

Agnieszka Raczevska

Rola rynku alternatywnego w stymulowaniu rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw

Ekonomiczne Problemy Usług nr 51, 199-207

2010

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.

AGNIESZKA RACZEWSKA

Akademia Ekonomiczna im. Karola Adameckiego w Katowicach

ROLA RYNKU ALTERNATYWNEGO W STYMULOWANIU ROZWOJU MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW

Wprowadzenie

Sprawne funkcjonowanie rynku kapitałowego jest niezwykle ważnym czynnikiem rozwoju nowoczesnych gospodarek. Giełda papierów wartościowych, będąca centrum tego rynku, jest swoistym barometrem gospodarki, dyskontującym przyszłość i dającym sygnały co do perspektyw rozwoju gospodarczego kraju. Jest też doskonałą alternatywą dla inwestorów, którzy poszukują odpowiednich dla siebie form lokowania kapitału, oraz dla spółek, które potrzebują tego kapitału do dalszego rozwoju. Korzyści dla emitentów, płynące z obecności na głównych rynkach giełdowych, przypadają w udziale jednak przede wszystkim dużym spółkom. Restrykcyjne warunki, które muszą spełnić firmy zainteresowane debiutem na giełdzie, ograniczają lub wręcz odbierają szansę na pozyskanie kapitału tą drogą mikroprzedsiębiorstwom oraz małym i średnim spółkom, a to właśnie ten sektor jest motorem napędowym gospodarki.

Mimo powszechnie akceptowanej opinii o fundamentalnym znaczeniu sektora MSP dla gospodarki, przedsiębiorstwa należące do tej grupy wciąż borykają się z wieloma problemami, stanowiącymi poważne bariery w ich rozwoju. Niewątpliwie najważniejszą barierą rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw jest bariera finansowa.

Szansą na wypełnienie istniejącej luki dostępu do kapitału dla małych i często młodych spółek są specjalnie dla nich przeznaczone segmenty rynku kapitałowego, zwane rynkami alternatywnymi. Pierwszy taki rynek w Polsce (pod nazwą NewConnect – Rynek Akcji GPW) został stworzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie w 2007 roku. Powołując do życia NewConnect, jego organizator korzystał z doświadczeń krajów rozwiniętych, w których funkcjonują rynki kapitałowe o wieloletniej tradycji, w tym właśnie rynki alternatywne.

Celem artykułu jest znalezienie odpowiedzi na pytanie, czy rynki te w rzeczywistości wpływają stymulująco na rozwój przedsiębiorstw sektora MSP (czy spełniają swoje „statutowe” zadania i funkcje)? Zagadnienie zostanie omówione na przykładzie polskiego alternatywnego systemu obrotu NewConnect.

Finansowe uwarunkowania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw

Ograniczony dostęp do źródeł finansowania jest, praktycznie od początku narodzin sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce, główną przeszkodą zarówno w ich powstawaniu jak i rozwoju. Prywatne oszczędności oraz majątek potencjalnego przedsiębiorcy są na ogół niewystarczające, aby podjąć działalność gospodarczą, a pozyskanie najbardziej popularnego zewnętrznego źródła finansowania w formie kredytu bankowego jest w takiej sytuacji niezwykle trudne ze względu na zachowawczą politykę kredytową banków wobec MSP.

Występowanie problemów we współpracy małych i średnich firm z instytucjami finansowymi potwierdzają badania empiryczne¹. Charakterystyczna dla tej grupy podmiotów struktura źródeł finansowania (oparta w dużej mierze na środkach własnych, z niewielkim udziałem zewnętrznych źródeł finansowania) jest rezultatem wielu barier i trudności, które ograniczają dostęp małych i średnich przedsiębiorstw do finansowania zewnętrznego. Wśród nich wymieniane są m.in. pracochłonne i czasochłonne procedury, brak doświadczeń firm we współpracy z instytucjami finansowymi, wymagane zabezpieczenia.

