



Tom 25/2017, ss. 245–255
ISSN 1644-888X
e-ISSN 2449-7975
DOI: 10.19251/ne/2017.25(16)
www.ne.pwsplock.pl

Mariusz Lipski

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

ATRAKCYJNOŚĆ RYNKU NEW CONNECT GIEŁDY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE JAKO MIEJSCA POZYSKANIA KAPITAŁU PRZEZ PRZEDSIĘBIORSTWA W POLSCE

ATTRACTIVENESS OF NEWCONNECT MARKET
(WARSAW STOCK EXCHANGE) AS A PLACE OF EQUITY RAISING
BY COMPANIES IN POLAND

Streszczenie

Uruchomienie alternatywnego systemu obrotu akcjami NewConnect na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w 2007r. miało na celu stworzenie miejsca, w którym przedsiębiorstwa znajdujące się na stosunkowo wczesnym etapie swojego rozwoju mogłyby pozyskiwać potrzebny im kapitał. Po blisko 10 latach funkcjonowania tego rynku możliwe jest wskazanie jego silnych oraz słabych stron. Opracowanie stanowi próbę odpowiedzi, w jakim stopniu NewConnect stał się atrakcyjnym miejscem pozyskiwania

Summary

An alternative trading system of shares NewConnect on the Warsaw Stock Exchange was launched in 2007 to create a place, where enterprises at the relatively early stage of their development would be allowed to raise equity. After almost 10 years of the market's functioning, there is a possibility to indicate its strengths and weaknesses. The paper is an attempt of providing the answer to show the attractiveness of the NewConnect as a place of equity raising by enterprises in Poland and to explain whether the founders managed

kapitału przez przedsiębiorstwa w Polsce oraz w jakim stopniu jego założycielom udało się osiągnąć zamierzony cel. Artykuł jest również próbą wskazania możliwości dalszego rozwoju rynku.

Słowa kluczowe: NewConnect, giełda, kapitał, przedsiębiorstwo, emitent.

to achieve the goal. The article is also an attempt to point out possibilities of further development of the market.

Keywords: NewConnect, stock exchange, equity, enterprise, issuer.

Wprowadzenie

Rozwój przedsiębiorstwa jest procesem ściśle powiązaniem ze zwiększaniem jego kapitałów własnych. Szczególną rolę w tym kontekście odgrywa giełda papierów wartościowych, która umożliwia pozyskiwanie funduszy w sytuacji, gdy generowane przez dany podmiot nadwyżki oraz możliwości ze strony dotychczasowych właścicieli, są niewystarczające. Jest to atrakcyjne źródło pozyskania kapitału na dalszy rozwój w szczególności w przypadku podmiotów posiadających atrakcyjny profil biznesowy oraz plany dynamicznego wzrostu, znajdujących się jednak już na zaawansowanym etapie rozwoju oraz będących w stanie wypełnić szereg wymogów formalnych.

Ponieważ wiele podmiotów będących na wcześniejszym etapie rozwoju nie było w stanie sprostać wymogom stawianym przez rynek główny Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), z dniem 30.08.2007r. instytucja ta uruchomiła rynek akcji oparty na alternatywnym systemie obrotu, o nazwie NewConnect. W założeniu organizatorów, rynek ten dedykowany został finansowaniu rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw o wysokim potencjale wzrostu. Uruchomienie go miało być także interesującą propozycją GPW dla inwestorów akceptujących podwyższony poziom ryzyka, w zamian za potencjalnie wysoki zwrot z inwestycji.

Celem niniejszego opracowania jest analiza i ocena atrakcyjności rynku NewConnect w procesie pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa w Polsce. Blisko 10-letni okres funkcjonowania tego rynku pozwala dokonać weryfikacji, na ile jest to miejsce atrakcyjne dla polskich przedsiębiorstw poszukujących kapitału.

Analizą objęty został dotychczasowy okres działalności alternatywnego systemu obrotu NewConnect, tzn. lata 2007-2016. Podstawę przeprowadzonych badań stanowiły dane statystyczne dotyczące ww. rynku, prezentowane przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie.

