

---

Piotr Szczepankowski\*

# Efektywność wzrostu i rozwoju spółek rynku NewConnect w ujęciu sektorowym

---

Nadesłany: 15 stycznia 2010 r.

Zaakceptowany: 24 lutego 2010 r.

## Streszczenie

*Powstanie platformy alternatywnego obrotu giełdowego NewConnect (NC) było ważnym wydarzeniem nie tylko dla rynku kapitałowego czy giełdowego w Polsce, ale również dla środowiska małego i średniego biznesu oraz reprezentowanych przez to środowisko różnych sektorów gospodarczych. Uruchomiony w sierpniu 2007 r. alternatywny system obrotu giełdowego stworzył nowe połączenia szczególnie między spółkami z sektorów innowacyjnych czy nietradycyjnych i cechujących się wysokim potencjałem wzrostu a inwestorami poszukującymi możliwości udziału w tych dynamicznie ewoluujących segmentach gospodarki. Rynek NewConnect spowodował również łatwiejszy dostęp do źródeł finansowania nowych projektów oraz ogromne możliwości wymiany informacji, promocji i pozyskiwania klientów. Sprawilo to, że mniejsze firmy i przedsiębiorcy z najbardziej innowacyjnych sektorów mogą realizować projekty, które odmienią branże ich działania i podniosą efektywność rozwoju poszczególnych sektorów gospodarki.*

*Artykuł, mający charakter analizy empirycznej, przedstawia wyniki oceny tempa wzrostu i rozwoju spółek notowanych na rynku NewConnect i zakwalifikowanych do kilku sektorów gospodarczych. Ukazuje także czynniki oddziałujące na zróżnicowanie stopnia rozwoju spółek ze względu na sektor ich aktywności ekonomicznej.*

## Wprowadzenie

Światowe tendencje w zakresie liberalizacji przepływu kapitału i usług finansowych oraz poszukiwanie modelu najodpowiedniejszej struktury rynku finansowego dla

---

\* Dr, adiunkt, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie.

potrzeb rozwoju sfery realnej gospodarki, skutkują tworzeniem nowej wielosegmentowej struktury rynku kapitałowego. Segmentem rynku kapitałowego, który wyrasta na znaczącego konkurenta dla klasycznych giełdowych rynków regulowanych są nowe platformy obrotu papierami wartościowymi określane jako alternatywne systemy obrotu (ang. *alternative trading systems*, ATS). ATS są konkurencyjną propozycją mechanizmu znacznie łatwiejszej, szybszej i tańszej konwersji oszczędności inwestorów w projekty i przedsięwzięcia zwłaszcza małych i średnich przedsiębiorstw. Są to przede wszystkim platformy obrotu stworzone dla spółek o dużej dynamice wzrostu, z założenia głównie reprezentujących sektory innowacyjne czy tzw. „nowej gospodarki” opartej na aktywach niematerialnych (np. IT, media elektroniczne, telekomunikacja, biotechnologia, ochrona środowiska, energia alternatywna, nowoczesne usługi).

W prezentowanym artykule stawia się podstawową tezę, iż efektywne funkcjonowanie małych i średnich przedsiębiorstw innowacyjnych oraz finansowanie ich działalności poprzez kapitałowe rynki alternatywnego systemu obrotu powinno sprzyjać szybkości stopnia wzrostu konkurencyjności gospodarki i jej podmiotów. Artykuł jest próbą weryfikacji tak postawionej hipotezy badawczej. W tym celu wykorzystano informacje i statystyki pochodzące lub bezpośrednio dotyczące rynku NewConnect oraz informacje o notowanych na nim spółkach. Przedmiotem analizy było całkowite tempo wzrostu i rozwoju spółek tego rynku, działających w zróżnicowanych sektorach gospodarczych oraz determinanty kształtujące efektywność ich funkcjonowania. Okresem badawczym był czas od początku istnienia rynku NC w Polsce do końca I poł. 2009 r., zaś narzędziem analizy był specjalnie skonstruowany na potrzeby NewConnect syntetyczny wskaźnik wzrostu i rozwoju spółek tego segmentu rynku kapitałowego o akronimie NCGI (ang. *New-Connect Growth Indicator*) oraz jego parametry cząstkowe.

## 1. Miejsce i rola rynku NewConnect

Dążąc do systematycznego rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), dnia 30 sierpnia 2007 r. uruchomiono na niej alternatywny system obrotu akcjami – rynek NewConnect. Jest on platformą finansowania i wtórnego obrotu akcjami spółek młodych, innowacyjnych, o wysokim potencjale wzrostu i rozwoju, zaliczanych do sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Rynek NC wzorowany jest na doświadczeniach największych światowych giełd, które tego typu rynki rozwinęły już wcześniej. Jako jeden z najmłodszych systemów alternatywnego obrotu, NC wpisuje się w trend obserwowany na wielu rynkach Europy. Spośród 39 europejskich rynków regulowanych, monitorowanych przez Federację Europejskich Giełd Papierów Wartościowych (FESE), aż 12 spośród nich prowadzi rynki alternatywne (Sierpińska i Sierpińska, 2009: 68). Podstawowym celem powoływania giełdowych alternatywnych systemów obrotu jest potrzeba zapewnienia dopływu kapitału takim spółkom, które nie mogą być dopuszczone do obrotu regulowanego, ponieważ nie spełniają jego warunków, oraz zminimalizowanie kosztów transakcyjnych i zaoferowania usług komplementarnych w stosunku do rynków regulowanych.

Rynek NC zajmuje 5. miejsce pod względem liczby notowanych spółek na rynkach alternatywnych w Europie, a 2. pod względem rocznej liczby debiutów. Zauważalne jest wyjątkowo duże zainteresowanie nowym rynkiem szczególnie krajowych małych i średnich przedsiębiorstw, które postrzegają go przede wszystkim jako atrakcyjne miejsce pozyskania kapitału, ekspansji oraz promowania marki. Niestety, średnia wartość ofert akcji nowo emitowanych (ang. *Initial Public Offer*, IPO) przez spółki wchodzące na rynek NC wynosi zaledwie 104 tys. EUR i jest kilkadziesiąt razy niższa niż średnia wartość IPO na najbardziej rozwiniętych europejskich rynkach alternatywnych, np. londyńskim AIM. To pozwala rynkowi NC zajmować 7. miejsce w Europie. Pokazuje też, jak małe firmy wchodzą na polską alternatywną platformę obrotu.

W dniu uruchomienia rynku NC zadebiutowało 5 spółek. Na koniec 2007 r. liczba ta wynosiła 24 spółki, zaś na koniec 2008 r. było ich już 83. Na koniec I poł. 2009 r. liczba spółek notowanych na NewConnect wzrosła do 91, aby na koniec 2009 r. wynieść 107 przedsiębiorstw. Tempo wzrostu liczby spółek na alternatywnej platformie zwolniło w poł. 2009 r., co było głównie wynikiem pesymistycznych nastrojów panujących na wszystkich rynkach kapitałowych oraz skutkiem globalnego kryzysu finansowego, ale w II poł. tego roku sytuacja już wyraźnie się poprawiła.