Występowanie istotnych przeszkód w dostępie do zewnętrznych źródeł finansowania dla przedsiębiorstw sektora MSP obrazuje również struktura inwestycji, dokonywanych przez fundusze kapitału ryzyka w Polsce – *venture capital/private equity* (VC/PE). Ze statystyk przedstawionych w raporcie² Europejskiego Stowarzyszenia Private Equity/Venture Capital (European Private Equity and Venture Capital Association – EVCA), wynika, iż inwestycje w przedsiębiorstwa znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju (*seed* i *start-up*) na terenie Europy Środkowo-Wschodniej stanowiły w 2008 roku zaledwie 2,6% wartości wszystkich inwestycji dokonanych przez fundusze PE/VC na terenie krajów tego re-

¹ Zob. R. Lisowska, *Bariery rozwoju działalności innowacyjnej małych i średnich przedsiębiorstw na terenach wiejskich na przykładzie województwa łódzkiego*, w: *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Szanse i zagrożenia rozwoju*, red. N. Daszkiewicz, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 35–50.

² *Central and Eastern Europe Statistics 2008*, An EVCA Special Paper, July 2009, s. 12–13, www.evca.com, październik 2009.

gionu, w tym także Polski. Inwestycje w rodzime przedsiębiorstwa znajdujące się w fazie zasiewu (*seed*) oraz uruchomienia (*start-up*) stanowiły w 2008 roku zaledwie 3% całkowitej wartości środków ulokowanych przez fundusze VC/PE w Polsce. Świadczy to o znikomym zainteresowaniu tych instytucji małymi i bardzo młodymi przedsiębiorstwami.

Alternatywny system obrotu jako segment rynku kapitałowego dla przedsiębiorstw sektora MSP

Rynek kapitałowy powszechnie uważany jest za źródło finansowania dostępne dla zaawansowanych projektów inwestycyjnych, realizowanych przez duże ewentualnie średnie przedsiębiorstwa. Jedną z prób ułatwienia dostępu do zorganizowanego rynku kapitałowego spółkom z sektora MSP było stworzenie regulowanej, ale pozagiełdowej platformy obrotu w postaci Centralnej Tabeli Ofert (CeTO). Zgodnie z założeniami zaletą CeTO miały być niższe koszty obecności na rynku publicznym niż na GPW. Zachęty te nie okazały się jednak wystarczające dla spółek, które, jeśli już rozważają pozyskanie kapitału w drodze publicznej emisji akcji, to wybierają GPW. Z tego też powodu CeTO z roku na rok odgrywała coraz bardziej marginalne znaczenie w obrocie akcjami, ewaluując w stronę rynku dłużnych papierów wartościowych³.

Wyżej wymienione trudności w dostępie do rynku kapitałowego nie oznaczają jednak, iż polskie przedsiębiorstwa z sektora MSP nie mają w ogóle szans na pozyskanie kapitału z tego źródła. Pod koniec sierpnia 2007 roku wprowadzona w życie została ważna inicjatywa GPW, mająca na celu ułatwienie dostępu do rynku kapitałowego małym i średnim przedsiębiorcom. Inicjatywą tą było rozpoczęcie działalności alternatywnego systemu obrotu (ASO) akcjami pod nazwą NewConnect. Oferta GPW w zakresie obrotu poza rynkiem regulowanym jest w Polsce nowym rozwiązaniem, ale w Europie funkcjonują już od dłuższego czasu takie platformy, np. AIM (Alternative Investment Market) w Londynie czy Alternext w ramach sojuszu giełd NYSE-Euronext. Rynki alternatywne, działające przy rynkach regulowanych, stanowią ofertę przede wszystkim dla dyna-

³ W 2009 r. MTS-CeTO SA zmieniła nazwę na BondSpot SA i 30.09.2009 r., wraz z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie SA, uruchomiła rynek Catalyst – rynek dłużnych papierów, na którym przedmiotem obrotu będą obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa oraz jednostki samorządu terytorialnego.

micznie rozwijających się spółek z sektora MSP, które z różnych względów nie spełniają jeszcze warunków dopuszczenia do obrotu na rynkach regulowanych⁴.

