

Andrzej Kuciński

Rynek NewConnect jako źródło kapitału dla przedsiębiorstw

Ekonomiczne Problemy Usług nr 62, 207-216

2011

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.

ANDRZEJ KUCIŃSKI

Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa w Gorzowie Wielkopolskim

RYNEK NEWCONNECT JAKO ŹRÓDŁO KAPITAŁU DLA PRZEDSIĘBIORSTW

Wprowadzenie

Przedsiębiorstwa do realizacji swoich zadań gospodarczych potrzebują kapitału. Właściwy wybór źródeł i form finansowania należy do najistotniejszych, a zarazem i do najtrudniejszych decyzji podejmowanych przez przedsiębiorstwa. Zapewnienie prawidłowej struktury finansowej, właściwego poziomu płynności, a także dostępności do efektywnych źródeł kapitału tworzy odpowiednie warunki dla funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstw.

Przedsiębiorstwa funkcjonujące w gospodarce wolnorynkowej charakteryzują się samodzielnością oraz pełną odpowiedzialnością za podejmowane decyzje i działania, z tym że realizacja zamierzonych zadań wymaga zapewnienia odpowiednich źródeł finansowania. Przez pojęcie finansowania należy rozumieć nie tylko sam proces pozyskania kapitału, ale także jego efektywne wykorzystanie oraz zarządzanie poprzez kształtowanie właściwej struktury finansowej przedsiębiorstwa¹.

W literaturze przedmiotu odnaleźć można różne klasyfikacje finansowania². Jedną z podstawowych jest podział finansowania ze względu na źródła pochodzenia kapitału, który wyodrębnia finansowanie wewnętrzne i zewnętrzne³, przy czym

¹ Zob. Z. Głodek, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2004, s. 104; A. Dyhdalewicz, *Finansowanie działalności przedsiębiorstwa*, w: *Finanse*, red. J. Zarzecki, WSE, Białystok 2003, s. 525–527; K. Jajuga, *Elementy nauki o finansach*, PWE, Warszawa 2007, s. 13–14.

² Zob. J. Ickiewicz, *Pozyskiwanie: koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, AGH, Warszawa 2001, s. 29–38; K. Znaniecka, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, SKwP, Warszawa 2001, s. 18–23; J. Próchniak, *Finansowanie działalności przedsiębiorstwa*, w: *Ekonomika przedsiębiorstw – zagadnienia wybrane*, red. L. J. Pawłowicz, ODDK, Gdańsk 2005, s. 151–156.

³ Por. A. Dulinić, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 31–36.

decyzje dotyczące wyboru źródeł finansowania mają charakter indywidualny, a ważnym kryterium ich wyboru są koszty pozyskania kapitału.

W gospodarkach poszczególnych krajów obok dużych przedsiębiorstw funkcjonują również średnie i małe. Sektor małych i średnich przedsiębiorstw odgrywa bardzo ważną rolę w gospodarce narodowej. Ma on ogromne znaczenie w tworzeniu nowych miejsc pracy i wypracowywaniu wzrostu gospodarczego⁴. Często przedsiębiorstwom z tego sektora towarzyszą problemy z uzyskaniem źródeł finansowania dla realizacji bieżącej działalności lub określonych przedsięwzięć inwestycyjnych. Globalny kryzys finansowy oraz zaostrzone warunki udzielania kredytów przez banki spowodowały, że przedsiębiorstwa z tego sektora coraz częściej korzystają z alternatywnych form pozyskania kapitału w stosunku do ich tradycyjnych form.

Głównym celem artykułu jest wykazanie, że funkcjonujący na Warszawskiej Gieldzie Papierów Wartościowych rynek NewConnect jest efektywnym źródłem i narzędziem pozyskania kapitału dla małych i średnich przedsiębiorstw. W tym celu zaprezentowano istotę rynku NewConnect, krótką statystykę rynku oraz pozycję rynku NewConnect na tle innych alternatywnych systemów obrotu w Europie.

