

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

323

Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a rynek polski



Redaktorzy naukowi

Krzysztof Jajuga

Wanda Ronka-Chmielowiec



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2013

Redaktor Wydawnictwa: Agnieszka Flasińska

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Małgorzata Czupryńska

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

w Dolnośląskiej Bibliotece Cyfrowej www.dbc.wroc.pl,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się

na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie

wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wrocław 2013

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-351-9

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	11
Adam Adamczyk: Poziom wewnętrznych źródeł finansowania jako determinanta inwestycji w działalność B + R przedsiębiorstw	13
Roman Asyngier: Ekonomiczne i prawne aspekty nieprawidłowości funkcjonowania rynku NewConnect. Ocena i propozycje zmian.....	23
Jacek Bialek: Zastosowanie autorskiego indeksu wydajności pracy do analizy dynamiki cen jednostek rozrachunkowych OFE	34
Magdalena Chmielowiec-Lewczuk: Zrównoważona Karta Wyników w zakładzie ubezpieczeń.....	43
Dawid Dawidowicz: Ocena efektywności nowych i pozostałych funduszy inwestycyjnych akcji polskich w latach 2000–2012.....	53
Ewa Dziwok: Weryfikacja modeli krzywej dochodowości na podstawie metod dynamicznych.....	66
Krzysztof Echaust: Zwroty dzienne a zwroty nocne – porównanie wybranych własności na przykładzie kontraktów <i>futures</i> notowanych na GPW w Warszawie.....	75
Urszula Gierałtowska: Inwestowanie w metale szlachetne jako alternatywna forma lokowania kapitału	88
Paweł Kliber: Spread WIBOR-OIS jako miara ryzyka kredytowego i premii płynnościowej	101
Karol Marek Klimczak: Struktura autoregresyjna zysku rezydualnego spółek z Polski, Niemiec i Francji.....	112
Anna Korzeniowska: Wybrane problemy rynku finansowego wynikające z sytuacji na rynku oszczędności gospodarstw domowych.....	120
Mieczysław Kowerski: Cateringowa teoria dywidend.....	128
Marzena Krawczyk: Adekwatność oferty instytucji rynku finansowego do potrzeb kapitałowych MŚP.....	142
Paweł Kufel, Magdalena Mosionek-Schweda: Wpływ doświadczenia giełdowego na koszt pozyskiwania kapitału na rynku Catalyst	151
Robert Kurek: Ewolucja konwergencji regulacji i sposobów nadzorowania na rynku ubezpieczeniowym UE.....	161
Sebastian Majewski, Mariusz Doszyń: Efekty wpływu czynników behawioralnych na stopy zwrotu z akcji spółek sektora budowlanego notowanych na GPW w Warszawie.....	170

Sebastian Majewski: Behawioralny portfel według Maslowa – analiza symulacyjna.....	180
Marta Malecka: Metody oceny jakości prognoz ryzyka rynkowego – analiza porównawcza	192
Aleksander R. Mercik: Wykorzystanie rozkładu t -Studenta do szacowania wartości zagrożonej	202
Artur Mikulec: Znormalizowany względem czasu τ wskaźnik Calmara i jego zastosowanie w analizie efektywności inwestycji portfelowych.....	212
Wojciech Misterek: Bariery w zakresie pozyskania zewnętrznych źródeł finansowania na realizację projektów innowacyjnych przedsiębiorstw	223
Paweł Niszczota: Wpływ języka raportowania na płynność spółek zagranicznych notowanych na GPW	232
Dorota Pekasiewicz: Wyznaczanie współczynnika bezpieczeństwa na podstawie kwantyla rozkładu sumy roszczeń w portfelu ubezpieczeń komunikacyjnych.....	241
Agnieszka Perepeczo: Reakcja akcjonariuszy na decyzje o wypłacie dywidendy w spółkach publicznych – wyniki badań empirycznych.....	253
Tomasz Pisula: Metodyczne aspekty zastosowania modeli skoringowych do oceny zdolności kredytowej z wykorzystaniem metod ilościowych.....	265
Paweł Porcenaluk: Analiza wybranych miar ryzyka płynności dla akcji notowanych na GPW w Warszawie w latach 2001–2011	289
Marcin Salamaga: Zastosowanie metody średniej kroczącej do badania zyskowności inwestycji na polskim rynku kapitałowym	298
Rafał Siedlecki: Prognozowanie trudności finansowych przedsiębiorstw z wykorzystaniem miary rozwoju Hellwiga	308
Anna Sroczyńska-Baron: Możliwości aplikacyjne gier mniejszościowych na Gieldzie Papierów Wartościowych	319
Michał Stachura, Barbara Wodecka: Asymetria w ujęciu Boshnakova – propozycja metody szacowania miar asymetrii z próby.....	328
Piotr Staszkiwicz: Verification of the disclosure lemma applied to the model for reputation risk for subsidiaries of non-public group with reciprocal shareholding on the Polish broker-dealers market.....	337
Anna Szymańska: Bayesowskie szacowanie stawek składki w ubezpieczeniach komunikacyjnych z wybranymi funkcjami straty	347
Jacek Welc: Prognozowana dynamika zysków spółek a obciążenie błędów prognoz – doświadczenia polskie	357
Jerzy Węclawski: Pożyczki hybrydowe jako alternatywna forma finansowania przedsiębiorstw	366
Ryszard Węgrzyn: Analiza wrażliwości zmienności implikowanej względem instrumentu podstawowego opcji – podejście dynamiczne.....	375
Stanisław Wieteska: Obciążenia obiektów budowlanych śniegiem jako element ryzyka w ubezpieczeniach majątkowo-osobowych w Polskim obszarze klimatycznym	385