Struktura emitentów na rynku NewConnect, z punktu widzenia wielkości przedsiębiorstw, potwierdza, iż ten segment rynku kapitałowego przeznaczony jest głównie dla mikrofirm oraz przedsiębiorstw małych⁵. Do dnia 30 września 2009 roku na rynku NewConnect zadebiutowało 99 spółek, z czego⁶:

- 57 o statusie mikroprzedsiębiorstwa,
- 37 małych przedsiębiorstw,
- 5 średnich przedsiębiorstw.

Powyższe wyniki wskazują, iż zdecydowaną większość emitentów obecnych na rynku NewConnect stanowią mikroprzedsiębiorstwa (57,6% ogółu spółek), natomiast na drugim miejscu plasują się przedsiębiorstwa małe (37,4%). Przez ponad dwa lata istnienia rynku NewConnect pojawiło się na nim 5 spółek średnich, nie ma natomiast żadnego dużego przedsiębiorstwa, co potwierdza słuszność założenia, iż jest to segment rynku kapitałowego dla firm sektora MSP (w tym głównie mikro- i małych przedsiębiorców).

Rynek alternatywny jako czynnik stymulujący rozwój małej i średniej przedsiębiorczości

Aby móc podjąć się próby oceny wpływu rynku NewConnect na rozwój przedsiębiorstw z sektora MSP w Polsce, należy w pierwszej kolejności zdefiniować pojęcie samego rozwoju. Nie jest to sprawą prostą, gdyż w literaturze przedmiotu występuje wiele definicji tego pojęcia. Jedna z nich określa rozwój przedsiębiorstwa jako „dokonujące się w nim zmiany, w efekcie których wystąpi nie tylko zwiększenie produkcji, ale również, a czasami tylko, poprawa jej jakości, zwiększenie walorów użytkowych, wprowadzenie nowego asortymentu, poprawa warunków bezpieczeństwa pracy, itp.”⁷ Rozwój przedsiębiorstwa moż-

⁴ Chodzi m.in. o wymogi związane z długością historii biznesowej, minimalną kapitalizacją spółki czy liczbą akcji znajdujących się w obrocie.

⁵ W analizie tej struktury przyjęto kryteria klasyfikacji wynikające z przepisów Ustawy z dnia 2.07.2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej (DzU 2004, nr 173, poz. 1807), a dane źródłowe zaczerpnięto w większości przypadków z raportów rocznych emitentów (w kilku przypadkach z dokumentów informacyjnych, jeżeli spółka nie została objęta obowiązkiem publikacji ww. raportu ze względu na debiut po upływie terminu publikacji raportów rocznych za 2008 r.).

⁶ Struktura emitentów rynku NewConnect (stan na 30.09.2009 r.) stanowi opracowanie własne, na podstawie analizy danych z raportów rocznych 2008 oraz dokumentów informacyjnych emitentów.

⁷ *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. G. Łukasik, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adameckiego, Katowice 2007, s. 37.

liwy jest w znacznej mierze dzięki realizowanym inwestycjom, definiowanym jako „proces gospodarczy, który angażuje kapitał w oczekiwaniu na korzyści, które wystąpią w odpowiednio długim czasie w przyszłości”⁸. Przedsiębiorstwo, podejmując się realizacji inwestycji, czyni to poprzez wydatkowanie kapitału, mające na celu powiększenie swoich korzyści zarówno materialnych, jak i niematerialnych. Inwestycje mogą mieć charakter rzeczowy, finansowy, występują też inwestycje o charakterze niematerialnym (np. szkolenia, badania i rozwój)⁹. Same zaś inwestycje rzeczowe można podzielić na kolejne grupy, np. inwestycje rozwojowe¹⁰ (w wyniku których następuje zwiększenie zakresu działania przedsiębiorstwa, polegające m.in. uruchomieniu produkcji nowych wyrobów, zastosowaniu nowych technologii), inwestycje modernizacyjne, odtworzeniowe oraz założycielskie¹¹.

