

Dominika Kordela

Próba oceny pierwszego roku działalności ASO NewConnect

Ekonomiczne Problemy Usług nr 34, 638-645

2009

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.

DOMINIKA KORDELA

Uniwersytet szczeciński

PRÓBA OCENY PIERWSZEGO ROKU DZIAŁALNOŚCI ASO NEWCONNECT

Wprowadzenie

Polski rynek kapitałowy umożliwia przedsiębiorstwom pozyskanie zarówno kapitału własnego (poprzez emisje akcji) jak i obcego (obligacje, KPD). Jednak mikro i małe przedsiębiorstwa w ograniczonym zakresie korzystają z zasileń finansowych za pośrednictwem tego rynku. Do czasu powstania alternatywnego systemu obrotu NewConnect, tylko nieliczni mikro i mali przedsiębiorcy zdobyli się na wprowadzenie akcji do obrotu giełdowego¹. Dla większości debiut i obecność na giełdzie papierów wartościowych kojarzy się z wysokimi kosztami, licznymi i restrykcyjnymi wymogami, a także z ryzykiem wrogiego przejęcia. Natomiast emisja dłużnych papierów wartościowych ze względu na wymaganą wysoką wartość emitowanych transz, koszty emisji, a także istotność czynników związanych z pozycją, marką firmy i zaufaniem również eliminuje większość mikro i małych przedsiębiorstw. Ofertą rynku papierów wartościowych skierowaną do tej najliczniejszej grupy podmiotów gospodarczych jest alternatywny system obrotu NewConnect.

W referacie poddano próbie oceny pierwszy rok działalności ASO NewConnect, pod uwagę wzięte zostały podstawowe wskaźniki rynku min: kapitalizacja, płynność oraz liczba debiutów. Dodatkowo, analizując dokumenty i memoranda informacyjne notowanych spółek, określono udział mikro i małych przedsiębiorstw obecnych na NewConnect. W podsumowaniu określone zostały czynniki mające wpływ na rozwój alternatywnego systemu obrotu NewConnect w pierwszym roku działalności.

ASO NewConnect jako element polskiego rynku papierów wartościowych

Alternatywny system obrotu NewConnect funkcjonujący od 30 sierpnia 2007 roku jest nowym elementem w strukturze polskiego rynku papierów wartościowych, który skła-

¹ P. Śliwiński, *Mikrofirma na giełdzie – mit czy rzeczywistość*, [w:] *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro i małych przedsiębiorstw*, A. Bielawska (red), Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2007, s. 337–344.

da się z rynku regulowanego (giełdowego i pozagiełdowego), rynku nieregulowanego oraz alternatywnego systemu obrotu.

Rynek regulowany w Polsce definiowany jest jako działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej. Regulowany system obrotu podlega nadzorowi określonej instytucji (w przypadku Polski Komisji Nadzoru Finansowego), ponadto musi być wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany.

Alternatywny system obrotu nie jest rynkiem regulowanym w myśl prawodawstwa polskiego i unijnego, ale też nie można go zdefiniować jako rynek nieregulowany (niepodlegający nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego). ASO określa się jako „organizowany przez firmę inwestycyjną lub spółkę prowadzącą rynek regulowany, wielostronny system obrotu dokonywanego poza rynkiem regulowanym, którego przedmiotem są papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego, zapewniający koncentrację podaży i popytu”².

Prezes Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych L. Sobolewski zakładał, że do końca 2008 roku w ASO NewConnect notowanych będzie 100 spółek, według stanu na 1.12.2008 roku jest ich 78. Wynik ten można uznać za zadowalający, zważywszy, że był to rok międzynarodowego kryzysu finansowego, zapaści na światowych giełdach papierów wartościowych, co na naszym rynku wywołało następujące konsekwencje:

- rezygnacje kilku spółek z wprowadzenia akcji do obrotu (odnosi się to zarówno do rynku regulowanego jak i do alternatywnego systemu obrotu),
- spółki debiutujące na parkiecie głównym WGPW decydowały się na sprzedaż niższego niż planowany pakietu akcji lub/i obniżenie ceny emisyjnej,
- miały miejsce debiuty, ale bez przeprowadzenia oferty³.