Zuzanna Woško: Odporność sektora bankowego w Polsce na szoki zewnętrzne w kontekście ryzyka kredytowego. Badanie zależności między zmiennymi makroekonomicznymi	397
Anna Zamojska: Wskaźnik Sharpe'a w teorii i w praktyce.....	406
Aneta Zglińska-Pietrzak: Bootstrapowe prognozy zmienności stóp zwrotu na podstawie modelu GARCH	415
Monika Zielińska-Sitkiewicz: Ocena kondycji rynku nieruchomości mieszkaniowych na podstawie badania danych z raportów finansowych firm deweloperskich.....	423

Summaries

Adam Adamczyk: The level of internal sources of finance as a determinant of investment in R & D of enterprises.....	22
Roman Asyngier: Economic and legal aspects of irregularities in the functioning of the NewConnect market. Assessment and suggestions for changes.....	33
Jacek Bialek: Application of the original index of labour productivity in the analysis of open pension funds' units dynamics.....	42
Magdalena Chmielowiec-Lewczuk: Balanced Scorecard in insurance company.....	52
Dawid Dawidowicz: Evaluation of efficiency of new Polish equity investment funds in comparison to the other investment funds in the period 2000–2012	65
Ewa Dziwok: Yield curve verification based on the correlation surface method	74
Krzysztof Echaust: Traded period returns and non-traded period returns – comparison of selected properties on the basis of futures contracts quoted on Warsaw Stock Exchange.....	87
Urszula Gieraltowska: Investing in precious metals as an alternative form of capital investment	100
Paweł Kliber: WIBOR-OIS spread as a measure of liquidity and default risk	111
Karol Marek Klimczak: Autoregressive structure of residual income of Polish, French and German firms.....	119
Anna Korzeniowska: Selected problems of financial market resulting from the situation on household savings market	127
Mieczysław Kowerski: Catering theory of dividends	141
Marzena Krawczyk: Adequacy of the offer given by financial market institution to capital needs of SMEs	150
Paweł Kufel, Magdalena Mosionek-Schweda: The impact of the stock-market experience on the cost of capital gained on the Catalyst market.....	160

Robert Kurek: The evolution in convergence of supervision regulations and methods on the European Union insurance market	169
Sebastian Majewski, Mariusz Doszyń: The effects of impact of behavioural factors on the rate of return of construction companies stocks listed on the Warsaw Stock Exchange.....	179
Sebastian Majewski: Behavioural portfolio according to Maslov – simulation analysis	191
Marta Malecka: Methods for evaluating Value-at-Risk forecasts – comparative analysis	201
Aleksander R. Mercik: Using the Student's t distribution in Value-at-Risk estimation.....	211
Artur Mikulec: Tau-normalized-Calmar ratio and its application in the analysis of portfolio investment efficiency	222
Wojciech Misterek: Barriers in obtaining external funding to the realization of innovative projects in companies	231
Paweł Niszczoła: The language used in filings and the trading activity of foreign companies listed on the Warsaw Stock Exchange	240
Dorota Pekasiewicz: Determination of the safety factor based on quantile of the sum of claims distribution in the portfolio of automobile insurance....	252
Agnieszka Perepeczo: Market reactions to dividend announcements in public companies – empirical evidence.....	264
Tomasz Pisula: Methodological aspects of the application of credit scoring models to assess the creditworthiness with the use of quantitative methods	288
Paweł Porcenaluk: The analysis of the selected liquidity risk measures for stocks listed on the Warsaw Stock Exchange in 2001–2011 period.....	297
Marcin Salamaga: An application of moving average rules for testing the profitability of Polish stock market.....	307
Rafał Siedlecki: Forecasting financial problems of companies based on Hellwig measurement of development	318
Anna Sroczyńska-Baron: The application of the minority games and gambling on the stock exchange.....	327
Michał Stachura, Barbara Wodecka: Boshnakov's approach to asymmetry – proposal of estimation of sample asymmetry measures	336
Piotr Staszkiwicz: Weryfikacja lematu ujawnienia dla modelu ryzyka reputacji niepublicznych grup kapitałowych z powiązaniem wzajemnymi na polskim rynku firm inwestycyjnych	346
Anna Szymańska: Bayesian estimation of premium rates in motor insurance with selected loss functions	356
Jacek Welc: Forecasted earnings growth of companies and earnings forecast bias – Polish experience.....	365
Jerzy Węclawski: Hybrid loans as an alternative form of corporate finance ..	374

Ryszard Węgrzyn: Analysis of the sensitivity of implied volatility to the underlying instrument of option – a dynamic approach.....	384
Stanisław Wieteska: Overload of roofs of buildings with snow as an element of risk in property insurance in the Polish climate area.....	396
Zuzanna Wośko: Resilience of the Polish banking sector to external shocks in the context of credit risk. Analysis of the relationship between macro-economic variables	405
Anna Zamojska: Sharpe ratio – theory and practice.....	414
Aneta Zglińska-Pietrzak: Bootstrap predictions of returns for GARCH processes	422
Monika Zielińska-Sitkiewicz: Assessment of the condition of the Polish real estate market based on the data analysis from the financial statements of developers	437