Na koniec I poł. 2009 r. wartość rynkowa notowanych na rynku NC spółek wyniosła ponad 1,47 mld zł. Dotychczas spółkom rynku NC udało się pozyskać łącznie ponad 450 mln zł kapitału, co oznacza średnią wartość oferty w wysokości ok. 5 mln zł. Najwyższą wartość pozyskanego kapitału zanotowały spółki z sektora ochrony zdrowia. Również ponadprzeciętny zastrzyk kapitału uzyskały spółki, które są zaklasyfikowane do sektorów inwestycyjnego i budowlanego. Warto również zwrócić uwagę na sektor nowych technologii. Charakteryzuje się on wysoką całkowitą wartością pozyskanego kapitału, natomiast średnia wartość kapitału dla pojedynczej spółki jest poniżej przeciętnej.

NewConnect po I poł. 2009 r. plasował się pod względem liczby transakcji na 6. miejscu europejskich platform alternatywnego obrotu (prawie 100,5 tys. transakcji) oraz na 9. miejscu, biorąc pod uwagę wartość obrotów (ponad 294 tys. zł). Średnia wartość transakcji na jedną sesję giełdową wynosiła ok. 1,5 tys. zł i jest praktycznie niezmienna od początku istnienia rynku NC, a przeciętny wskaźnik obrotu oscyluje wokół 30%.

Kapitalizacja jest dobrym wyznacznikiem oceny spółek przez rynek. Porównanie poziomu kapitalizacji spółek notowanych na rynkach alternatywnych w Europie pokazuje, że NC jest jednym z najsłabszych pod względem wartości przedsiębiorstw rynków europejskich. Kapitalizacja spółek notowanych na rynku NC to zaledwie 11% średniej kapitalizacji rynków europejskich. Oznacza to, że faktycznie na rynku NC notowane są spółki bardzo małe. Na wartość kapitalizacji rynku NC miały przede wszystkim wpływ dwie wielkości: wzrost liczby spółek oraz ich wycena. Obie wielkości były pod silnym wpływem słabnącej w tym okresie koniunktury mierzonej poziomem indeksu giełdowego NCIndex. Zakładając, iż spółki notowane na NC powinny wywodzić się z sektora MSP, to ich średnia wartość rynkowa powinna oscylować w granicy nie przekraczającej 20 mln zł. Analizując spółki rynku NC można zauważyć, iż prawie 50% z nich ma wartość rynkową nie przekraczającą 10 mln zł, a wartość prawie jednej czwartej oscyluje w granicach 10–19 mln zł. Spółek, których wartość rynkowa przewyższa próg 20 mln zł jest również ok. 25%.

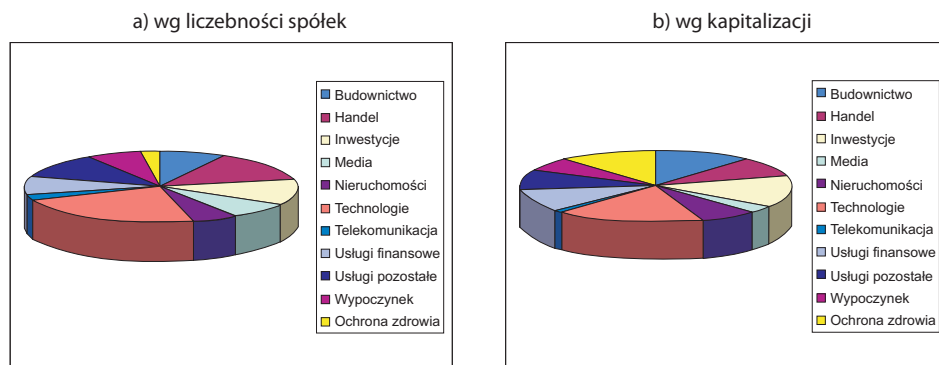
## 2. Struktura sektorowa spółek rynku NewConnect

Ze względu na fakt, że na rynku głównym (regulowanym) GPW w Warszawie największą grupę stanowią spółki przemysłowe, to rynek NC został utworzony przede wszystkim z myślą o notowaniu akcji spółek nieprzemysłowych, innowacyjnych lub „nowej ekonomii”. Wśród nich wyróżnić można głównie przedsiębiorstwa sektorów: technologicznego, medialnego i telekomunikacyjnego oraz świadczące różnego typu usługi.

**Tabela 1.** Struktura sektorowa spółek rynku NC (stan na dzień 30.06.2009 r.)

<b>Struktura sektorowa spółek wg ich liczebności</b>		
Sektor	Liczba spółek	Udział w rynku (%)
Budownictwo	7	7,7
Handel	13	14,3
Inwestycje	10	11,0
Media	7	7,7
Nieruchomości	5	5,5
Technologie	21	23,1
Telekomunikacja	2	2,2
Usługi finansowe	8	8,7
Usługi pozostałe	10	11,0
Wypoczynek	6	6,6
Ochrona zdrowia	2	2,2
<b>Razem</b>	<b>91</b>	<b>100,0</b>
<b>Struktura sektorowa spółek wg kapitalizacji</b>		
Sektor	Kapitalizacja w mln zł	Udział w rynku (%)
Budownictwo	170	11,5
Handel	131	8,9
Inwestycje	206	14,0
Media	48	3,3
Nieruchomości	98	6,7
Technologie	261	17,7
Telekomunikacja	19	1,3
Usługi finansowe	145	9,8
Usługi pozostałe	138	9,4
Wypoczynek	81	5,5
Ochrona zdrowia	175	11,9
<b>Razem</b>	<b>1 472</b>	<b>100,0</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie Biuletynu Statystycznego NewConnect za I poł. 2009 r.

**Rys. 1.** Struktura sektorowa spółek rynku NewConnect

Źródło: opracowanie własne.

Na dzień 30 czerwca 2009 r. na rynku NC notowanych było ogółem 91 spółek, zakwalifikowanych przez GPW do 11 sektorów<sup>1</sup>. Najliczniejszą grupą stanowiły przedsiębiorstwa zaliczane do sektora tradycyjnych i nowoczesnych technologii (spółki technologiczne). Stanowiły one 21,3% ogółu notowanych przedsiębiorstw. Z kolei spółki sektora mediów miały udział równy 7,7%, a sektora telekomunikacyjnego 2,2%. Łącznie firmy „nowej ekonomii” stanowiły jedną trzecią liczby spółek rynku NC, co powoduje, że struktura sektorowa tego rynku nie różni się istotnie w stosunku do rynku regulowanego GPW. Pozostałe dwie trzecie spółek rynku NC to przedsiębiorstwa funkcjonujące w branżach tradycyjnych: usług, handlu i budownictwa. W tej grupie dominują spółki świadczące usługi finansowe (8,8% spółek) i niefinansowe (11%). Dużą populację stanowią również firmy handlowe (14,3%), zajmujące się budownictwem i obrotem nieruchomościami (13,2%) oraz wypoczynkiem i ochroną zdrowia (8,8%). Podział strukturalny spółek rynku NC na poszczególne sektory przedstawiono w tabeli 1 oraz na rys. 1.