1. Istota rynku NewConnect

NewConnect to rynek zorganizowany i prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie poza rynkiem regulowanym. Rynek ten swym istnieniem wypełnia lukę, która istniała na rynku finansowym. Powstała platforma, tworząca możliwość pozyskania kapitału dla przedsiębiorstw, które ze względu na wymogi formalne nie mogły skorzystać z finansowania na rynku regulowanym. Funkcjonowanie alternatywnego systemu obrotu (ang. *Alternative Trading System* – *ATS*) w Polsce reguluje Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi⁵.

Rynek NewConnect jest platformą finansowania i obrotu dla małych i średnich przedsiębiorstw. Kierowany jest on w stronę firm o krótkiej historii rozwoju, często niszowych, nowoczesnych, posiadających duży potencjał wzrostu, poszukujących kapitału na inwestycje w nowoczesne technologie. Rynek NewConnect oferuje mniej skomplikowane, prostsze, bardziej liberalne wymogi formalne i informacyjne przy wprowadzaniu spółki do obrotu. To sprawia, że mała wiarygodność

⁴ Por. J. Prus, *Funkcjonowanie małego i średniego przedsiębiorstwa*, w: *Finanse małych i średnich przedsiębiorstw*, red. W. Pluta, PWE, Warszawa 2004, s. 16–17.

⁵ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU z 2005 r., nr 183, poz. 1538 z późn. zm.

kredytowa czy krótka historia działania nie musi być przeszkodą w pozyskaniu kapitału⁶.

Z funkcjonowaniem alternatywnego systemu obrotu związane są pewne korzyści oraz zagrożenia dla emitentów i inwestorów.

Zalety dla emitentów i inwestorów z udziału w alternatywnym systemie obrotu to:

- możliwość pozyskania przez przedsiębiorstwo kapitału na rozwój, możliwość uzyskania finansowania dla podmiotów o krótkiej historii swej działalności, w tym również dla tzw. *startup-ów*;
- niskie koszty notowań i upublicznienia emitenta;
- prostsze procedury oraz krótszy czas wprowadzenia spółki na rynek publiczny niż w przypadku rynku regulowanego; brak obowiązku sporządzania prospektu emisyjnego;
- uproszczone wymogi informacyjne przejawiające się w braku obowiązku składania raportów kwartalnych, możliwość złożenia raportu półrocznego bez audytu, swoboda wyboru standardów rachunkowości przez przedsiębiorstwo;
- zwiększona wiarygodność spółki w otoczeniu biznesowym, większa transparentność spółki, większa rozpoznawalność firmy na rynku;
- wysoki poziom bezpieczeństwa obrotu dla inwestorów;
- obiektywna wycena wartości spółki dla uczestników rynku;
- inwestowanie w sektor nowoczesnych technologii i innowacji jest w stanie przynieść ponadprzeciętną stopę zwrotu z inwestycji dla inwestora.

Zagrożenia dla emitentów i inwestorów z udziału w alternatywnym systemie obrotu to:

- duże ryzyko bankructwa spółki;
- podwyższone ryzyko inwestycyjne, które wynika z dużej zmienności (fluktuacji cen); niskiej kapitalizacji, małej płynności;
- duża liczba spółek groszowych oraz towarzysząca tym spółkom duża zmienność;
- niska płynność notowanych walorów, a co za tym idzie – pojawiające się trudności z bezproblemowym wyjściem z inwestycji przez inwestora;
- trudności z prognozowaniem wyników, duża nieprzewidywalność wyników⁷.

⁶ Por. P. Szczepankowski, *Funkcjonowanie i rozwój rynku alternatywnego systemu obrotu na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, w: *Innowacje finansowe*, red. S. Antkiewicz, M. Kalinowski, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 89–106.

⁷ Por. M. Mikołajek-Gocejna, *Pozyskanie kapitału na rozwój spółki poprzez publiczną emisję akcji*, w: *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa*, red. M. Panfil, Difin, Warszawa 2008, s. 147–149, P. Szczepankowski, *Funkcjonowanie i rozwój ...*, *op. cit.*, s. 89–106, *Raport: Kapitał dla Firm 2010. Rozwój na pełnych żaglach*, s.14–19, www.ipo.pl, *NewConnect Rynek Akcji GPW* www.newconnect.pl, A. Grabuś, *NewConnect oczami emitentów*, „Kapitałowy” 2010, nr 2, 36–37.