Roman Asyngier

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

EKONOMICZNE I PRAWNE ASPEKTY NIEPRAWIDŁOWOŚCI FUNKCJONOWANIA RYNKU NEWCONNECT. OCENA I PROPOZYCJE ZMIAN

Streszczenie: Artykuł prezentuje statystyki pokazujące rozwój rynku NewConnect oraz jego porównanie z innymi alternatywnymi systemami obrotu w Europie. Celem artykułu jest zdefiniowanie czynników, które hamują rozwój NC i wpływają na negatywne postrzeganie rynku przez inwestorów. W tym kontekście dokonana zostanie również ocena regulacji rynku wprowadzonych w ostatnich miesiącach przez organizatora. Wnioski z analiz mają wskazać niezbędne działania regulacyjne, jakie powinny zostać podjęte w celu poprawy jego funkcjonowania. Artykuł stanowi część większych badań, mających na celu uwypuklenie niedoskonałości funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego, w tym rynku NewConnect.

Słowa kluczowe: NewConnect, rynek kapitałowy, Alternatywny System Obrotu, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.

1. Wstęp

Alternatywne systemy obrotu, określane tak Dyrektywą Parlamentu Europejskiego¹, są jednymi z najdynamiczniej rozwijających się segmentów giełdowego rynku obrotu papierami wartościowymi. Tworzone z myślą o przedsiębiorstwach nowo powstających, działających w branżach innowacyjnych, dynamicznie rozwijających się, są doskonałym uzupełnieniem rynków regulowanych. Na podstawie doświadczeń innych giełd europejskich, w 2007 r. również giełda warszawska uruchomiła rynek ASO.

NewConnect z marszu wyrósł na lidera europejskich ASO pod względem liczby debiutów giełdowych. Jednakże rozrost ilościowy rynku nie przekłada się na wzrost obrotów, a liczne nieprawidłowości funkcjonowania rynku zniechęcają inwestorów indywidualnych do angażowania kapitału.

¹ Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID) wprowadza definicję oraz określa organizację i obrót na wielostronnych platformach obrotu MTF (ang. *Multilateral Trading Facilities*).

W artykule zaprezentowane zostaną statystyki pokazujące rozwój rynku NewConnect oraz jego porównanie z innymi alternatywnymi systemami obrotu w Europie. Celem artykułu jest zdefiniowanie czynników, które hamują rozwój NC i wpływają na negatywne postrzeganie rynku przez inwestorów. W tym kontekście dokonana zostanie również ocena regulacji rynku wprowadzonych w ostatnich miesiącach przez organizatora. Wnioski z analiz mają wskazać niezbędne działania regulacyjne, jakie mogłyby zostać podjęte w celu poprawy jego funkcjonowania. Artykuł stanowi część większych badań, mających na celu uwypuklenie niedoskonałości funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego.

2. Statystyki rynku NewConnect

Rozwój rynku Newconnect rozpatrywany przez pryzmat liczby debiutów i notowanych spółek wygląda imponująco. Szczególnie godny uwagi w tym względzie był 2011 r., gdy liczba spółek niemalże uległa podwojeniu. Mimo znacznych spadków NCIndex, szczególnie w latach 2008 i 2011, kapitalizacja rynku rokrocznie wzrastała.

Tabela 1. Dane statystyczne rynku NewConnect w latach 2007–2012

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	I–VIII 2012
Liczba notowanych spółek	24	84	107	185	351	410
Liczba debiutów	24	61	26	86	172	65
Stopy zwrotu NCIndex (%)	44,17	-73,51	30,14	27,65	-34,39	-16,99
Kapitalizacja rynkowa (mln zł)	1185	1437	2554	5138	8488	8872
w tym spółek krajowych (mln zł)	1185	1396	2457	4971	8384	8754
w tym spółek zagranicznych (mln zł)	–	41	97	167	104	117
Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)	151,3	413,2	539,7	1753,3	1858,5	1221,3*
Liczba transakcji	59 674	247 576	323 729	877 947	1 082 130	762 758*
Liczba transakcji na sesję	719,0	980,0	1285,0	3470,0	4311,0	4540,2
Wskaźnik obrotu (w %)	44,0	40,0	32,0	60,0	39,0	18,0
Średnia kapitalizacja spółek (mln zł)	49,4	17,1	23,9	27,8	24,2	21,6
Średnia wartość obrotu przypadająca na 1 spółkę (w mln zł)	6,30	4,92	5,04	9,48	5,29	4,47*
Średnia wartość transakcji na sesję (w zł)	2 535,16	1 669,07	1 667,13	1 997,08	1 717,43	1 584,65

* Dane sprowadzone do porównywalności dla pełnego roku kalendarzowego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych na stronie www.newconnect.pl.

Dane dotyczące wielkości obrotów akcjami notowanymi na polskim ASO nie są już tak pozytywne. O ile wartość obrotów sesyjnych do 2011 r. stale rosła, o tyle ska-

la tego wzrostu była nieproporcjonalna w stosunku do rosnącej kapitalizacji rynku. Pomijając pierwszy niepełny rok istnienia NC, istotne miary rynkowe, tj. wskaźnik obrotu, średnia kapitalizacja spółki, średnia wartość obrotu przypadająca na jedną spółkę oraz średnia wartość transakcji, osiągnęły najwyższą wartość w 2010 r.

