

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 326

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Redaktorzy naukowi
Adam Kopiński, Agnieszka Bem



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2014

Redaktor Wydawnictwa: Jadwiga Marcinek
Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz
Korektor: Barbara Łopusiewicz
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 2014

ISSN 1899-3192
ISBN 978-83-7695-412-7

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Iwona D. Czechowska: Kondycja gospodarstw domowych i konsumentów (60+) oraz uwarunkowania rynkowe ich zachowań	11
Joanna Duda: Działalność finansowa i inwestycyjna polskich MSP w kontekście międzynarodowym	21
Ewa Dziawgo: Hybrydowa opcja collar – analiza własności	35
Anna Feruś: Rola i znaczenie metody granicznej analizy danych w szacowaniu ryzyka kredytowego przedsiębiorstw	49
Beata Guziejewska: Polityka kształtowania dochodów samorządu terytorialnego w świetle wybranych koncepcji teoretycznych.....	60
Marcin Jamroży, Agnieszka Kopeć, Stephan Kudert: Opodatkowanie opcji pracowniczych w relacji polsko-niemieckiej.....	71
Jacek Jaworski: Luki w zarządczych informacjach finansowych a zmiany przychodów i zysków małych przedsiębiorstw w Polsce. Wyniki badań...	82
Marta Kacprzyk: Kierunki zmian marży zysku operacyjnego spółek wchodzących na rynek regulowany GPW w Warszawie	93
Jerzy Kitowski: Metody oceny kondycji finansowej przedsiębiorstw budowlanych.....	104
Marzena Krawczyk: Wydatki przedsiębiorstw na działalność badawczo-rozwojową a pomiar innowacyjności	115
Jarosław Kubiak: Ryzyko kredytowe a wykorzystanie długu krótkoterminowego przez przedsiębiorstwa.....	123
Agnieszka Kuś, Magdalena Hodun: Determinanty kształtowania się wskaźnika EPS wybranych spółek przemysłu spożywczego i metalowego – ujęcie modelowe	133
Justyna Łukomska-Szarek: Operacyjna i całkowita zdolność do rozwoju samorządów terytorialnych państw Grupy Wyszehradzkiej.....	143
Przemysław Panfil: Czy Polsce potrzebny jest Pakt Fiskalny?	154
Agnieszka Pawłowska: Identyfikacja zagrożeń związanych z ryzykiem przerwy w działalności gospodarczej małych i średnich przedsiębiorstw.....	163
Joanna Pawłowska-Tyszko, Michał Soliwoda: Stan rozwoju rolnictwa a system podatkowy wybranych państw UE	171
Agnieszka Perepeczo: Reakcja inwestorów na decyzje o wypłacie dywidendy a kryzys finansowy	184

Aleksandra Pieloch-Babiarz: Wysokość pieniężnych wypłat dywidendy a kształtowanie się kursu giełdowego akcji spółek w pierwszym dniu notowań „Bez dywidendy”	196
Artur Sajnog: Wpływ kapitalizacji rezerw na długookresową rentowność publicznych spółek giełdowych.....	209
Maria Sierpińska: Zastosowanie nettingu w rozliczeniach wewnątrz korporacyjnych.....	222
Agata Sierpińska-Sawicz: Alternatywne do akcji formy lokowania kapitału i ich stopy zwrotu.....	232
Dariusz Siudak: Analiza czasu trwania faz procesu migracji wartości przedsiębiorstw	243
Dorota Starzyńska, Wacława Starzyńska: Przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym na rynku zamówień publicznych w Polsce. Analiza porównawcza z firmami krajowymi.....	259
Małgorzata Szalucka: <i>Joint venture versus</i> samodzielne prowadzenie działalności poza granicami kraju – doświadczenia polskich inwestorów bezpośrednich.....	271
Stanisław Urbański, Maciej Winiarz, Kacper Urbański: Ocena zarządzania polskimi funduszami Inwestycyjnymi w latach 2000-2011	284
Aldona Uziębło: Ujęcie działalności finansowej w rachunku przepływów pieniężnych a weryfikacja prawidłowości sprawozdania finansowego.....	296
Stanisław Wieteska: Ubezpieczenie odpowiedzialności cywilnej wprowadzającego sprzęt elektryczny i elektroniczny	306
Anna Wildowicz-Giegiel: Zdolność konkurencyjna a rentowność przedsiębiorstw w Polsce w latach 2001-2010	318
Radosław Witzak: Odzyskanie VAT naliczonego w podmiotach leczniczych	328
Elżbieta Wrońska-Bukalska: Wykup akcji własnych i dywidenda jako narzędzia obrony przed wrogim przejęciem.....	336
Stefan Wrzosek: Krytyka wybranych propozycji dotyczących rachunku efektywności inwestycji rzeczowych	344
Dariusz Zawadka: Wpływ kryzysu na rynkach finansowych na kondycję europejskich alternatywnych systemów obrotu.....	353
Danuta Zawadka, Agnieszka Strzelecka: Struktura terminowa zobowiązań przedsiębiorstw rolniczych z tytułu kredytu bankowego – ujęcie porównawcze	365
Beata Zyznarska-Dworczak: Zintegrowane instrumentarium rachunkowości zarządczej kluczem do zarządzania kosztami we współczesnym przedsiębiorstwie	377