W dobie zaostzonych kryteriów przy ocenie zdolności kredytowej coraz częściej przedsiębiorstwa zaliczane do sektora małych oraz średnich przedsiębiorstw korzystają z alternatywnych form pozyskania kapitału. Duża popularność ASO wynika przede wszystkim z niskich kosztów debiutu, a także z uproszczonych procedur formalnych, które trzeba spełnić, aby stać się uczestnikiem rynku publicznego.

Tabela 1

Wybrane opłaty giełdowe pobierane od emitentów papierów wartościowych na rynku podstawowym, równoległym, NewConnect

Rodzaj opłaty	Cykliczność	Rynek podstawowy	Rynek równoległy	Rynek NewConnect
Za wprowadzenie akcji do obrotu giełdowego /alternatywnego systemu obrotu	jednorazowa	0,03% wartości emisyjnej nie mniej niż 8000 zł i nie więcej niż 96 000 zł	3000 zł	3000 zł
Za dopuszczenie do obrotu giełdowego	jednorazowa	3000 zł	2000 zł	-
Za notowanie akcji /instrumentów finansowych	roczna	0,02% wartości rynkowej nie mniej niż 9000 zł i nie więcej niż 70 000 zł	0,02% wartości rynkowej nie mniej niż 3000 zł i nie więcej niż 8000 zł	3000 zł*

* opłaty nie pobiera się w pierwszym roku notowań

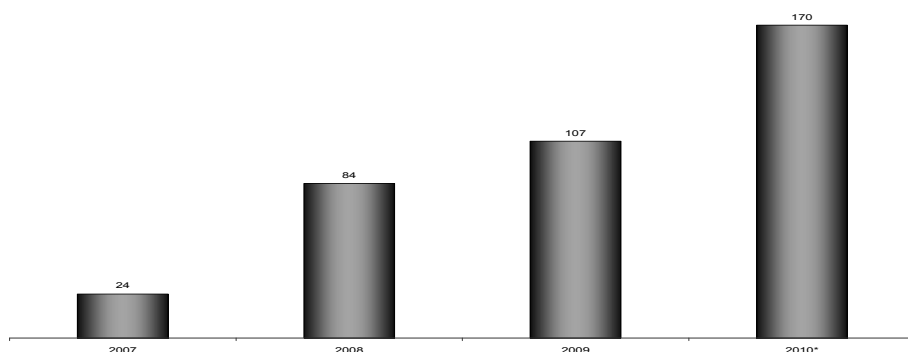
Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Regulamin Giełdy*, www.gpw.pl oraz *Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu*, www.newconnect.pl.

Zasadniczym oraz bezwzględny kryterium oceniającym efektywność finansowania są koszty pozyskania kapitału. Porównując wybrane opłaty giełdowe w związku z emisją akcji przez emitenta na rynku podstawowym, równoległym oraz alternatywnym systemie obrotu (tabela nr 1), widać, że najniższe opłaty giełdowe występują na rynku NewConnect. Porównując koszty przeprowadzenia oferty z rynkiem regulowanym zauważa się, że opłaty giełdowe ponoszone przez emitentów na tym rynku są istotnie wyższe i zamykają się w przedziale 21 000–169 000 zł. Tym samym alternatywne systemy obrotu stały się konkurencyjne wobec rynków giełdowych.

2. Charakterystyka rynku NewConnect

Alternatywny system obrotu w Polsce zorganizowany i prowadzony jest przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. 30 sierpnia 2007 roku rozpoczęła działalność platforma obrotu NewConnect. Tak jak większość europejskich rynków alternatywnych NewConnect należy do młodych, dynamicznie rozwijających się rynków finansowych.

