

Piotr Szczepankowski*

Ewolucja funkcjonowania oraz efektywność wzrostu i rozwoju spółek rynku NewConnect – alternatywnego systemu obrotu giełdowego w Polsce

Streszczenie

Rynek alternatywnego systemu obrotu giełdowego został zorganizowany i uruchomiony w Polsce przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie dnia 30 sierpnia 2007 r. Nosi nazwę NewConnect. Artykuł opisuje podstawowe zasady funkcjonowania tego rynku. Przedstawia pierwsze doświadczenia oraz spostrzeżenia dotyczące działania alternatywnej platformy obrotu w naszym kraju. Jego głównym punktem jest przede wszystkim przedstawienie wyników finansowych osiągniętych przez spółki rynku NewConnect za okres II poł. 2007 r. – I poł. 2008 r. zestawionych w jednym, syntetycznym mierniku oceny ich wzrostu i rozwoju – NCGI (NewConnect Growth Indicator) oraz jego parametrach częściowych.

Wprowadzenie

Alternatywny system (platforma) obrotu (ang. *Alternative Trading System – ATS*) jest definiowany jako organizowany przez firmę inwestycyjną (np. dom maklerski) lub spółkę prowadzącą rynek regulowany (giełda papierów wartościowych) wielostronny system obrotu dokonywanego poza rynkiem regulowanym, którego przedmiotem są papiery wartościowe lub (i) instrumenty rynku pieniężnego, zapewniający koncentrację podaży i popytu w sposób umożliwiający zawieranie transakcji pomiędzy uczestnikami tego rynku. Innymi słowy, system alternatywnego obrotu to swoistego rodzaju instytucja, która nie będąc regulowaną tak, jak giełda, jest operatorem systemu kojarzącego popyt

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

i podaż na dane instrumenty finansowe wewnątrz tego systemu. Głównym celem powoływania przez instytucje finansowe alternatywnych systemów obrotu jest możliwość obniżenia kosztów transakcyjnych oraz zaoferowania usług komplementarnych w stosunku do rynków regulowanych (Dąbrowska, Wargacki, 2008).

Alternatywny system obrotu został również zdefiniowany Dyrektywą Komisji Europejskiej w sprawie usług finansowych z listopada 2002 r. (Dyrektywa 93/22/EEC), wprowadzonej w życie w 2004 r. Zapisano w niej możliwość tworzenia alternatywnych platform obrotu jako usług konkurencyjnych wobec klasycznych usług giełdowych oraz zdefiniowano, iż „ATS jest to prowadzenie wielostronnego systemu skupiającego strony zainteresowane kupnem lub sprzedażą instrumentów finansowych poprzez system oraz zgodnie z niedyskryminacyjnymi regułami ustanowionymi przez operatora systemu – w sposób, który prowadzi do umowy lub skutkuje umową”.

Giełdowe i pozagiełdowe alternatywne systemy obrotu rozwinęły się przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych. Obserwowany jest również ich dynamiczny rozwój w Europie, szczególnie w Wielkiej Brytanii, gdzie działa najbardziej znany rynek alternatywny „starego kontynentu”, czyli londyński AIM (ang. *Alternative Investment Market*).

Na rynkach alternatywnych stosowane są rozwiązania zwiększające bezpieczeństwo inwestorów. Najważniejszym z nich jest konieczność współpracy notowanych spółek z uprawnionymi (autoryzowanymi przez giełdę) doradcami (w zależności od rynku, nazywanymi *Listing Sponsors*, *Certified Advisors*, *Nominated Advisors*), pełniącymi rolę pośredników między spółkami a rynkiem i inwestorami. W zależności od rynku, współpraca ta jest obowiązkowa przez określony czas lub przez cały okres notowań. Różnice między przyjętymi w tym zakresie rozwiązaniami można sprowadzić do dwóch zagadnień: stopnia ochrony interesów inwestorów oraz przyszłości spółek notowanych na rynkach alternatywnych i charakteru samego rynku, traktowanego jako konkurencyjny wobec rynku regulowanego.

Rynki alternatywnego systemu obrotu są strukturami dość pojemnymi, w których dobrze funkcjonują firmy znajdujące się na każdym etapie rozwoju. Są rozwiązaniem zarówno dla młodych, rozwijających się przedsiębiorstw, jak i dla dojrzałych, rozwiniętych spółek.

1. Charakterystyka polskiego giełdowego rynku alternatywnego systemu obrotu

Uruchomiony w dniu 30 sierpnia 2007 r. przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie rynek alternatywnego systemu obrotu NewConnect (NC) został zaprojektowany w oparciu o wzorce i praktyki stosowane od kilku lat na rynkach światowych. Działając równolegle przy funkcjonującym rynku regulowanym pełni on kilka funkcji. Przede wszystkim stanowi ofertę do pozyskania kapitału dla rozwijających się, dynamicznych i innowacyjnych spółek, zarówno polskich, jak i zagranicznych. Oferuje dostęp do kapitału na zbliżonych zasadach, jak na innych europejskich rynkach alternatywnych, ale przy istotnie mniejszych kosztach jego pozyskania, co wynika zarówno z wartości przeciętnej kwoty emisji, jak również kosztów usług doradczych i audytorskich w Polsce.

Wraz z rozwojem tego rynku należy spodziewać się wyrównania tych aktualnie korzystnych dla rynku NC dysproporcji, a źródeł dalszej przewagi konkurencyjnej upatrywać należy w planowanej koncentracji tej platformy obrotu na rynkach Europy Środkowo-Wschodniej, krajach nowych członków Unii Europejskiej (w tym: Bułgarii i Rumunii) oraz na Ukrainie i w Rosji.