Summaries

Iwona D. Czechowska: The condition of households and consumers (60+) and market factors of their behaviour	20
Joanna Duda: Financial and investment activity of Polish SMEs in the international context	34
Ewa Dziawgo: Hybrid options collar – the analysis of properties	48
Anna Feruś: Role and importance of Data Envelopment Analysis method for the estimation of companies' credit risk	59
Beata Guziejewska: Local government revenues policy in the light of selected theoretical concepts.....	70
Marcin Jamróży: Taxation of employee stock options in the German-Polish relations.....	81
Jacek Jaworski: Gaps in managerial financial information and changes of revenue and profit in small enterprises in Poland. Research results.....	92
Marta Kacprzyk: Trends in changes of operating profit margin of companies which are going public and getting listed on the Warsaw Stock Exchange	103
Jerzy Kitowski: Assessment methods of building enterprises financial standing	114
Marzena Krawczyk: Expenditures of enterprises on research and development activity versus measurement of innovation	122
Jarosław Kubiak: Credit risk and the use of short-term debt by companies ..	132
Agnieszka Kuś, Magdalena Hodun: Determinants of shaping the EPS rate of some companies of food and metal industry – model approach	142
Justyna Łukomska-Szarek: Operational and overall capability of Visegrád Group countries to develop local governments	153
Przemysław Panfil: Does Poland need Fiscal Compact?.....	162
Agnieszka Pawłowska: Identification of hazards of business interruption risk in small and medium sized enterprisers.....	170
Joanna Pawłowska-Tyszko, Michał Soliwoda: State of agricultural development vs. tax systems in selected EU countries	183
Agnieszka Perepeczo: The reaction of investors to changes in the dividend policy and the financial crisis	195
Aleksandra Pieloch-Babiarz: Amount of cash dividend payments and the „ex-dividend” day return's formation	208
Artur Sajnog: The impact of capitalization of reserves on long-term profitability in public quoted companies.....	221
Maria Sierpińska: The use of netting in accounts settlements within the corporation	231
Agata Sierpińska-Sawicz: Alternative to stocks forms of capital investing and their rates of return.....	242

Dariusz Siudak: The duration analysis of enterprises' value migration stages.....	258
Dorota Starzyńska, Wacława Starzyńska: Enterprises with foreign capital on the public procurement market in Poland. Comparative analysis with domestic firms.....	269
Małgorzata Szalucka: <i>Joint venture versus solo venture</i> outside the country – experience of Polish direct investors	283
Stanisław Urbański, Maciej Winiarz, Kacper Urbański: Evaluation of the management of Polish investment funds in the last decade	295
Aldona Uziębło: Including the financial activity in the account of cash flows and verification of the correctness of financial statement.....	305
Stanisław Wieteska: Liability insurance of companies introducing electrical and electronic equipment.....	317
Anna Wildowicz-Giegiel: Competitive ability and profitability of enterprises in Poland in the years 2001-2010	327
Radosław Witczak: Factors influencing the possibility of receiving the input tax in health care unites – chosen issues	335
Elżbieta Wrońska-Bukalska: Shares repurchases and dividend payout as methods of defense against hostile takeovers.....	343
Stefan Wrzosek: Critique of chosen propositions regarding real investment efficiency calculation	352
Dariusz Zawadzka: Impact of the financial markets crisis on the alternative European investment markets' standing	364
Danuta Zawadzka, Agnieszka Strzelecka: Term structure of agricultural companies' bank loan liabilities – comparative approach.....	376
Beata Zyznarska-Dworczak: Integration of management accounting instruments for cost management in modern enterprise	385

Dariusz Zawadka

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

WPLYW KRYZYSU NA RYNKACH FINANSOWYCH NA KONDYCJĘ EUROPEJSKICH ALTERNATYWNYCH SYSTEMÓW OBROTU

Streszczenie: W artykule dokonano analizy funkcjonowania europejskich alternatywnych systemów obrotu na przestrzeni ostatnich lat. Na podstawie ich kondycji i zaobserwowanych trendów zwrócono uwagę na możliwe dalsze zmiany w ich działalności. Ponadto wskazano zagrożenia mogące w istotny sposób wpłynąć na kształt publicznego rynku podwyższonego ryzyka. Praca eksponuje ułomne działanie rynków alternatywnych wynikające z nieoptymalnego podziału korzyści z funkcjonowania tych rynków. Efekt tego zaczyna być widoczny w wyhamowaniu rozwoju tych rynków i malejącej ich popularności, zwłaszcza w oczach inwestorów.