Na przestrzeni trzech lat funkcjonowania alternatywnego systemu obrotu w Polsce na rynku NewConnect zadebiutowało 170 spółek (stan na koniec 31.10.2010). Mimo że duża część funkcjonowania rynku przypadała na okres, który nie sprzyjał debiutom (kryzys finansowy), to należy uznać, że polski alternatywny system obrotu rozwija się dość dynamicznie. W analizowanym okresie liczba spółek notowanych na NewConnect konsekwentnie rośnie. Spółki debiutujące na rynku NewConnect są silnie zróżnicowane sektorowo, jednakże pomimo tego nie obejmują swym zakresem wszystkich sektorów gospodarki.

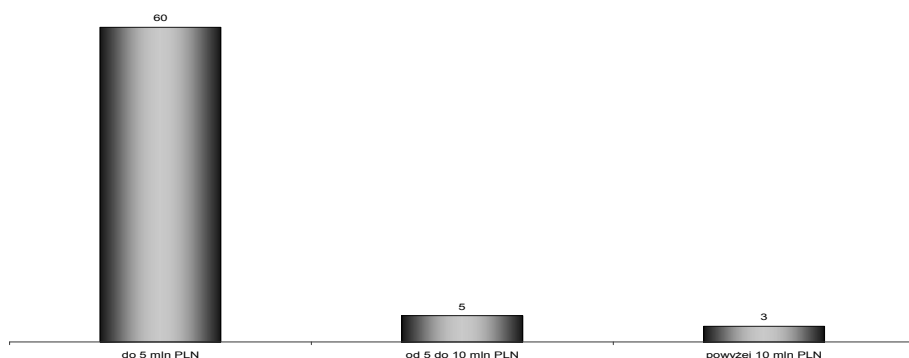


* stan na koniec 31.10.2010

Rys. 1. Liczba spółek notowanych na NewConnect w latach 2007–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie *NewConnect Rynek Akcji GPW – Statystyki*, www.newconnect.pl.

Analizując strukturę wartości pozyskanego kapitału w roku 2010 (dane za 10 miesięcy 2010 roku), zauważa się, że około 90% przeprowadzonych ofert to emisje, które nie przekraczają 5 mln zł. Tym samym łatwo spostrzec, że debiutujące spółki na rynku NewConnect stanowią niewielkie przedsiębiorstwa. Wynika to przede wszystkim z charakteru tego rynku, który w głównej mierze przeznaczony jest dla małych firm.



* debiuty w okresie 01.01.2010–31.10.2010

Rys. 2. Struktura wartości debiutów na rynku NewConnect w roku 2010*

Źródło: opracowanie własne na podstawie *NewConnect Rynek Akcji GPW – Statystyki*, www.newconnect.pl.

3. Rynek NewConnect na tle Europy

Alternatywne systemy obrotu organizowane przez giełdy oferują dostęp do kapitału na zasadach zbliżonych do tych panujących na głównych parkietach, ale przy istotnie mniejszych kosztach jego pozyskania. Uproszczone, bardziej liberalne wymogi formalne stosowane przy pozyskaniu kapitału na *ASO* i mniejsze obowiązki informacyjne stanowią istotne argumenty zachęcające szczególnie małe i średnie przedsiębiorstwa do korzystania z tej formy pozyskania kapitału. Na świecie funkcjonuje wiele alternatywnych systemów obrotu, a najstarszy z nich jest amerykański *NASDAQ – National Association of Securities Dealers Automated Quotations*. W Europie niekwestionowanym liderem wśród organizowanych przez giełdy alternatywnych systemów obrotu jest londyński *AIM – Alternative Investment Market*. Do innych znaczących europejskich rynków *ASO* należą m.in. *NYSE Alternext* prowadzony przez platformę giełdową *NYSE Euronext* (sojusz giełdy francuskiej, belgijskiej, portugalskiej oraz holenderskiej), *First North Alternative Market* prowadzony przez sojusz giełd skandynawskich i bałtyckich, *Entry Standard* prowadzony przez giełdę niemiecką czy też *NewConnect* prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Informacje na temat alternatywnych systemów obrotu organizowanych przez europejskie giełdy zamieszczono w tabeli 2.