1. Geneza NewConnect

Alternatywny system obrotu (ASO) akcjami NewConnect na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych utworzony został z dniem 30 sierpnia 2007r. Pod pojęciem ASO należy rozumieć organizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany, poza rynkiem regulowanym, wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami [Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi].

Platforma NewConnect powstała na wzór zagranicznych giełd papierów wartościowych, takich jak rynek AIM w Londynie, czy First North w ramach skandynawskiej grupy OMX. Do obrotu na niej dopuszczone są akcje spółek mniejszych rozmiarów, poszukujących kapitału rzędu od kilkuset tysięcy do kilkudziesięciu milionów złotych, reprezentujących różne branże (w tym działające w obszarze nowych technologii), które nie spełniają standardów obowiązujących na rynku głównym. Celem, jaki przyświecał zarządowi GPW przy uruchomieniu NewConnect, było rozszerzenie zakresu działalności giełdy poprzez dopuszczenie na nią dynamicznych przedsiębiorstw mniejszych rozmiarów [Dobosiewicz, 2013, 177].

Ze względu na bardziej liberalne wymogi formalne i obowiązki informacyjne, pozyskanie kapitału przez przedsiębiorstwa w drodze emisji akcji na NewConnect jest tańsze niż na rynku głównym. Z założenia, rynek ten ma również stanowić początek kariery giełdowej dla notowanych na nim przedsiębiorstw.

2. Podstawowe statystyki rynku

Analizę stopnia rozwoju rynku NewConnect można przeprowadzić w oparciu o podstawowe wskaźniki dla rynków kapitałowych, tj. liczbę notowanych spółek, zmiany wartości indeksu, wielkość obrotów, czy też poziom kapitalizacji.

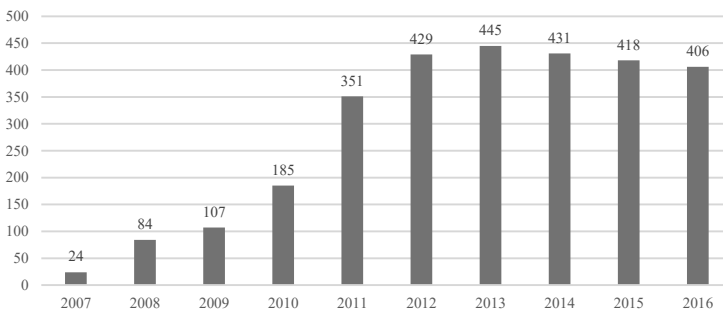
W przypadku liczby notowanych podmiotów w ramach alternatywnego systemu obrotu NewConnect w pierwszych latach jego funkcjonowania widoczny jest znaczący wzrost. Na koniec 2013r. liczba spółek, których akcje były notowane, wynosiła 445. W kolejnych latach trend ten jednak nie został utrzymany, w efekcie czego na koniec 2016r. notowane na nim były akcje 406 podmiotów. Dokładne dane dotyczące liczby spółek na NewConnect przedstawione zostały w tabeli 1 oraz na wykresie 1. Warto zauważyć, że na

omawianym rynku obecne są również spółki zagraniczne, jednak znaczenie ich jest niewielkie.

Tabela 1. Liczba spółek notowanych na NewConnect w latach 2007-2016

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Spółki	24	84	107	185	351	429	445	431	418	406
- w tym zagraniczne	0	1	2	3	7	8	11	10	9	8
liczba debiutów	24	61	26	86	172	89	42	22	19	16
liczba wycofań	0	1	3	8	6	11	26	36	32	30

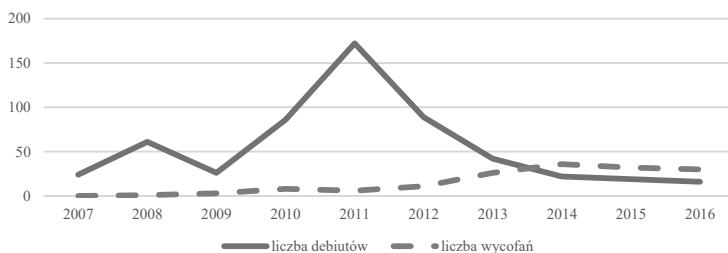
Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 2].



Wykres 1. Liczba spółek notowanych na NewConnect w latach 2007-2016

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 2].

