popytowej oraz określenie obszarów dysfunkcyjnych obu rynków giełdowych.

*Metodologia badania* – W artykule dokonano analizy jakościowej (ocena wybranych zdarzeń na rynkach oraz decyzji i działań organizatora obrotu) oraz ilościowej obu rynków (analiza dynamiki podstawowych mierników i parametrów charakteryzujących rynek akcji NewConnect i rynek papierów dłużnych Catalyst).

*Wynik* – Przeprowadzone analizy pozwoliły na pozytywne zweryfikowanie hipotezy: Nowe rynki giełdowe NewConnect i Catalyst, pomimo dynamicznego rozwoju strony podażowej, nie spełniają kryteriów dobrze działającego rynku papierów wartościowych. Analizy wskazują, że oba rynki spełniają oczekiwania emitentów, o czym świadczy dynamika nowych emisji, wzrost kapitalizacji (NewConnect) oraz wzrost wartości emisji (Catalyst). Najważniejszymi słabymi stronami rynków są niska płynność notowanych instrumentów finansowych oraz problem wywiązywania się emitentów ze swoich obowiązków.

*Oryginalność/wartość* – W artykule przeprowadzono badania podstawowych parametrów obu rynków od momentu ich powstania do roku 2014. Zwykle w literaturze przedmiotu rynki te badane są oddzielnie, zaś niniejsze opracowanie obejmuje analizę obu rynków jako rynków charakteryzujących się w początkowej fazie rozwoju stosunkowo niskim stopniem regulacji i wymagań wobec emitentów.

**Słowa kluczowe:** giełda papierów wartościowych, rynek kapitałowy, alternatywny system obrotu

### Wprowadzenie

Głównym celem strategii rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie jest wzmocnienie atrakcyjności i konkurencyjności polskiego rynku oraz uczynienie z Warszawy centrum finansowego Europy Środkowo-Wschodniej ([www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)). Cel ten realizowany jest między innymi poprzez rozbudowę struktury rynku papierów wartościowych oraz zwiększanie liczby notowanych instrumentów finansowych, czego wyrazem jest uruchomienie przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie w 2007 roku alternatywnego systemu obrotu NewConnect (rynku akcji oraz innych papierów udziałowych, tworzonego z myślą o małych i średnich przedsiębiorstwach, które z powodu wymogów miały ograniczoną możliwość emitowania papierów wartościowych na rynku publicznym) oraz w 2009 roku rynku Catalyst (rynku papierów dłużnych, tworzonego głównie dla walorów przedsiębiorstw i jednostek samorządu terytorialnego). Po kilku latach działalności obu rynków można zdiagnozować pewne obszary dysfunkcyjne czy problematyczne. W związku z tym,

---

\* dr Dominika Kordela, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług, ul. Cukrowa 8, 71-004 Szczecin, e-mail: dominika.kordela@wzieu.pl.

odwołując się do funkcji i kryteriów dobrze funkcjonującego rynku kapitałowego, sformułowana została następująca hipoteza: Nowe rynki giełdowe NewConnect i Catalyst, pomimo dynamicznego rozwoju strony podażowej, nie spełniają wszystkich kryteriów dobrze działającego rynku papierów wartościowych.

Celem artykułu jest ocena rozwoju oraz funkcjonowania nowych rynków z uwzględnieniem strony podażowej i popytowej oraz określenie obszarów dysfunkcyjnych obu rynków giełdowych. Dla realizacji celu dokonano analizy jakościowej (ocena wybranych zdarzeń na rynkach oraz decyzji i działań organizatora obrotu) oraz ilościowej obu rynków (analiza dynamiki podstawowych mierników i parametrów charakteryzujących rynek akcji NewConnect i rynek papierów dłużnych Catalyst). Ze względu na ograniczenia redakcyjne, dokładna analiza wszystkich aspektów funkcjonowania rynku i kryteriów oceny nie była możliwa, stąd odwołania do publikacji dotyczących podobnej tematyki. Materiał badawczy stanowiły dane wtórne z Biuletynów Statystycznych obu rynków publikowane przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie oraz artykuły naukowe i prasowe. Zakres czasowy analizy obejmuje okres od pierwszego dnia funkcjonowania danego rynku do końca 2014 roku – w przypadku rynku NewConnect obejmuje więc lata 2007–2014, a rynku Catalyst 2009–2014.

