

Dominika Kordela

Ocena inwestycji na NewConnect na podstawie płynności rynku i stopy zwrotu z akcji

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 46/1, 347-358

2012

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

*Ocena inwestycji na NewConnect na podstawie
płynności rynku i stopy zwrotu z akcji**

Investment evaluation of NewConnect based on liquidity and return

Wprowadzenie

Na rynku kapitałowym – jednym z segmentów rynku finansowego – dokonywane są transakcje kupna–sprzedaży, których przedmiotem są instrumenty finansowe o okresie wykupu dłuższym niż rok. Rynek kapitałowy jest „miejszem mobilizacji wolnych funduszy w okresie średnio- i długoterminowym na cele modernizacyjno-inwestycyjne przedsiębiorstwa”¹. Klasycznymi instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym są akcje i obligacje. W państwach charakteryzujących się wysokim poziomem rozwoju gospodarczego istotne znaczenie w pozyskiwaniu finansowania zewnętrznego udziałowego oraz dłużnego w postaci emisji papierów wartościowych mają giełdy papierów wartościowych.

Giełda w literaturze ekonomicznej badana jest w trzech ujęciach²:

- tradycyjnym – giełda jako instytucja rynku kapitałowego,
- funkcjonalnym – zorientowanym na jej działalność i sprawność funkcjonowania,
- organizacji – giełda jako przedsiębiorstwo działające na konkurencyjnym rynku.

* Publikacja finansowana ze środków na naukę w latach 2009–2011 jako projekt badawczy.

¹ W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 95.

² F. Fernholz, *Börse und ihre Alternativen. Eine Transaktionskostensicht*, EUL Verlag, Köln 2005, s. 7.

Według ekonomicznej definicji „gielda jest formą organizacji handlu, którego przedmiotem są zestandaryzowane przedmioty, transakcje dokonywane są w konkretnym miejscu i nadzorowane przez odpowiednią instytucję”³.

Polski rynek papierów wartościowych umożliwia dostęp do finansowania za pośrednictwem giełdy coraz większej liczbie przedsiębiorstw. Rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie ma charakter ilościowy (wzrost liczby emitentów) i jakościowy (tj. nowe rynki, nowe platformy obrotu: NewConnect, Catalyst, Poee Rynek Energii GPW).

Z punktu widzenia finansowania przedsiębiorstw najbardziej istotne było utworzenie alternatywnego systemu obrotu NewConnect 31.08.2007 r. (rynek akcji) i rynku Catalyst 30.09.2009 r. (cztery platformy obrotu obligacjami). Z jednej strony powstałe rynki stworzyły szerszej grupie przedsiębiorstw szanse finansowania za pośrednictwem rynku kapitałowego, z drugiej strony poszerzyły możliwości inwestycyjne na polskim rynku papierów wartościowych.

Główną motywacją inwestorów mobilizujących swoje wolne środki na rzecz inwestycji na rynku papierów wartościowych jest ich pomnożenie w zakładanym w strategii inwestycyjnej czasie. Inwestycje w walory notowane na NewConnect obciążone są wyższym ryzykiem niż inwestycje w akcje notowane na rynku regulowanym z następujących powodów:

- specyfika spółek: mikro, małe i średnie, znajdujące się na początkowych etapach rozwoju,
- ograniczone obowiązki informacyjne notowanych spółek,
- utrudniona możliwość przeprowadzenia analizy fundamentalnej: w przypadku wielu przedsiębiorstw z NewConnect inwestuje się nie w strukturę (większość spółek charakteryzuje niska wartość aktywów, dominacja aktywów niematerialnych, tj.: licencji i patentów, niewielkie przychody, niewielki udział w rynku), ale w pewną wizję, w pomysł, w przedsięwzięcie,
- ograniczona możliwość stosowania analizy technicznej: krótka historia na giełdzie, w przypadku wielu spółek niewielkie obroty, nieduże bądź przeciwnie – znaczne wahania cen.

