

# Magdalena Mosionek-Schweda

---

## Rozwój giełdowych rynków dedykowanych małym i średnim przedsiębiorstwom na przykładzie wybranych giełd na świecie

---

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 46/4,  
609-619

---

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](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach  
dozwolonego użytku.

MAGDALENA MOSIONEK-SCHWEDA

*Rozwój giełdowych rynków dedykowanych małym i średnim przedsiębiorstwom na przykładzie wybranych giełd na świecie*

---

Development of the stock markets intended for small and medium-sized companies  
on the basis of selected stock exchanges in the world

**Słowa kluczowe:** giełda papierów wartościowych, alternatywny system obrotu, małe i średnie przedsiębiorstwa

**Key words:** stock exchange, alternative trading system, small and medium-sized enterprises

## **Wstęp**

Przez wiele lat giełdowe parkiety były dostępne jedynie dla dużych przedsiębiorstw mających ugruntowaną pozycję na rynku, wieloletnie doświadczenie oraz bardzo dobre wyniki finansowe. Surowe regulacje dotyczące profilu emitentów, jak również wysokie koszty procesu emisji walorów i wejścia do notowań, a następnie wydatki związane ze spełnieniem wymogów w zakresie obowiązków informacyjnych wykluczały małe i średnie przedsiębiorstwa (MSP) z możliwości pozyskania funduszy w drodze sprzedaży akcji na parkiecie giełdowym. Jednakże procesy globalizacyjne, rozwój technologii, znoszenie barier w przepływie kapitału, liberalizacja rynków, a także procesy integracyjne w Europie wpłynęły na wzrost konkurencji pomiędzy giełdami, czego efektem są między innymi nowe rynki. Wiele giełd stworzyło, obok głównych parkietów, specjalne rynki dedykowane szczególnie małym i średnim przedsiębiorstwom, zwane alternatywnymi systemami obrotu (ASO) lub *second-tier markets/junior markets*. Rozwój tych platform jest dostrzegalny zwłaszcza w Europie, gdzie w ciągu kilku ostatnich lat powstało wiele ASO wzorowanych przede wszystkim

na londyńskim Alternative Investment Market (AIM). Chociaż każdy z organizatorów wprowadził swoje własne, specyficzne uregulowania, to jednak cechą wspólną tych platform są bardziej liberalne warunki wejścia i uczestnictwa w notowaniach w stosunku do przepisów obowiązujących na rynkach głównych. Dla małych i średnich przedsiębiorstw pozyskanie funduszy poprzez giełdę może być alternatywą wobec innych źródeł (kredytu, leasingu, itp.), a czasami wręcz jedyną możliwością, szczególnie dla podmiotów we wczesnej fazie działalności. Celem artykułu jest analiza warunków, jakie muszą spełnić spółki planujące debiut w wybranych alternatywnych systemach obrotu.

### 1. Alternatywne platformy obrotu funkcjonujące na światowych giełdach

Obecnie większość giełd na świecie ma w swojej ofercie rynek dostosowany do potrzeb i możliwości małych i średnich przedsiębiorstw, jednakże zakres obowiązujących regulacji, jak również wielkość opłat są cechami różnicującymi te platformy, a tym samym umożliwiającymi im konkurowanie o emitentów. Chociaż o potrzebie tworzenia alternatywnych platform obrotu dedykowanych spółkom zbyt małym, by sprostać wymogom rynków regulowanych, mówiono już w latach 30. XX w., to pierwszy taki rynek powstał dopiero w 1971 r. Mowa tu o amerykańskim pozagiełdowym rynku NASDAQ, który charakteryzował się znacznie bardziej elastycznymi i mniej restrykcyjnymi regulacjami niż giełda nowojorska. Jego bardzo szybki rozwój spowodował, iż cztery dekady później sam stał się rynkiem głównym. Dziś największym pod względem kapitalizacji *junior market* jest Alternative Investment Market, zarządzany przez Giełdę Papierów Wartościowych w Londynie. Pod względem kapitalizacji oraz liczby notowanych spółek z AIM porównywalne są jedynie dwa inne rynki: TSX Ventures w Toronto oraz koreański KOSDAQ (zob. tabela 1).