Rozwój realizowany w drodze działań inwestycyjnych wymaga zaangażowania kapitału. Utworzenie nowego segmentu rynku kapitałowego w Polsce, w postaci alternatywnego systemu obrotu, otworzyło małym i często bardzo młodym przedsiębiorstwom nową drogę do pozyskania kapitału z przeznaczeniem na działania prorozwojowe. Od początku powstania rynku NewConnect spółki na nim debiutujące pozyskały łącznie od inwestorów prawie 440 mln zł¹². Zdecydowana większość emisji nowych akcji została przeprowadzona w trybie oferty prywatnej (skierowanej do maksymalnie 99 inwestorów)¹³. Pojawiły się jednak również przypadki debiutu na rynku NewConnect bez wcześniejszego przeprowadzenia oferty, a więc bez pozyskania nowego kapitału. Należy zwrócić uwagę na to, iż rynek NewConnect tak naprawdę nie jest bezpośrednim źródłem kapitału, lecz jego utworzenie stworzyło odpowiednie mechanizmy, umożliwiające pozyska-

⁸ *Ibidem*, s. 38.

⁹ P. Filip, *Działalność inwestycyjna w procesach rozwojowych przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Ekonomiczne Problemy Usług nr 34, Szczecin 2009, s. 289.

¹⁰ Z punktu widzenia analizowanej problematyki należy podkreślić szczególne znaczenie tej grupy inwestycji.

¹¹ P. Filip, *op.cit.*, s. 289, za J. Różański, *Inwestycje rzeczowe w procesach rozwojowych przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006.

¹² Dane pochodzą ze strony internetowej rynku NewConnect, www.newconnect.pl, październik 2009.

¹³ Rynek NewConnect oferuje emitentom dwie drogi pozyskania kapitału, a więc daje wybór, którego nie mają spółki, decydujące się na debiut na głównym rynku GPW. Pierwszy ze sposobów pozyskania kapitału to oferta publiczna, znana z rynku regulowanego. Nowością na polskim rynku kapitałowym, wprowadzoną w życie wraz z utworzeniem rynku NewConnect, jest natomiast możliwość przeprowadzenia oferty niepublicznej (prywatnej, ang. *private placement*). Pierwsze dwa lata funkcjonowania NewConnect pokazały, iż metoda ta cieszy się bardzo dużą popularnością wśród emitentów i jest zdecydowanie częściej wybierana niż oferta publiczna.

nie środków finansowych na rynku niepublicznym (w drodze oferty prywatnej) przez przedsiębiorstwa od inwestorów, w zamian za zobowiązanie wprowadzenia wyemitowanych akcji do obrotu na rynku NewConnect, a tym samym uzyskanie lepszej płynności tych papierów wartościowych (w porównaniu z akcjami spółek niepublicznych, a więc posiadających bardzo niską płynność). Uruchomienie alternatywnego systemu obrotu akcjami małych spółek dało więc bodziec do zwiększenia zainteresowania inwestorów tego typu przedsiębiorstwami.

Inwestorzy, angażując się kapitałowo w dane przedsięwzięcie, oczekują, iż przyniesie im ono wymierne korzyści w postaci wzrostu wartości przedsiębiorstwa, którego stali się współwłaścicielami. Oczekują więc, iż przedsiębiorstwo zrealizuje obiecanie inwestycje i będzie rozwijać się zgodnie z założoną strategią. Większość spółek, które pozyskały kapitał w drodze emisji akcji i zadebiutowały na rynku NewConnect, dopiero rozpoczyna realizację zamierzonych inwestycji bądź też jest w trakcie ich realizowania. Są jednak wśród nich takie przedsiębiorstwa, którym już udało się poczynić inwestycje dzięki pozyskanym środkom (tabela 1).