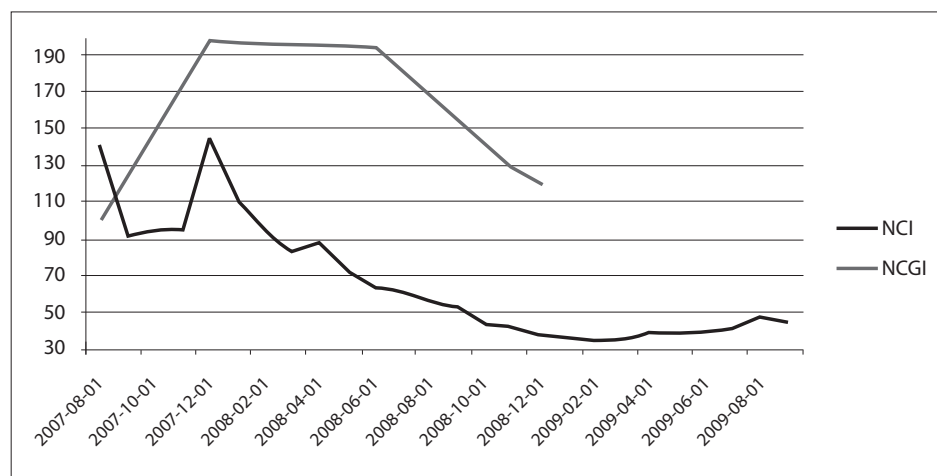
Z rys. 1 wynika, iż zbliżona do ilościowej reprezentacji sektorów na rynku NC jest reprezentacja w ujęciu wartościowym, mierzona kapitalizacją poszczególnych spółek, czyli ich wartością rynkową. Największą grupę stanowią spółki sektorów technologii, inwestycji, budownictwa i ochrony zdrowia, których udział w wartości rynku wynosił łącznie ponad 55%. Najniższy udział w kapitalizacji rynku NC miały spółki sektora telekomunikacji (1,3%). W przypadku głównego rynku akcji, spośród przedsiębiorstw ponad 40% stanowią banki, a następnie spółki paliwowe (ok. 10%) (Aspadarec, 2009: 357).

### 3. Wskaźnik NCGI wzrostu i rozwoju spółek rynku NewConnect

W celu analizy efektywności wzrostu i rozwoju spółek notowanych na rynku NC stworzono specjalnie opracowany do tego celu syntetyczny i globalny wskaźnik finansowo-

<sup>1</sup> GPW w Warszawie klasyfikację sektorową spółek rynku NewConnect prowadzi od dnia 1 września 2008 r., czyli po roku od momentu uruchomienia tej platformy obrotu akcjami. Od 2010 r. klasyfikacja ta obejmuje już 13 sektorów.

Rys. 2. Kształtowanie się indeksu NCI i wskaźnika NCGI



Źródło: Smyrgała, 2009.

wy o akronimie NCGI (ang. *NewConnect Growth Indicator*).<sup>2</sup> Głównym jego zadaniem jest przede wszystkim możliwość pomiaru tempa oraz determinant wzrostu młodych, innowacyjnych spółek kapitałowych, funkcjonujących głównie w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw. Po jego wstępnym przetestowaniu na próbie spółek głównego rynku giełdowego okazało się, iż zmiana jego wielkości jest pozytywnie skorelowana ze zmianami rynkowej wartości spółek, przede wszystkim powstającymi na skutek zmiany fundamentalnych wyników ich działalności gospodarczej (Sierpińska i Szczepankowski, 2008: 96–99). Wniosek ten został również potwierdzony w okresie funkcjonowania rynku NC i obliczania wskaźnika NCGI dla spółek tego rynku (por. rys. 2).

Krzywe nałożone na jednym wykresie (rys. 2) wskazują na pozytywną korelację pomiędzy indeksem opartym na cenach akcji i wskaźnikiem opartym na fundamentalnych wynikach finansowych spółek. Oba indykatory wskazały wartość maksymalną pod koniec 2007 r., a następnie zanotowały obniżki swoich wielkości. Wskaźniki rynku alternatywnego znakomicie się zatem uzupełniają. NCIndex odwzorowuje bieżące informacje, pozwalając na przewidywanie krótkookresowego trendu oraz podejmowanie decyzji o niedługim horyzoncie. NCGI wskazuje z kolei, jak postępuje rozwój rynku oraz pozwala na podejmowanie długookresowych decyzji opartych na fundamentalnych danych finansowych.

Celem kalkulacji wskaźnika NCGI jest zatem przede wszystkim:

- pomiar rozwoju spółek alternatywnej platformy obrotu,
- ukazanie korelacji zmiany wskaźnika wzrostu i rozwoju spółek ze zmianami ich wartości na rynku NC,

<sup>2</sup> Wskaźnik NCGI jest autorskim opracowaniem M. Sierpińskiej, A. Rucińskiego i P. Szczepankowskiego. Został przygotowany w sierpniu 2007 r. na zlecenie i potrzeby Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

- ułatwienie pomiaru determinant wzrostu wartości spółek ze względu na etap ich rozwoju,
- odzwierciedlenie dynamiki rozwoju spółek opartej na fundamentalnych wielkościach ekonomicznych, pokazujących bazę materialną oraz potencjał rozwojowy przedsiębiorstw i wyniki wykorzystania tego potencjału na ich aktualnym oraz nowym rynku produktów i usług.

Większość spółek notowanych na rynku NC stanowią firmy nowych technologii oraz przedsiębiorstwa będące w początkowym etapie swojego rozwoju, nierzadko również w fazie uruchomienia działalności, czyli tzw. „start-up”. Biorąc to pod uwagę, fundamentalne wielkości uwzględnione we wskaźniku NCGI oparte są na wielkościach bezwzględnych, szczególnie takich, jak przychody netto ze sprzedaży i wyniki finansowe (zyski lub straty) osiągane przez przedsiębiorstwo na różnych poziomach aktywności gospodarczej. Powszechnie znane relatywne mierniki analityczne nie spełniałyby oczekiwań badawczych, chociażby ze względu na trudności porównawcze między firmami, fazami ich rozwoju i sektorami działania.

Wskaźnik NCGI stanowi średnie ważone tempo wzrostu czterech wielkości finansowych, które, jak się wydaje, stanowią kluczowe determinanty rozwoju i wartości przedsiębiorstw. Są nimi: przychody ze sprzedaży, zysk ze sprzedaży, zysk z działalności operacyjnej zwiększony o amortyzację (EBITDA) i kapitał własny.

W kalkulacji wskaźnika NCGI przedmiotem badania nie są bezpośrednio bezwzględne wielkości podanych cząstkowych parametrów finansowych, lecz tempo ich zmiany w czasie, w okresach półrocznych, oznaczone odpowiednio w formule miernika przez  $\Delta P$ ,  $\Delta Z$ ,  $\Delta EBITDA$  i  $\Delta KW$ . W konsekwencji wskaźnik NCGI wyznaczany jest z algorytmu przedstawionego w tabeli 2.