Tabela 1. Kapitalizacja oraz liczba spółek notowanych na rynkach alternatywnych według stanu z 30 grudnia 2011 r. (mln euro)

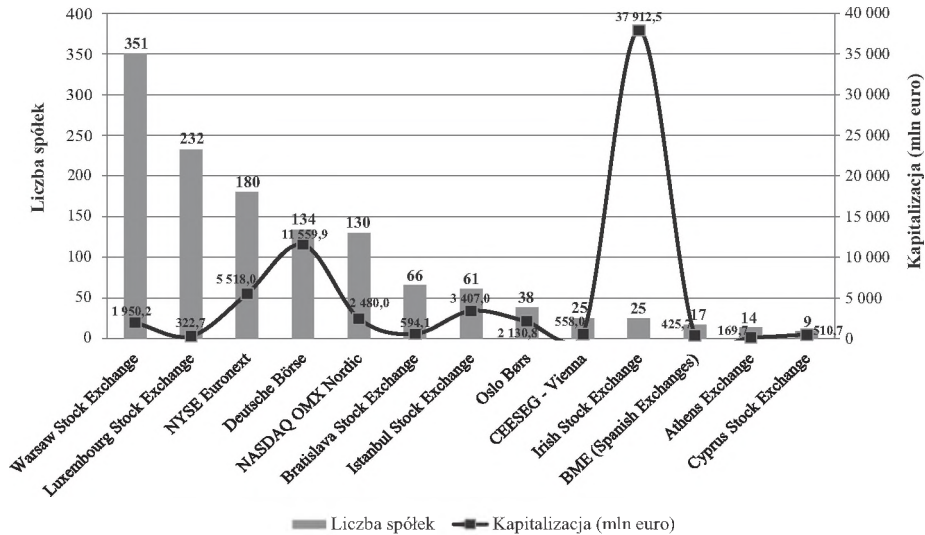
Nazwa giełdy papierów wartościowych	Nazwa rynku	Data powstania	Liczba spółek	Kapitalizacja rynku
Athens Exchange	Alternative Market (EN.A)	Luty 2008	14	169,7
BME Spanish Exchanges	MAB Expansi3n	Styczeń 2008	17	425,7
Bratislava Stock Exchange	Bratislava Stock Exchange	Lipiec 2001	66	594,1
CEESEG – Vienna	Dritter Markt (MTF)	Listopad 2007	25	558,0
Cyprus Stock Exchange	Emerging Companies Cyprus	Wrzesień 2009	9	510,7

Deutsche Börse	Entry Standard	Październik 2005	134	11 559,9
Irish Stock Exchange	Enterprise Securities Market	Kwiecień 2005	25	37 912,5
Istanbul Stock Exchange	ISE Second National Market	Kwiecień 1995	61	3 407,0
London Stock Exchange	Alternative Investment Market	Czerwiec 1995	1 143	78 081,9
Luxembourg Stock Exchange	Euro MTF	Lipiec 2005	232	322,7
NASDAQ OMX Nordic	First North Alternative Market	Grudzień 2005	130	2 480,0
NYSE Euronext	Alternext	Maj 2005	180	5 518,0
Oslo Børs	Oslo Axess	Maj 2007	38	2 130,8
Warsaw Stock Exchange	NewConnect	Sierpień 2007	351	1 950,2
Toronto Stock Exchange	TSX Ventures	Listopad 1999	2 250	36 871,2
Hong Kong Exchange	Growth Enterprise Market	Listopad 1999	351	1 950,2
Korea Exchange	KOSDAQ	Lipiec 1996	1 031	70 746,82
Singapore Exchange	Catalyst	Grudzień 2007	156	3 228,41
Tokyo Stock Exchange	Mothers	Listopad 1999	178	12 191,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych giełd papierów wartościowych zamieszczonych w powyższym zestawieniu.

W Europie trzynaście giełd stowarzyszonych w ramach Federacji Europejskich Giełd Papierów Wartościowych (FESE – Federation of European Stock Exchanges) oferuje obok rynków głównych alternatywne systemu obrotu (zob. rysunek 1). Według danych na koniec 2011 r. największy w tym gronie pod względem liczby emitentów był polski NewConnect, na którym obecne były walory 351 spółek o łącznej kapitalizacji około 1 950 mln euro. Jeśli jednak wziąć pod uwagę wartość notowanych spółek, NewConnect plasował się dopiero na siódmym miejscu, natomiast liderem był jeden z młodszych w tym zestawieniu irlandzki Enterprise Securities Market, na którym notowano akcje 25 podmiotów o łącznej kapitalizacji prawie 38 mld euro. Najmniejszymi rynkami, z punktu widzenia analizowanych kryteriów, były najkrócej funkcjonujące ASO: hiszpański MAB Expansión, działający od stycznia 2008 r. (17 spółek o wartości 425,7 mln euro), utworzony miesiąc później w Atenach Alternative Market (14 spółek o wartości 169,7 mln euro) oraz najmłodszy Emerging Companies Cyprus, funkcjonujący od września 2009 r. (9 spółek o łącznej kapitalizacji 510,7 mln euro)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> FESE Monthly Factsheets December 2011, Table 6a: Alternative Markets/Segments, Federation of European Stock Exchanges, s. 18–19.