Jako rozwiązanie przygotowane na miarę potrzeb i możliwości finansowych spółek, polski rynek alternatywny charakteryzuje się innymi zasadami dopuszczenia akcji do obrotu giełdowego, a przede wszystkim szybszą procedurą wejścia i mniejszymi wymaganiami informacyjnymi po debiucie. Uszczegółowiając:

- nie ma ograniczeń co do wielkości spółki, bowiem na rynku NC notowane mogą być również spółki nowo założone, czyli tzw. „start up”,
- spółki powinny cechować się perspektywą i możliwościami szybkiego, dynamicznego wzrostu i rozwoju,
- sposób emisji akcji może być zarówno ofertą prywatną, jak i oczywiście ofertą publiczną,
- spółki tylko raz do roku przedstawiają pełną informację o swoich wynikach finansowych, a po zakończeniu pierwszego półrocza tylko wybrane dane finansowe,
- dopuszczalne jest dowolne rozproszenie lub koncentracja akcjonariuszy, ma być zapewniona jedynie płynność aktywów na rynku,
- czas wprowadzenia akcji do obrotu trwa krótko – od tygodnia do miesiąca.

2. Profil i oczekiwania spółek giełdowego alternatywnego systemu obrotu w Polsce

Wspomniano, iż giełdowy rynek alternatywnego systemu obrotu jest przeznaczony głównie dla spółek z sektora małych i średnich przedsiębiorstw, które:

- 1) są młode, ale cechują się wysoką dynamiką oraz możliwościami wzrostu i rozwoju,
- 2) działają w branżach innowacyjnych, głównie w sektorach nowych technologii, a co za tym idzie, ich funkcjonowanie obciążone jest podwyższonym ryzykiem,
- 3) są zainteresowane szybkim pozyskaniem znacznych kwot kapitału,
- 4) są w fazie „start up”, czyli nie mogą wykazać się historią swojej działalności gospodarczej i osiąganymi z niej fundamentalnymi wynikami finansowymi.

W pierwszym dniu notowań na rynku NC zadebiutowało 5 spółek. Na koniec grudnia 2008 r., czyli po prawie półtorarocznym funkcjonowaniu alternatywnej platformy obrotu, notowane były 84 spółki, co daje średnio ok. 5 debiutów miesięcznie. Wartość kapitalizacji rynku wynosi ok. 1,4 mld zł. W ciągu kilkunastu miesięcy rynek NC zdominowały przedsiębiorstwa, które można pogrupować w pięć podstawowych sektorów, takich jak:

- 1) informatyka, media i nowe technologie,
- 2) usługi finansowe,
- 3) usługi deweloperskie,
- 4) produkcja i sprzedaż,
- 5) inne usługi.

Spółki, które wprowadziły lub mają zamiar wprowadzić swoje akcje do obrotu na rynku NC podają różne przesłanki swoich decyzji. Można z tych informacji wyodrębnić następujące główne motywy wprowadzenia spółek na rynek alternatywnego systemu obrotu (Koper, 2008: A.04-A.05):

1. Łatwiejsze, szybsze, mniej kosztowne i czasochłonne pozyskanie kapitału na rozwój, oraz realizację konkretnych planów inwestycyjnych. Jest to przesłanka istotna dla grupy małych i średnich przedsiębiorstw, gdyż firmy te są we wstępnej (wczesnej) fazie swojego wzrostu oraz rozwoju i mają nierzadko utrudniony dostęp do innych źródeł finansowania.
2. Chęć poznania rynkowej wartości spółki, czy też kapitału własnego i spieniężenie udziałów w spółce przez dotychczasowych właścicieli.
3. Osiągnięcie efektu informacyjnego i promocyjno-marketingowego. Spółka staje się bardziej przejrzysta, a tym samym postrzegana jako bardziej godna zaufania, zarówno dla inwestorów, jak i kontrahentów czy nawet konkurencji, poprawia swoją pozycję w branży, spodziewa się wzrostu liczby zleceń, ofert, a w konsekwencji wielkości i wartości sprzedaży, zwiększa swoją rozpoznawalność w branży, nawiązuje współpracę z liczącymi się partnerami biznesowymi.
4. Chęć wyprzedzenia konkurencji i pojawienie się na rynku publicznym jako spółka jedna z pierwszych z danej branży, nierzadko specyficznej, jak np. doradztwo, usługi finansowe (maklerskie, obrotu wierzytelnościami itp.), marketingowe i PR, obrotu nieruchomościami. Może to przybliżyć zakres, skalę i problematykę danej działalności szerszemu gronu inwestorów.
5. Ważny, ale początkowy etap w dotarciu do rynku regulowanego poprzez poznanie procesu wprowadzania akcji do obrotu publicznego i giełdowego. Ponad 80% spółek notowanych na rynku NC zamierza przenieść się na rynek regulowany (urzędowy). Pozostali wolą pozostać na dłużej na rynku alternatywnym, a w dalszej perspektywie także przenieść się na rynek regulowany (por. tabela 1).
6. Spółka zbyt krótko działa w formie spółki akcyjnej, aby można było myśleć o debiucie na rynku regulowanym GPW. Są to spółki o niewielkiej wartości, które nie mogą również przedstawić wieloletnich sprawozdań finansowych, pozwalających spełnić wymogi informacyjne przy wejściu na rynek regulowany.

W tabeli 2 podano liczbę wskazań wybranych motywów wprowadzenia spółki do obrotu na rynku alternatywnym w Polsce.

Tabela 1. Liczba spółek zamierzających przenieść z rynku alternatywnego na regulowany

Rodzaj odpowiedzi	Liczba wskazań	Odsetek wskazań
Zdecydowanie TAK i jak najszybciej	2	8,3%
TAK, w ciągu najbliższego roku do dwóch lat	4	16,7%
TAK, ale w dalszej perspektywie	14	58,3%
Na razie NIE	3	12,5%
Zdecydowanie NIE	1	4,2%
RAZEM	24	100,0%

Źródło: Wyniki ankiety opracowanej i przeprowadzonej przez „Parkiet”; www.parkiet.com, dostęp dnia 21.02.2008 r.