Jak wskazują dane zaprezentowane w tabeli 1 oraz na wykresie 1 liczba podmiotów na NewConnect od 2013r. stopniowo spadała. Dokładniejsza analiza danych wskazuje, że liczba spółek debiutujących zmniejszała się już od roku 2011, w którym wprowadzono do obrotu akcje 172 podmiotów, podczas gdy w kolejnym roku zaledwie 89 spółek. W następnych latach można było zaobserwować dalsze spadki. Najślabszy pod tym względem był rok 2016, kiedy to na NewConnect zadebiutowało zaledwie 16 podmiotów. Jednocześnie widoczny jest wzrost liczby podmiotów wycofywanych z rynku, trend ten szczególnie nasilił się w ostatnich latach. Wprawdzie ostatnie dwa lata analizowanego okresu cechowały się spadkiem tempa w tym zakresie, jednak na przestrzeni trzech ostatnich lat, w każdym roku liczba wycofań przewyższała liczbę debiutów (wykres 2). Przyczyną wycofania z obrotu zazwyczaj była niemożliwość zapewnienia przez organizatorów bezpieczeństwa obrotu lub interesu uczestników obrotu, wynikające przeważnie z niewłaściwego wykonywania obowiązków informacyjnych przez spółki, bądź też upadłość emitenta [Raport o rynku, 2015, s. 22].



Wykres 2. Liczba debiutów i wycofań z NewConnect w latach 2007 - 2016

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 2].

Warto pamiętać, że przypadku NewConnect, zmniejszenie liczby emitentów nie zawsze oznacza, że spółki wycofywane przestają być podmiotami o charakterze publicznym, gdyż część z nich jest przenoszona na rynek główny Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Rozwój tych podmiotów sprawia, że z czasem rynek ten staje się bardziej odpowiednim dla nich miejscem notowań. Liczba spółek przeniesionych na rynek główny przedstawiona została w tabeli 2.

Tabela 2. Liczba przeniesień z NewConnect na główny rynek GPW w latach 2007 - 2016

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Przeniesienia z New-Connect na rynek główny GPW	0	1	1	8	6	2	7	10	13	7

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 1].

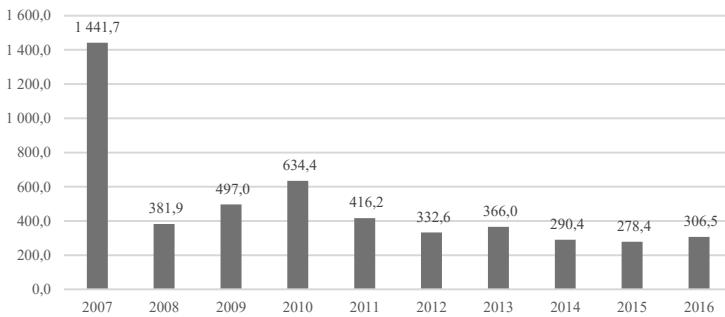
Dane z tabeli 2 wskazują, że stosunkowo niewielka liczba emitentów decyduje się na zmianę rynku z NewConnect na rynek główny.

Kolejnym parametrem poddanym analizie jest indeks, jaki został utworzony dla NewConect. W tabeli 3 oraz na wykresie 3 przedstawione zostały zmiany wartości indeksu NCIndex na przestrzeni badanego okresu.

Tabela 3. Wartość oraz stopa zwrotu indeksu NCIndex w latach 2007 - 2016

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Wartości indeksu NCIndex	1 441,7	381,9	497,0	634,4	416,2	332,6	366,0	290,4	278,4	306,5
Stopa zwrotu NCIndex (%)	44,2	-73,5	30,1	27,7	-34,4	-20,1	10,1	-20,7	-4,1	10,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 2].



Wykres 3. Wartość indeksu NCIndex w latach 2007 - 2016

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 2].