Według stanu z początku października 2008 roku, akcje na rynek główny giełdy papierów wartościowych wprowadziło 26 spółek, natomiast w alternatywnym systemie obrotu, w przeciągu pierwszych ośmiu miesięcy 2008 roku zadebiutowało 40 przedsiębiorstw.

Ocena wskaźników rynku NewConnect

W ocenie rozwoju rynku papierów wartościowych podstawowe znaczenie mają kapitalizacja rynku, jego płynność oraz ryzyko⁴. Na wysokość kapitalizacji rynku wpływa wartość przeprowadzanych ofert oraz wycena papierów wartościowych. Pierwszy czynnik – liczba spółek i związana z nim wartość ofert – systematycznie w ciągu roku wzrastał i pozytywnie oddziaływał na kapitalizację NewConnect. Na początku 2008 roku notowane

² Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2005, nr 183, poz. 1538, art. 14.

³ Na debiut bez emisji akcji zdecydowały się min. następujące spółki AD Dągowski, Centrozap oraz Marvipol

⁴ W. Nawrot, *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 21.

były 24 spółki, a na koniec sierpnia 2008 roku było ich już 64. Zgodnie z założeniami ASO New Connect, to rynek dla spółek „pragnących pozyskać w wyniku wprowadzenia akcji do obrotu od kilkunastu tysięcy do kilkunastu milionów złotych. Z NewConnect przez rok spółki pozyskały z przeprowadzonych ofert 300 mln zł, średnia wartość oferty przypadającej na spółkę to 5 mln zł. Największe oferty przeprowadziły spółki LUG (20,7 mln zł) oraz MWTRADE (16,3 mln zł)⁵.

Drugi z czynników – wycena papierów będących przedmiotem obrotu - miał ujemny wpływ na wartość kapitalizacji, co związane było z przecenami papierów wartościowych na rynkach papierów wartościowych na całym świecie. Po czterech miesiącach funkcjonowania NewConnect, pod koniec 2007 roku stopa zwrotu indeksu rynku wynosiła 44,17%, natomiast w ciągu ośmiu miesięcy 2008 roku zanotował on spadek o ponad 60%. W rezultacie kapitalizacja rynku na przestrzeni roku nie wykazywała dynamicznych tendencji wzrostowych. Do końca 2007 roku wahała się w przedziale 0,7–1,4 mld zł, w pierwszych ośmiu miesiącach 2008 roku wynosiła między 1,2–1,4 mld zł, natomiast w sierpniu 2008 wyniosła blisko 1,5 mld zł. Niewiele ponad 20 procentowy wzrost kapitalizacji w ciągu ośmiu miesięcy 2008 roku mimo licznych debiutów (liczba notowanych spółek wzrosła o 166%), wynika z przeceny akcji, co potwierdzają także zmiany wskaźników c/z oraz c/wk (tab. 1).

Tabela 1

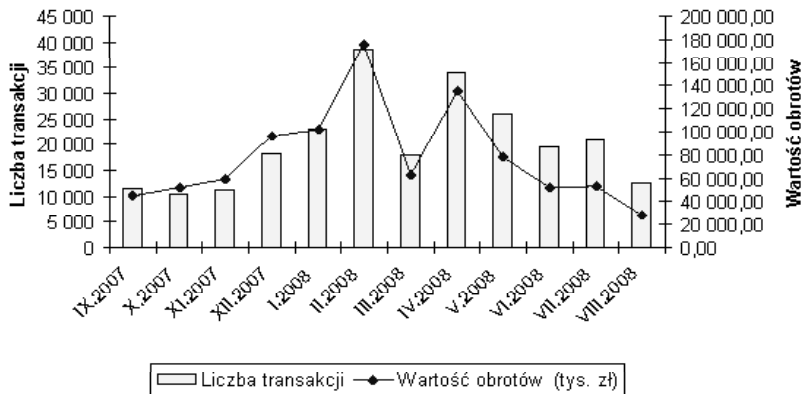
Podstawowe wskaźniki rynku NewConnect

Parametr	Stan na koniec roku 2007	Stan na 30.06.2008	Stan na 31.08.2008
Wartość NCIndex	144,17	63,9	56,51
Stopa zwrotu NCIndex (%)	44,17	-55,68	-60,80
Wartość obrotów od początku roku (tys. zł)	302 565,96	607 920,90	636 022,50
Liczba transakcji	59 674	159 078	171 688
Średnia wartość transakcji na sesję (zł)	2535,16	1910,76	1114,26
Wskaźnik obrotu (%)	44	59	18
Kapitalizacja (mln zł)	1184,79	1179,54	1431,69
Liczba spółek	24	58	64
C/Z	90,00	36,10	24,10
C/WK	27,95	9,72	3,61

Źródło: Biuletyn statystyczny NewConnect www.newconnect.pl.