## **1. Funkcje i cechy dobrze rozwiniętego rynku papierów wartościowych**

Giełda papierów wartościowych jest instytucjonalną postacią dwóch segmentów operacyjnego rynku kapitałowego tj. rynku pierwotnego oraz rynku wtórnego. Główną funkcją rynku pierwotnego jest mobilizacja kapitału; podmioty gospodarcze mające zapotrzebowania kapitałowe emitują papiery wartościowe nabywane przez inwestorów posiadających nadwyżki finansowe oraz przekonanych o korzystnym ich lokowaniu. Dla oceny wypełniania tej funkcji przez rynek giełdowy (w tym będące przedmiotem oceny w niniejszym artykule rynki NewConnect i Catalyst) można posłużyć się analizą dynamiki następujących parametrów: liczba debiutów oraz wartość debiutów, które charakteryzują ilościowo stronę podażową rynku.

Wtórny rynek papierów wartościowych, powinien natomiast spełniać w gospodarce trzy zasadnicze funkcje (Dębski 2007: 133):

- ułatwiać mobilizację kapitału – rynek nie tylko powinien umożliwiać emitentom możliwość zasilenia w środki finansowe, ale również stosunkowo łatwą sprzedaż instrumentów finansowych, a inwestorom osiągnięcie zysku (wzrost cen instrumentów przyciąga kapitał i nakręca koniunkturę),
- dokonywać transformacji kapitału – odnosi się to do płynności rynku, czyli możliwości zamiany kapitału na instrument finansowy oraz instrumentu na gotówkę,
- dokonywać oceny kapitału oraz wyceny wartości przedsiębiorstwa.

Ocena płynności papierów wartościowych i aktywności poszczególnych grup inwestorów są kluczowe dla oceny stopnia wypełniania tej funkcji przez rynek. Istotne znaczenie

ma również przejrzystość, rynku rozumiana jako łatwość dostępu do informacji o emitentach i instrumentach finansowych (Dębski 2007: 134).

Z założenia nowe rynki giełdowe są mniej przejrzyste niż rynek regulowany GPW w Warszawie, bowiem przyjęto na nich mniej restrykcyjne obowiązki dla potencjalnych emitentów oraz podmiotów na nich obecnych. NewConnect funkcjonuje jako alternatywny system obrotu (ASO) – konsekwencją przyjęcia tego modelu jest uproszczony proces emisyjny, a dominującą formą oferowania nabycia papierów wartościowych jest oferta prywatna. Przygotowując ofertę prywatną, przedsiębiorstwo nie ma obowiązku przygotowania prospektu emisyjnego zatwierdzanego przez Komisję Nadzoru Finansowego. Sporządza jedynie uproszczony w formie i treści, zawierający mniejszy zakres danych dokument informacyjny zatwierdzany przez autoryzowanego doradcę współpracującego z emitentem. Wyniki analizy debiutów w ASO NewConnect wskazują na dominację oferty prywatnej, na ofertę publiczną zdecydowali się tylko nieliczni emitenci (najwięcej w roku 2011 – 6 przedsiębiorstw na 172 debiuty) ([www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl)).

W strukturze rynku Catalyst wyróżnić można cztery subryniki (segmenty): dwa detaliczne prowadzone przez GPW w Warszawie (jeden w formie rynku regulowanego, drugi jako alternatywny system obrotu) oraz dwa hurtowe, organizowane przez BondSpot SA (analogicznie jeden w formie rynku regulowanego, drugi jako alternatywny system obrotu). Na tym rynku potencjalni emitenci mogą również wybrać uproszczony proces emisyjny, ubiegając się o wprowadzenie papierów dłużnych do obrotu w systemie alternatywnym. Dokumentem obowiązującym w ASO jest dokument informacyjny niepodlegający zatwierdzeniu przez Komisję Nadzoru Finansowego, Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie ani BondSpot SA. Prawdziwość, rzetelność i kompletność wszystkich informacji zamieszczonych w dokumencie informacyjnym wynika z odpowiedzialności samego emitenta oraz ewentualnie innych podmiotów, które uczestniczyły w jego sporządzaniu ([www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl)).