Tabela 2

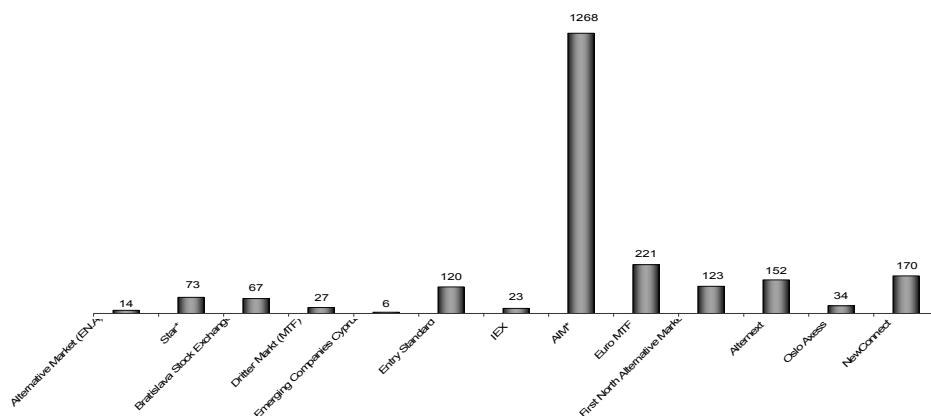
Podstawowe informacje na temat alternatywnych systemów obrotu w Europie

Exchange	New Market	Listed Campaniens End of Month	Market Capitalisation End of Month	Transactions (EUR m) Year to Date
Athens Exchange	Alternative Market (EN.A)	14	198,8	0,7
Borsa Italiana*	Star	73	15 792,8	b.d.
Bratislava Stock Exchange	Bratislava Stock Exchange	67	407,8	b.d.
CEESEG – Vienna	Dritter Markt (MTF)	27	1 076,8	24,1
Cyprus Stock Exchange	Emerging Companies Cyprus	6	449,6	b.d.
Deutsche Börse	Entry Standard	120	11 756,3	771,1
Irish Stock Exchange	IEX	23	1 783,5	52,9
London Stock Exchange*	AIM	1268	65 356,5	b.d.
Luxembourg Stock Exchange	Euro MTF	221	720,3	19,1
NASDAQ OMX Nordic	First North Alternative Market	123	2 151,4	848,5
NYSE Euronext	Alternext	152	5 027,0	865,0
Oslo Børs	Oslo Axess	34	1 612,8	299,0
Warsaw Stock Exchange	NewConnect	170	1 189,8	335,9

* FESE Monthly Statistic February 2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie FESE – *Federation of European Securities Exchanges*, Statistics & Market Research, FESE Monthly Statistic October 2010, Specialised Markets/Segments in Equity, www.fese.be.

NewConnect to rynek dość mocno wyróżniający się na tle innych alternatywnych systemów obrotu działających w Europie, trzeci pod względem liczby notowanych spółek. Na koniec października 2010 roku notowanych było na nim 170 firm. NewConnect wyprzedza niekwestionowany lider w tej dziedzinie londyński AIM (1268 notowanych spółek koniec 02.2010) oraz luksemburski Euro MTF (221 notowanych spółek).



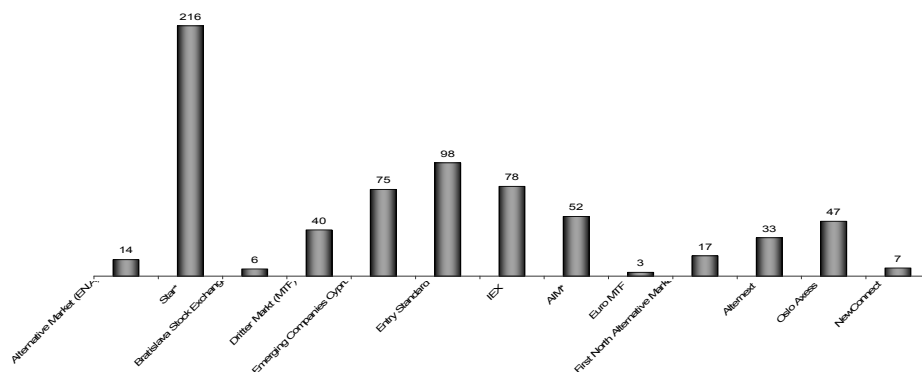
* stan na koniec 02.2010

Rys. 3. Liczba spółek notowanych na alternatywnych rynkach w Europie (stan na 31.10.2010)