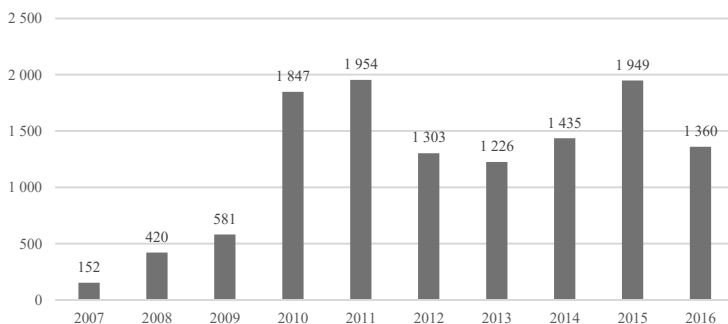
Jak wskazują dane zawarte w tabeli 3 analizowany okres charakteryzował się istotnymi gwałtownymi zmianami (szczególnie w początkowej jego części). Warto także podkreślić, że rekordowy poziom indeksu zanotowano na koniec 2007r., kiedy to indeks osiągnął wartość 1 441,7 punktów, podczas gdy na koniec 2008r. - zaledwie 381,9 punktów. Tak drastyczny spadek spowodowany był głównie wstrząsami na światowych rynkach finansowych oraz w sferze realnej gospodarek wielu państw, w tym w Polsce. Potwierdza to analiza stopy zwrotu z NCIndex, która wskazuje że najwyższy jej poziom zanotowany został w 2007 r., kiedy to wyniósł 44,2%, najniższy natomiast w 2008r. -73,5%. Podobnie istotne zmiany można było zaobserwować na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, gdzie wartość indeksu WIG w 2008r. spadła o 51%.

Następnym analizowanym parametrem rynku NewConnect jest wielkość obrotów. Jak ilustrują to dane przedstawione w tabeli 4 oraz na wykresie 4, na przestrzeni lat 2007 – 2016 rynek NewConnect notował istotne wahania w tym względzie. W okresie pierwszych 5 lat widoczne są wzrosty, przy czym szczególnie w latach 2010 i 2011 zanotowane zostały wysokie poziomy obrotów. Jednak w latach 2011 – 2014 analizowany system obrotu cieszył się znacznie mniejszym zainteresowaniem ze strony inwestorów a poszczególne lata cechowały się istotnymi wahaniami. Dlatego, mimo bardzo dobrego wyniku w 2015r., trudno jest stwierdzić, że mamy do czynienia z pozytywną tendencją. Dokładne dane zostały zawarte w tabeli 4 i na wykresie 4.

Tabela 4. Obroty na NewConnect w latach 2007 - 2016

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Wartość obrotów ogółem (mln zł)	152	420	581	1 847	1 954	1 303	1 226	1 435	1 949	1 360

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 2].

**Wykres 4. Obroty na NewConnect w latach 2007 - 2016**

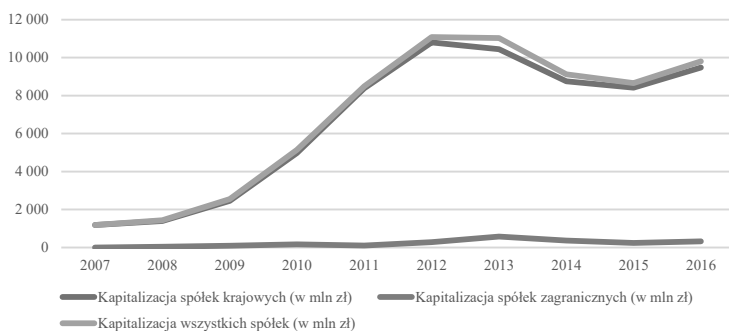
Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 2].

Kolejnym, szczególnie istotnym oraz wartym przeanalizowania, wskaźnikiem jest poziom kapitalizacji spółek notowanych na danym rynku. Kapitalizacją spółki określa się całkowitą wartość emitowanych przez nią akcji, tj. iloczyn kursu akcji tej spółki oraz liczby akcji. Kapitalizację giełdy natomiast definiuje się jako sumę kapitalizacji wszystkich wprowadzonych na nią spółek, jest ona równa iloczynowi aktualnego kursu tych akcji i liczby akcji w obrocie giełdowym. Ponieważ wartość akcji ulega nieprzerwanym zmianom, także wielkość kapitalizacji ciągle się zmienia. W dłuższym okresie wartość kapitalizacji giełdy zależy przede wszystkim od liczby i wielkości notowanych spółek [Dobosiewicz, 2013, 34]. Poziom kapitalizacji alternatywnego systemu obrotu NewConnect w latach 2007 - 2016 przedstawiony został w tabeli 5 i na wykresie 5.