Natomiast podmioty zamierzające wprowadzić obligacje na jeden z subrynków regulowanych Catalyst, są zobowiązane do sporządzenia prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego, które po zatwierdzeniu przez Komisję Nadzoru Finansowego muszą zostać podane do publicznej wiadomości. Jednostki samorządu terytorialnego są w uprzywilejowanej sytuacji w stosunku do przedsiębiorstw – bez względu na rynek, na który chcą wprowadzić swoje obligacje, nie muszą sporządzać prospektu emisyjnego, a jedynie dokument informacyjny.

Podmioty, których papiery dłużne są notowane na Catalyst, zdecydowanie częściej wybierają alternatywny system obrotu jako rynek docelowy (deticzny prowadzony przez GPW lub hurtowy prowadzony przez BondSpot). Jedynie w pierwszym roku funkcjonowania Catalyst (rok 2009) emitenci preferowali subryniki regulowane ([www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl)).

Wybór formy subryнку (alternatywny system obrotu czy rynek regulowany) determinuje nie tylko czas trwania procedury emisyjnej i jej koszty, ale również zakres obowiązków informacyjnych emitentów, których instrumenty są przedmiotem obrotu. W alternatywnych

systemach obrotu zakres informacji o emitencjach przekazywanych do publicznej wiadomości jest mniejszy, stąd, z jednej strony, przejrzystość tych rynków jest mniejsza, ale z drugiej emitenci – biorąc pod uwagę ich zasoby personalne i kapitałowe – są w stanie sprostać tym wymogom. Nowe rynki w architekturze rynku papierów wartościowych zostały utworzone właśnie po to, by umożliwić zasilenia kapitałowe małym i średnim przedsiębiorcom, stać się alternatywnym źródłem pozyskiwania kapitału dla przedsiębiorstw, a także stworzyć nową ofertę instrumentów finansowych dla inwestorów.

Wioletta Nawrot określiła 13 kryteriów dobrze rozwiniętego rynku kapitałowego, które można podzielić na zewnętrzne – pozostające poza możliwością oddziaływania organizatora obrotu i pośredników obrotu (np. stabilne otoczenie makroekonomiczne, wiarygodne otoczenie polityczne, odpowiedni poziom stóp procentowych) oraz wewnętrzne, które mogą być stymulowane między innymi przez regulacje prawne (takie jak proces emisyjny, koszty debiutu i obecności na rynku, wymogi informacyjne etc.). Biorąc pod uwagę problematykę niniejszego opracowania, w analizie rozwoju rynku papierów wartościowych, według autorki artykułu, szczególnie istotne są te wewnętrzne, na które pewien wpływ mają/mogą mieć instytucje rynku kapitałowego, a zwłaszcza organizator obrotu – Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Do tych kryteriów zaliczone zostały: duży zasób kapitału i wielu jego dostawców, dobrze rozwinięta baza inwestorów zgłaszających zapotrzebowanie na instrumenty rynku finansowego, dostęp do prawdziwych i kompletnych informacji na temat emitentów i ich papierów wartościowych, brak ograniczeń inwestycyjnych (Nawrot 2008: 15).

W kolejnej części artykułu przeprowadzona zostanie analiza rynków NewConnect i Catalyst, która pozwoli ocenić, które kryteria i w jakim zakresie są spełniane przez oba rynki.

## **2. Rozwój ilościowy i jakościowy NewConnect 2007–2014**

Pierwsze lata funkcjonowania rynku przypadły na lata kryzysu na rynkach finansowych. Pomimo globalnych zawirowań w sektorze bankowym i na rynkach giełdowych, rozwój NewConnect był imponujący, o czym świadczą dynamika wzrostu notowanych spółek, dynamika kapitalizacji oraz wzrost obrotów w latach 2007–2010 (tab. 1).

Średnie tempo wzrostu liczby notowanych spółek w badanym okresie wynosiło 66%, najwyższy przyrost miał miejsce w roku 2008 (250%)<sup>1</sup> oraz w roku 2011 (89%), w roku 2014 natomiast po raz pierwszy odnotowano spadek liczby notowanych przedsiębiorstw na NewConnect. Podobnie jak liczba notowanych spółek, również kapitalizacja rynku wzrastała z roku na rok nieprzerwanie do 2013 roku, natomiast w latach 2013–2014 wartość kapitalizacji spadła w porównaniu z rokiem wcześniejszym. W pierwszych latach funkcjonowania rynku znacząco wzrosły obroty w roku 2009 (173%) i 2010 (225%). Jednak w kolejnych

---

<sup>1</sup> Należy podkreślić, że dane z okresu bazowego – roku 2007 – obejmowały tylko cztery miesiące.

trzech latach pomimo imponującej liczby debiutów (172) wartość obrotów spadła (w 2011 o 47%, natomiast w 2012 o 38%).