Szczególnie niepokojąco wyglądają dane za pierwsze osiem miesięcy 2012 r. Dane sprowadzone do porównywalności dla okresu rocznego, wskazują na 35-procentowy spadek wartości obrotów i prawie 30-procentowy spadek liczby transakcji w stosunku do roku ubiegłego. Jeśli w pozostałych miesiącach br. dane nie ulegną diametralnej zmianie, to wskaźnik obrotu, średnia wartość obrotu przypadająca na jedną spółkę oraz średnia wartość transakcji osiągną najniższe wartości w całej historii istnienia NC.

3. NewConnect na tle rynków ASO w Europie

Uruchomienie europejskich alternatywnych systemów obrotu było próbą szukania przeciwwagi dla amerykańskiego rynku pozagiełdowego NASDAQ [Feder-Sempach 2010]. Pionierem ASO w Europie był uruchomiony przez giełdę londyńską w 1995 r. rynek AIM – Alternative Investment Market. Brytyjski AIM był również wzorcem rozwiązań systemowych dla wielu później powstających rynków ASO w Europie². Dziś jest zdecydowanym liderem tego segmentu obrotu pod niemal każdym względem. Aż 45% kapitalizacji i 66% obrotu europejskich ASO przypada właśnie na ten rynek (tab. 2).

NewConnect zapisał się w historii europejskiego rynku kapitałowego niespotykaną liczbą debiutów giełdowych. Niemal w całym okresie istnienia NC był pod tym względem najaktywniejszym rynkiem spośród wszystkich ASO w Europie. Jedyne w okresie VIII–XII 2007 r. więcej debiutów giełdowych wystąpiło na rynku AIM. W 2011 r. na NC zadebiutowało 172 nowych emitentów, co przewyższało łączną liczbę debiutów na pozostałych rynkach alternatywnych w Europie³.

Pod względem kapitalizacji i obrotów NC jest średniej wielkości europejskim rynkiem ASO, ustępując jednak zdecydowanie pod tym względem liderom zestawienia. Jeśli jednak weźmie się pod uwagę średnią kapitalizację emitentów i średni obrót przypadający na jedną spółkę, to gorszy od NC jest tylko rynek w Luksemburgu. Natomiast pod względem średniej wartości transakcji polski rynek jest outside-rem zestawienia.

² Krótkie opisy organizacji najważniejszych rynków ASO w Europie można znaleźć m.in. w [Ziaro-Siwiek (red.) 2007]. Zobacz również [Kordela 2009].

³ Szczegółowe dane dotyczące IPO na rynkach europejskich można znaleźć na stronie: [<http://www.pwc.pl/pl/ipo-watch-europe/index.jhtml>].

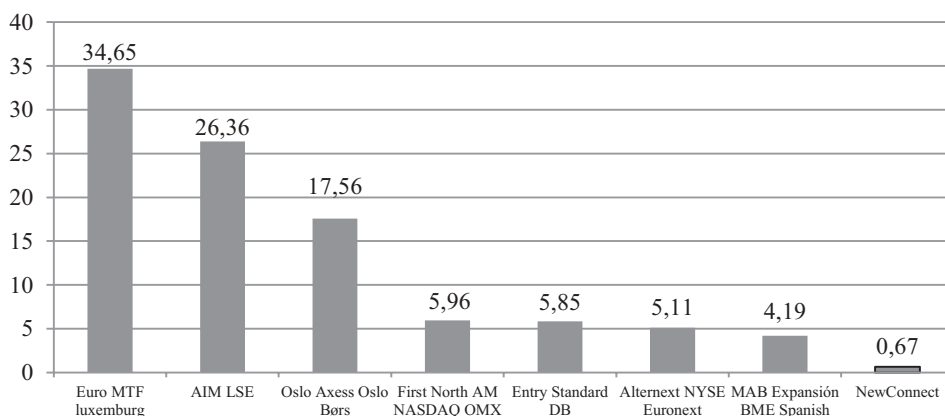
Tabela 2. Dane statystyczne alternatywnych systemów obrotu w Europie (dane na koniec sierpnia 2012 r.)

Rynek ASO/ gielda prowadząca ASO	Liczba spółek	Kapitalizacja rynkowa (mln EUR)	Wielkość wolumenu (I–VIII 2012)		Średnia kapitalizacja spółki (mln EUR)	Średni obrót przypadający na jedną spółkę (tys. EUR)	Średnia wartość transakcji (tys. EUR)
			liczba transakcji	obrót (mln EUR)			
Alternative Market (EN.A)/Athens Exchange	14	147,9	187	0,5	10,56	35,71	2,67
MAB Expansion/BME	21	434,2	b.d.	b.d.	20,68	x	x
BETa/CEESEG-Budapest	23	b.d.	6 219	15,2	x	660,87	2,44
Dritter Markt (MTF)/ CEESEG – Vienna	22	969,5	5 663	12,8	44,07	581,82	2,26
Emerging Comp. Cyprus/ Cyprus Stock Exchange	13	572,4	b.d.	b.d.	44,03	x	x
Entry Standard/ Deutsche Börse	177	9 561,5	213 715	495,4	54,02	2 798,87	2,32
ESM / Irish SE	23	28 939,2	24 852	51,8	1 258,23	2 252,17	2,08
ISE Second National Market/Istanbul SE	75	3 925,8	11 350 142	7 721,8	52,34	102 957,33	0,68
AIM/London SE	1 110	47 883,3	4 027 993	23 554,6	43,14	21 220,36	5,85
Euro MTF/Luxembourg SE	232	324,7	455	9,8	1,40	42,24	21,54
First North Alternative Market/ NASDAQ OMX	122	3 568,9	740 335	2 366,1	29,25	19 394,26	3,20
Alternext/NYSE Euronext	184	5 961,0	483 050	803,0	32,40	4 364,13	1,66
Oslo Aress/Oslo Børs	36	2 014,7	189 465	485,1	55,96	13 475,00	2,56
NewConnect/Warsaw SE	412	2 121,5	508 505	194,3	5,15	471,60	0,38
Łącznie/średnie	2 464	106 424,6	17 550 581	35 710,4	43,19	14 492,86	2,03