Ponadto w ocenie ryzyka związanego z inwestycjami w akcje spółek o niskiej kapitalizacji – a taki profil prezentują notowane na NewConnect przedsiębiorstwa – uwzględniać należy występującą ujemną korelację między kapitalizacją rynkową spółek a ryzykiem⁴. Im niższa kapitalizacja rynku (spółki), tym większe jest ryzyko związane z inwestycją.

W artykule autorka przedstawiła strukturę inwestorów na rynku alternatywnym NewConnect oraz dokonała próby oceny inwestycji na NewConnect, bazując na analizie płynności rynku oraz stóp zwrotu z akcji i indeksu NCIndex.

³ *Ibidem*, s. 18.

⁴ D. Zarzecki, *Szacowanie kosztu kapitału metodą składania*, [w:] *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a rynek polski*, red. K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2010, s. 492–493.

1. Struktura inwestorów na NewConnect

W założeniu rynki alternatywne (alternatywne systemy obrotu) skierowane są do inwestorów instytucjonalnych, a w szczególności do funduszy inwestycyjnych oraz funduszy *venture capital/private equity*. Na najbardziej rozwiniętym brytyjskim rynku alternatywnym AIM dominują inwestorzy instytucjonalni oraz bogaci i doświadczeni inwestorzy indywidualni. Natomiast na NewConnect inwestorzy instytucjonalni w latach 2008 - 2010 nie stanowili nawet 10% ogółu inwestorów⁵. Zdecydowana większość obrotów generowana jest przez inwestorów indywidualnych, chociaż i oni dość sceptycznie oceniają inwestowanie na NewConnect.

Według Ogólnopolskich Badań Inwestorów (OBI) przeprowadzonych przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych spada odsetek inwestorów indywidualnych angażujących swoje środki finansowe na rynku NewConnect: w 2008 roku na rynku NewConnect inwestowało 26,5%, w 2009 roku – 18,7%, natomiast w roku 2010 – 17,4% badanych inwestorów⁶.

Jako główne powody nieobecności na NewConnect podawano:⁷

- słabą znajomość rynku (49,3% w 2008 r., 58% w 2009 r., 49,6% w 2010 r.),
- niską płynność (36% w 2008 r., 42,9% w 2009 r., 23,7% w 2010 r.),
- wysokie ryzyko (33,8% w 2008, 25,3% w 2009 r., 20,9% w 2010 r.),
- profil spółek nie odpowiada założeniom rynku (9,6% w 2008 r., 5,4% w 2009 r., 3,2% w 2010 r.).

Słabością rynku, mimo dynamicznego rozwoju strony podażowej, jest nieobecność inwestorów instytucjonalnych. Według struktury inwestorów pod względem udziału w obrotach w 2008 roku dominującą grupę stanowili inwestorzy indywidualni – mieli oni 92% udział w obrotach na NewConnect, w 2009 roku odnotowano niewielkie zmniejszenie się ich udziału do 89 % (instytucjonalni 9%), dane za 2010 rok wskazują na wzrost zaangażowania inwestorów instytucjonalnych do 11% wartości obrotów⁸.

Pozytywnym sygnałem jest wartościowy wzrost zaangażowania na rynku NewConnect wszystkich grup inwestorów, wyraźny zwłaszcza w roku 2010 (tab.1). Jednak dominacja inwestorów indywidualnych na NewConnect przeważa w całym badanym okresie.

W strukturze inwestorów instytucjonalnych dominują, biorąc pod uwagę wartość obrotów, animatorzy rynku i przedsiębiorstwa niefinansowe (tab.2), zauważalna jest korzystna zmiana wyrażająca się we wzroście zaangażowania towarzystw funduszy inwestycyjnych.

⁵ *Rocznik Giełdowy 2009*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, s. 200.

⁶ Ogólnopolskie Badanie Inwestorów Indywidualnych OBI, 2008, 2009, 2010, www.sii.org.pl z 03.01.2011 r.

⁷ *Ibidem*.

⁸ Analizy: *Udział różnych grup inwestorów o obrotach giełdowych 2008, 2009, 2010*, www.gpw.pl z dnia 01.03.2011 r.