Za bazowy poziom wskaźnika wzrostu NCGI, początkowy na dzień uruchomienia rynku NC, przyjęto wielkość równą 100. Do dnia 31 grudnia 2009 r. kalkulacja wskaźnika NCGI prowadzona była dwa razy do roku, w odstępach półrocznych, zgodnie z terminami przekazywania przez spółki na rynek informacji finansowej.<sup>3</sup> Ze względu na zmiany wymogów informacyjnych dla spółek rynku NC z dnia 27 lipca 2009 r.<sup>4</sup>, począw-

**Tabela 2.** Postać wskaźnika NCGI

Wskaźniki cząstkowe		Wagi
$\Delta P$	Zmiana przychodów netto ze sprzedaży	0,45
$\Delta Z$	Zmiana zysku ze sprzedaży	0,15
$\Delta EBITDA$	Zmiana zysku EBITDA	0,25
$\Delta KW$	Zmiana kapitałów własnych	0,15
$NCGI = 0,45 \times \Delta P + 0,15 \times \Delta Z + 0,25 \times \Delta EBITDA + 0,15 \times \Delta KW + 100$		

Źródło: Sierpińska i Szczepankowski, 2008, s. 94.

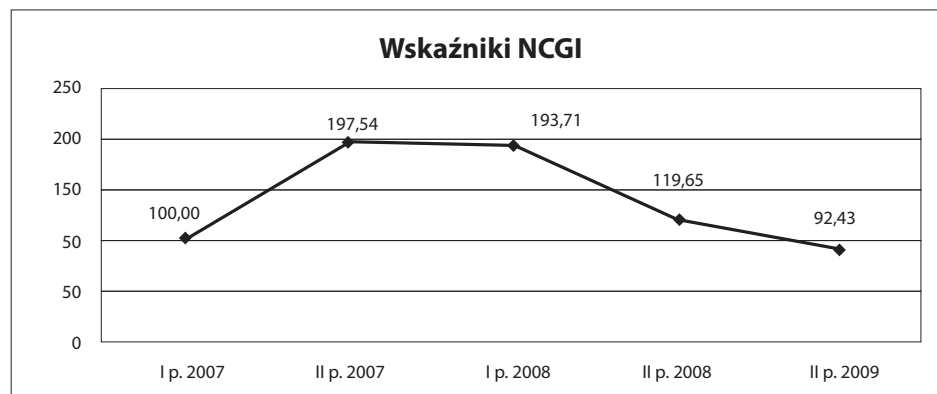
<sup>3</sup> Obliczenia wskaźnika NCGI i interpretacje otrzymanych wyników są autorskim opracowaniem P. Szczepankowskiego, zamieszczonym w trzech raportach dostępnych na stronach [www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl)

<sup>4</sup> Załącznik do Uchwały Nr 363/2009 Zarządu GPW w Warszawie z dnia 27 lipca 2009 roku : „Informacje bieżące i okresowe w ASO”.

**Tabela 3.** Wskaźnik NCGI w okresie 30.06.2007 r. – 30.06.2009 r.

Stan na dzień:	30.06.2007	31.12.2007	30.06.2008	31.12.2008	30.06.2009
NCGI	100,00	197,54	193,71	119,65	92,43
Zmiana NCGI (okres poprzedni = 100,00)	–	97,54%	–1,94%	–38,23%	–22,75%

Źródło: obliczenia własne.

**Rys. 3.** Kształtowanie się wskaźnika NCGI

Źródło: opracowanie własne.

szy od 2010 r. wskaźnik NCGI prawdopodobnie będzie liczony kwartalnie, czyli cztery razy w ciągu roku. Stosowną decyzję w tej sprawie podejmie Zarząd GPW w Warszawie. Wielkości NCGI na koniec kolejnych okresów półrocznych prezentowane są w tabeli 3 i na rys. 3.

Wielkości parametrów cząstkowych wskaźnika NCGI w poszczególnych okresach podane są natomiast w tabeli 4.

Wskaźnik NCGI wykazywał w pierwszym roku jego obliczania tendencję wzrostową. W II poł. 2008 r. nastąpiło załamanie tempa wzrostu i rozwoju spółek rynku NC, a wskaźnik NCGI znacznie obniżył swoją wielkość. Obliczony na dzień 30 czerwca 2009 r. wynosił 92,43 i był o 7,6% niższy w stosunku do jego wielkości początkowej. Z otrzymanych obliczeń oraz na podstawie analizy wybranych fundamentalnych wielkości finansowych należy stwierdzić, iż w ciągu dwóch lat spółki notowane na rynku NC:

- zahamowały lub spowolniły dynamikę swojego wzrostu, o czym świadczy obniżający się poziom wskaźnika NCGI, wywołany głównie spadkiem przychodów netto ze sprzedaży oraz zysku EBITDA;
- dysponują jednak ciągle znacznym potencjałem rozwoju (np. względnie stabilny kapitał własny, lepsza rentowność sprzedaży wywołana wzrostem zysku ze sprzedaży, mimo jednoczesnego spadku przychodów) – potencjałem, który może zostać wykorzystany w przyszłości, do wzmocnienia ich pozycji na rynku lub zabezpieczenia już istniejącej pozycji.



**Tabela 4.** Kształtowanie się składowych wskaźnika NCGI w okresie 30.06.2007 r. – 30.06.2009 r.

Pozycje	Waga	31.12.2007	30.06.2008	31.12.2008	30.06.2009
<b>DYNAMIKA ZMIANY</b>					
Przychody netto ze sprzedaży		81,72%	28,91%	-7,50%	-14,74%
Zysk ze sprzedaży		307,76%	-33,98%	-210,15%	59,56%
EBITDA		-51,14%	-56,96%	-11,33%	-97,64%
Kapitał własny		182,58%	29,27%	-3,36%	-4,23%
Liczba spółek uwzględnionych w NCGI		13	32	58	67
<b>WPLYW NA NCGI</b>					
Przychody netto ze sprzedaży	0,45	36,77%	13,01%	-3,37%	-6,63%
Zysk ze sprzedaży	0,15	46,16%	-5,10%	-31,52%	8,93%
EBITDA	0,25	-12,78%	-14,24%	-2,83%	-24,41%
Kapitał własny	0,15	27,39%	4,39%	-0,50%	-0,63%

Źródło: obliczenia własne.

Mimo częściowo pozytywnych sygnałów, ogólna zmiana tempa wzrostu i rozwoju spółek rynku NC jest niezadowolająca. Trwające w tym okresie spowolnienie gospodarcze w Polsce, będące efektem globalnego kryzysu finansowego, miało również swój bezpośredni wpływ na utrzymywanie się trendu osłabienia wzrostu i rozwoju spółek rynku NC.

Z powodu spowolnienia gospodarek ogólnoswiatowej i polskiej, a także obserwowanego niższego popytu wewnętrznego oraz zagranicznego, przychody netto ze sprzedaży w I poł. 2009 r. w stosunku do II poł. 2008 r. spadły w badanych spółkach o 14,74%, co z uwzględnieniem ich wagi udziałowej we wskaźniku NCGI, stanowiło obniżenie jego wielkości o 6,63%. Jest to wynik gorszy od tego, który był obserwowany w II poł. 2008 r., kiedy to zaobserwowano półroczny spadek wartości sprzedaży osiągananej przez spółki rynku NC na poziomie 7,5% oraz zdecydowanie słabszy w stosunku do I poł. 2008 r., kiedy to nastąpił wzrost przychodów ze sprzedaży o prawie 29%. Wynika z tego, że silniejsze spowolnienie wzrostu i rozwoju spółek rynku NC nastąpiło dopiero w I poł. 2009 r., prawdopodobnie głównie w pierwszym kwartale tego okresu, kiedy to wyniki w całej gospodarce były również najslabsze.