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych Federacji Gield Europejskich oraz London Stock Exchange [http://www.fese.eu/en/?inc=art&id=4; http://www.londonstockexchange.com/statistics/markets/aim/aim.htm].

4. Identyfikacja nieprawidłowości funkcjonowania NewConnect

Zaprezentowane statystyki rynku NewConnect pokazują jednoznacznie, że wzrost ilościowy rynku nie przekłada się proporcjonalnie na wzrost obrotów i zainteresowanie rynkiem ze strony inwestorów. Niepokojąco wyglądają również dane dotyczące obrotów i ilości transakcji na tle innych ASO w Europie. Przyczyn takiego stanu rzeczy należy upatrywać w samym procesie wprowadzania emitentów do obrotu giełdowego na NC.



Rys. 1. Przeciętna wartość pozyskanych środków na europejskich ASO w okresie od II półrocza 2007 r. do II półrocza 2012 r. (w mln EUR)

Źródło: NewConnect.info na podstawie PwC – IPO Watch Europe; [<http://www.newconnect.info/przewodnik/>].

Na rysunku 1 ukazano zestawienie danych charakteryzujących wartość pozyskanych w procesie IPO środków finansowych na najbardziej liczących się europejskich ASO. NewConnect w zestawieniu wypada zdecydowanie najgorzej. Średnia wartość ofert kierowanych na rynek NC w całym okresie istnienia wyniosła 670 tys. EUR. Pod tym względem na przedostatnim w zestawieniu rynku hiszpańskim wartość pozyskanych środków finansowych była sześciokrotnie, a na rynku luksemburskim aż pięćdziesięciokrotnie większa.

Mała wartość ofert przekłada się na niewielką kapitalizację rynkową akcji emitentów oraz niski wartościowo *free float*. Niska wartość akcji znajdujących się w wolnym obrocie wynika również z tego, że zdecydowana większość ofert na polskim ASO miała charakter ofert prywatnych (*private placement*). W rekordowym 2011 r., przy 172 debiutach na NC, oferty publiczne przeprowadziło tylko siedem spółek⁴.

⁴ Na podstawie [http://www.newconnect.pl/index.php?page=debiuty_y_2011].

Tabela 3. Wartość rynkowa akcji spółek notowanych na rynku NewConnect w latach 2007–2012

Przedział cenowy	Liczba akcji w danym przedziale cenowym						
	Rok	2007	2008	2009	2010	2011	VIII 2012
0,01–0,09		0	3	6	9	28	52
0,10–0,99		1	30	35	61	138	163
1,0–9,99		18	47	54	94	146	155
> 10,00		5	4	12	21	39	40
Liczba spółek łącznie		24	84	107	185	351	410
% spółek z ceną akcji < 1 zł		4,17	39,29	38,32	37,84	47,29	52,44
% spółek z ceną akcji < 10 gr		0,00	3,57	5,61	4,86	7,98	12,68

Źródło: opracowanie własne.

Istotnym problemem zniechęcającym inwestorów do kupna akcji na NC jest nadmierna liczba spółek o niskiej wartości rynkowej (tab. 3). Na koniec sierpnia br. „groszówki” stanowiły ponad połowę wszystkich notowanych na NC akcji spółek. Co ósma spółka miała wartość rynkową akcji poniżej 10 groszy, a kilka notowanych było po 1 grosz (np. Novian i Starkdev). W tym przypadku zmiana ceny o najmniejszą dopuszczalną wartość powoduje zmianę kursu o co najmniej 10%, a niekiedy nawet 100%. Tym samym cena traci swoją wartość informacyjną, wypaczając właściwą wycenę walorów.

Dodatковым problemem rynku jest słaba kondycja finansowa emitentów. Prawie połowa notowanych na NC spółek odnotowała w 2011 r. straty. Na koniec sierpnia 2012 r. aż 73 spółki miały wartość kapitałów własnych poniżej miliona złotych, a w 16 przypadkach wartość ta była ujemna⁵.

5. Zmiany regulacyjne wprowadzone przez organizatora rynku

Giełda warszawska będąca organizatorem rynku NC przez dłuższy czas utrzymywała bardzo liberalne przepisy regulujące ten rynek. W świetle coraz częściej pojawiającej się krytyki i widocznych problemów funkcjonowania rynku NC, organizator zdecydował się na dokonanie znaczących zmian. 28 V 2012 Zarząd Giełdy podjął stosowną uchwałę w sprawie zmian regulacji prawnych polskiego rynku ASO⁶.