Tabela 2. Główne motywy wprowadzenia spółki na rynek NC

Motyw	Liczba wskazań
Podwyższenie kapitału	15
Wycena spółki przez rynek	6
Zwiększenie przejrzystości działania	10
Silny efekt marketingowy	11
Inne	8

Uwaga: spółki mogły wskazać więcej niż jedną odpowiedź.
Źródło: jak do tabeli 1.

Przedstawiane przez spółki przesłanki wprowadzenia akcji do obrotu na rynku alternatywnym w dużej mierze pokrywają się z motywami, które były brane pod uwagę przez organizatorów tego rynku w Polsce w momencie jego uruchamiania. Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie podawał bowiem, że rynek NC ułatwi (Jagiello, 2007):

- finansowanie rynku małych, atrakcyjnych spółek,
- rozwój sektora spółek nowych technologii,
- rozwój zaplecza analitycznego, poprzez wprowadzenie instytucji autoryzowanego doradcy,
- rozbudowę infrastruktury finansowej kraju,
- wzrost nakładów w obszarze badań i rozwoju,
- wzmocnienie współpracy GPW w Warszawie z partnerami biznesowymi,
- stworzenie na bazie GPW w Warszawie regionalnego centrum finansowego.

Z obserwacji wynika, iż podane cele i motywy dla rynku polskiego są stopniowo osiąganymi. Warto w tym miejscu zwrócić jeszcze uwagę na fakt, iż zainteresowanie produktami finansowymi oferowanymi na rynkach alternatywnych rośnie, albo przynajmniej nie słabnie w czasie bessy. W okresie dekonjunktury na rynkach regulowanych i spadku wartości notowanych na nich akcji oraz indeksów giełdowych, rynki alternatywne są bardziej stabilne, także pod względem liczby spółek debiutujących na giełdzie w tym okresie. W czasie kryzysu i zagrożenia recesją spółki raczej wstrzymują proces wprowadzenia swoich akcji do obrotu na rynku regulowanym, natomiast te, które starają się o wejście na rynek alternatywny nie rezygnują ze swoich debiutów. Twierdzi się, iż jest to wynikiem innej czasowej perspektywy strategii rozwoju realizowanej przez spółki rynku alternatywnego. Myślą one bardziej długookresowo o wzroście i rozwoju niż spółki debiutujące na rynku regulowanym. Uważają, że ich zakres i plany działania są na tyle interesujące i innowacyjne, że każdy moment jest właściwy na debiut. Zawsze znajdują się inwestorzy zainteresowani niestandardową ofertą, głównie z motywu nowości. Jak wskazują liczne statystyki, w większości przypadków debiutanci na rynku NC osiągnęli znaczny wzrost wartości akcji przy debiucie w stosunku do jej ceny emisyjnej.

3. Badanie efektywności wzrostu, rozwoju i funkcjonowania spółek alternatywnego systemu obrotu w Polsce

Dalsza część artykułu przedstawia wyniki obliczeń wielkości **wskaźnika NCGI** (ang. *NewConnect Growth Indicator*) na koniec I poł. 2008 roku oraz interpretację otrzymanego wyniku. Wskaźnik NCGI obliczano zgodnie z metodologią opracowaną na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie przez zespół Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Warszawie kierowany przez M. Sierpińską. Wskaźnik ten pełni rolę syntetycznej miary oceny stopnia wzrostu i rozwoju spółek alternatywnego systemu obrotu. Jest ważoną wielkością tempa zmiany wybranych wyników finansowych – zysków (ze sprzedaży oraz EBITDA), przychodów ze sprzedaży i kapitału własnego.¹

Wskaźnik NCGI i jego wielkości cząstkowe zostały obliczone za I poł. 2008 r. poprzez porównanie wybranych wyników finansowych osiągniętych przez spółki w I poł. 2008 r. z odpowiadającymi im danymi za II poł. 2007 r. Wielkości finansowe za II poł. 2007 r. obliczono z różnicy między przekazanymi przez spółki danymi za cały 2007 r. i za I poł. 2007 r. Źródłem informacji finansowej niezbędnej do obliczenia wskaźnika NCGI były okresowe raporty półroczne za I poł. 2008 r. przesłane przez spółki na Giełdę i zamieszczone na stronach www.newconnect.pl w systemie EBI.

Bazą kalkulacyjną wskaźnika NCGI za I poł. 2008 r. stanowiły wyniki finansowe spółek notowanych na rynku NC do dnia 30 czerwca 2008 r., czyli ogółem 58 przedsiębiorstw. Ze względu na niedobór pełnej i porównywalnej informacji finansowej z części firm, liczba spółek uwzględnionych w obliczaniu wskaźnika NCGI za I poł. 2008 r. została ograniczona do 32, co stanowi 55,17% ogólnej bazy kalkulacyjnej miernika NCGI za I poł. 2008 r.

Były zróżnicowane powody ograniczenia bazy kalkulacyjnej NCGI i nie wzięcia pod uwagę wyników finansowych osiągniętych przez 26 spółek:

- 9 z 58 spółek (15,52% ich ogólnej liczby) to firmy typu „start up”, dla których nie ma danych za porównywalne okresy,
- 17 z 58 spółek (29,31% ich ogólnej liczby) przedstawiło niepełne dane za 2007 r., co uniemożliwiało obliczenie wyników finansowych za II poł. 2007 r., aby stały się one porównywalne w kalkulacji wskaźnika NCGI z wynikami za I poł. 2008 r.; w kilku przypadkach brakowało także w raportach okresowych dwóch wielkości branych pod uwagę w obliczaniu NCGI, tj. zysku ze sprzedaży i amortyzacji.

Wszystkie obliczenia wskaźnika NCGI i jego parametrów cząstkowych, jak również interpretacje otrzymanych wyników dotyczą tylko 32 spółek podlegających badaniu, z których otrzymano pełną i porównywalną informację finansową.