**Tabela 1**

Podstawowe parametry charakteryzujące rozwój rynku NewConnect 2007–2014

Parametr	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Liczba notowanych spółek	24	84	107	185	351	429	445	431
Liczba debiutów	24	61	26	86	172	89	42	22
Kapitalizacja (mln zł)	1 184,79	1 396,17	2 457,16	4 970,95	8 383,50	10 804,74	10 444,88	8 752,35
Stopa zwrotu z indeksu NCIndex	44,17	-73,51	30,14	27,65	-34,39	-20,09	10,05	-20,67
Wartość obrotów (tys. zł)	302 566	826 442	1 079 395	3 506 652	1 858 479	1 140 876	939 672	1 219 939
Średnia wartość transakcji (zł)	2 535	1 669	1 667	1 997	1 717	1 475	1 305	1 410

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z raportów rocznych [www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl).

Analiza danych przedstawionych w tabeli 1 wskazuje, że w badanym okresie rozwój podaży był imponujący, natomiast dynamika rozwoju strony popytowej była słabsza. Miernikiem świadczącym o słabości strony popytowej rynku jest – oprócz malejących obrotów – bardzo niska średnia wartość transakcji. Dla porównania: wartość ta na rynku regulowanym GPW w ostatnich siedmiu latach wahała się od 10–22 tys. zł, więc była 10–15-krotnie wyższa niż na NewConnect ([www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)). Wzrost liczby notowanych spółek (bliski liczbie spółek notowanych na rynku regulowanym GPW w Warszawie) i kapitalizacji nie przekłada się więc na wzrost obrotów.

Na spadające zainteresowanie rynkiem wskazują również dane dotyczące udziału poszczególnych grup inwestorów w obrotach na NewConnect (tab. 2). Do roku 2011 wartość środków finansowych kierowanych do spółek notowanych przez inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych w alternatywnym systemie obrotu rosła, natomiast wyniki z trzech ostatnich lat świadczą o słabnącym zainteresowaniu inwestorów.

**Tabela 2**

Udział poszczególnych grup inwestorów w obrotach na rynku NewConnect

Grupa inwestorów	Forma prezentacji danych	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*
Indywidualni	wartościowa w mln zł	143	755	962	2722	2860	1671	1291	642
	procentowa	92	92	88	87	77	73	69	62
Instytucjonalni	wartościowa w mln zł	8	54	99	330	746	384	457	326
	procentowa	5	6	10	11	20	17	24	32
Zagraniczni	wartościowa w mln zł	5	14	19	76	112	228	132	61
	procentowa	3	2	2	2	3	10	7	6

\* dane za rok 2014 dotyczą tylko I półrocza.

Źródło: *Udział różnych grup inwestorów...*

Wzrost udziału w obrotach inwestorów instytucjonalnych i zagranicznych można uznać za pozytywny sygnał, jednak analiza wartości obrotów wskazuje na ujemną dynamikę w ostatnich latach. Na słabnące zainteresowanie rynkiem wskazują również wyniki Ogólnopolskich Badań Inwestorów OBI przeprowadzanych przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych – spada odsetek inwestorów indywidualnych angażujących swoje środki finansowe na NewConnect: w 2008 roku na rynku inwestowało 26,5%, w 2009 roku 18,7%, w roku 2010 17,4%, natomiast w 2011 roku 17,9%, w 2012 roku 18% a w 2013 roku 16% (OBI... 2008–2013).

Ponadto wyniki badań OBI wskazują, że plany inwestycyjne związane ze spółkami rynku alternatywnego mają głównie inwestorzy o relatywnie niewielkiej wartości portfeli (do 10 tys. zł) oraz niewielkim doświadczeniu na rynku akcyjnym mierzonym liczbą lat inwestowania na giełdzie. Wraz ze wzrostem wartości portfela i doświadczenia maleje zainteresowanie inwestycjami na NewConnect, co niewątpliwie jest przyczyną niskich wartości transakcji.