Rysunek 1. Kapitalizacja oraz liczba spółek notowanych w alternatywnych systemach obrotu zarządzanych przez giełdy należące do Federacji Europejskich Giełd Papierów Wartościowych (stan na dzień 30 grudnia 2011 r.)

Źródło: opracowanie własne na podstawie FESE *Monthly Factsheets December 2011, Table 6a: Alternative Markets/Segments*, Federation of European Stock Exchanges, s. 18–19.

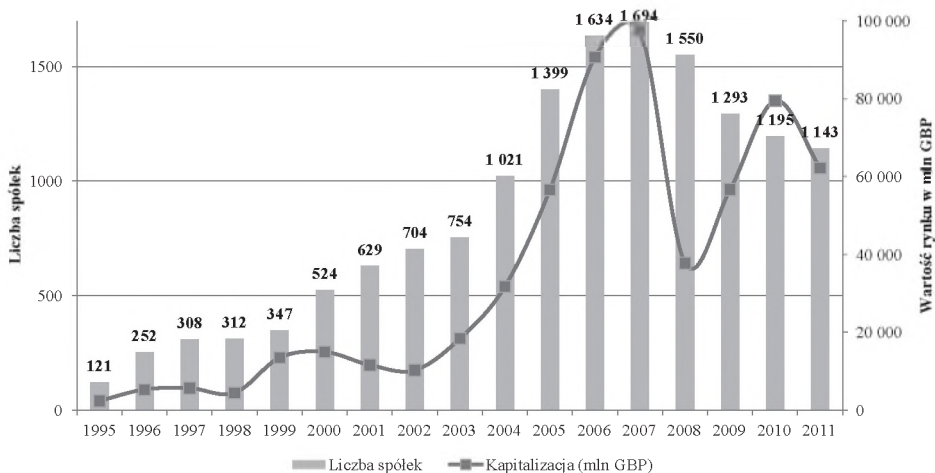
Analizując dane przedstawione w tabeli 1, można zauważyć, iż w niektórych przypadkach czas funkcjonowania rynku nie skutkuje większą liczbą emitentów. Najstarszy w zestawieniu ISE Second National Market, utworzony w kwietniu 1995 r. w Stambule, notował walory zaledwie 61 spółek. Mniejszą liczbę emitentów miało jedynie sześć innych ASO, przy czym ich daty powstania przypadają na lata 2005–2009. Na zróżnicowany rozwój *junior markets* wpływ ma wiele czynników. Poza lokalizacją rynku, prestiżem giełdy, która jest organizatorem ASO, skutecznością działań promocyjnych i edukacyjnych dotyczących platformy duże znaczenie ma zakres obowiązujących regulacji.

## 2. Rynki alternatywne Londyńskiej Giełdy Papierów Wartościowych

Alternative Investment Market to jeden z najstarszych rynków przeznaczonych dla MSP. Jest jednocześnie największy w Europie pod względem liczby emitentów oraz kapitalizacji. W ciągu piętnastu lat od jego powstania zadebiutowało na nim 3 125 spółek, w tym 2 603 brytyjskie oraz 522 zagraniczne, a łączna wartość pozyskanych środków wyniosła około 67,5 mld GBP. W tym czasie 141 emitentów przeniósł swoje walory na główny parkiet<sup>2</sup>. W pierwszym dniu funkcjonowania AIM (19 czerwca

<sup>2</sup> *15 years of AIM*, London Stock Exchange, s. 1, [www.londonstockexchange.com/aim](http://www.londonstockexchange.com/aim) (11.05.2012).