Tabela 1. Udział poszczególnych grup inwestorów w obrotach na NewConnect w latach 2007–2010 w mln zł

Grupa inwestorów:	2007	2008	2009	2010
Inwestorzy indywidualni	72	377	480	1361
Inwestorzy instytucjonalni	3,9	27	50	165
Inwestorzy zagraniczni	2,3	7,1	9,3	38

Źródło: *Inwestorzy w obrotach giełdowych 2007, 2008, 2009, 2010*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie www.gpw.pl (stan na 01.03.2011r.)

Tabela 2. Udział poszczególnych grup krajowych inwestorów instytucjonalnych w obrotach generowanych przez inwestorów instytucjonalnych na NewConnect⁹

Inwestorzy:	2007*	2008**	2009	2010
TFI	7%	14%	10%	15%
Przedsiębiorstwa niefinansowe	35%	21%	16%	34%
Animatorzy	48%	50%	54%	31%
Inni***	10%	15%	20%	20%

Objaśnienia:

* Dane za II półrocze 2007 roku.

** Dane za I półrocze 2008 roku.

*** W kategorii inni ujęte zostały: Otwarte Fundusze Emerytalne, Towarzystwa Ubezpieczeniowe, Asset Management oraz banki.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.gpw.pl z dnia 01.03.2011 r.

W niewielkim stopniu sięgającym od 1 do 3% wartości obrotów obecni są na NewConnect inwestorzy zagraniczni¹⁰. Największy udział wśród inwestorów zagranicznych w 2009 roku mieli inwestorzy z Czech 11% (nie bez wpływu na to zapewne jest fakt, że czeskie spółki notowane są na NewConnect), niemieccy i brytyjscy inwestorzy zaangażowanie w obroty mieli na poziomie 1% ich wartości. Natomiast aż 87% stanowi „rozproszony akcjonariat z zagranicy” (z różnych krajów).

Przyczyną małego zaangażowania inwestorów instytucjonalnych na rynku mogą być mniej restrykcyjne obowiązki informacyjne obejmujące spółki notowane na NewConnect. Nie bez znaczenia jest też rentowność inwestycji oraz niskie wartości transakcji. Fundusze emerytalne nie angażują środków na NewConnect, uzasadniając

⁹ Jako procent obrotów w grupie inwestorów instytucjonalnych; na podstawie odpowiedzi członków giełdy, których udział w obrotach w II poł. 2007 r. stanowił 98%, dla akcji na rynku NewConnect – 95%.

¹⁰ *Udział różnych grup inwestorów w obrotach giełdowych*, www.gpw.pl z dnia 10.01.2011 r.

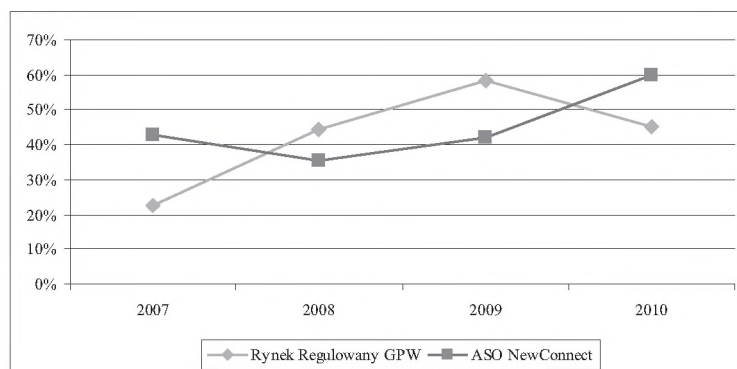
swoją nieobecność niską płynnością rynku oraz niewielką liczbą spółek o poziomie kapitalizacji, który uzasadniałby inwestycje¹¹.

2. Analiza płynności rynku

Stronę popytową tworzą inwestorzy instytucjonalni, indywidualni oraz zagraniczni, a miarą ich aktywności są między innymi wskaźniki płynności (wartość obrotów, wskaźnik obrotów) oraz średnia wartość transakcji.

Płynność rynku jest kluczowym czynnikiem prorozwojowym. Większe obroty na rynku (mierzone wartościowo i ilościowo, precyzowane dzięki wskaźnikowi obrotu) zmniejszają ryzyko właściwe inwestycjom w akcje. Ryzyko inwestycyjne jest mniejsze na rynkach charakteryzujących się wyższą płynnością¹².