⁵ *New Connect po roku. Raport z okresu dojrzwania*, NC Rynek akcji GPW, Warszawa 2008, s. 6.

Płynność rynku jest mierzona za pomocą parametrów wolumenu obrotów, wartość obrotów lub wskaźnika obrotu⁶. Liczba transakcji uwzględniona w tabeli 1 jest wartością skumulowaną, więc naturalny jest jej wzrost. Natomiast wolumen obrotów wyrażający liczbę transakcji kupna-sprzedaży w poszczególnych miesiącach przedstawiono wraz z wartością obrotów na rysunku 1.



Rys. 1. Liczba transakcji i wartość obrotów w ASO NewConnect 2007–2008

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z www.newconnect.pl.

Największy wzrost, a zarazem najwyższą wartość obrotów miała miejsce w lutym 2008 roku, ponad 176 mln zł obrotów oraz 38583 transakcje. Z uwagi na znaczny spadek indeksu rynku NewConnect w styczniu (o 22%), poziom tych parametrów można tłumaczyć paniką inwestorów, a także chęcią realizacji zysków osiągniętych w ciągu pierwszych czterech miesięcy funkcjonowania rynku. Po marcowym marazmie (obroty wyniosły niewiele ponad 63 mln zł) wskaźnik obrotów wybił się w górę w kwietniu (do poziomu ponad 135 mln zł), co z kolei było reakcją na krótkoterminowe odreagowanie rynku – kwiecień 2008 roku NCIndex zakończył na ponad 5% plusie.

Wskaźnik obrotu jest miernikiem płynności wyrażającym relację wartości obrotów do wartości akcji wprowadzonych do obrotu. W pierwszych miesiącach działania ASO NewConnect, wskaźnik ten był najwyższy, oscylował na poziomie 160–220%, na początku roku 2008 parametr wahał się, natomiast od maja 2008 sukcesywnie spadał do 18% pod koniec sierpnia. Z porównania wskaźnika obrotu NewConnect (za okres 12 miesięcy 51%)

⁶ W. Nawrot, *op.cit.*, s. 21.

ze wskaźnikiem rynku głównego (za ten sam okres 20%) wynika, że niedawno powstały alternatywny system obrotu, charakteryzuje się wyższą płynnością⁷.

Płynność jest jednym z parametrów określających ryzyko rynku. Innym miernikiem, stosowanym do określenia ryzyka inwestycyjnego, jest wskaźnik zmienności – liczony dla pierwszego roku działalności wyniósł 30%, podobnie liczony dla spółek z WIG20 wynosi 26%, a dla WIGu80 17%⁸.

Mikro i małe przedsiębiorstwa na NewConnect

Alternatywny system obrotu NewConnect został stworzony głównie po to by spółki, które nie kwalifikują się na rynek główny WGPW ze względu jego wymogi i koszty, korzystały z rynku kapitałowego jako źródła finansowania. W założeniach organizatorów miało to być rynek dla małych spółek – przy czym nie sprecyzowano w regulaminach mierników wielkości, nie zastosowano też żadnych ograniczeń.

Przyjmując klasyfikację przedsiębiorstw zawartą w Ustawie o swobodzie działalności gospodarczej z 2 lipca 2004 roku (DzU 2004, nr 173, poz. 1807) przeprowadzono badanie spółek debiutujących na NewConnect od 30.08.2007–31.08.2008 roku w celu wyodrębnienia mikro i małych przedsiębiorstw. Z trzech określonych w ustawie kryteriów zastosowano tylko jedno, mianowicie obrót netto. Dane o zatrudnieniu nie zostały wzięte pod uwagę, ponieważ nie były zawarte we wszystkich dokumentach informacyjnych. Natomiast sumę aktywów pominięto z uwagi na specyfikę przedsiębiorstw, w młodych, niewielkich spółkach nowych technologii, innowacyjnych mniejsze znaczenie mają aktywa wykazywane w bilansie, bardziej istotny z punktu wartości firmy jest szeroko rozumiany kapitał ludzki.