1995 r.), notowano na nim zaledwie dziesięć spółek (wszystkie brytyjskie) o łącznej wartości 82 mln GBP. Na koniec 2011 r. na AIM obecnych było 1 143 emitentów (w tym 918 spółek krajowych i 225 zagranicznych) o łącznej kapitalizacji 62 mld GBP<sup>3</sup>. Nie są to jednak najlepsze statystyki AIM. Największą wartość oraz liczbę emitentów odnotowano na tym rynku w 2007 r. (1 694 spółki o łącznej kapitalizacji 97 561 mln GBP). W kolejnym roku londyński *junior market* odczuł skutki kryzysu finansowego, gdy jego kapitalizacja zmniejszyła się do poziomu wartości osiąganych w 2004 r., natomiast liczba notowanych spółek od tego momentu stale maleje (zob. rysunek 2).



Rysunek 2. Kapitalizacja oraz liczba spółek notowanych na rynku AIM w latach 1995–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Market Statistics, December 2011*, London Stock Exchange, s. 2.

Warto wspomnieć, że geneza AIM sięga znacznie dalej niż roku 1995. Już w 1931 r. powołana przez brytyjski rząd Komisja ds. Finansów i Przemysłu ujawniła istnienie problemu luki kapitałowej (*equity gap*) w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw. Jednakże dopiero w 1980 r. Londyńska Giełda Papierów Wartościowych uruchomiła Unlisted Securities Market (USM), który można uznać za prekursora dzisiejszego AIM<sup>4</sup>. Nowy rynek szybko zyskał zainteresowanie małych przedsiębiorstw, chociaż jego regulacje były bardziej rygorystyczne niż obowiązujące dziś na AIM. Nadal jednak były bardziej liberalne niż na rynku regulowanym (np. minimum 10% akcji emitenta dostępne w obrocie publicznym w porównaniu z 25% na parkiecie głównym oraz 3-letni okres istnienia spółki wobec 5 lat wymaganych

<sup>3</sup> *Market Statistics, December 2011*, London Stock Exchange, s. 2.

<sup>4</sup> S. Arcot, J. Black, G. Owen, *From Local to Global, The rise of AIM as a Stock Market for Growing Companies*, London School of Economics and Political Science, London 2007, s. 11.



na głównym rynku)<sup>5</sup>. Pierwszego dnia w notowaniach USM znalazło się 11 spółek. Łącznie, do końca 1987 r., kapitał w drodze emisji akcji na USM pozyskało prawie 700 spółek, z czego 108 emitentów przeszło na rynek główny<sup>6</sup>. Niestety kryzys na rynkach światowych oraz recesja w Wielkiej Brytanii z początku lat 90. powstrzymały dalszy rozwój USM. Z powodu coraz mniejszej liczby debiutów w 1993 r. Zarząd Giełdy zdecydował o jego zamknięciu<sup>7</sup>.

Chociaż Unlisted Securities Market nie odniósł pełnego sukcesu, uwidocznił jednak korzyści, jakie płyną z funkcjonowania rynków dostosowanych do potrzeb MSP. Efektem tego było powstanie rynku AIM, który charakteryzował się jeszcze większą dostępnością, ze względu na bardzo niskie bariery wejścia oraz koszty funkcjonowania nie tylko w stosunku do głównego parkietu w Londynie, ale także względem innych europejskich *junior markets*. Wejście do notowań na AIM nie wymaga spełnienia wymogów w zakresie minimalnej kapitalizacji, poziomu *free float* czy posiadania odpowiednio długiej historii działania. Ponadto w maju 2003 r. Zarząd LSE wprowadził uproszczoną procedurę wejścia (tzw. *Designated Market Route*) dla przedsiębiorstw notowanych przez co najmniej 18 miesięcy na innych zagranicznych rynkach<sup>8</sup>.