Inwestorzy, uzasadniając swoje niezaangażowanie na rynku alternatywnym, wskazują na słabą znajomość rynku, brak zainteresowania rynkiem, a także niską płynność, wysokie ryzyko oraz ograniczoną możliwość stosowania analizy fundamentalnej i technicznej (OBI... 2008–2013). Wydaje się, że nie bez znaczenia jest również niska wartość ofert, niska kapitalizacja spółek oraz nadmierna liczba spółek groszowych, na co wskazuje Roman Asyngier (2013: 13), oraz w większości przypadków ujemne stopy zwrotu z inwestycji (Kordela 2012: 347–359). Jednakże należy zwrócić uwagę na fakt, że niska wartość ofert i niska kapitalizacja są konsekwencją założeń rynku tworzonego z myślą o małych i średnich przedsiębiorstwach. Niemniej niska jakość części spółek, której odzwierciedleniem jest między innymi niewywiązywanie się z obowiązków informacyjnych, a konsekwencją – niska płynność, szkodzi wizerunkowi rynku i stanowi jego słabą stronę, co może zniechęcać inwestorów.

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jako organizator rynku nie tylko zauważa te problemy, ale podejmuje również działania mające wyeliminować dysfunkcje rynku. Istotne znaczenie mają działania dyscyplinujące emitentów nienależycie wywiązujących się z obowiązków informacyjnych (kary, sankcje) (Kordela 2013: 503–512), które stosowane są coraz częściej. Celem zwiększenia przejrzystości rynku oraz bezpieczeństwa inwestorów wyodrębniony został indeks NCIndex30 (obejmuje 30 najbardziej płynnych spółek notowanych na NewConnect) oraz segmenty rynku NewConnect Lead, NewConnect High Liquidity Risk (NC HLR), NewConnect Super High Liquidity Risk (NC SHLR).

NewConnect Lead grupuje i wyróżnia największe i najpłynniejsze spółki wypełniające rzetelnie obowiązki informacyjne. Z kolei segmenty NC HLR i NC SHLR mają charakter negatywny. Pierwszy obejmuje spółki, które uznawane są za spółki o podwyższonym poziomie ryzyka płynności, do drugiego kwalifikowane są spółki także uznawane są za spółki o podwyższonym poziomie ryzyka płynności, dodatkowo charakteryzujące się wysoką zmiennością kursu, w przypadku których nastąpiła upadłość lub likwidacja majątku

(www.newconnect.pl). Według stanu na koniec stycznia 2015 roku, do segmentu NC HLR zakwalifikowano 143 spółki, a do segmentu NC SHLR 13 spółek, na 429 notowanych na NewConnect, a w składzie indeksu NC Lead znalazło się ich tylko 26 spółek – co świadczy ogólnie o ich słabej jakości.

Pakiet regulacji zaostrażających przepisy wobec debiutujących spółek został wprowadzony w 2013 roku. Jedną z ważniejszych wprowadzonych zmian jest wymóg minimalnej wartości kapitału własnego spółki w wysokości 500 tys. zł. oraz obowiązek przedstawienia audytowanego sprawozdania finansowego za ostatni rok obrotowy, co oznacza, że akcje do obrotu nie może wprowadzić przedsiębiorstwo prowadzące działalność krócej niż rok.

### 3. Rozwój ilościowy i jakościowy Catalyst 2009–2014

Catalyst to rynek papierów dłużnych, który został uruchomiony przez GPW w Warszawie w celu stworzenia w Polsce zorganizowanego i transparentnego rynku dla instrumentów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa i samorzady (www.gpw.pl). Obecnie na Catalyst mogą być wprowadzane do obrotu obligacje przedsiębiorstw, jednostek samorządu terytorialnego, banków spółdzielczych i skarbu państwa oraz listy zastawne. Cztery segmenty (subrynki) Catalyst tworzą w Polsce pierwszą platformę obrotu instrumentami wierzytelnościowymi tak szerokiego kręgu emitentów.

Analiza dynamiki parametrów charakteryzujących podaż na rynku wskazuje na dodatnie tempo wzrostu liczby emitentów w całym badanym okresie oraz dodatnie tempo wzrostu wartości emisji w latach 2009–2013. Również wartość obrotów sesyjnych, informująca o aktywności inwestorów, wzrastała do roku 2013, tempo wzrostu wartości obrotów w latach 2010, 2012–2013 było wyższe niż tempo wzrostu wartości emisji.