Tabela 5. Kapitalizacja rynku NewConnect w latach 2007 - 2016

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Kapitalizacja spółek krajowych (w mln zł)	1 185	1 396	2 457	4 971	8 384	10 805	10 445	8 752	8 419	9 476
Kapitalizacja spółek zagranicznych (w mln zł)	0	41	97	167	104	283	583	370	245	323
Kapitalizacja wszystkich spółek (w mln zł)	1 185	1 437	2 554	5 138	8 488	11 088	11 028	9 122	8 664	9 799

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 2].

**Wykres. 5. Kapitalizacja rynku NewConnect w latach 2007 - 2016**

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 2].

Dane przedstawione w tabeli 5 oraz na wykresie 5 wskazują, że po dynamicznym początkowo wzroście, w roku 2013 kapitalizacja wszystkich spółek na NewConnect ustabilizowała się a w kolejnych dwóch latach zaprezentowała tendencje negatywne. Wprawdzie w roku 2016 ponownie wzrosła, jednak w dalszym ciągu pozostając na niższym poziomie niż w latach 2012 – 2013. W początkowym okresie funkcjonowania rynku, głównym „paliwem” w zakresie wzrostu poziomu jego kapitalizacji były nowe spółki. Szczególnie dobrze widać to na przykładzie roku 2008, kiedy to mimo istotnych spadków wartości notowań wielu podmiotów, łączny poziom kapitalizacji nie uległ obniżeniu w relacji do stanu na koniec 2007r.

Warto zwrócić także uwagę, że kapitalizacja podmiotów zagranicznych, z racji niewielkiej ich liczby pozostaje na niskim poziomie.

3. Problemy rynku

Przeprowadzona w poprzednim punkcie niniejszego opracowania analiza tempa rozwoju rynku NewConnect wskazuje, że w porównaniu do początkowego okresu jego działalności, w ostatnich kilku latach atrakcyjność tego rynku dla przedsiębiorstw poszukujących kapitału spadła. Przyczyn tego faktu można upatrywać w wielu czynnikach. Jednym z nich jest jakość spółek notowanych na tym rynku [Juszczak, 2012]. Część z tych podmiotów generuje słabe wyniki finansowe, nie dotrzymuje ogłaszanych planów i prognoz, nie wypełnia obowiązków informacyjnych zatajając istotne informacje (zazwyczaj dla nich niekorzystne). W efekcie rynek cechuje się stosunkowo niską płynnością oraz niskim poziomem wycen. Ten ostatni czynnik może z kolei powodować, że podmioty o dobrym standingu finansowym, polityce informacyjnej oraz interesującym modelem biznesowym, często preferują inną formę zdobycia potrzebnego kapitału (np. fundusze venture capital/private equity).

Innym czynnikiem, jaki ma wpływ na popularność rynku NewConnect jest ogólna sytuacja makroekonomiczna. W okresie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego emitentom łatwiej jest uzyskać dobre wyniki finansowe a w efekcie atrakcyjne dla nich wyceny. NewConnect jest szczególnie wrażliwym rynkiem na zmiany w otoczeniu gospodarczym, ponieważ dominują na nim inwestorzy indywidualni [Raport o rynku, 2015, s. 26], którzy często podejmują decyzje w sposób bardziej impulsywny niż inwestorzy instytucjonalni. Inwestorzy instytucjonalni również częściej są podmiotami, które pozostają w akcjonariacie danego podmiotu na dłuższe okresy.

Ważną rolę w zakresie atrakcyjności rynku w oczach emitentów oraz inwestorów mają organizatorzy rynku, czyli Zarząd GPW. Dostrzegając niepokojące sygnały, a także biorąc pod uwagę poziom dojrzałości rynku, zmieniające się otoczenie rynkowe, historię innych europejskich rynków alternatywnych oraz głos uczestników rynku kapitałowego, Zarząd Giełdy zapoczątkował w 2012r. reformę NewConnect. Co ważne, przy jej realizacji uwzględniono także opinie środowiska inwestorów i innych uczestników rynku m.in. Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, portal StockWatch.pl, Autoryzowani Doradcy). Wprowadzone zmiany miały na celu zwiększenie transparentności oraz bezpieczeństwa obrotu na rynku NewConnect, a tym samym podniesienie zaufania do niego. Dotyczyły one czterech zasadniczych obszarów [Raport o rynku, 2015, s. 30]:

- kryteria wprowadzania do obrotu,

- obowiązki informacyjne,
- funkcjonowanie Autoryzowanych Doradców,
- sankcje.