Tym, co odróżnia AIM od rynku głównego LSE, jest obecność podmiotów zwanych *Nominated Adviser* (w skrócie *nomad*). Są oni nie tylko doradcami dla notowanych spółek, lecz stanowią kluczowy element w systemie prawnym AIM. *Nomad* pełni trzy główne funkcje. Po pierwsze, zanim spółka rozpocznie starania o wprowadzenie akcji do obrotu na AIM, wybrany przez nią doradca musi ocenić, czy emitent będzie w stanie wypełnić obowiązki wynikające z bycia spółką publiczną notowaną na rynku giełdowym. W dalszej kolejności *nomad* przygotowuje spółkę do debiutu i wspiera ją w trakcie procesu emisji akcji. Należy zauważyć, iż to właśnie *nomad*, a nie zarząd giełdy zatwierdza poprawność dokumentu, który jest podstawą dopuszczenia spółki do notowań. Po debiucie każda emitent musi współpracować z *nomadem* przez cały czas obecności na rynku. Jeśli jednak zakończy współpracę z doradcą, jego akcje zostają zawieszane do momentu wyboru nowego *nomada*, przy czym, jeśli nie nastąpi to w ciągu miesiąca, zarząd giełdy może zdecydować o całkowitym usunięciu spółki z notowań<sup>9</sup>. Według danych na koniec grudnia 2011 r., w rejestrze *nomadów* znajdowało się 61 doradców<sup>10</sup>. Warto zauważyć, iż funkcja autoryzowanego doradcy została wprowadzona w większości europejskich ASO (również w Polsce w przypadku NewConnect prowadzonego przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie SA), przy czym rozwiązania przyjęte przez LSE należą do jednych z najbardziej rygo-

<sup>5</sup> G.G. Blakey, *A History of the London Stock Market 1945–2007*, Harriman House Ltd., Great Britain 2008.

<sup>6</sup> R. Buckland, E.W. Davis, *The Unlisted Securities Market*, Clarendon Press, Oxford 1989, s. 8–9.

<sup>7</sup> S. Arcot, J. Black, G. Owen, *op. cit.*, s. 12.

<sup>8</sup> *The AIM Designated Market Route*, London Stock Exchange, [www.londonstockexchange.com/aim](http://www.londonstockexchange.com/aim) (11.05.2012).

<sup>9</sup> *AIM: The Growth Market of the World*, A. Hilton (red.), London Stock Exchange, Newsdesk Communications Ltd., London 2008, s. 49–50.

<sup>10</sup> *Nomad Search*, London Stock Exchange, [www.londonstockexchange.com/aim](http://www.londonstockexchange.com/aim) (11.05.2012).

rystycznych – inni organizatorzy ASO wymagają współpracy emitenta z doradcą jedynie przez określony czas (w Polsce przez rok od debiutu spółki na NewConnect).

Rynek AIM działa już od siedemnastu lat, zatem dłużej niż Unlisted Securities Market, i nic nie wskazuje, by w najbliższym czasie miał powtórzyć historię swojego poprzednika. Mimo iż niewątpliwie zajmuje ważne miejsce w strukturze londyńskiego rynku kapitałowego, ma także licznych przeciwników, którzy krytykują go za brak zasad ładu korporacyjnego i zbyt liberalne regulacje<sup>11</sup>. Pomimo krytycznych głosów AIM pozostaje największym i najbardziej popularnym rynkiem dla MSP w Europie i wiele giełd próbuje z większym lub mniejszym powodzeniem zastosować londyński model. Najlepszym przykładem nieudanej próby skopiowania modelu AIM jest rynek AIM Italia utworzony w grudniu 2008 r. przez LSE oraz Borsa Italiana<sup>12</sup>. Przewidywano, że powtórzy on sukces swojego pierwowzoru i w ciągu kilku miesięcy do notowań w AIM Italia dołączy ponad 300 spółek<sup>13</sup>. W rzeczywistości rynek doczekał się jedynie kilku debiutów. Jedną z przyczyn porażki włoskiego AIM jest niesprzyjający moment jego powstania – gdy rynki finansowe borykały się ze światowym kryzysem, przez co wiele spółek zdecydowało się odłożyć swój debiut i poczekać na bardziej sprzyjające warunki. Trzy lata później organizatorzy AIM Italia zdecydowali o połączeniu go z rynkiem MAC (również przeznaczonym dla MSP). W ten sposób powstał AIM Italia-Mercato Alternativo del Capitale (AIM MAC)<sup>14</sup>. Rynek ten zadebiutował 1 marca 2012 r. wraz z 19 notowanymi spółkami<sup>15</sup>. Jest jeszcze za wcześnie, by ocenić, czy tym razem giełda włoska zdoła przekonać spółki do debiutu na parkiecie AIM MAC i pozyskania kapitału w drodze emisji akcji. Jest to duże wyzwanie, ponieważ zdecydowana większość MSP we Włoszech to firmy rodzinne, a ich właściciele nie są zbyt skłonni do dzielenia się swoją własnością z innymi akcjonariuszami. Z kolei zagraniczne podmioty mogą preferować brytyjski AIM, chociażby ze względu na prestiż londyńskiego City oraz dostęp do znacznie większej bazy inwestorów.