¹ Szczegółowy opis wskaźnika NCGI, jego parametrów cząstkowych i metodologii jego obliczania jest przedstawiony w opracowaniu przygotowanym na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie przez M. Sierpińską, A. Rucińskiego, P. Szczepankowskiego (2007), zamieszczonym jako plik w formacie PDF na stronach internetowych rynku NewConnect: www.newconnect.pl. O wskaźniku NCGI można przeczytać także w: Szczepankowski (2008a: 428–435).

3.1. Syntetyczny wskaźnik wzrostu i rozwoju spółek rynku NewConnect (NCGI) za I poł. 2008 r.

Początkowy wskaźnik NCGI wynosił 100,00. Była to jego hipotetyczna wielkość na dzień 30 czerwca 2007 r. Obliczony NCGI na dzień 31 grudnia 2007 r. wyniósł 197,54 i był ustalony na podstawie wybranych fundamentalnych wyników finansowych za II poł. 2007 r. w porównaniu z danymi za I poł. 2007 r. 13 spółek rynku NC, czyli 54,17% liczby ogółem spółek notowanych na tym rynku do dnia 31.12.2007 r.

Wielkość NCGI za II poł. 2007 r. i I poł. 2008 r. oraz jego agregatów cząstkowych podane są w tabeli 3.

Wskaźnik NCGI za I poł. 2008 r. wyniósł 193,71 i był niższy o 1,94% w stosunku do jego wielkości za II poł. 2007 r., ale był wyższy od jego wielkości początkowej z dnia 30 czerwca 2007 r. o 93,71%. Z otrzymanych obliczeń wynika, iż spółki notowane na rynku NC cechują się względnie wysoką dynamiką rozwoju ustaloną na podstawie wybranych fundamentalnych wielkości finansowych. Dysponują także znacznym potencjałem rozwoju. Ogólna zmiana tempa ich wzrostu jest pozytywna. Podjęcie decyzji o wprowadzeniu spółki na rynek alternatywnego systemu obrotu i pozyskanie kapitału na rozwój przyniosło w większości przypadków dobre oczekiwane korzyści z jego wykorzystania. Efektywność funkcjonowania spółek rynku NC jest w miarę wysoka.

Na poziom wskaźnika NCGI pozytywny wpływ miało przede wszystkim kształtowanie się dwóch z jego cząstkowych parametrów, tj. przychodów netto ze sprzedaży i kapitału własnego. **Przychody netto ze sprzedaży** w I poł. 2008 r. w stosunku do II poł. 2007 r. wzrosły w badanych spółkach o 28,91%, co z uwzględnieniem ich wagi udziałowej (0,45) w NCGI stanowiło przyrost jego wielkości o 13%. Ocena tej sytuacji jest po-

Tabela 3. Wskaźnik NCGI za I poł. 2008 r.

Pozycje	Waga	NCGI (31.12.2007)	NCGI (30.06.2008)
DYNAMIKA ZMIANY			
Przychody netto ze sprzedaży		81,72%	28,91%
Zysk ze sprzedaży		307,76%	-33,98%
EBITDA		-51,14%	-56,96%
Kapitał własny		182,58%	29,27%
Liczba spółek uwzględnionych w NCGI		13	32
CZYNNIK WPŁYWU NA NCGI			
Przychody netto ze sprzedaży	0,45	36,77%	13,01%
Zysk ze sprzedaży	0,15	46,16%	-5,10%
EBITDA	0,25	-12,78%	-14,24%
Kapitał własny	0,15	27,39%	4,39%
WSKAŹNIK NCGI			
Przyrost NCGI		97,54%	-1,94%
Wskaźnik NCGI	100,00	197,54	193,71

Źródło: Opracowanie własne.

zytywna. Powszechnie wiadomo, iż ogólne tempo wzrostu przedsiębiorstw mierzone jest stopą zmiany wartości sprzedaży. Osiągnięty przez spółki rynku NC wzrost wartości sprzedaży w ciągu I poł. 2008 r. o ponad jedną czwartą w stosunku do okresu II poł. 2007 r. wystawia bardzo dobrą ocenę firmom notowanych w alternatywnym systemie obrotu i świadczy o ich zaangażowaniu w realizację przyjętych długookresowych strategii wzrostu i rozwoju.

Wartość **kapitału własnego** badanych spółek wzrosła o ponad 29% na koniec I poł. 2008 r. w stosunku do stanu kapitału własnego na koniec II poł. 2007 r. Uwzględniając udział zmiany wartości kapitału własnego w mierniku NCGI, przyrost jego poziomu wpłynął na zmianę NCGI w ponad 4%. Jest to zjawisko naturalne, gdyż spółki wprowadzając akcje do obrotu na giełdowym rynku alternatywnego systemu obrotu pozyskują dodatkowy kapitał własny na finansowanie swojego rozwoju.

Na wielkość NCGI za I poł. 2008 r. negatywny wpływ miał spadek zysków badanych spółek, zarówno zysku ze sprzedaży, jak i zysku z działalności operacyjnej powiększonego o amortyzację (EBITDA). **Zysk ze sprzedaży** w I poł. 2008 r. w stosunku do jego wartości w II poł. 2007 r. obniżył się w badanych spółkach o prawie 34%, co z uwzględnieniem jego udziału w obliczaniu miernika NCGI obniżyło jego wielkość o ok. 5%. Z kolei **zysk EBITDA** zmniejszył się w badanych spółkach w I poł. 2008 r. w porównaniu z II poł. 2007 r. o prawie 57%. Uwzględniając ważony współczynnikiem 0,25 wpływ zmiany wartości EBITDA na poziom wskaźnika NCGI, zaobserwowano spadek jego wielkości o ponad 14%. Różnica w tempie zmiany (spadku) zysku ze sprzedaży oraz zysku EBITDA wynika głównie z faktu, iż do obliczenia tego drugiego uwzględniony jest zysk z działalności operacyjnej, który jest zyskiem ze sprzedaży skorygowanym saldem pozostałych przychodów operacyjnych i pozostałych kosztów operacyjnych. Badane spółki musiały mieć znacznie mniej korzystne to saldo, jeśli wielkość ich zysku operacyjnego spadła silniej niż zysku ze sprzedaży. Amortyzacja jako wielkość dodawana do zysku operacyjnego w liczeniu EBITDA w niewielkim stopniu ograniczyła spadek jego wartości.