Z przeprowadzonej analizy wynika, że w roku 2007 spośród 24 debiutujących spółek, 21 to mikro przedsiębiorstwa, zaś tylko trzy (LUG, MERA Schody i S4E) zaliczyć można do małych przedsiębiorstw. Spółka LUG SA, producent przemysłowych i dekoracyjnych opraw oświetleniowych, notowana na NewConnect od samego początku, na podstawie przychodów roku 2006 mogłaby być zaliczona do średnich przedsiębiorstw.

W roku 2008, od stycznia do końca sierpnia, na NewConnect pojawiło się 40 spółek, z czego dwie (Centrum Klima SA – dystrybutor artykułów wentylacyjno-klimatyzacyjnych, producent elementów stosowanych w systemach wentylacyjnych i Ekopol Górnośląski Holding SA), biorąc pod uwagę wielkość obrotów, to średnie przedsiębiorstwa. Z pozostałych debiutantów osiem to małe spółki⁹, natomiast aż 30 to mikrofirmy. Po roku działalności NewConnect z 64 notowanych spółek blisko 80% stanowią mikroprzedsiębiorstwa.

⁷ *NewConnect po roku. Raport z okresu dojrzwania*, NC Rynek akcji GPW, Warszawa 2008, s. 36.

⁸ *Ibidem*, s. 38.

⁹ Positive i Verbicom również zakwalifikowano jako małe przedsiębiorstwa mimo, że ich obrót netto tylko w jednym z uwzględnionych okresów obrachunkowych przekroczył 2 mln euro.

Tabela 2

Wartość obrotów netto w wybranych spółkach NewConnect¹⁰

Spółka	Obrót netto w tys. zł			Obrót netto w tys. euro		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
LUG	30 390,61	49 955,21		8 484,26	12 942,43	
MERA	24 140,67	22 260,18		6 739,44	5 767,18	
S4E	12 808,20	22 114,00		3 575,71	5 729,31	
ALUMAST	7 077,29	8 622,39		1 975,79	2 233,90	0,00
CENTKLIMA		52 278,00	71 043,00		13 544,23	18 543,28
EKOPOL		59 652,42	60 658,51		15 454,80	15 832,77
KREC	8 977,94	10 370,01	10 568,43	2 506,40	2 686,67	2 758,52*
LUSATIA		13 296,00	13 857,00		3 444,74	3 616,88
POSITIVE		7 218,00	11 481,50		1 870,05	2 996,84
PRAGMAINK		11 268,00	20 229,00		2 919,32	5 280,07
RODAN	16 094,00	15 846,00		4 493,02	4 105,39	
VERBICOM		7 110,02	10 672,08		1 842,07	2 785,57
WADEX		23 272,80	23 894,90		6 029,54	6 236,92

* w 2007 r. obrót za okres od 1.01–30.06.2007.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z dokumentów informacyjnych spółek.

W tabeli 2 przedstawiona została wartość przychodów netto ze sprzedaży 13 największych spółek alternatywnego systemu obrotu. Wyniki analizy sprawozdań finansowych przedsiębiorstw notowanych na NewConnect pokazują, że część z tych firm nie uzyskała w badanych latach żadnych przychodów lub pominięto je w dokumentach informacyjnych. Podobnie jest z wartością aktywów trwałych¹¹.

Z 64 spółek notowanych pod koniec sierpnia 2008 roku na rynku NewConnect, 51 to mikroprzedsiębiorstwa. Dla nich niewątpliwymi zaletami tego rynku są niewielkie wymogi i niskie koszty. Należy jednak podkreślić rolę instytucji autoryzowanego doradcy, dzięki któremu spółka nie musi utrzymywać rozbudowanych działów prawnych, inwestycyjnych czy finansowych. Wszelkie obowiązki związane z przygotowaniem do debiutu i późniejszym

¹⁰ Wartość obrotów netto wyrażoną w zł przeliczono na euro przyjmując dla bilansu za 2005 r., kurs z 31.12.2005 r. – 3,8598, dla 2006 r. kurs z 31.12.2006 r. – 3,8312 a dla 2007 r. kurs z 31.12.2007 r. – 3,5820.