Źródło: opracowanie własne na podstawie FESE – *Federation of European Securities Exchanges*, www.fese.be.

Porównując dane zamieszczone w tabeli 1 m.in. na temat kapitalizacji alternatywnych systemów obrotu w Europie, zauważa się dominującą pozycję AIM nad pozostałymi alternatywnymi platformami obrotu. Duża liczba spółek notowanych na rynku NewConnect nie przekłada się na dużą kapitalizację rynku ani na wysokość obrotów w handlu instrumentami finansowymi. Pomimo tego NewConnect wyprzedza takie alternatywne systemy obrotu jak grecki Alternative Market czy austriacki Dritter Markt.

Z analizy średnich wartości kapitalizacji spółek notowanych na europejskich alternatywnych systemach obrotu wynika, że rynek NewConnect reprezentowany jest przez małe przedsiębiorstwa, których średnia kapitalizacja nie przekracza 7 mln euro. Z reguły przedsiębiorstwa reprezentujące europejskie alternatywne systemy obrotu mają wyższe kapitalizacje. Tym samym uprawnione jest stwierdzenie, że rynek NewConnect to źródło kapitału dla małych przedsiębiorstw.



* wartość kapitalizacji na koniec 02.2010

Rys. 4. Średnia kapitalizacja spółek notowanych na alternatywnych systemach obrotu w Europie (w mln euro stan na 31.10.2010)

Źródło: opracowanie własne na podstawie FESE – *Federation of European Securities Exchanges*, www.fese.be.

Podsumowanie

Ostatnie lata przyniosły znaczące zmiany na światowych rynkach finansowych. Postępujące procesy globalizacyjne oraz liberalizacyjne giełd doprowadziły do wykształcenia i upowszechnienia alternatywnych systemów obrotu. Alternatywne platformy obrotu są odpowiedzią z jednej strony na dość restrykcyjne regulacje i procedury głównych parkietów giełdowych, które utrudniają dostęp do tego rynku małym spółkom, a z drugiej strony na duży poziom ryzyka towarzyszący transakcjom na pozagiełdowych, nieregulowanych rynkach *OTC* – *Over-the-counter market*. Platformy alternatywne rozwijają się w poszczególnych krajach z różnym powodzeniem. Jeżeli chodzi o polski alternatywny system obrotu, to można powiedzieć, że spełnił on założenia swych twórców. Stworzony przez Giełdę Papierów Wartościowych alternatywny system obrotu ułatwia przede wszystkim pozyskanie kapitału dla małych i średnich przedsiębiorstw. Funkcjonująca platforma obrotu kapitału poprawia konkurencyjność gospodarki, wspiera rozwój małych przedsiębiorstw działających w sektorze nowoczesnych technologii, a także zapewnia łatwy dostęp do kapitału. Tym samym sprawnie działający rynek NewConnect zwiększa znaczenie i rolę rynku kapitałowego dla gospodarki.

NEWCONNECT MARKET AS A SOURCE OF CAPITAL FOR COMPANIES**Summary**

In 2007 an alternative trading system – NewConnect market came into existence in Poland. According to assumptions behind this market, an attractive place for achieving capital for small, dynamically developing companies was created. The main thesis of this article is to prove that the NewConnect Market functioning within the Warsaw Stock Exchange is an effective source for achieving capital by small and medium-sized companies. The main assumptions behind the NewConnect Market are presented, as well as some market statistics and the position of the NewConnect market as compared to other alternative trading systems in Europe.

Translated by Andrzej Kuciński