Wartość zysku ze sprzedaży wzrosła w badanych spółkach w I poł. 2009 r. w porównaniu z II poł. 2008 r. o 59,56%, co wpłynęło pozytywnie na wskaźnik NCGI w stopniu równym 8,93%. Mimo to należy nadmienić, iż w obu okresach spółki z rynku NC poniosły stratę ze sprzedaży, jednak w I poł. 2009 r. jej wartość w grupie badanych przedsiębiorstw była niższa niż we wcześniejszym półroczu. Wynik taki świadczy o dążeniu przez spółki do poprawy rentowności ze sprzedaży w warunkach malejących przychodów ze sprzedaży, co powinno być ocenione pozytywnie.

Wartość kapitału własnego badanych spółek spadła na koniec czerwca 2009 r. o 6,63% w stosunku do jego stanu na koniec 2008 r. Uwzględniając udział zmiany wartości kapitału własnego w mierniku NCGI, spadek jego poziomu wpłynął na obniżkę NCGI w niewielkim stopniu, o ok. 0,6%. Sytuacja ta była wywołana przede wszystkim

spadkiem rentowności netto spółek, czyli osiągniętej przez nie kwoty wyniku finansowego netto jako składnika kapitału własnego, bowiem w ujęciu bilansowym, wynik finansowy netto jest zapisywany do kapitałów własnych i jeśli jego wielkość jest ujemna lub niższa niż w porównywalnym poprzednim okresie, obniża to łączną dynamikę zmiany wartości kapitałów własnych. Innymi słowy, wzrost wartości kapitału własnego, powstający naturalnie w wyniku emisji akcji, został zahamowany spadkami wyniku finansowego netto spółek rynku NC.

Potwierdzenie tego faktu odnajdujemy w czwartym z parametrów wskaźnika NCGI. Najważniejszy wpływ na kształtowanie się wielkości NCGI miał spadek zysku z działalności operacyjnej powiększonego o amortyzację (EBITDA). Należy jednak nadmienić, iż w badanym okresie zysk EBITDA był dodatni, jedynie tempo jego zmiany było trwale malejące. Sytuacja ta wynikała głównie z wpływu amortyzacji na wielkość EBITDA. Amortyzacja z okresu na okres była coraz niższa, co wynikało prawdopodobnie z ograniczenia inwestycji spółek w aktywa trwałe oraz częściowego wyzbycia się tych aktywów, celem zmniejszenia kosztów ich utrzymania.

Ze względu na fakt, iż cyklicznie prowadzone badanie całego rynku NC miernikiem NCGI nie wskazuje na efekty oraz determinanty finansowe wzrostu i rozwoju spółek w poszczególnych sektorach ich działania, postanowiono dokonać analizy porównawczej kształtowania się branżowych NCGI. Wyniki tej oceny zawarte są w kolejnym punkcie opracowania.

#### **4. Ocena determinant wzrostu i rozwoju spółek rynku NewConnect w ujęciu sektorowym**

Analiza wskaźnika NCGI w ujęciu branżowym została przygotowana z uwzględnieniem sektorów spółek rynku NC i liczebności przedsiębiorstw w poszczególnych branżach na dzień 30 czerwca 2009 r. Łącznie w tym czasie notowanych było na rynku NewConnect 91 spółek, zakwalifikowanych do 11 sektorów (por. tabela 1). Ze względu na niską reprezentatywność spółek sektora telekomunikacyjnego, w dalszej analizie połączono ten sektor z przedsiębiorstwami zaliczanymi do branży media. Podobnie poczyniono z firmami sektora ochrona zdrowia, które zestawiono ze spółkami sektora wypoczynek.

Wskaźnik NCGI dla poszczególnych sektorów był obliczany zgodnie z metodologią dotyczącą całego rynku. Wyniki obliczeń podane są w tabeli 5, a trend zmiany poziomu branżowych NCGI przedstawiono na rys. 4.

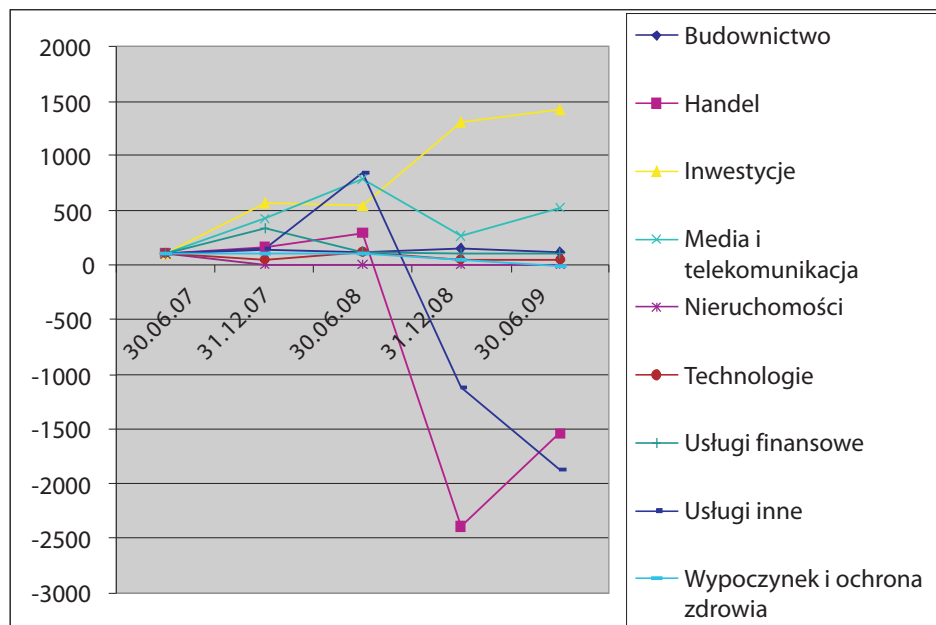
Interpretując zamieszczone w tabeli 5 i prezentowane na rys. 4 wyniki obliczeń wskaźnika NCGI w ujęciu sektorowym należy zauważyć, iż największy pozytywny wpływ na ogólną sytuację na całym rynku NC oraz na wielkość miernika wzrostu i rozwoju powyżej początkowego jego poziomu równego 100,00 miały w badanym okresie spółki z sektorów: budownictwa, inwestycji, mediów i telekomunikacji oraz usług finansowych. Wskazuje to na utrzymywanie się trendu rozwoju przedsiębiorstw rynku NC w tych branżach, chociaż ich efektywność i tempo zmian było zróżnicowane. W żadnym z tych sektorów nie zanotowano stałej dynamiki wzrostowej. Spółki budowlane osiągały zdecydowanie bardziej efektywny wzrost i rozwój w drugiej połowie każdego roku, rzędu dyna-