Tabela 1. Przykłady spółek oraz inwestycji zrealizowanych z kapitału pozyskanego dzięki rynkowi NewConnect

Nazwa spółki	Pozyskany kapitał (tys. zł)	Przykład dokonanej inwestycji
Security System Integration (SSI)	4 500,00	dywersyfikacja działalności przez stworzenie nowoczesnego systemu do identyfikacji kibiców i uczestników imprez masowych
Telestrada	4 456,80	przyjęcie dwóch podmiotów z branży
PGS Software	530,00	rozbudowa zespołu pracowników przez zatrudnienie wysokiej klasy programistów
Elektromont	1 966,16	wejście w nowy segment rynku przez rozpoczęcie działalności w obszarze instalacji telekomunikacyjnych i teletechnicznych
BlueTax Group	7 650,00	ekspansja terytorialna (rozwój sieci placówek franczyzowych); rozszerzenie zakresu działalności w segmencie zarządzania nieruchomościami (zakup udziałów w spółce Prospector)

Źródło: opracowanie własne na podstawie B. Dowgielski Szkoła i inkubator, „Almanach Rynku Alternatywnego NewConnect 2009”, dodatek do Gazety Giełdy „Parkiet” 2009, nr 197, s. 10 oraz danych ze strony internetowej rynku NewConnect: www.newconnect.pl (26.10.2009).

Zamieszczone w tabeli 1 przykłady spółek pokazują, iż przedsięwzięcia tych podmiotów mają bez wątpienia charakter inwestycji rozwojowych. Dzięki nim zwiększył się zakres działalności przedsiębiorstwa w wyniku uruchomienia produkcji nowych wyrobów/ rozpoczęcia świadczenia nowych usług (przykłady spółek SSI i Elektromont), ale także w wyniku ekspansji terytorialnej (BlueTax Group) czy przejęcia podmiotów z branży, dzięki której spółki również mogły zwiększyć skalę swojej działalności (Telestrada, BlueTax Group). Rozwój przedsiębiorstwa może przejawiać się także przez wzrost kwalifikacji pracowników, tak więc rozbudowa zespołu o wysokiej klasy specjalistów również ma charakter rozwojowej inwestycji w zasoby ludzkie (PGS Software).

Większość emitentów obecnych na NewConnect podkreśla, że debiut na tym rynku, poza oczywistą korzyścią w postaci pozyskanego kapitału na inwestycje, daje też dodatkowe efekty, określane przez wielu przedsiębiorców „wartością dodaną” dla spółki¹⁴. Jednym z nich jest tzw. efekt organizacyjny. Przygotowania do debiutu na rynku NewConnect wymagają podjęcia wielu istotnych działań, do tej pory nieznanymi i niestosowanymi w wielu firmach. Przedsiębiorstwo musi stworzyć i utrzymać odpowiedni ład korporacyjny, aby stać się publiczną spółką akcyjną. Na wielu spółkach przygotowania do pozyskania kapitału i debiutu wymusiły również konieczność opracowania profesjonalnej, długofalowej strategii rozwoju. Oba te czynniki (poprawa zarządzania dzięki wprowadzeniu zasad corporate governance oraz przygotowanie strategii rozwoju, której istnienie niewątpliwie przyczynia się do sprawniejszego kierowania działaniami firmy) wpływają więc na rozwój przedsiębiorstwa, choć nie mają charakteru stricte inwestycyjnego.

Podobnie jest z drugim efektem, tzw. marketingowym. Na efekt ten składają się przede wszystkim lepsza rozpoznawalność marki, prestiż, wzrost zaufania do spółki wśród kontrahentów i partnerów biznesowych¹⁵. Wzrost zaufania przekłada się natomiast na wzrost przychodów ze sprzedaży oraz ustalenie partnerskich warunków współpracy z dostawcami. Dzięki występowaniu efektu marketingowego spółki notowane na rynku NewConnect mogą więc uzyskać nowe kontrakty oraz poprawić sprawność gospodarowania swoimi aktywami i kapitałami (szczególnie należnościami i zobowiązaniami handlowymi) dzięki wzmocnieniu pozycji negocjacyjnej w kontaktach z kontrahentami. Obie te zmiany są bez wąt-

¹⁴ K. Kucharczyk, *Nie tylko po kapitał*, „Almanach Rynku Alternatywnego NewConnect 2009”, dodatek do Gazety Giełdy „Parkiet” 2009, nr 197, s. 13.