### 3. Rynek Mothers i Tokyo AIM

Giełda Papierów Wartościowych w Tokio (Tokyo Stock Exchange, TSE) jest trzecią największą na świecie giełdą pod względem kapitalizacji – po New York Stock Ex-

<sup>11</sup> J. Quinn, *NYSE chief attacks AIM*, „The Telegraph”, 27 January 2007, <http://www.telegraph.co.uk/finance/2803331/NYSE-chief-attacks-Aim.html> (11.05.2012).

<sup>12</sup> *AIM Italia ready for launch*, Press Release, Borsa Italiana S.p.A., 1 grudnia 2008.

<sup>13</sup> A. Dassi, *AIM Italia – the new growth market in Italy*, <http://www.bdo.uk.com/press/talk-shop/aim-italia-new-growth-market-italy-alessandro-dassi> (11.05.2012).

<sup>14</sup> *SMEs and investors launch new market, AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale*, Press Release, Borsa Italiana S.p.A., 25 stycznia 2012.

<sup>15</sup> *AIM Italia – MAC – Quotes*, Borsa Italiana S.p.A., <http://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/aim-italia-mac/lista.html?lang=en> (12.05.2012).



change oraz NASDAQ OMX. W styczniu 2012 r. na parkiecie TSE było notowanych 2 277 emitentów krajowych oraz 11 zagranicznych, o łącznej kapitalizacji ponad 3 468 mld USD<sup>16</sup>. Dane te zwierają także statystyki dotyczące rynku Mothers (*market of the high-growth and emerging stocks*), działającego od 11 listopada 1999 r. Celem tego parkietu jest ułatwienie dostępu do publicznych źródeł finansowania spółkom innowacyjnym o wysokim potencjale wzrostu, szczególnie we wczesnej fazie ich działania<sup>17</sup>. Rynek Mothers jest również dostępny dla podmiotów zagranicznych. By zachęcić emitentów spoza Japonii, w listopadzie 2000 r. TSE zmniejszyła wymagania wobec spółek notowanych na innych giełdach (zob. tabela 2). Wciąż jednak warunki wejścia do notowań są stosunkowo rygorystyczne w porównaniu z innymi *junior markets*, czego efektem jest niewielkie zainteresowanie spółek zagranicznych ofertą Mothers. Od momentu powstania tego parkietu w notowaniach znalazły się walory jedynie trzech spółek spoza Japonii: z Chin (był to pierwszy zagraniczny emitent notowany na Mothers), z Wielkiej Brytanii oraz z Hongkongu (wycofany z notowań w 2007 r.)<sup>18</sup>.

Spółki, które chcą dołączyć do rynku Mothers, poza spełnieniem kryteriów ilościowych muszą wykazać, iż mają wysoki potencjał wzrostu, który nie ogranicza się jedynie do wybranych sfer działalności spółki, ale pozwoli na nieustanny rozwój całego podmiotu. W trakcie procesu aplikacyjnego TSE ocenia możliwość rozwoju sektora oraz rynków, na których działa przedsiębiorstwo, analizuje przewagi konkurencyjne emitenta, jego pozycję na tle konkurencji, a także jakość oferowanych produktów lub usług<sup>19</sup>. Cały proces oceny spółki jest zdecydowanie dłuższy i bardziej sformalizowany niż na innych ASO, a co najważniejsze, to giełda tokijska jest jedynym podmiotem odpowiedzialnym za ocenę aplikanta oraz zatwierdzenie jego dokumentów i dopuszczenie do obrotu. Wszystkie te działania mają za zadanie zapewnienie inwestorów, że w notowaniach Mothers znajdują się wyłącznie spółki wiarygodne i gwarantujące wysoką jakość. Z drugiej jednak strony stosunkowo rygorystyczne kryteria stawiane debiutantom, szczególnie wymogi ilościowe, są istotną barierą dla małych spółek, w efekcie czego po dwunastu latach funkcjonowania Mothers na jego parkiecie notowano walory 178 emitentów, w tym dwóch spółek zagranicznych<sup>20</sup>. W tym czasie 28 spółek przeszło do notowań na rynku głównym<sup>21</sup>. Należy zauważyć, iż w przeciwieństwie do brytyjskiego AIM czy innych ASO spółki notowane na rynku głównym nie mogą przejść do notowań na Mothers.