W publikacjach na temat NewConnect oraz badaniach inwestorów pojawiają się stwierdzenia o niskiej płynności rynku. Porównując wskaźnik obrotu rynku regulowanego i alternatywnego w ujęciu rocznym, zauważalny jest brak potwierdzenia tego zarzutu – w roku 2007 i 2010 wskaźnik obrotu NewConnect był nawet wyższy niż rynku regulowanego (rys.1).



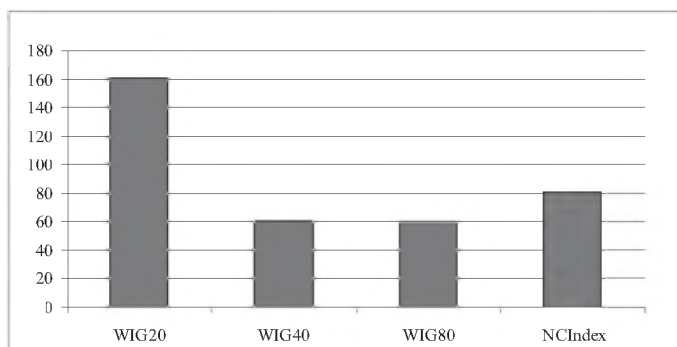
Rys. 1. Wskaźnik obrotu na rynku regulowanym GPW i rynku alternatywnym NewConnect

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z www.gpw.pl, www.newconnect.pl (stan na 30.01.2011 r.)

Z rysunku 2 wynika, że wskaźnik płynności akcji spółek wchodzących w skład NCIndex jest wyższy niż wskaźnik płynności spółek z WIG40 i WIG80. Porównanie to jest kolejnym przykładem, na nieprawdziwość tezy o niskiej płynności rynku.

¹¹ N. Chudzyńska, P. Rosik, *Duży inwestorzy przełamują lody*, Almanach rynku alternatywnego NewConnect 2010, Warszawa 2010, s. 5.

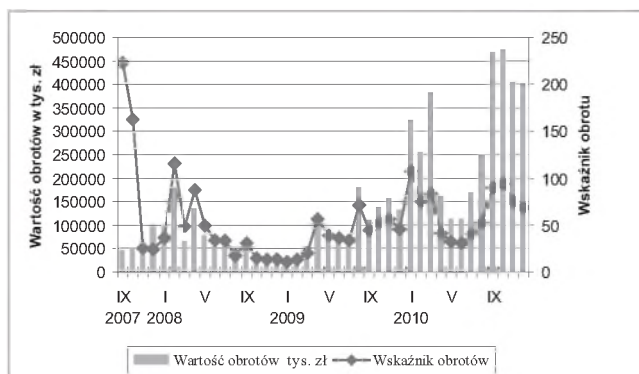
¹² R. Stulz, *Globalization of Equity Markets and the Costs of Capital*, NBER, Working Paper 1999, nr 7021.



Rys. 2. Wskaźnik obrotu spółek wchodzących w skład indeksów WIG20, WIG40, WIG80 i NCIndex za rok 2009

Źródło: Raport: Rynek NewConnect pod 2 latach, www.newconnect.pl z dnia 10.11.2010 r.

Na rynku NewConnect istnieje problem innego rodzaju, często identyfikowany i definiowany jako niska płynność, tj.: niska wartość transakcji. Niskie wartości transakcji powodują, że rynek jest płytki, a w uproszczeniu przez wielu nazywany mało płynnym. Ponadto w pierwszych trzech latach funkcjonowania rynku wartość obrotów była niewielka i charakteryzowała się zmiennością, dopiero w drugiej połowie 2010 roku zauważalny jest trend wzrostowy wartości obrotów (rys. 3).