**Tabela 3**

Podstawowe parametry charakteryzujące rozwój rynku Catalyst 2009–2014

Parametr	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Liczba debiutów (serii)	35	69	146	173	196	191
Liczba emitentów	18	50	100	156	176	193
Wartość emisji (mln zł)	10 690,79	21 552,76	531 651,77	567 364,66	619 218,93	544 588,06
Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)	169,97	751,06	1 214,31	1 665,95	2 757,18	2 327,83
Liczba transakcji sesyjnych	318	4 300	29 978	42 323	60 101	64 084
Średnia wartość transakcji sesyjnej (tys. zł)	534,50	174,67	40,51	39,36	45,88	36,32
Wartość obrotów w transakcjach pakietowych (mln zł)	4 978,79	255,20	1 279,90	1 355,77	1 573,21	788,20

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z raportów rocznych [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl).

Rynek Catalyst, podobnie jak NewConnect, charakteryzuje się niską płynnością (Hyży 2012), chociaż nie wskazuje na to analiza dynamiki wartości obrotów, która

w przeciwieństwie do sytuacji na NewConnect jest dodatnia (poza rokiem 2014). Również kolejny miernik – liczba transakcji w badanym okresie – wykazuje dodatnie tempo wzrostu. Jednak oceniając płynność na rynku, należy wskazać również na inne parametry – po pierwsze mocno spadła średnia wartość transakcji sesyjnej w badanym okresie (tab. 3), po drugie obrót jest generowany głównie na instrumentach wyemitowanych przez znane podmioty, a na wielu instrumentach w ciągu roku nie miała miejsca żadna transakcja. W przypadku obligacji przedsiębiorstw w roku 2014 było notowanych 357 serii, z czego na ponad 100 nie zawarto żadnej transakcji. W przypadku obligacji komunalnych na zdecydowanej większości papierów obrót był zerowy (Biuletyn... 2014).

Na problem płynności na rynku Catalyst zwraca uwagę również Mirosław Wypych, który wskazuje jako przyczynę charakter papieru dłużnego, który w Polsce traktowany jest jako inwestycja średnio- lub długookresowa (Wypych 2013: 516). Z kolei w Raporcie Catalyst niska płynność tłumaczona jest początkową fazą rozwoju rynku oraz niską świadomością inwestorów odnośnie do możliwości inwestowania w obligacje (Mitoraj 2013).

Miernikiem strony popytowej, oprócz wartości obrotów, jest struktura inwestorów. W 2014 roku największy udział w obrotach na rynku Catalyst mieli inwestorzy instytucjonalni (72%), natomiast inwestorzy indywidualni generowali 28% obrotów (*Udział różnych grup inwestorów...*). Według Ogólnopolskich Badań Inwestorów OBI odsetek inwestorów indywidualnych angażujących swoje środki finansowe w obligacje (w tym na rynku Catalyst) wynosił 7,9% w 2011 roku, 11,6% w 2012 roku, a w 2013 roku – 11,4% (OBI... 2010–2013). Podobnie jak w przypadku NewConnect, najczęstszymi powodami nielożowania środków na rynku Catalyst są: brak zainteresowania tym rynkiem, słaba znajomość rynku spowodowana małą liczbą szkoleń i analiz, brak znajomości charakterystyki notowanych tam instrumentów, a także zbyt wysokie ryzyko niewypłacalności emitenta oraz niska płynność rynku (OBI... 2010–2013).

Wartości obrotów generowanych przez grupy emitentów wskazują, że najwyższe obroty odnotowywane są w grupie obligacji przedsiębiorstw, najniższe obroty wykazują z kolei obligacje komunalne (tab. 4). W całym badanym okresie – poza rokiem 2011 – wartość obrotu instrumentami korporacyjnymi wynosiła od 63%–83% wartości obrotów ogółem.

Biorąc pod uwagę wartość emitowanych papierów wartościowych, rynek Catalyst zdominowany jest przez obligacje skarbowe. Wartość ich emisji w latach 2011–2014 stanowiła ponad 90% wartości wszystkich emisji na rynku.

Wydaje się, że obok płynności kolejnym poważnym problem w funkcjonowaniu rynku Catalyst jest problem z regulowaniem zobowiązań przez część emitentów, przybierający formę opóźnień w wypłacie odsetek lub niewypłacania odsetek; na rynku odnotowano również ogłoszenie upadłości emitenta przed wykupem obligacji.