<sup>16</sup> *Focus*, World Federation of Exchanges, styczeń 2012, s. 2.

<sup>17</sup> *About the Mothers*, Tokyo Stock Exchange, <http://www.tse.or.jp/english/> (12.05.2012).

<sup>18</sup> *Statistics of Mothers*, Tokyo Stock Exchange, <http://www.tse.or.jp/english/> (12.05.2012).

<sup>19</sup> *About the Mothers*, Tokyo Stock Exchange, <http://www.tse.or.jp/english/> (12.05.2012).

<sup>20</sup> *Mothers Monthly Report*, Tokyo Stock Exchange, December 2011, <http://www.tse.or.jp/english/> (12.05.2012).

<sup>21</sup> *Market Transfers*, Tokyo Stock Exchange, <http://www.tse.or.jp/english/> (12.05.2012).

Tabela 2. Podstawowe kryteria dopuszczenia emitenta do obrotu na rynku Mothers

Liczba akcjonariuszy	Co najmniej 300 Spółki zagraniczne: co najmniej 300 w Japonii
Liczba oferowanych akcji	Co najmniej 500 jednostek*
Akcje w wolnym obrocie	a) Liczba akcji w wolnym obrocie: co najmniej 2 tys. jednostek Spółki zagraniczne: co najmniej 1 tys. jednostek b) Rynkowa wartość akcji w wolnym obrocie: co najmniej 500 mln JPY c) <i>Free float</i> : co najmniej 25% Spółki zagraniczne: spełnienie tylko pkt a)
Czas trwania spółki	Co najmniej 1 rok – działalność prowadzona przez zarząd spółki
Kapitalizacja spółki	Przewidywana wartość rynkowa spółki w dniu debiutu przynajmniej 1 mld JPY

\* 1 jednostka oznacza minimalną liczbę akcji dającą 1 prawo do głosu.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Fact Book 2011*, Tokyo Stock Exchange, s. 44–46; *Listing Criteria*, Tokyo Stock Exchange, s. 1–14.

W czerwcu 2009 r. tokijska giełda uruchomiła wraz z Giełdą Papierów Wartościowych w Londynie rynek Tokyo AIM, oparty w dużej mierze na zasadach funkcjonowania brytyjskiego AIM. Oznacza to, że poziom obowiązujących regulacji oraz proces emisji i dopuszczenia do debiutu na japońskim AIM są mniej restrykcyjne i bardziej dopasowane do potrzeb i możliwości MSP niż na rynku Mothers. Kluczową rolę odgrywają tu także specjaliści doradcy zwani *j-nomadami* (*Japanese Nominated Advisor*), którzy są odpowiedzialni za ocenę spółki, jej przygotowanie do debiutu, a następnie opiekę i doradztwo przez cały okres obecności w notowaniach na Tokyo AIM<sup>22</sup>. Parkiet ten jest także bardziej dostępny dla zagranicznych emitentów, ponieważ zezwala na przygotowanie dokumentów oraz wypełnianie obowiązków informacyjnych w języku angielskim, podczas gdy na Mothers oficjalnym językiem jest wyłącznie japoński.

Analiza dotychczasowego funkcjonowania Tokyo AIM potwierdza jednak, iż powtórzenie sukcesu londyńskiego AIM nie jest takie proste, nawet jeśli współzałożycielem rynku jest operator brytyjskiego parkietu. Po ponad dwóch latach działania Tokyo AIM, na koniec grudnia 2011 r., w jego notowaniach znalazły się walory tylko jednej spółki: Mebiopharm Co., Ltd. (debiut odbył się 15 lipca 2011 r.). W lutym 2012 r. kolejna japońska firma, GOYO Foods Industry Co., Ltd., przedłożyła TSE dokumenty aplikacyjne. Jest zatem szansa, że trzecia rocznica funkcjonowania Tokyo AIM będzie obchodzona z dwiema notowanymi spółkami. Z kolei w rejestrze *j-nomadów* znajdowało się w tym czasie siedmiu doradców.

<sup>22</sup> *Tokyo AIM Brochure*, Tokyo Stock Exchange, <http://www.tse.or.jp/english/> (12.05.2012).

Założyciele Tokyo AIM oczekiwali, iż rynek ten szybko znajdzie uznanie wśród małych spółek i bez problemu powtórzy sukces swojego brytyjskiego wzorca. Rozważano nawet zastąpienie Mothers nowym *junior market*. Trzy lata później zasadność funkcjonowania tego rynku budzi jednak spore wątpliwości.