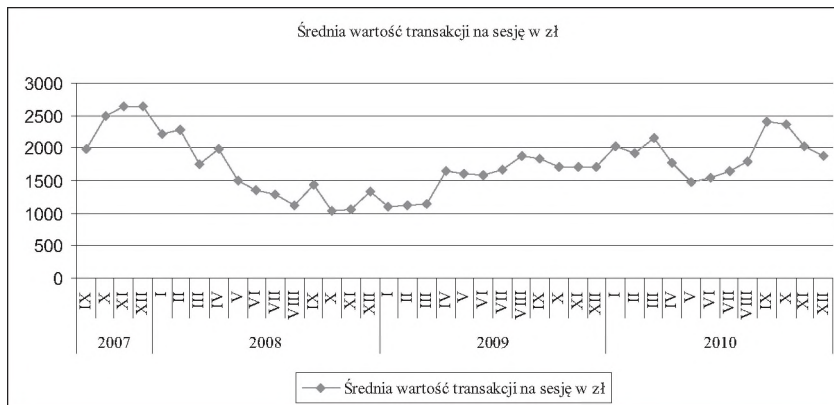


Rys. 3. Wartość obrotów i wskaźnik obrotów 2007–2010

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z www.newconnect.pl z dnia 10.01.2011 r.

Analizując rys. 3, na którym przedstawiona została wartość obrotów oraz wskaźnik obrotów, zauważa się dużą zmienność wartości obrotów na rynku. W okresie najsilniejszych przecen na światowych rynkach giełdowych (czwarty kwartał 2008 r. i pierwszy kwartał 2009 r.), obroty były rekordowo niskie – poniżej 30 000 tys. zł

miesięcznie. Dużymi wahaniami charakteryzował się również wskaźnik obrotów, którego wartości w początkowych miesiącach funkcjonowania rynku były bardzo wysokie. Dane z lat 2009–2010 wskazują również na duże zmienności tego wskaźnika. Wskaźnik obrotów w tym okresie oscylował między 30% a 100% (pomijając pierwszy kwartał 2009 roku, kiedy był bardzo niski) – dla porównania wskaźnik płynności rynku regulowanego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie kształtował się na poziomie między 40% a 70%¹³.



Rys. 4. Średnia wartość transakcji na sesję

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z www.newconnect.pl z dnia 10.01.2011 r.

Zawierane na NewConnect transakcje kupna–sprzedaży mają bardzo niskie wartości (od 1000zł do 2500zł). Biorąc pod uwagę prowizje pobierane przez domy maklerskie (0,29% – 1 % wartości transakcji, nie mniej niż 3–8 zł), są to wartości, od których płaci się minimalne prowizje. Na rynku regulowanym GPW w Warszawie średnie wartości transakcji wynoszą kilkanaście tysięcy złotych. Wartość transakcji również wpływa na płynność akcji, a także w znacznym stopniu na ryzyko, bowiem możliwość i prawdopodobieństwo spekulacji oraz znaczących wahań cen w wyniku spekulacji są wyższe na rynku charakteryzującym się niskimi wartościami transakcji.

3. Analiza stóp zwrotu na NewConnect

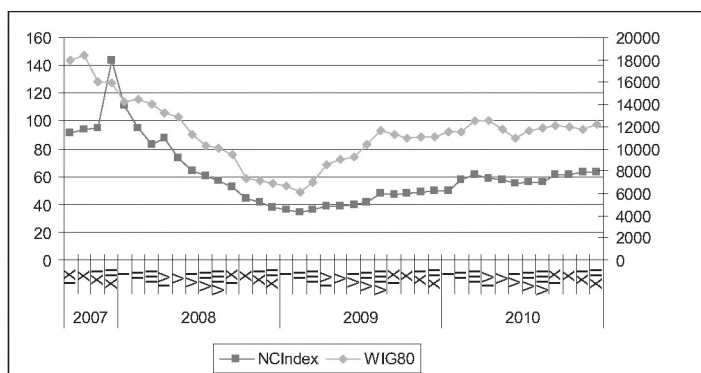
Według danych na koniec października 2010 roku akcje 35% spółek notowanych na NewConnect w okresie od dnia debiutu do dnia badania uzyskało dodatnie stopy

¹³ Na podstawie wybranych Biuletynów Miesięcznych Giełdy Papierów Wartościowych z badanego okresu, www.gpw.pl z 10.01.2011 r.

zwrotu, w przypadku rynku regulowanego – w analogicznym badaniu – dodatnie stopy zwrotu miała ponad połowa badanych spółek¹⁴.