**Tabela 4**

Wartość obrotów sesyjnych i wartość emisji na rynku Catalyst wg kryterium emitenta w latach 2009–2014 (w mln zł)

Rodzaj instrumentów finansowych wg kryterium emitenta	Wartość obrotów sesyjnych	Wartość emisji	Wartość obrotów sesyjnych	Wartość emisji	Wartość obrotów sesyjnych	Wartość emisji
Lata	2009		2010		2011	
Korporacyjne	107,29	9 719,00	626,85	19 755,00	444,72	37 749,00
Komunalne	62,68	930,00	124,21	1 753,00	41,76	2 222,00
Skarbowe	–	–	–	–	727,83	49 1617,00
Lata	2012		2013		2014	
Korporacyjne	1 115,71	49 951,00	2198,66	55 820,00	1 710,85	60 867,00
Komunalne	10,83	2 374,00	7,23	3 088,00	17,48	3187,00
Skarbowe	539,40	514 974,00	551,28	560 241,00	599,5	480 506,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z raportów rocznych [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl).

W roku 2013 liczba emisji niespłaconych w terminie w stosunku do wszystkich emisji wynosiła 7%, z czego 1,70% to emisje, w których emitent ogłosił upadłość przed wykupem obligacji. Jeżeli liczbę obligacji zagrożonych odniesiemy tylko do obligacji przedsiębiorstw, odsetek ten wynosi odpowiednio 9,39% i 2,28% (Raport Catalyst 2013). Należy zwrócić uwagę, że skala problemu wzrasta: o ile średni udział liczby emisji zagrożonych do liczby emisji przedsiębiorstw w okresie trzech pierwszych lat (2010–2012) wynosił 4,44%, to w roku 2013 przybrał już wartość 9,39% (Duszek 2013). Do końca 2013 roku na Catalyst było notowanych 38 emisji (26 emitentów), w których wystąpił problem z wykupem bądź terminową wypłatą odsetek (Raport Catalyst 2013). Natomiast w roku 2014 na rynku Catalyst odnotowano 13 zdarzeń mających charakter opóźnień w wypłacie odsetek bądź niewypłacenia odsetek (10 emitentów), 8 przypadków niewykupienia obligacji (7 emitentów), ponadto wobec dwóch spółek sąd ogłosił upadłość likwidacyjną<sup>2</sup>.

## Uwagi końcowe

Przeprowadzone analizy pozwoliły na pozytywne zweryfikowanie hipotezy: Nowe rynki giełdowe NewConnect i Catalyst, pomimo dynamicznego rozwoju strony podaźowej, nie spełniają kryteriów dobrze działającego rynku papierów wartościowych.

Odwołując się do wymienionych we wprowadzeniu kryteriów dobrze rozwiniętego rynku papierów wartościowych oraz jego funkcji, należy pozytywnie ocenić kryterium dotyczące zasobu kapitału i wielu jego dostawców (liczbę debiutów, wzrost kapitalizacji obu rynków, wzrost wartości emisji). Natomiast kryterium dotyczącego strony popytowej – dobrze rozwinięta baza inwestorów zgłaszających zapotrzebowanie na instrumenty rynku finansowego – nie można ocenić jednoznacznie pozytywnie. Pod względem dynamiki

<sup>2</sup> Obliczenia własne na podstawie Tygodniowych Raportów z rynku Catalyst ([www.wiadomosci.stockwatch.pl](http://www.wiadomosci.stockwatch.pl)).

wartości obrotów Catalyst wypada zdecydowanie lepiej niż NewConnect, jednak oba rynki mają problem z płynnością notowanych walorów.

Słabością obu rynków jest również jakość emitentów, czego wyrazem jest na rynku NewConnect duży udział spółek zaliczanych do segmentów NC HLR i NC SHLR, natomiast na rynku Catalyst rosnący odsetek opóźnień w spłacie odsetek i przypadków niewypływania obligacji. Ze względu na preferowaną przez zdecydowaną większość emitentów formę emisji (oferta prywatna, wybór notowań w alternatywnym systemie obrotu), dostęp do prawdziwych i kompletnych informacji na temat emitentów i ich papierów wartościowych jest ograniczony.