Do najistotniejszych zmian w Regulaminie NewConnect zaliczyć należy dodanie § 17a–d, odnoszących się do przepisów o obowiązkach informacyjnych. Wprowadzone zmiany dotyczą m.in. zakazu udostępniania informacji bieżących i okreso-

⁵ Wyczenia własne na podstawie danych dostępnych na stronach www.newonnect.pl i www.gpwinfostrefa.pl. Szczegółowa analiza kondycji finansowej emitentów na NC przekracza wymogi objętościowe artykułu i zostanie podjęta w osobnej publikacji.

⁶ Uchwała nr 497/2012 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA w sprawie zmian Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu.

wych przed ich opublikowaniem oraz zobowiązania niezwłocznego opublikowania informacji wraz z podaniem przyczyny braku wcześniejszego opublikowania, w przypadku stwierdzenia, że emitent nie opublikował informacji zgodnie z obowiązującymi regulacjami. Ponadto wprowadzono zapisy zobowiązujące emitenta do zawarcia umowy z Autoryzowanym Doradcą w przypadku, gdy zachodzi konieczność współpracy w zakresie wypełniania obowiązków informacyjnych oraz sankcji za nieprzestrzeganie zasad lub przepisów obowiązujących w ASO i nienależyte wykonywanie obowiązków informacyjnych. Przewidziane kary to upomnienia emitenta, kara pieniężna w wysokości do 20 000 zł oraz zawieszenia bądź nawet wykluczenia jego instrumentów finansowych z obrotu⁷.

Ważne z punktu widzenia przejrzystości rynku było wprowadzenie zapisu o obowiązku zlecenia sporządzenia analizy sytuacji finansowej i gospodarczej oraz perspektyw prowadzenia działalności, w przypadku spółek, które borykają się z problemami finansowymi lub zmieniają zakres prowadzonej działalności. W myśl przepisów zadanie stworzenia raportu spoczywa na firmie inwestycyjnej lub doradczej wybranej przez spółkę, przy czym nie może być to ani podmiot z grupy, ani Autoryzowany Doradca⁸.

Inne istotne zmiany w Regulaminie ASO dotyczyły katalogu wymaganych informacji, które powinny trafiać na rynek w formie raportów bieżących, w tym m.in.: zdefiniowano aktywa o istotnej wartości oraz istotne umowy, zobligowano emitenta do publikowania informacji o odwołaniu lub nieodbyciu WZA i raportu o dywidendzie oraz wprowadzono obowiązek sporządzenia sprawozdania skonsolidowanego przez emitenta, który jest jednostką dominującą w grupie kapitałowej.

W odpowiedzi na rosnącą zmienność notowań spowodowaną niską kapitalizacją spółek oraz dużą liczbę spółek groszowych, organizator ASO wprowadził nową seg-

⁷ 4 lipca Zarząd GPW w Warszawie ukarał zawieszeniem handlu akcjami spółki City Angels, East Pictures, Ecotech Polska, Edison, IQ Medica, Marsoft, PolskiHR oraz Religa Development. Powodem było nieprzekazanie w regulaminowym czasie raportów rocznych za 2011 r. Tego samego dnia, w związku z nieprzekazaniem opinii z badania sprawozdania finansowego za rok 2011, zawieszono zostały notowania akcji firm: Cerabud, EastSideCapital, KCSP, Photon Energy oraz Serenity. Dodatkowo dwa dni później na wymienione spółki Giełda nałożyła kary pieniężne w wysokości od 5 do 10 tys. zł (Uchwały nr 649/2012, 651/2012 oraz 655-667/2012 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA).

⁸ 26 czerwca Zarząd GPW w Warszawie nałożył na dziewięciu emitentów z rynku NC obowiązek zlecenia sporządzenia analizy sytuacji finansowej i gospodarczej oraz perspektyw prowadzenia działalności (F24, BGE, Cerabud, GreenTech, HMSG-obecnie APIS, Mobile Partner, Tonsil AC, Victoria-obecnie 01Cyberaton, Virtual Vision). 27 września Zarząd Giełdy dokonawszy oceny przesłanych dokumentów, w przypadku BGE, 01Cyberaton, Mobile Partner i Virtual Vision uznał te dokumenty za niezadowalające pod względem ich kompletności, a także powziął wątpliwości co do ich rzetelności i postanowił zobowiązać wymienione spółki do uzupełnienia powyższych dokumentów o dodatkowe informacje i objaśnienia, a w przypadku BGE, do dokonania dodatkowej analizy sytuacji finansowej i gospodarczej przez podmiot inny niż ten, który sporządził pierwszy dokument (Uchwały 602-610/2012 oraz 972-975/2012 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA).

mentację rynku⁹. Oprócz istniejącego segmentu NC Lead, wyodrębniono segmenty podwyższonego ryzyka: NC High Liquidity Risk (NC HLR) oraz NC Super High Liquidity Risk (NC SHLR). Do pierwszego z segmentów kwalifikowane są spółki, których średnia arytmetyczna wartości akcji w wolnym obrocie z ostatnich 3 miesięcy wynosi mniej niż 1 000 000 zł. Do segmentu SuperHRL zaś te, które oprócz warunku wartości akcji w wolnym obrocie, charakteryzują się średnim kursem akcji niższym niż 10 groszy lub średnią zmiennością przekraczającą 10%, lub ogłoszeniem upadłości emitenta, lub otwarciem likwidacji emitenta. Kwalifikacja spółek do któregośkolwiek z dwóch segmentów wiąże się z ich wykluczeniem z portfela indeksów oraz oznaczaniem w sposób szczególny w serwisach Giełdy. Ponadto, w przypadku kwalifikacji do segmentu SuperHRL, akcje spółek przenoszone są do notowań jednolitych¹⁰.