Próby wstępnej oceny inwestycji NewConnect dokonano na podstawie dynamiki zmian wartości indeksu NCIndex oraz analizy poziomu stóp zwrotu notowanych akcji.

Punktem wyjścia do oceny inwestycji na NewConnect w analizowanym okresie jest analiza porównawcza dynamiki zmian indeksu NCIndex i indeksu WIG80 (rys. 5). NCIndex zestawiono z WIG80, ponieważ spółki zakwalifikowane do obu indeksów są zbliżone pod względem kapitalizacji, co zgodnie ze wspomnianą ujemną korelacją kapitalizacja–ryzyko uzasadnia to porównanie.



Rys.5. Dynamika zmian wartości indeksów NCIndex i WIG80

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z www.newconnect.pl, www.gpw.pl (stan na 20.01.2011 r.).

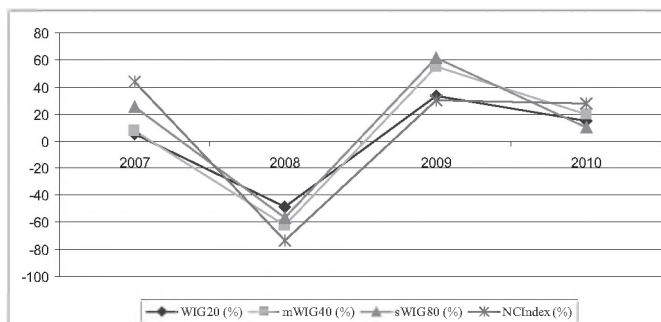
Zauważalna jest korelacja (z wyjątkiem okresu wrzesień 2007–luty 2008) nie tylko między kierunkiem zmian wartości indeksów, ale również siłą zmian (rys. 5). W okresie największej dekoniunktury na rynku giełdowym (marzec 2008–luty 2009) indeksy NCIndex i WIG80 straciły odpowiednio 58% i 57%. Straty odrabiali w podobnym tempie, jednak większą siłą miał indeks rynku regulowanego (do końca grudnia 2010 r. indeksy zyskały 83% – NCIndex, a WIG80 ponad 100%).

Rozważania dotyczące stopy zwrotu z indeksu można uzupełnić o przegląd stóp zwrotu z głównych indeksów polskiego rynku papierów wartościowych (rys. 6.)

Wykres zaprezentowany na rys. 6 jest potwierdzeniem teorii z zakresu inwestycji. Mianowicie spółki silne i duże, tzw. *blue chips*, charakteryzują się mniejszą wrażliwością na ogólną koniunkturę giełdową. W trakcie bessy (wrzesień 2007–luty 2009), WIG20 odnotował najmniejsze spadki i do umownego końca bessy (luty 2009) stracił najmniej spośród prezentowanych czterech indeksów. Jednocześnie wraz z powrotem optymizmu na rynek akcyjny, zwrot z indeksu *blue chips* kształtował się na najniższym poziomie wśród analizowanych indeksów. Natomiast wskaźnik NC

¹⁴ A. Drożdżel, *Spółki z NewConnect: duży zysk przy dużym ryzyku*, www.money.pl (z dnia 29.10.2010 r.).

Index tracił zdecydowanie więcej niż trzy pozostałe indeksy w okresie dekonunktury, a w okresie przewagi rynku byka (rok 2010) jego wzrost był najbardziej dynamiczny.



Rys. 6. Stopy zwrotu r/r NCIndex, WIG20, WIG40 i WIG80 (2007–2010)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z www.newconnect.pl, www.gpw.pl (stan na 20.01.2011 r.).

Analizę poziomu stóp zwrotu akcji notowanych na NC przeprowadzono, tworząc siedem przedziałów stóp zwrotu i badając liczbę spółek oraz udział liczby spółek w danym przedziale wielkości YTD (tab. 3).