Tabela 5. Wskaźnik NCGI poszczególnych sektorów rynku NC

Stan na dzień:	30.06.2007	31.12.2007	30.06.2008	31.12.2008	30.06.2009
<b>BUDOWNICTWO</b>					
NCGI	100,00	135,54	117,28	145,43	119,38
Zmiana NCGI (okres poprzedni = 100,00)	-	35,54%	-13,47%	24,01%	-17,91%
<b>HANDEL</b>					
NCGI	100,00	159,96	298,96	-2397,69	-1545,07
Zmiana NCGI (okres poprzedni = 100,00)	-	59,96%	86,90%	-902,01%	35,56%
<b>INWESTYCJE</b>					
NCGI	100,00	576,56	536,55	1308,20	1420,34
Zmiana NCGI (okres poprzedni = 100,00)	-	476,56%	-6,94%	143,82%	8,57%
<b>MEDIA I TELEKOMUNIKACJA</b>					
NCGI	100,00	419,38	785,40	271,15	530,55
Zmiana NCGI (okres poprzedni = 100,00)	-	319,38%	87,27%	-65,48%	95,67%
<b>NIERUCHOMOŚCI</b>					
NCGI	100,00	-1,24	3,48	-0,52	-0,50
Zmiana NCGI (okres poprzedni = 100,00)	-	-101,24%	380,24%	-114,87%	4,01%
<b>TECHNOLOGIE</b>					
NCGI	100,00	50,06	126,79	55,26	52,92
Zmiana NCGI (okres poprzedni = 100,00)	-	-49,94%	153,89%	-56,42%	-4,24%
<b>USŁUGI FINANSOWE</b>					
NCGI	100,00	335,48	123,90	113,74	104,39
Zmiana NCGI (okres poprzedni = 100,00)	-	235,48%	-63,07%	-8,20%	-8,22%
<b>USŁUGI INNE</b>					
NCGI	100,00	151,20	849,12	-1126,06	-1871,62
Zmiana NCGI (okres poprzedni = 100,00)	-	51,20%	461,60%	-232,62%	-66,21%
<b>WYPOCZYNEK I OCHRONA ZDROWIA</b>					
NCGI	100,00	100,00	100,00	45,68	-9,90
Zmiana NCGI (okres poprzedni = 100,00)	-	-	-	-54,32%	-121,68%

Źródło: obliczenia własne.

Rys. 4. Kształtowanie się wskaźnika NCGI w ujęciu sektorowym



Źródło: opracowanie własne.

miki zmian 25%–35%. Pierwsze półrocza były dla tych firm okresami spadku wyników finansowych w tempie rzędu 13%–18%. Podobnie sprawa przedstawiała się w branży inwestycyjnej. Wysokie tempo wzrostu i rozwoju obserwowane było w drugiej połowie, a mniejsze lub ujemne w pierwszej połowie każdego roku. Z kolei spółki medialne i telekomunikacyjne utrzymywały w badanym okresie wysokie tempo wzrostu i rozwoju, poza II poł. 2008 r., kiedy zanotowano spadek wskaźnika NCGI w tym sektorze o prawie 65,5%, co prawdopodobnie było zależne od pogarszania się ich wyników gospodarczych na skutek początkowego okresu globalnego kryzysu finansowego. W końcu spółki usług finansowych, po okresie bardzo dynamicznego wzrostu w II poł. 2007 r., począwszy od 2008 r. notują stopniowe pogarszanie się tempa swojego wzrostu i rozwoju.

Na koniec badanego okresu ujemny wskaźnik NCGI lub niższy od jego wielkości bazowej równej 100,00 osiągnęły spółki z sektorów: handlu, nieruchomości, technologii, usług innych oraz wypoczynku i ochrony zdrowia. Przedsiębiorstwa z tych branż obniżały ogólny wskaźnik NCGI obliczany dla całego rynku NC. Najgorszą efektywnością cechowały się firmy handlowe oraz z sektora innych usług. Dla przedsiębiorstw z tych sektorów najgorsza była II poł. 2008 r. To wtedy firmy te zanotowały silną obniżkę swoich wyników finansowych, która skutkowałą spadkiem branżowego NCGI do poziomu ujemnego. W I poł. 2009 r. negatywny trend zaczął stopniowo odwracać się, co zapowiada poprawę efektywności ich funkcjonowania. Z kolei spółki sektora technologii nie osiągnęły jeszcze negatywnej wielkości miernika NCGI, ale od II poł. 2008 r. utrzymuje się

jego trend spadkowy, co w przyszłości może jeszcze obniżyć efektywność ich działalności gospodarczej na rynku. Sytuacja taka wystąpiła już w sektorze wypoczynku i ochrony zdrowia.

Prześledźmy teraz kształtowanie się parametrów cząstkowych syntetycznego wskaźnika NCGI w poszczególnych sektorach, aby ocenić, które z wielkości finansowych i w jakim stopniu determinują efektywność wzrostu i rozwoju przedsiębiorstw rynku NC. Dynamikę zmiany wartości przychodów ze sprzedaży przedstawiono w tabeli 6.

Jak wykazano wcześniej, na całym rynku NC w badanym okresie obserwowany był stopniowy trend obniżania się tempa wzrostu przychodów ze sprzedaży, co wskazuje na pogarszanie się koniunktury gospodarczej spółek tego rynku, choć oczywiście w całym dwuletnim czasie analizy łączna wartość sprzedaży wszystkich przedsiębiorstw wzrosła. Ta ostatnia uwaga dotyczy nie tylko całego rynku NC, ale również sytuacji we wszystkich jego sektorach. Najgorszymi z badanych okresów była II poł. 2008 r. i I poł. 2009 r. W pierwszym z nich, spółki z trzech sektorów (inwestycje, media i telekomunikacja oraz nieruchomości) uzyskały ujemne tempo zmiany wartości przychodów ze sprzedaży, natomiast w I poł. 2009 r. spadki sprzedaży zarejestrowano w branżach technologii, usług innych oraz wypoczynku i ochrony zdrowia. Stale rosnące tempo wzrostu przychodów ze sprzedaży w badanym okresie wykazały spółki z sektora handlu oraz usług finansowych. Łączne, bardzo wysokie tempo wzrostu zaobserwowano w sektorze nieruchomości, choć od II poł. 2008 r. notowany jest spadek sprzedaży firm tej branży. Relatywnie niewielkie, w stosunku do pozostałych sektorów, ogólne tempo zmiany przychodów ze sprzedaży cechuje spółki sektora budowlanego.

Kolejnym parametrem cząstkowym syntetycznego wskaźnika koniunktury wzrostu i rozwoju spółek rynku NC jest zmiana wartości zysku ze sprzedaży. Wielkości tych zmian w spółkach poszczególnych sektorów przedstawia tabela 7.

**Tabela 6.** Dynamika zmiany wartości przychodów ze sprzedaży (w %) spółek rynku NC z podziałem na poszczególne sektory

Sektor	II poł. 2007	I poł. 2008	II poł. 2008	I poł. 2009	Łącznie w badanym okresie
Budownictwo	10,61	-11,94	17,13	11,54	27,34
Handel	101,54	96,21	70,24	11,22	279,21
Inwestycje	192,27	21,25	-69,33	81,91	226,10
Media i telekomunikacja	52,89	95,94	-4,35	81,41	225,89
Nieruchomości	4,18	676,75	-75,37	0,20	605,76
Technologie	62,84	140,49	15,95	-30,93	188,35
Usługi finansowe	55,84	4,87	18,08	44,42	123,21
Usługi inne	5,32	413,77	85,98	-32,29	472,78
Wypoczynek i ochrona zdrowia	b.d.	b.d.	96,43	-25,33	71,10
<b>Ogólna zmiana dla całego rynku NC*</b>	<b>81,72</b>	<b>28,91</b>	<b>-7,50</b>	<b>-14,74</b>	<b>88,39</b>

\* Uwaga: Ogólna zmiana dla rynku NC nie jest średnią sektorową zmianą przychodów ze sprzedaży.