3.2. Informacje o wynikach parametrów cząstkowych wskaźnika NCGI

Szczegółowa analiza **przychodów netto ze sprzedaży** badanych spółek rynku NC i zmiany ich wartości przynosi następujące wnioski. Ogółem wartość przychodów netto ze sprzedaży badanych 32 spółek, stanowiących bazę kalkulacyjną miernika NCGI na dzień 30 czerwca 2008 r., wyniosła w I poł. 2008 r. ponad 253,2 mln zł i była o ok. 56,8 mln zł wyższa w stosunku do przychodów netto ze sprzedaży osiągniętych przez te spółki w II poł. 2007 r., co stanowi półroczny wzrost o ok. 29%. Wyniki sumaryczne dla 5 spółek o największej osiągniętej wartości sprzedaży i ich udział w przychodach netto ze sprzedaży ogółem wszystkich analizowanych firm przedstawiono w tabeli 4.

Z zestawienia zamieszczonego w tabeli 4 wynika, iż około 16% badanych spółek kształtuje prawie dwie trzecie wartości przychodów netto ze sprzedaży przedsiębiorstw notowanych na rynku NC, co wskazuje na znaczną koncentrację firm tego rynku. Ponadto spółki o najwyższej osiągniętej wartości sprzedaży znacznie zwiększyły jej wielkość w I poł. 2008 r. w stosunku do II poł. 2007 r., co wskazuje na znaczne tempo ich wzro-

Tabela 4. Wartość przychodów netto ze sprzedaży pięciu największych spółek – o najwyższej wartości przychodów netto ze sprzedaży (I poł. 2008 r.)

	Przychody netto ze sprzedaży za I poł. 2008 r. (tys. zł)	Udział w przychodach ogółem badanych spółek	Wartość zmiany przychodów w I poł. 2008 r. w stosunku do II poł. 2007 r. (tys. zł)	Tempo zmiany
Ogółem dla 5 największych spółek	161 625	63,8%	39 689	32,6%

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 5. Wartość przychodów netto ze sprzedaży pięciu najmniejszych spółek – o najniższej osiągniętej wartości sprzedaży (I poł. 2008 r.)

	Przychody netto ze sprzedaży za I poł. 2008 r. (tys. zł)	Udział w przychodach ogółem badanych spółek	Wartość zmiany przychodów w I poł. 2008 r. w stosunku do II poł. 2007 r. (tys. zł)	Tempo zmiany
Ogółem dla 5 największych spółek	1797,4	0,71%	-1467,8	-45%

Źródło: Opracowanie własne.

stu i rozwoju, wyższe niż wszystkich badanych przedsiębiorstw, które wyniosło ok. 29%. Wyniki sumaryczne pięciu spółek o najniższym poziomie wartości sprzedaży i ich udział w przychodach netto ze sprzedaży ogółem wszystkich analizowanych firm przedstawiono w tabeli 5.

Z obliczeń prezentowanych w tabeli 5 wynika, iż około 16% spółek o najniższej wartości przychodów netto ze sprzedaży kształtuje jedynie ok. 1% wartości sprzedaży wszystkich badanych firm. Ponadto w grupie spółek małych, łączna wartość ich sprzedaży obniżyła się w I poł. 2008 r. w stosunku do II poł. 2007 r. o 45%. Średnia wartość przychodów netto ze sprzedaży badanych spółek wyniosła w I poł. 2008 r. ponad 7,9 mln zł, i była o ok. 1,8 mln zł wyższa w porównaniu z II poł. 2007 r., co wskazuje na wzrost osiągnięty przez grupę analizowanych firm. Ponad 28% badanych spółek uzyskało w I poł. 2008 r. wartość przychodów netto ze sprzedaży powyżej średniej z tego okresu. W II poł. 2007 r. sytuacja w tym zakresie była podobna. Ponad połowa liczby analizowanych firm zwiększyła w badanym okresie swoje przychody netto ze sprzedaży.

Z kolei analizując szczegółowo kształtowanie się **zysku ze sprzedaży** i zmiany jego wartości należy stwierdzić, iż w analizowanych spółkach nastąpiło obniżenie o jedną trzecią wartości zysków ze sprzedaży w badanym okresie w stosunku do sytuacji z II poł. 2007 r., mimo wzrostu wartości ogółem ich przychodów netto ze sprzedaży. Świadczy to o stopniowym pogarszaniu się rentowności osiągniętej ze sprzedaży produktów i usług spółek rynku NC. Liczebność spółek osiągających zysk ze sprzedaży i ponoszących stratę ze sprzedaży oraz wartości ogółem ich zysków i strat przedstawiono w tabeli 6.