Przykłady podmiotów wykorzystujących stosunkowo liberalne wymogi dopuszczające tylko dla celów łatwego i taniego dostępu do kapitału, niewywiązujących się z obowiązków informacyjnych i finansowych, psują wizerunek rynków i zniechęcają do inwestowania. Organizator rynków, GPW w Warszawie, podejmuje działania mające na celu poprawę sytuacji, stosuje sankcje i kary, a także wprowadza bardziej restrykcyjne wymogi i obowiązki zwiększające przejrzystość i bezpieczeństwo rynku NewConnect. Jednak jak wskazują również inni autorzy (Wypych 2013: 516), a także wyniki badań OBI, by ograniczyć wskazane w niniejszym artykule dysfunkcje, obok działań organizatora obrotu konieczna jest edukacja inwestorów indywidualnych i promocja wciąż jeszcze młodych rynków.

## Literatura

- Asyngier R. (2013), *Wprowadzanie akcji do obrotu na rynku NewConnect na tle głównych alternatywnych systemów obrotu w Europie*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H, Oeconomia, vol. XLVII, Lublin.
- Biuletyn statystyczny Catalyst, [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl) (31.01.2015).
- Biuletyn statystyczny NewConnect, [www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl) (31.01.2015).
- Dębski W. (2007), *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Duszek P. (2013), *Perspektywa inwestora*, w: Raport Catalyst, [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl) (30.01.2015).
- Hyży M. (2012), *Rynek Catalyst, diagnoza: bieg z niewielkimi przeszkodami*, eBiuletyn NewConnect nr 7.
- Kordela D. (2012), *Ocena inwestycji na NewConnect na podstawie płynności rynku i stopy zwrotu z akcji*, w: Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H, Oeconomia, vol. XLVI, Lublin.
- Kordela D. (2013), *Znaczenie narzędzi ochrony interesów inwestorów na rynku alternatywnym*, 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, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Mitoraj B. (2013), *Podsumowanie rozwoju Catalyst*, w: Raport Catalyst, [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl) (30.01.2015).
- Raport Catalyst (2013), GPW SA, [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl) (30.01.2015).
- Nawrot W. (2008), *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, CeDeWu, Warszawa.
- OBI, Ogólnopolskie Badania Inwestorów za lata 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, [www.sii.org.pl](http://www.sii.org.pl) (3.01.2015).
- Tygodniowe Raporty z rynku Catalyst, [www.wiadomosci.stockwatch.pl](http://www.wiadomosci.stockwatch.pl) (30.01.2015).
- Udział różnych grup inwestorów w obrotach giełdowych GPW SA*, [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl) (1.02.2015).
- [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl) (29.01.2015).
- [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl) (30.01.2015).
- [www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl) (30.01.2015).
- [www.wiadomosci.stockwatch.pl](http://www.wiadomosci.stockwatch.pl) (30.01.2015).
- Wypych M. (2013), *Analiza strukturalna rynku Catalyst*, w: *Rynki kapitałowe. Skuteczne inwestowanie*, red. W. Gos, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 768, „Finanse, Rynki Finansowe i Ubezpieczenia” nr 63, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2013.

## NEW MARKETS IN WARSAW STOCK EXCHANGE STRUCTURE – THE ANALYSIS AND EVALUATION OF DEVELOPMENT

**Abstract:** *Purpose* – This article aims to assess the development and functioning of new markets in Polish capital market, taking into account the supply side and the demand side and to identify areas of dysfunctional both stock markets.

*Design/methodology/approach* – The article presents a qualitative analysis (evaluation of selected events in the markets and the decisions of the Warsaw Stock Exchange) and quantification of both markets (analysis of the dynamics of the basic indicators and parameters characterizing the NewConnect stock market and bond market Catalyst).

*Findings* – Analyzes allowed for positive verification of the hypothesis: the new stock markets NewConnect and Catalyst, despite the dynamic development of the supply side does not meet the criteria for a well-functioning securities market. Analyses indicate that both markets meet the needs of issuers markets as evidenced by the growth of new issues, the increase in capitalization (NewConnect) and the increase in the value of the issue (Catalyst). The main weaknesses are the low liquidity and issuers quality problem, which in turn discourages investors to be more active.

*Originality/value* – This paper focused on the basic parameters of both NewConnect and Catalyst from inception to 2014. Typically in the literature, these markets are examined separately, the study includes an analysis of both markets as markets in the initial phase of development characterized by the relative low level of regulation and requirements for issuers.

**Keywords:** Stock Exchange, capital market, multilateral trading facilities

## Cytowanie

Kordela D. (2015), *Nowe rynki giełdowe – analiza i ocena rozwoju*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 659–669; [www.wneiz.pl/fffu](http://www.wneiz.pl/fffu).