6. Ocena zmian wprowadzonych przez Giełdę oraz propozycje zmian, które powinny być poddane pod dyskusję przy kolejnych zmianach regulacji rynkowych

Powyższe decyzje Zarządu Giełdy w większości należy ocenić pozytywnie. Doprecyzowanie wymaganych informacji, które powinny trafiać na rynek w formie raportów bieżących, czyni regulacje ASO wystarczającymi dla ochrony interesów inwestorów i bezpieczeństwa obrotu. Korzystny w tym względzie wydaje się również katalog sankcji za nieprzestrzeganie obowiązków lub ich nienależyte wykonywanie zarówno przez emitentów, jak i przez Autoryzowanych Doradców. Podobnie pozytywnie ocenić należy wprowadzenie zapisu o obowiązku dokonania analizy sytuacji gospodarczej, w przypadku spółek, które mają problemy finansowe lub zmieniają profil prowadzonej działalności.

Trudno jednoznacznie ocenić nową segmentację rynku. Zakwalifikowanie akcji do segmentu NC HLR nie wiąże się w zasadzie z żadnymi konsekwencjami. W przypadku segmentu NC SHLR wyrzucenie akcji do notowań jednolitych uderza przede wszystkim w inwestorów, którzy mają problemy z upłynnieniem walorów, ze względu na ograniczone zainteresowanie inwestorów i małą płynność w tym systemie notowań.

Jak pokazały powyższe analizy, problem polskiego ASO to przede wszystkim niska kapitalizacja spółek oraz płynność ich walorów. W opinii autora przyczyną jest

⁹ Uchwała Nr 498/2012 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 28 maja 2012 r. w sprawie zmiany Uchwały Nr 233/2010 Zarządu Giełdy z dnia 16 marca 2010 r. (z późn. zm.) w sprawie wyodrębnienia segmentów rynku NewConnect oraz zasad i procedury kwalifikacji do tych segmentów.

¹⁰ W wyniku dokonanej weryfikacji w dniu 26 września 2012 r. w segmencie NC HLR znalazły się akcje 136, natomiast w segmencie NC SHLR – 22 emitentów [http://newconnect.pl/?page=informacje-&ph_main_content_start=show&ph_main_content_cmn_id=8940].

brak wymogów dopuszczeniowych akcji do obrotu na NC. Choć takowe wymogi są sprzeczne z pierwotną ideą tworzenia ASO w Polsce, są niezbędne do prawidłowego funkcjonowania rynku.

Najważniejsze wydaje się wprowadzenie wymogów w zakresie minimalnej kapitalizacji (ewentualnie wielkości oferty na rynku pierwotnym) i *free float* akcji wprowadzanych na rynek. Podobne obostrzenia funkcjonują przykładowo na rynkach Alternext oraz Entry Standard¹¹. W przypadku NC wydaje się uzasadnione, aby kryteria dopuszczeniowe emitentów były uzależnione od czasu trwania spółki i względnie niższe dla start-upów i spółek innowacyjnych, dla których rynek ten w zamyśle został stworzony. Giełda powinna również rozważyć zmianę sposobu naliczania opłaty wstępnej (*admission fee*), co stanowiłoby większe obciążenie finansowe dla wprowadzających. Wzorem rynków AIM i Alternext opłata uzależniona byłaby od wielkości kapitalizacji w dniu debiutu i procentowo malejąca wraz ze wzrostem kapitalizacji emitenta [Mikołajczyk, Kurczewska 2010].

W celu poprawy „jakości” emitentów organizator NC powinien podjąć radykalne działania mające na celu usunięcie z rynku giełdowego spółek niewywiązujących się z obowiązków informacyjnych oraz nieprowadzących przez dłuższy czas działalności operacyjnej. W tym względzie wykluczenie z obrotu z dniem 2 października trzech spółek¹² jest krokiem w dobrym kierunku. Problem w tym, że w uchwałach Giełdy nie podała jednoznacznej przyczyny wykluczenia spółek, co może budzić wątpliwości¹³. Dlatego też każdorazowe wykluczenie powinno być jasno umotywowane i wynikać np. z odrzucenia przez Zarząd Giełdy analizy sytuacji finansowej oraz perspektyw prowadzenia działalności gospodarczej dokonanej przez niezależny podmiot lub też niewywiązywania się z obowiązków informacyjnych.

Giełda powinna również wprowadzić zmiany ograniczające problem spółek groszowych. Proponowanym rozwiązaniem jest zawieszenie notowań akcji, w sytuacji gdy średnia arytmetyczna cen rynkowych w okresie ostatnich 3 miesięcy jest niższa od 5 groszy, do momentu przeprowadzenia procesu scalenia akcji. W przypadku braku wykonania nakazanego resplitu w oznaczonym okresie, akcje emitenta byłyby wykluczane w obrocie. W przypadku spółek o średnim kursie poniżej 10 groszy zalecane byłoby ich przeniesienie do notowań jednolitych.

¹¹ Zob. [http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/kir/dbg_nav/metanavigation/30_Regulations;https://europeanequities.nyx.com/regulation/nyse-alternext].