Z zestawienia zamieszczonego w tabeli 6 wynika, iż w badanym okresie w niewielkim stopniu zmniejszyła się liczba spółek generujących zysk ze sprzedaży, a lekko wzrosła liczba spółek ponoszących straty ze sprzedaży. Relacja między liczbą spółek rentownych i deficytowych wyniosła na koniec I poł. 2008 r. 88%, a na koniec II poł. 2007 r. wynosiła blisko 129%. Jednakże należy zwrócić uwagę na fakt, iż wartość ogółem zysku ze sprzedaży badanych spółek rentownych jest zdecydowanie wyższa niż wartość ogółem

Tabela 6. Spółki z zyskiem i stratą ze sprzedaży

Pozycja	I poł. 2008 r.	II poł. 2007 r.	Tempo zmiany
Zysk ze sprzedaży			
Liczba spółek osiągających zysk ze sprzedaży	15	18	-16,7%
Wartość zysku ze sprzedaży spółek rentownych	18,7 mln zł	19,1 mln zł	-2,09%
Średnia kwota zysku ze sprzedaży na 1 spółkę rentowną	1,25 mln zł	1,06 mln zł	14,68%
Strata ze sprzedaży			
Liczba spółek ponoszących stratę ze sprzedaży	17	14	21,4%
Wartość straty ze sprzedaży spółek deficytowych	12,6 mln zł	9,9 mln zł	27,3%
Średnia kwota straty ze sprzedaży na 1 spółkę deficytową	744 tys. zł	707 tys. zł	5,2%
Ogółem dla 32 badanych spółek			
Wartość zysku ze sprzedaży	6,1 mln zł	9,2 mln zł	-33,7%
Średnia kwota zysku ze sprzedaży	191 tys. zł	288 tys. zł	-33,7%

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 7. Zyski i straty ze sprzedaży w grupie pięciu najlepszych i pięciu najslabszych spółek (I poł. 2008 r.)

	Wielkość
Pięć najlepszych spółek	
Wartość ogółem zysku ze sprzedaży (tys. zł)	13 124
Udział wartości zysku ze sprzedaży 5 najlepszych spółek w wartości zysku ze sprzedaży 15 rentownych firm (%)	70,2
Łączne tempo zmiany zysku ze sprzedaży w stosunku do II poł. 2007 r. (%)	73,0
Pięć najslabszych spółek	
Wartość ogółem straty ze sprzedaży (tys. zł)	-6 338
Udział wartości straty ze sprzedaży 5 najslabszych spółek w wartości straty ze sprzedaży 17 deficytowych firm (%)	50,3
Łączne tempo zmiany straty ze sprzedaży w stosunku do II poł. 2007 r. (%)	71,5

Źródło: Opracowanie własne.

strat ze sprzedaży firm deficytowych, co w konsekwencji należy ocenić pozytywnie, gdyż informuje o utrzymywaniu się rentowności ze sprzedaży spółek całego rynku NC. Ok. 9,4% analizowanej liczby spółek, osiągając zyski ze sprzedaży w II poł. 2007 r. poniosła straty ze sprzedaży w I poł. 2008 r. Spośród spółek rentownych zarówno w II poł. 2007 r., jak i w badanym okresie I poł. 2008 r., wzrost wartości zysku ze sprzedaży wykazała 19% ich liczebności. Średnia wartość zysku ze sprzedaży badanych spółek wyniosła w I poł. 2008 r. ok. 191 tys. zł, a w II poł. 2007 r. była równa ok. 288 tys. zł., co daje spadek średniej wartości zysku ze sprzedaży o 33,7%. Sumę zysków i strat ze sprzedaży dla pięciu spółek o najwyższych zyskach ze sprzedaży i dla pięciu spółek o najwyższych stratach ze sprzedaży oraz odpowiednie udziały w zyskach i stratach ze sprzedaży badanych przedsiębiorstw rentownych i deficytowych w I poł. 2008 r. przedstawiono w tabeli 7.

Z zestawienia zamieszczonego w tabeli 7 wynika, że 1/3 rentownych spółek generuje 70% zysku ze sprzedaży tej grupy badanych firm, a niecałe 30% spółek deficytowych przynosi połowę strat ze sprzedaży analizowanych przedsiębiorstw. Dane te wskazują na silną koncentrację firm w grupie spółek osiągających zyski ze sprzedaży, a większe rozproszenie w grupie spółek deficytowych.

Analiza trzeciego z parametrów cząstkowych wskaźnika syntetycznego NCGI oceny wzrostu i rozwoju spółek rynku NC, czyli **zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację (EBITDA)** i zmiany jego wielkości wykazała, iż ogółem wartość zysku EBITDA badanych spółek wyniosła w I poł. 2008 r. ponad 10 mln zł i była o ok. 4 mln zł wyższa od zysku ze sprzedaży badanych spółek w tym okresie, co można uznać za bezpośredni wpływ amortyzacji na poziom EBITDA. Zysk EBITDA w I poł. 2008 r., podobnie jak zysk ze sprzedaży, był niższy w tym okresie w stosunku do EBITDA za II poł. 2007 r. o ponad 13 mln zł, co dało tempo spadku jego wartości wynoszące prawie 57%. Udział zysku ze sprzedaży w EBITDA w I poł. 2008 r. wynosił prawie 61%, a w II poł. 2007 r. stanowił ok. 40%, co informuje o większym wpływie na wynik EBITDA zysku ze sprzedaży i w konsekwencji zysku operacyjnego niż wartości amortyzacji. Ok. 40% badanej liczby spółek osiągnęło zysk EBITDA za I poł. 2008 r. powyżej jego przeciętnej wartości z tego okresu. Identycznie sytuacja przedstawiała się w II poł. 2007 r. Statystyki dotyczące liczebności spółek i kierunku zmian zysku EBITDA w I poł. 2008 r. w stosunku do II poł. 2007 r. prezentuje tabela 8 i rys. 1.

Z zestawienia podanego w tabeli 8 i na rys. 1 wynika, iż w I poł. 2008 r. liczba spółek rentownych na poziomie EBITDA wynosi 16, co stanowi połowę badanej populacji. W porównywalnym okresie II poł. 2007 r. takich spółek było ok. 69% ich liczby. Ponad jedna piąta ich liczby utraciła w I poł. 2008 r. zyski EBITDA osiągnane w poprzednim porównywalnym okresie. Sukcesem świadczącym o realizowanym przez spółki rozwoju jest również poprawa EBITDA (wzrost dodatniego EBITDA, wzrost z ujemnego na dodatni i zmniejszenie wartości ujemnej) przez 12 spółek, czyli 37,5% ich badanej liczby. Sumę EBITDA dla pięciu spółek o najwyższych dodatnich wielkościach tego zysku i dla pięciu spółek o najwyższych ujemnych EBITDA oraz odpowiednie udziały w wartości EBITDA ogółem badanych przedsiębiorstw w I poł. 2008 r. przedstawiono w tabeli 9.