Tabela 3 . Stopy zwrotu z akcji notowanych na NewConnect 2008–2010

Stopa zwrotu od początku roku (YTD)	2008		2009		2010	
	Liczba spółek	Udział w liczbie spółek na rynku	Liczba spółek	Udział w liczbie spółek na rynku	Liczba spółek	Udział w liczbie spółek na rynku
Powyżej 100%	0	0%	13	12%	10	5%
50%-99%	0	0%	9	8%	13	7%
10%-49%	0	0%	20	19%	20	11%
0-9%	0	0%	6	6%	9	5%
Od -1% do -10%	0	0%	3	3%	9	5%
Od -11 do -50%	1	1,64%	16	15%	26	14%
Powyżej -51%	60	98,36%	40	37%	98	53%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych www.newconnect.pl (stan na 30.01.2011 r.).

W roku 2008 – roku największych przecen na światowych rynkach akcji kursy wszystkich spółek odnotowały duże spadki, z czego w ponad 98% przypadków spadki przekroczyły 50%. Rok 2009, gdy na rynkach pojawiło się więcej optymizmu, akcje 45% spółek zakończyły z dodatnimi stopami wzrostu. Jednak w roku 2010 przewaga przedsiębiorstw o ujemnej stopie zwrotu wzrosła, stanowiły one bowiem 72% wszystkich notowanych spółek. Szczególnie źle wypadają inwestycje w akcje

spółek notowanych na NewConnect w porównaniu z rynkiem regulowanym GPW, na którym w 2010 roku 60% spółek odnotowało zysk, z czego w 30% przypadków zysk kształtował się na poziomie powyżej 50%. Charakterystyczne dla rynku NewConnect są spektakularne wzrosty akcji niektórych spółek (np.: wzrost cen spółki Assetus w ciągu miesiąca o 563%, akcje Astro SA wzrosły w pół roku o ponad 1300%, akcje funduszu inwestycyjnego Quercus o ponad 300%¹⁵). Jednak traktowane one powinny być jako anomalia rynku, są w pewnym stopniu związane z niedojrzałością rynku. W odniesieniu do NC nie można również traktować inwestycji w akcje debiutujących spółek jako strategii inwestycyjnej, ponieważ akcje wielu spółek straciły znacząco na wartości w dniu debiutu, choć miały miejsce również spektakularne wzrosty w pierwszym dniu notowań.

Warto podkreślić, że badania nie wskazują na istnienie zależności między stopą zwrotu z inwestycji w akcje spółek a poziomem *free float* czy czasem obecności na rynku¹⁶.

Należy dodać, że z punktu widzenia inwestowania i ryzyka inwestycyjnego istotną słabością większości spółek są bardzo wysokie wskaźniki: cena do wartości księgowej (c/wk) i cena do zysku (c/z), lub brak możliwości ich obliczenia. Utrudnia to analizę oraz może zniechęcać do inwestycji, zwłaszcza że bardzo dobrze funkcjonuje rynek regulowany, więc z punktu widzenia inwestorów NewConnect może być uznawany za mniej atrakcyjny.

Zakończenie

Inwestycje w akcje spółek notowanych na NewConnect, z powodu niskiej kapitalizacji, charakteryzują się wyższym ryzykiem inwestycyjnym niż inwestycje w akcje spółek notowanych na rynku regulowanym.

W strukturze inwestorów na NewConnect dominują inwestorzy indywidualni, zauważalny jest jednak spadek odsetka tej grupy inwestorów angażujących swoje środki na rynku alternatywnym. Słabością rynku jest niewielki udział w obrotach inwestorów instytucjonalnych i zagranicznych. Strona podażowa rynku rozwija się bardzo dynamicznie (wzrasta liczba notowanych spółek i kapitalizacja rynku), natomiast ocena rynku dokonywana przez stronę popytową (inwestującą) jest nie najlepsza – główne zarzuty to niska płynność oraz wysokie ryzyko.