Jak wskazuje GPW, wprowadzenie zmian spowodowało poprawę jakości emitentów, wpływając jednocześnie na ilość debiutów na NewConnect [Raport o rynku, 2015, s. 32].

Innym działaniem podjętym przez organizatorów analizowanego rynku było stworzenie zbioru zasad dobrych praktyk obowiązujących na NewConnect. Jako wzorzec w tym zakresie posłużyły dobre praktyki obowiązujące na głównym rynku. Zasady te weszły w życie z dniem 01 stycznia 2009r. i początkowo funkcjonowały w formie rekomendacji kierowanych do spółek i Autoryzowanych Doradców. Rozwiązanie to przyczyniło się do wypromowania idei dobrych praktyk, nie powodując dodatkowych obciążeń. Z uwagi na chęć poprawy standardów na NewConnect, od 2010r. wprowadzone zostały obowiązki informacyjne dotyczące stosowania zasad. Emitenci akcji notowanych na NewConnect zostali zobowiązani do publikacji wraz z raportem rocznym opisowego raportu o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego oraz raportów bieżących w sprawie naruszenia zasad dobrych praktyk. Na Autoryzowanych Doradców nałożony został obowiązek przedstawienia informacji na temat stosowania zasad zawartych w Dobrych Praktykach AD NewConnect w corocznym sprawozdaniu z działalności [Raport o rynku, 2015, s. 34].

Podsumowanie

Celem opracowania była analiza i ocena atrakcyjności rynku NewConnect w procesie pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa w Polsce. Blisko 10-letni okres funkcjonowania tego rynku pozwala dokonać weryfikacji, na ile jest to miejsce atrakcyjne dla polskich przedsiębiorstw poszukujących kapitału.

Jak wskazuje przeprowadzona analiza, po dosyć dynamicznym początkowym okresie wzrostu, kiedy liczba spółek na rynku szybko rosła, w ostatnich latach widoczne jest wyhamowanie tego tempa i spadek liczby emitentów. Wśród przyczyn tego stanu należy wskazać w głównej mierze zastrzeżenia do jakości emitentów, co powoduje negatywne postrzeganie tego rynku oraz działa destrukcyjnie na poziom zaufania. Jednocześnie zniechęca to podmioty pożądanę przez organizatorów oraz inwestorów, tj. spółki o wysokiej wiarygodności.

Innym aspektem determinującym popularność rynku jest ogólna koniunktura gospodarcza, wpływająca na wyniki finansowe emitentów.

Czynnikami, który pozwala liczyć na poprawę sytuacji, są działania podejmowane przez Zarząd GPW, mające na celu zwiększenie transparentności oraz bezpieczeństwa obrotu na rynku, a tym samym podniesienie zaufania do niego. Elementem sprzyjającym tym decyzjom będzie również wysokie tempo wzrostu Produktu Krajowego Brutto oraz wzrost popularności inwestowania w instrumenty rynku kapitałowego wśród inwestorów indywidualnych, którzy dominują na NewConnect.

Literatura

Dobosiewicz Zbigniew. 2013. *Giełda, zasady działania, inwestorzy, rynki giełdowe*. Warszawa: PWE.

Juszczak Paweł, *Słaba jakość spółek problemem rynku NewConnect*, <http://www.parkiet.com.pl>, 10.12.2012.

Raport o rynku NewConnect 2015 rok. Podsumowanie funkcjonowania pierwszej alternatywnej platformy obrotu w Polsce, 2015. Warszawa: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Dz.U. z 2005 roku, nr 183, poz. 1538.

[www 1] <http://www.gpw.pl> (dostęp: 22.03.2016)

[www 2] <http://www.newconnect.pl> (dostęp: 24.03.20167).