¹⁵ K. Kucharczyk, *op.cit.*, s. 13.

pienia wpisane w definicję rozwoju przedsiębiorstwa i podobnie jak w przypadku efektu organizacyjnego, mogą wystąpić bez konieczności ponoszenia nakładów inwestycyjnych.

Podsumowanie

Na koniec 2007 roku w systemie REGON zarejestrowanych było ponad 1,77 mln aktywnych przedsiębiorstw z sektora MSP¹⁶. Porównując tę liczbę z „populacją” spółek, które obecne są na rynku NewConnect, można uświadomić sobie, jak niewielką część całego polskiego sektora MSP stanowią spółki, których akcje są przedmiotem obrotu w alternatywnym systemie. Podobne wnioski nasuują się po analizie źródeł finansowania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw, gdzie rynek kapitałowy wciąż traktowany jest jako źródło kapitału głównie dla dużych przedsiębiorstw, a firmy z sektora MSP muszą polegać głównie na zgromadzonych środkach własnych, ewentualnie kredycie bankowym¹⁷.

Pomimo wciąż niewielkiej skali oddziaływania alternatywnego segmentu rynku kapitałowego na finansowanie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce, nie należy negatywnie oceniać tego źródła finansowania. NewConnect jest konstrukcją wciąż niezwykle młodą, dodatkowo początkowy okres jego funkcjonowania przypadł na trudny czas bessy na rynkach kapitałowych. Mimo to wydaje się, iż stworzenie ASO jest krokiem w dobrym kierunku. Istnienie rynku NewConnect może przyczynić się do ukierunkowania strategii finansowych przedsiębiorstw na rynek kapitałowy i zastąpienia nim (bądź też uzupełnienia) dotychczasowych źródeł finansowania (co więcej, małe przedsiębiorstwa mają od niedawna również nową możliwość pozyskania kapitału na zorganizowanym rynku kapitałowym, dzięki uruchomieniu w 2009 roku alternatywnego systemu obrotu obligacjami w ramach rynku Catalyst – tak więc spółki mogą pozyskać środki finansowe nie tylko z emisji akcji, ale także obligacji). Wzrost znaczenia rynku alternatywnego w finansowaniu sektora MSP jest wypadkową wielu czynników, tak więc rzetelna ocena szans i perspektyw wzrostu jego znaczenia wymaga o wiele szerszego badania. Niemniej z przeprowadzonej w niniejszej pracy analizy można wyciągnąć wnioski, iż rynek NewConnect ma realne szanse, aby stać się atrakcyjnym źródłem finansowania rozwoju małych i średnich firm,

¹⁶ *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2007–2008*, red. A. Żoźniński, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2009, s. 28.

¹⁷ *Ibidem*, s. 79.

które, poza samym kapitałem na inwestycje daje przedsiębiorstwom dodatkowe wartości w postaci wspomnianych efektów – organizacyjnego i marketingowego. Tego rodzaju wartości dodanej nie są w stanie zaoferować przedsiębiorcom żadne inne, alternatywne źródła finansowania.

THE ROLE OF ALTERNATIVE MARKET IN THE DEVELOPMENT OF SMALL BUSINESS

Summary

In August 2007 Warsaw Stock Exchange launched alternative market named NewConnect. It is a new initiative on Polish capital market which targets on small companies looking for capital essential for their business development. Taking under consideration two years of existence and number of listed companies the role of NewConnect is going to be predominant. NewConnect not only helps companies to collect money but also gives them a chance to take care about their promotion and corporate matters.

Translated by Agnieszka Raczevska