W wielu publikacjach akcjom notowanym na NewConnect przypisuje się niską płynność – opinia ta stała się powszechna. Według autorki płynność rynku NewConnect należy oceniać neutralnie. Sam poziom płynności mierzony wskaźnikiem obrotu jest

¹⁵ A. Drożdżel, *op.cit.*

¹⁶ R. Pastusiak, *Efektywność inwestycji na rynku NewConnect w świetle wybranych czynników*, [w:] *Skuteczne inwestowanie*, red. W. Tarczyński, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 616, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 29, Szczecin 2010, s. 75–77.

dość zadowalający, negatywnym zjawiskiem są znaczne wahania wskaźnika obrotów oraz bardzo niska wartość transakcji. Słabościami rynku negatywnie wpływającymi na jego wizerunek inwestycyjny są niska płynność akcji charakteryzująca niektóre spółki oraz niewielka lub wręcz zerowa liczba transakcji podczas sesji odnośnie do wybranych spółek. Rynek alternatywny jest nieformalnie podzielony na spółki charakteryzujące się zadowalającą płynnością jak i te o niewielkiej liczbie transakcji. Zauważalna jest zależność: im większy udział *free float* w akcjonariacie spółki, tym wyższa płynność akcji¹⁷.

Na NewConnect notowanych jest dużo spółek, których średnia liczba transakcji na sesję jest niższa od 10 oraz spółek o wskaźniku obrotu kształtującym się poniżej 10%, co na rynku regulowanym jest rzadkością. Według raportu rocznego za 2010 rok 25 spółek odnotowało udział w sumie obrotów na rynku powyżej 1%. Wartość tego wskaźnika dla ponad 85% notowanych spółek wynosi poniżej 1%, z czego ponad 30% ma udział mniejszy od 0,10%¹⁸. Jednak struktura udziału w obrotach – mimo koncentracji na 25 spółkach – jest lepsza niż na rynku regulowanym GPW, gdzie ponad 1% udział w obrotach wykazuje zaledwie 15 spółek¹⁹.

Ocena inwestycji dokonana została na podstawie dynamiki zmian z indeksu NCIndex oraz na podstawie jego stopy zwrotu, a także na podstawie stopy zwrotu z notowanych akcji. Wskaźnik rynku alternatywnego NCIndex charakteryzował się większymi spadkami w okresie bessy giełdowej niż indeksy rynku regulowanego. Natomiast w roku 2009, gdy na światowych rynkach obserwowano odbicie, siła korekty NCIndex była niższa niż WIG-u40 i WIG-u80, w roku 2010 stopa zwrotu z indeksu rynku alternatywnego była wyższa niż stopy zwrotu z indeksów rynku regulowanego.

Analiza stóp zwrotu z akcji notowanych na NewConnect nie potwierdza sformułowań o wyższej stopie zwrotu przy wyższym ryzyku. Okazuje się, że zakup akcji większości spółek notowanych na NewConnect przynosi ujemne stopy zwrotu (YTD). Inwestycje na NewConnect charakteryzuje bardzo niska średnia wartość transakcji oraz duża zmienność wartości obrotów. To główne słabości rynku, zniechęcające do inwestycji i generujące wyższe ryzyko. Charakterystyczne dla rynku są spektakularne – choć bardzo rzadkie, nieliczne – wzrosty cen akcji, zaliczyć je należy również do słabości rynku, bowiem wzrost zmienności oznacza wzrost ryzyka inwestycyjnego.

Investment evaluation of NewConnect based on liquidity and return

The investment risk on alternative markets is higher than the risk on the main stock exchange. The issuing companies – small and medium, young, with growth potential – have either no specific or very little admission criteria as well as restricted listing and reporting requirements. The author presents and discusses the investors' structure on NewConnect. On the Polish alternative market more than 90%

¹⁷ M. Głuska, *Płynność przede wszystkim*, e-Biuletyn NewConnect 11/2010.

¹⁸ *Raport roczny 2010*, www.newconnect.pl z dnia 10.01.2011 r.

¹⁹ *Raport roczny 2010*, www.gpw.pl z dnia 19.01.2011 r.

of turnover value has been generated by individual investors. Institutional and foreign investors have showed little interest in companies listed on NewConnect. Further on author analyses and evaluates the liquidity on NewConnect (which is comparable with liquidity on the main market) and share returns (which are lower than on the main market).