¹² Uchwały Nr 969-971/2012 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 27 września 2012 r. wykluczające z dniem 2 października 2012 r. akcje spółek F24, GreenTech i Tonsil z obrotu.

¹³ Uchwały zawierają lakoniczne stwierdzenie, „iż zachodzi uzasadnione przekonanie, że spółka notowana na rynku NewConnect, (...) nie mieści się w ramach misji tego rynku, w szczególności ze względu na uzasadnione wątpliwości co do rzeczywistego charakteru i celu obecności spółki na rynku publicznym”.

7. Podsumowanie

Po prawie pięciu latach istnienia trudno jednoznacznie ocenić rozwój i funkcjonowanie rynku NewConnect. Z jednej strony rynek dynamicznie się rozwija, co obrazuje niespotykany na innych rynkach przyrost notowanych instrumentów. Z drugiej strony rozrost ilościowy nie idzie w parze z poprawą jakości tego rynku i zainteresowaniem ze strony inwestorów. Mała kapitalizacja spółek, a co za tym idzie często niski *free float* akcji, nienajlepsza kondycja finansowa emitentów oraz duża zmienność notowań spowodowana nadmierną liczbą spółek groszowych skutecznie zniechęcają inwestorów do lokowania środków na tym rynku. Skutkuje to zbyt słabym wzrostem obrotów, nieadekwatnym do dynamicznie zwiększającej się liczby notowanych walorów.

Podjęte w ostatnich miesiącach przez GPW w Warszawie działania regulacyjne i porządkujące obrót na polskim ASO należy odbierać pozytywnie. W opinii autora zmiany te są jednak zbyt płytkie i niewystarczające, aby rozwiązać narosłe przez lata problemy. Dlatego do przywrócenia prawidłowego funkcjonowania NC niezbędne są następne, niekiedy radykalne i odważne, decyzje organizatora rynku.

Literatura

- Feder-Sempach E., 2010, *Rynki alternatywne w strefie euro i Unii Europejskiej a NewConnect – analiza porównawcza*, Acta Universitatis Lodziensis, Folia Oeconomica 2010, nr 238, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Kordela D., 2009, *Alternatywne rynki papierów wartościowych w Europie – geneza, systematyka i rozwój*, [w:] Tarczyński W, Zarzecki D. (red.), *Finanse 2009 – Teoria i praktyka. Rynki finansowe i ubezpieczenia*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 550, Ekonomiczne Problemy Usług nr 40, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Mikołajczyk B., Kurczewska A., 2010, *Rynek NewConnect w Polsce na tle innych rynków alternatywnych w Europie*, Finansowy Kwartalnik Internetowy e-Finanse, vol. 6.
- Ziarko-Siwiek U. (red.), 2007, *Giędy kapitałowe w Europie*, CeDeWu, Warszawa.

Akty prawne

- Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG, Dz.Urz. UE L 145 z 30.4.2004 z późn. zm.
- Uchwała Nr 497/2012 Zarządu Giędy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 28 maja 2012 r. w sprawie zmian Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu.
- Uchwała Nr 498/2012 Zarządu Giędy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 28 maja 2012 r. w sprawie zmiany Uchwały Nr 233/2010 Zarządu Giędy z dnia 16 marca 2010 r. (z późn. zm.) w sprawie wyodrębnienia segmentów rynku NewConnect oraz zasad i procedury kwalifikacji do tych segmentów.
- Uchwały Nr 602-610/2012 Zarządu Giędy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 26 czerwca 2012 r.

Uchwały Nr 649/2012, 651/2012 oraz 655-667/2012 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 4 lipca 2012 r.

Uchwały Nr 969-975/2012 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 27 września 2012 r.

Uchwały Nr 497/2012, 498/2012, 602-610/2012, 649/2012, 651/2012, 655-667/2012, 969-975/2012 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA.

Źródła internetowe

http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/kir/dbg_nav/metanavigation/30_Regulations (25.09.2012).

http://newconnect.pl/?page=informacje&ph_main_content_start=show&ph_main_content_cmn_id=8940 (27.09.2012).

<http://www.fese.eu/en/?inc=art&id=4> (15.09.2012).

<http://www.gpwinfostrefa.pl> (27.09.2012).

<http://www.londonstockexchange.com/statistics/markets/aim/aim.htm> (15.09.2012).

<http://www.newconnect.info/przewodnik/> (25.09.2012).

http://www.newconnect.pl/index.php?page=debiuty_y_2011 (25.09.2012).

<http://www.pwc.pl/pl/ipo-watch-europe/index.jhtml> (25.09.2012).

<https://europeanequities.nyx.com/regulation/nyse-alternext> (25.09.2012).

ECONOMIC AND LEGAL ASPECTS OF IRREGULARITIES IN THE FUNCTIONING OF THE NEWCONNECT MARKET. ASSESSMENT AND SUGGESTIONS FOR CHANGES

Summary: The article presents statistics showing the development of the NewConnect market and its comparison with other multilateral trading facilities in Europe. The goal of the article is to define factors which inhibit the NC development and have influence on the negative perception of the market by investors. In this context the assessment of market regulations introduced in recent months by the organizer will be conducted as well. The conclusions from the analyses are to indicate necessary regulative actions which should be undertaken to improve its functioning. The article is a part of more extensive research which aim is to emphasize irregularities in the functioning of the Polish capital market, including the NewConnect market.

Keywords: NewConnect, multilateral trading facilities, capital market, Warsaw Stock Exchange.