Źródło: obliczenia własne.

**Tabela 7.** Dynamika zmiany wartości zysku ze sprzedaży (w %) spółek rynku NC z podziałem na poszczególne sektory

Sektor	II poł. 2007	I poł. 2008	II poł. 2008	I poł. 2009	Łącznie w badanym okresie
Budownictwo	7,44	-2,09	25,35	-104,75	-74,05
Handel	16,64	93,39	-6035,91	71,67	-5854,21
Inwestycje	234,30	-8,73	190,47	-66,81	349,23
Media i telekomunikacja	474,60	213,08	-157,16	337,02	867,54
Nieruchomości	-575,18	162,89	-229,33	-53,88	-695,50
Technologie	-488,66	168,20	-314,37	50,07	-584,76
Usługi finansowe	458,48	-189,84	-108,10	8,32	168,86
Usługi inne	254,31	-193,43	-1844,23	35,10	-1748,25
Wypoczynek i ochrona zdrowia	b.d.	b.d.	-454,47	-23,55	-478,02
<b>Ogólna zmiana dla całego rynku NC*</b>	<b>307,76%</b>	<b>-33,98%</b>	<b>-210,15%</b>	<b>59,56%</b>	<b>123,19</b>

\* Uwaga: Ogólna zmiana dla rynku NC nie jest średnią sektorową zmianą przychodów ze sprzedaży.  
Źródło: obliczenia własne.

Najtrudniejszym okresem dla osiągnięcia zysku ze sprzedaży przez spółki rynku NC była II poł. 2008 r. W tym czasie wystąpiła wysoka ujemna dynamika zmiany wartości tego zysku w prawie wszystkich badanych sektorach, poza budownictwem i inwestycjami. Znaczne straty ze sprzedaży osiągnęły w tym okresie spółki handlowe oraz świadczące inne usługi. Jednakże już w kolejnym półroczu (I poł. 2009 r.), firmy tych branż zaczęły odwracać powstały wcześniej negatywny trend zmiany zysku ze sprzedaży, przede wszystkim w wyniku poprawy wartości przychodów ze sprzedaży oraz polityki oszczędnościowej w zakresie kosztów operacyjnych. Mimo to, w całym rozpatrywanym czasie, spółki tych branż charakteryzują się łącznym spadkiem kwoty zysku ze sprzedaży.

Łączną największą dodatnią dynamiką wzrostu zysku ze sprzedaży cechują się spółki z sektorów mediów i telekomunikacji, inwestycji oraz usług finansowych. Te sektory można uznać za najbardziej rentowne. Zdecydowanie deficytowymi są usługi inne, wypoczynek i ochrona zdrowia, handel, budownictwo, obrót nieruchomościami oraz technologie. Można domniemywać, że małe i średnie przedsiębiorstwa tych sektorów są najbardziej wrażliwe na zmiany zachodzące w otoczeniu makro i mikroekonomicznym, szczególnie wpływające na globalny popyt. W tych podmiotach szczególna uwaga powinna być skoncentrowana na ograniczaniu kosztów działalności operacyjnej.

W obliczaniu wskaźnika syntetycznego NCGI wykorzystywana jest jeszcze dynamika zmiany innego rodzaju zysku osiąganego przez poszczególne spółki, czyli zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację (EBITDA). Wyniki szczegółowych obliczeń zmian tego rodzaju zysku dla spółek w poszczególnych sektorach podane są w tabeli 8.

Kształtowanie się zmiany zysku EBITDA spółek rynku NC wykazuje w badanym czasie stałą tendencję spadkową, z najsilniejszym okresem ujemnej dynamiki zmiany jego wartości w I poł. 2009 r. W sektorach: handel, nieruchomości oraz wypoczynek

**Tabela 8.** Dynamika zmiany wartości zysku EBITDA (w %) spółek rynku NC z podziałem na poszczególne sektory

Sektor	II poł. 2007	I poł. 2008	II poł. 2008	I poł. 2009	Łącznie w badanym okresie
Budownictwo	75,83	-41,16	50,36	-44,70	40,33
Handel	18,26	-8,66	-117,32	72,27	-35,45
Inwestycje	429,10	-78,99	592,41	-80,71	861,81
Media i telekomunikacja	649,79	20,54	-176,47	30,63	524,49
Nieruchomości	-109,41	202,89	-213,94	48,57	-71,89
Technologie	-50,79	206,78	-94,01	2,52	64,50
Usługi finansowe	354,75	-167,86	-5,93	-108,02	72,94
Usługi inne	-31,44	1142,40	-87,08	-222,94	800,94
Wypoczynek i ochrona zdrowia	b.d.	b.d.	-123,54	-414,95	-538,49
<b>Ogólna zmiana dla całego rynku NC*</b>	<b>-51,14</b>	<b>-56,96</b>	<b>-11,33</b>	<b>-97,64</b>	<b>-217,07</b>

\* Uwaga: Ogólna zmiana dla rynku NC nie jest średnią sektorową zmianą przychodów ze sprzedaży.  
Źródło: obliczenia własne.

i ochrona zdrowia zanotowano w badanym okresie łączny spadek wartości zysku EBITDA osiąganego przez spółki rynku NC, z tym że w handlu najsilniejszy spadek EBITDA wystąpił w II poł. 2008 r., w sektorze nieruchomości zarówno w II poł. 2007 r., jak i w II poł. 2008 r., a w sektorze wypoczynku i ochrony zdrowia w II poł. 2008 r. i I poł. 2009 r. Podobnie jak w przypadku zysku ze sprzedaży, najtrudniejszymi okresami dla spółek w zakresie zysku EBITDA była II poł. 2008 r. i I poł. 2009 r. W tym czasie spółki w największej liczbie badanych sektorów obniżyły swój EBITDA.

Wzrost zysku EBITDA w całym badanym okresie dotyczy głównie firm z sektorów budownictwa, inwestycji, mediów i telekomunikacji, technologii oraz usług finansowych i innych. Można wnioskować, iż w tych branżach oddziaływanie amortyzacji na rentowność operacyjną jest znaczne. W handlu czy w sektorze wypoczynku i ochrony zdrowia amortyzacja ma niewielki wpływ na zyskowność na poziomie EBITDA. Wpływ amortyzacji należy również rozpatrywać w kontekście polityki inwestycyjnej przedsiębiorstw. Tam, gdzie następował znaczny wzrost wartości EBITDA, tam zrealizowano znaczne inwestycje wpływające na wzrost i rozwój spółek, które były między innymi finansowane nowo pozyskiwanym z rynku NC kapitałem własnym.

W kolejnej tabeli 9 przedstawiono wyniki w zakresie dynamiki zmiany wartości kapitału własnego w badanych spółkach rynku NC w analizowanym okresie.