## Zakończenie

Chociaż większość europejskich rynków dedykowanych małym i średnim przedsiębiorstwom wykorzystuje rozwiązania oraz regulacje obowiązujące na londyńskim AIM, to jednak powyższe przykłady potwierdzają, iż zastosowanie modelu brytyjskiego *junior market* nie gwarantuje powtórzenia jego sukcesu. O powodzeniu parkietu decyduje bowiem znacznie więcej czynników niż zakres obowiązujących regulacji czy poziom kosztów związanych z wejściem i uczestnictwem w notowaniach, a pewnych uwarunkowań nie da się po prostu przenieść czy skopiować. Brytyjski giełda jest częścią londyńskiego City, uważanego za centrum europejskich finansów, z dostępem do szerokiej bazy inwestorów, doradców oraz instytucji finansowych. Przykłady kilku ASO potwierdzają jednak, że istnieje zapotrzebowanie na funkcjonowanie *junior markets*. Dla spółek zbyt małych, by zadebiutować na rynkach głównych, będących często w początkowej fazie swojej działalności, rynki te mogą stanowić jedyną szansę pozyskania kapitału niezbędnego do dalszego rozwoju. Alternatywne systemy obrotu rozwiązują zatem problem luki kapitałowej w finansowaniu MSP. Z drugiej jednak strony zasady ich działania oraz poziom obowiązujących regulacji są najważniejszymi argumentami wysuwanymi przez ich krytyków przeciwko tworzeniu takich rynków.

## Bibliografia

1. *15 years of AIM*, London Stock Exchange, [www.londonstockexchange.com/aim](http://www.londonstockexchange.com/aim).
2. *AIM Italia – MAC – Quotes*, Borsa Italiana S.p.A., <http://www.borsaitalia.it/borsa/azioni/aim-italia-mac/lista.html?lang=en>.
3. *AIM Italia Ready for Launch*, Press Release, Borsa Italiana S.p.A., 1 grudnia 2008.
4. *AIM: The Growth Market of the World*, A. Hilton (red.), London Stock Exchange, Newsdesk Communications Ltd., London 2008.
5. Arcot S., Black J., Owen G., *From Local to Global, The Rise of AIM as a Stock Market for Growing Companies*, London School of Economics and Political Science, London 2007.
6. Blakey G.G., *A History of the London Stock Market 1945–2007*, Harriman House Ltd., Great Britain 2008.
7. Buckland R., Davis E.W., *The Unlisted Securities Market*, Clarendon Press, Oxford 1989.
8. Dassi A., *AIM Italia – the new growth market in Italy*, <http://www.bdo.uk.com/press/talk-shop/aim-italia-new-growth-market-italy-alessandro-dassi>.
9. *FESE Monthly Factsheets December 2011*, Table 6a: Alternative Markets/Segments Federation of European Stock Exchanges.
10. *Focus*, World Federation of Exchanges, styczeń 2012.

11. *Market Statistics, December 2011*, London Stock Exchange.
12. *Nomad Search*, London Stock Exchange, [www.londonstockexchange.com/aim](http://www.londonstockexchange.com/aim).
13. Quinn J., *NYSE chief attacks AIM*, „The Telegraph”, 27 January 2007 <http://www.telegraph.co.uk/finance/2803331/NYSE-chief-attacks-Aim.html>.
14. *SMEs and investors launch new market, AIM Italia–Mercato Alternativo del Capitale*, Press Release, Borsa Italiana S.p.A., 25 stycznia 2012.
15. *The AIM Designated Market Route*, London Stock Exchange, [www.londonstockexchange.com/aim](http://www.londonstockexchange.com/aim).
16. Tokyo Stock Exchange, <http://www.tse.or.jp/english/>.

### **Development of the stock markets intended for small and medium-sized companies on the basis of selected stock exchanges in the world**

With increased globalization, one can notice high competition among the major stock exchanges that has created segmentation in the markets for newly listed securities. Many exchanges have decided to establish a junior market for young and growth companies, especially small and medium-sized enterprises. These junior markets have less stringent admission requirements in terms of issuers' age, size or business track record. For smaller companies that are hoping to raise funds such markets could be a good alternative for a bank loan or other financial sources. Basic information about requirements for companies wishing to be listed on junior markets as well as examples of second-tier markets are presented in this paper.