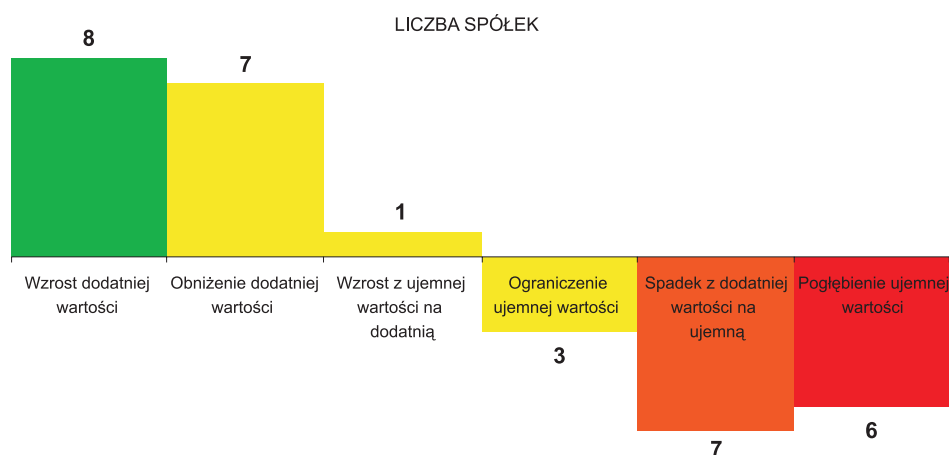
Z zestawienia zamieszczonego w tabeli 9 wynika, że prawie 1/3 rentownych spółek na poziomie zysku EBITDA generuje prawie 70% EBITDA tej grupy badanych firm, a identyczny odsetek spółek deficytowych na poziomie EBITDA przynosi ponad połowę ujemnej wartości EBITDA analizowanych przedsiębiorstw. Dane te wskazują na zachowywanie mniej więcej równowagi w oddziaływaniu zespołu 5 najlepszych i 5 najgorszych przedsiębiorstw na dodatni i ujemny EBITDA w grupie wszystkich badanych firm.

Pozytywnym wynikiem, świadczącym o wroście spółek rynku NC jest stopa zmiany EBITDA w grupie pięciu najlepszych firm o dodatnim zysku operacyjnym powiększonym o amortyzację. Zysk EBITDA tych spółek wzrósł w I poł. 2008 r. o 79,3% w stosunku do II poł. 2007 r. Porównując dane zawarte w tabelach 7 i 9 wynika, iż grupa pięciu spółek o najwyższej dodatniej kwocie zysku EBITDA jest ta sama, która osiąga również najwyższe zyski ze sprzedaży, a wartość EBITDA jest w tej populacji firm wyższa od ich zysków ze sprzedaży, co jest rzeczą naturalną (efekt dodania amortyzacji w obliczaniu EBITDA). Udział spółek o wysokim EBITDA w zyskach EBITDA ogółem badanych

Tabela 8. Zmiana EBITDA pomiędzy II poł. 2007 r. i I poł. 2008 r.

Kierunek zmiany EBITDA		Liczba spółek
Dodatni EBITDA w I poł. 2008 r.,		16
w tym:	wzrost wartości dodatniej	8
	spadek wartości dodatniej	7
	wzrost z ujemnego na dodatni	1
Ujemny EBITDA w I poł. 2008 r.,		16
w tym:	zmniejszenie wartości ujemnej	3
	spadek z wartości dodatniej na ujemną	7
	wzrost wartości ujemnej	6

Źródło: Opracowanie własne.

Rys. 1. Zmiana EBITDA pomiędzy II p. 2007 i I p. 2008

Źródło: opracowanie własne.

firm jest znaczny. Podobne wnioski można wysnuć dla grona pięciu spółek najbardziej deficytowych zarówno na poziomie sprzedaży, jak i EBITDA.

W końcu analiza ostatniego z parametrów cząstkowych wskaźnika NCGI, czyli **kapitału własnego** i zmiany jego wielkości wykazała, że jego wartość w analizowanych spółkach wzrosła na koniec I poł. 2008 r. w stosunku do stanu z końca 2007 r. o prawie 30%. Jego wartość ogółem dla badanych spółek na koniec I poł. 2008 r. była równa 284 mln zł, a na koniec 2007 r. wyniosła prawie 220 mln zł. Dynamika ta zwiększyła wskaźnik NCGI na koniec I poł. 2008 r. o ponad 4%. Prawie 30% badanej liczebności spółek zmniejszyło na koniec I poł. 2008 r. swoje kapitały własne w stosunku do stanu z końca 2007 r., przede wszystkim z powodu poniesionych strat netto w analizowanym okresie. Pozostałe badane spółki rynku NC zwiększyły wartości swoich kapitałów własnych, przede wszystkim z powodu pozyskania z rynku nowej wartości kapitału własnego. Naj-

Tabela 9. EBITDA w grupie pięciu najlepszych i pięciu najgorszych spółek (I poł. 2008 r.)

	Wielkość
Pięć najlepszych spółek	
Wartość ogółem dodatniego EBITDA (tys. zł)	14 800
Udział wartości dodatniej EBITDA 5 najlepszych spółek w wartości ogółem EBITDA 16 rentownych firm na poziomie EBITDA (%)	69,9
Łączne tempo zmiany EBITDA w stosunku do II poł. 2007 r. (%)	79,3
Pięć najgorszych spółek	
Wartość ogółem ujemnego EBITDA (tys. zł)	-6 346
Udział ujemnej wartości EBITDA 5 najgorszych spółek w grupie 16 firm o ujemnej wartości EBITDA (%)	56,2
Łączne tempo zmiany ujemnej wartości EBITDA w stosunku do II poł. 2007 r. (%)	37,0

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 10. Wartość kapitału własnego ogółem dla pięciu spółek o najwyższej jego wartości na koniec I poł. 2008 r.