¹¹ Z uwagi na ograniczoną objętość niniejszego artykułu nie przedstawiono szerszej i bardziej pogłębionej analizy sprawozdań finansowych.

funkcjonowaniem spółki w ASO NewConnect nadzoruje i po części wypełnia autoryzowany doradca¹².

Małe i średnie przedsiębiorstwa od czerwca 2008 roku mogą skorzystać z dodatkowych ułatwień w pozyskiwaniu kapitału za pomocą rynku kapitałowego. Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka (POIG) umożliwia refinansowanie do 50% kosztów związanych z przygotowaniem dokumentacji i analiz koniecznych do debiutu giełdowego (zarówno na rynek główny jak i NewConnect), na dofinansowanie przeznaczono 33 mln euro.

Podsumowanie

Alternatywny system obrotu NewConnect jest jednym z dwunastu rynków tego typu monitorowanych przez Federację Europejskich Giełd Papierów Wartościowych i charakteryzuje się dużą dynamiką rozwoju. Pomimo tego, że jest jednym z najmłodszych rynków zajmuje piąte miejsce pod względem liczby notowanych spółek. Pierwsze cztery miejsca zajmują ASO giełd globalnych: londyński gigant AIM (1639), NASDAQ-OMX – First North (130), NYSE-Euronext – Alternext (126) oraz frankfurcki EntryStandard (113)¹³. Natomiast pod względem wskaźnika obrotu (stan na 31.07.2008 r.) zajmuje trzecie miejsce (wartość 44%) za AIM (83%) i First North (74%). O atrakcyjności NewConnect jako źródła finansowania, świadczy również fakt, że 16 już notowanych w ASO NC spółek podjęło decyzję o podwyższeniu kapitału zakładowego poprzez emisję nowych akcji.

Za czynniki sprzyjające rozwojowi NewConnect uznać można:

- wewnętrzne regulacje NewConnect umożliwiające dostęp dla mikro i małych spółek (brak konieczność sporządzania prospektu, relatywnie szybki czas pozyskiwania kapitału, niewielkie koszty, łatwe procedury),
- wzrastające stopy procentowe (stopa referencyjna w sierpniu 2007 r. wynosiła 4,75 a w lipcu 2008 r. 6,00), a co z tym związane droższe kredyty,
- bardziej restrykcyjne wymogi stosowane przez banki przy udzielaniu kredytów.
- finansowe wspomaganie debitów przez POIG.
- działania promocyjne i edukacyjne prowadzone przez GPW.
- wzrost gospodarczy.

Negatywne determinanty rozwoju tego rynku z perspektywy rocznego funkcjonowania to:

- uwarunkowania zewnętrzne, tj.: kryzys finansowy oraz związany z nim wzrost awersji do ryzyka i niższa płynność na giełdach papierów wartościowych,
- prognozowane spowolnienie wzrostu gospodarczego,

¹² D. Maścianiec-Kordela, *Autoryzowany doradca w procesie przygotowań spółki do funkcjonowania na rynku NewConnect*, [w:] *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro i małych przedsiębiorstw*, A. Bielawska (red), Uniwersytet Szczeciński Zeszyty Naukowe nr 492, Ekonomiczne Problemy Usług nr 16, Szczecin 2008.

¹³ www.fese.be z 10.10.2008 r.

-
- pojawiające się i badane przez KNF podejrzenia nadużyć i manipulacji kursami
 - w porównaniu z liczbą spółek nie są liczne, natomiast w sytuacji ogólnej zwiększonej awersji do ryzyka mogą zniechęcać emitentów oraz inwestorów.

**THE ATTEMPT OF SUMMARY THE FIRST YEAR
OF THE ALTERNATIVE INVESTMENT SYSTEM NEWCONNECT**

Summary

The article focuses on the first year of the alternative investment system NewConnect – the new part of the polish securities market. The author analyzed briefly main rates of this market: capitalization, liquidity and turnover value. In addition, the special attention has been paid to micro and small enterprises. Concluding, the main factors influencing the development of the NewConnect during the first year were presented.