Jednym z kluczowych motywów wejścia spółek na rynek NC jest pozyskanie dodatkowego kapitału na finansowanie własnego wzrostu i rozwoju. Z danych zawartych w tabeli 9 wyraźnie widać, iż spółki bez względu na sektor realizowały ten cel skutecznie i znacznie powiększyły swoje kapitały własne. Największą dynamikę wykazały przedsiębiorstwa sektorów inwestycji, mediów i telekomunikacji oraz innych usług. Najmniejszy przyrost kapitału własnego był obserwowany w spółkach zajmujących się budow-

**Tabela 9.** Dynamika zmiany wartości kapitału własnego (w %) spółek rynku NC z podziałem na poszczególne sektory

Sektor	II poł. 2007	I poł. 2008	II poł. 2008	I poł. 2009	Łącznie w badanym okresie
Budownictwo	71,29	16,69	-0,62	25,20	112,56
Handel	48,06	211,73	7,33	11,28	278,40
Inwestycje	1650,76	30,37	-11,06	12,74	1682,81
Media i telekomunikacja	417,95	46,69	27,83	5,46	497,93
Nieruchomości	70,07	3,80	46,18	-0,96	119,10
Technologie	51,04	91,62	47,11	10,27	200,04
Usługi finansowe	352,60	34,54	9,05	-16,39	379,80
Usługi inne	123,43	125,46	180,64	-8,05	421,48
Wypoczynek i ochrona zdrowia	b.d.	b.d.	8,93	-20,10	-11,17
<b>Ogólna zmiana dla całego rynku NC*</b>	<b>182,58</b>	<b>29,27</b>	<b>-3,36</b>	<b>-4,23</b>	<b>204,26</b>

\* Uwaga: Ogólna zmiana dla rynku NC nie jest średnią sektorową zmianą przychodów ze sprzedaży.  
Źródło: obliczenia własne.

nictwem, obrotem nieruchomościami oraz wypoczynkiem i ochroną zdrowia. W tym ostatnim sektorze łącznie obniżyła się w badanym okresie wartość kapitału własnego, przede wszystkim z powodu strat netto wykazanych przez spółki tej branży. Okresami wzrostu wartości kapitału własnego spółek w każdym analizowanym sektorze ich aktywności gospodarczej była II poł. 2007 r. i I poł. 2008 r. Główną determinantą tej sytuacji była dynamicznie rosnąca liczba spółek wchodzących na rynek NC. Mimo, że przyrost liczby spółek na rynku NC występował również w II poł. 2008 r., to ze względu na straty netto firm sektorów handlu i inwestycji kapitały własne spadły łącznie w tym czasie. Największą obniżkę kapitałów własnych ogółem wykazano w I poł. 2009 r., a sektorami z malejącą jego wartością były usługi finansowe i usługi inne, nieruchomości oraz wypoczynek i ochrona zdrowia.

## Zakończenie

Z przeprowadzonego badania efektywności funkcjonowania sektorów rynku alternatywnego systemu obrotu NewConnect za okres dwóch lat wynika, iż najlepiej ze wzrostem i rozwojem radziły sobie spółki z sektorów tzw. „nowej ekonomii”, innowacyjne, zajmujące się usługami medialnymi, telekomunikacyjnymi i finansowymi oraz funkcjonujące w branżach tradycyjnych (np. budownictwo). W ocenianym okresie najniższą dynamiką rozwoju charakteryzowały się przede wszystkim spółki handlowe, świadczące usługi ochrony zdrowia oraz sprzedające usługi turystyczne, choć i w tych przypadkach następuje stopniowa poprawa ich sytuacji ekonomicznej. Ponadto rezultaty analizy nie pozwalają sądzić, iż wskaźnik NCGI powinien być obliczany dla poszczególnych sekto-



rów, a nie jak dotychczas, dla całego rynku. Dopóki nie będzie funkcjonował indeks giełdowy rynku NC w ujęciu sektorowym, to również nie ma najmniejszego sensu obliczać sektorowych NCGI.

Wyniki analizy jednoznacznie potwierdziły, iż rynek NewConnect jest atrakcyjnym miejscem oceny i wyceny przedsięwzięć oraz efektywności funkcjonowania spółek małych i średnich, młodych, dążących do dynamicznego rozwoju, innowacyjnych, bez względu na sektor ich działalności. Rynek NC wnosi tym spółkom pokaźny kapitał wiedzy i doświadczenia do przygotowania ewentualnej zmiany rynku obrotu akcji z alternatywnego na regulowany, gdzie firmy te będą bardziej obserwowane przez inwestorów i analityków finansowych.

## Bibliografia

- Aspadarec W., *NewConnect* [w:] *Finanse 2009 – Teoria i praktyka. Rynki finansowe i ubezpieczenia*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 550, Ekonomiczne Problemy Usług nr 40, Szczecin 2009.
- Biuletyn Statystyczny NewConnect, I połowa 2009 r.
- Kordela D., *Alternatywne rynki papierów wartościowych w Europie – geneza, systematyka i rozwój* [w:] *Finanse 2009 – Teoria i praktyka. Rynki finansowe i ubezpieczenia*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 550, Ekonomiczne Problemy Usług nr 40, Szczecin 2009.
- NewConnect po roku. Raport z okresu dojrzwania*, Giełda Papierów Wartościowych, Warszawa 2008.
- Porębski Ł., *Rynki alternatywne na świecie*, e-Biuletyn NewConnect, 2009 nr 1,2 i 3.
- Sierpińska A., Sierpińska M., *Analiza porównawcza alternatywnych systemów obrotu giełdowego* [w:] *Zarządzanie finansami we współczesnych przedsiębiorstwach. Finansowanie i działalność inwestycyjna przedsiębiorstw*, P. Szczepankowski (red.), Vizja Press & IT, Warszawa 2009.
- Sierpińska A., Sierpińska M., *NewConnect jako źródło pozyskania kapitału dla małych podmiotów gospodarczych* [w:] *Nowe trendy i wyzwania w zarządzaniu*, E. Weiss, M. Godlewska (red.), Vizja Press & IT, Warszawa 2007.
- Sierpińska M., Szczepankowski P., *Badanie koniunktury spółek rynku NewConnect. Metodologia i próbną weryfikacja proponowanych modeli*, „Badania Operacyjne i Decyzje”, 2008 nr 3.
- Smygała E., *Wskaźniki rynku NewConnect*, e-Biuletyn NewConnect, 2009 nr 19.
- Szczepankowski P., *Funkcjonowanie i rozwój rynku alternatywnego systemu obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie* [w:] *Innowacje finansowe*, S. Antkiewicz, M. Kalinowski (red.), CeDeWu, Warszawa 2008.
- Szczepankowski P., *Ewolucja funkcjonowania oraz efektywność wzrostu i rozwoju spółek rynku NewConnect – alternatywnego systemu obrotu w Polsce*, „Współczesna Ekonomia”, 2008 nr 4 (8).
- Szczepankowski P., *Problematyka oceny wzrostu, rozwoju i wartości spółek giełdowego rynku alternatywnego systemu obrotu NewConnect*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego nr 6, Szczecin 2008.

## **NewConnect Market Companies Growth and Development Efficiency in the Branch of Industry Approach**

---

### **Summary**

*The article is an empirical research of growth and development efficiency of stock companies quoted on NewConnect – Warsaw Stock Exchange alternative trading system. The analysis was made in the industry branch approach. The main tool of research was the special coefficient called NCGI (NewConnect Growth Indicator). The article shows sector differences of the companies' growth and presents economic factors which could influence on these differences.*