	Wartość kapitału własnego na dzień 30.06.2008 r. (tys. zł)	Udział w sumie kapitałów własnych 32 badanych spółek	Tempo zmiany w I poł. 2008 r.
Ogółem dla grupy 5 największych spółek	126 529	44,5%	15,3%

Źródło: Opracowanie własne.

większy przyrost wartości kapitałów własnych wykazały te spółki, które debiutowały na rynku NC w I poł. 2008 r. W pozostałych przypadkach zmiana wartości kapitału własnego była procesem naturalnym, wywołanym efektem dopisania zysku netto do kapitału własnego (lub zmniejszeniem jego poziomu z tytułu konieczności pokrycia straty netto).

Średnia wartość kapitału własnego przypadającego na jedną badaną spółkę wyniosła na koniec I poł. 2008 r. ok. 8,9 mln zł, a na koniec 2007 r. była równa prawie 6,9 mln zł, co daje za ten okres wzrost wartości kapitału własnego przypadający średnio na jedną badaną spółkę o ponad 29%. Prawie 1/3 badanej próby przedsiębiorstw wykazała wartość kapitału własnego na dzień 30.06.2008 r. wyższą od ustalonej jego średniej wartości. Pozostałe spółki miały kapitał własny niższy od jego wielkości średniej. Zestawienie wyników 5 spółek o największej wartości księgowej kapitału własnego i najwyższym udziale w sumie kapitałów własnych badanych 32 spółek rynku NC na koniec I poł. 2008 r. przedstawia tabela 10.

Z zestawienia podanego w tabeli 10 wynika, że pięć spółek (tj. ok. 16% ich analizowanej liczebności) odpowiada za prawie połowę wartości kapitału własnego ogółem badanych firm na koniec I poł. 2008 r., co także świadczy o wysokiej koncentracji przedsiębiorstw notowanych na rynku NC. Należy dodatkowo nadmienić, iż spółki te osiągały także pozytywne wyniki finansowe z zagospodarowania pozyskanego i posiadanego kapitału własnego, co świadczy o efektywności realizacji podejmowanych przez nich działań i osiąganym wzroście ekonomicznym. W grupie tych 5 największych pod wzglę-

dem wartości kapitału własnego spółek, 80% z nich stanowią przedsiębiorstwa, które debiutowały na rynku NC w II poł. 2007 r. i poprzez rynek znacznie dekapitalizowały swoją działalność gospodarczą.

Zakończenie

Analiza efektywności funkcjonowania, wzrostu i rozwoju polskich spółek notowanych na rynku alternatywnego systemu obrotu NewConnect, przeprowadzona na podstawie wyników finansowych za I poł. 2008 r. w porównaniu z wynikami z II poł. 2007 r. dowodzi, iż kondycja ekonomiczna tej populacji przedsiębiorstw jest dobra. Największym ich atutem i atrybutem utrzymywania potencjalnego rozwoju były rosnące przychody netto ze sprzedaży. Wysoka dynamika wzrostu sprzedaży daje szansę przedsiębiorstwom rynku NC na zabezpieczenie się przed ewentualnymi kłopotami finansowymi i recesją, jaka może dotknąć sferę realną gospodarki w wyniku globalnego kryzysu finansowego. Dobrym zabezpieczeniem ich pozycji finansowej jest również rosnący poziom kapitału własnego, ograniczanie stopnia zadłużenia i zwiększanie bezpieczeństwa finansowego w wyniku zarządzania strukturą kapitału. Biorąc pod uwagę te dwa czynniki można stwierdzić, iż spółki rynku NC przetrwają najtrudniejsze czasy kryzysu gospodarczego, który oczywiście przyhamuje ich rozwój i wzrost, ale jak można sądzić po wynikach analizy w stopniu niewielkim.

Bibliografia

- Dąbrowska M., Wargacki M., *Alternatywne systemy obrotu ATS-y a rynek papierów wartościowych – wyzwania przyszłości*, Instytut Gospodarki, Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie, plik pdf, dostęp przez Internet dnia 30.04.2008.
- Jagiełło Ł.: *Założenia dotyczące alternatywnego systemu obrotu GPW (ASO)*, GPW, Warszawa 20.04.2007.
- Koper A., *Jakimi motywami kierują się spółki wybierające NewConnect i jakie korzyści odnoszą*, „Parkiet” z dnia 21.02.2008 r.
- Sierpińska M., Ruciński A., Szczepankowski P., *Wskaźnik koniunktury spółek rynku NewConnect NCGI*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, grudzień 2007, plik pdf (dostępny na stronach www.newconnect.pl).
- Szczepankowski P., *Problematyka oceny wzrostu, rozwoju i wartości spółek giełdowego rynku alternatywnego systemu obrotu NewConnect*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 6, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2008a.
- Szczepankowski P., *Funkcjonowanie i rozwój rynku alternatywnego systemu obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, [w:] *Innowacje finansowe*, S. Antkiewicz, M. Kalinowski (red.), Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2008b.

Efficiency, Growth and Development Evolution of the Stock Companies Quoted on the NewConnect Market – the Alternative Trading System in Poland

Summary

The Alternative Trading System was established in the Warsaw Stock Exchange in August 30, 2007. It is called NewConnect Market. The article describes main rules of this market functioning. It presents also the first experiences of the NewConnect development. But the main point of the article is presenting the results of research based on special coefficient called the NewConnect Growth Indicator (NCGI), which is a special measure for financial and economic NewConnect firms' efficiency, growth and development.