Słowa kluczowe: publiczny rynek podwyższonego ryzyka, rynek kapitałowy, kapitał podwyższonego ryzyka, alternatywne systemy obrotu.

1. Wstęp

Rynek kapitałowy w Europie nieustannie ewoluuje, co odczuwają nie tylko inwestorzy i emitenci instrumentów finansowych, ale także pozostali interesariusze. Na skutek rosnącej konkurencji w obszarze organizowania obrotu papierami wartościowymi giełdy kapitałowe zdecydowały o uzupełnieniu swoich ofert, zarówno dla kapitałodawców, jak i kapitałobiorców, poprzez wejście na rynek kapitału podwyższonego ryzyka. Elementem tej strategii jest obsługa rynków MSP we wczesnych fazach cyklu życia. Większość z obecnie istniejących rynków tego typu powstała w połowie pierwszej dekady XXI wieku. Po okresie dynamicznego wzrostu w pierwszych latach ich funkcjonowania nastąpiły zawirowania na rynkach finansowych, w których efekcie rynki zdominował brak zaufania, wysoka awersja do ryzyka i odwrócenie się od ryzykownych instrumentów.

Celem artykułu jest analiza rozwoju wspomnianych rynków na przestrzeni ostatnich lat oraz weryfikacja wpływu kryzysu na rynkach finansowych na ich wzrost i funkcjonowanie. Rozważono także potencjalne ścieżki rozwoju tych rynków i wskazano ich potencjalne zagrożenia. Badanie obejmuje najistotniejsze rynki ma-

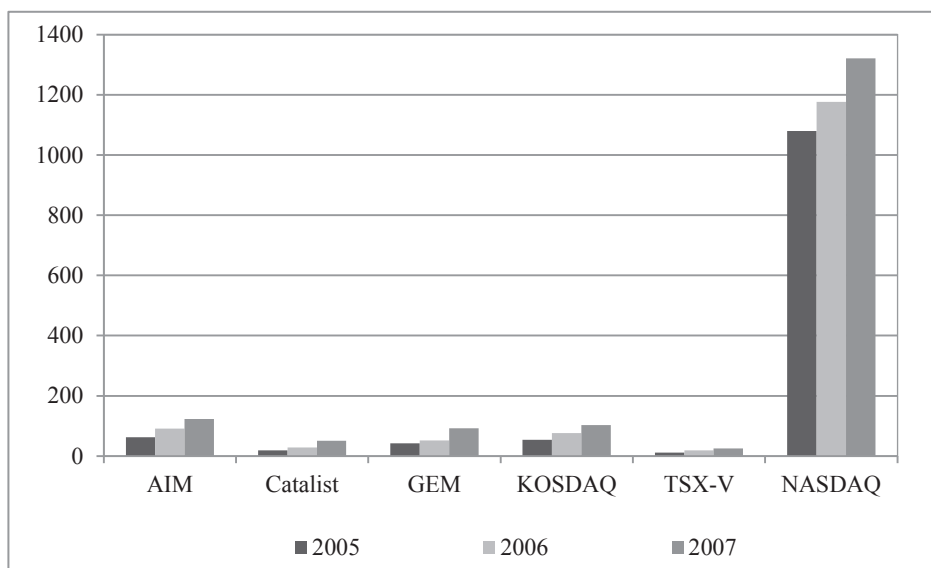
łych i średnich przedsiębiorstw (MSP) we wczesnych fazach cyklu życia, funkcjonujące w Europie od roku 1995 do końca 2012 r.

2. Rynki małych i średnich przedsiębiorstw

Organizatorzy obrotu giełdowego w Europie w celu uzupełnienia swojej oferty od blisko 20 lat próbują tworzyć rynki lub segmenty rynków o liberalnych zasadach funkcjonowania w porównaniu z rynkami regulowanymi. Rynki nazywane alternatywnymi w większości przypadków tworzone są dla MSP we wczesnych fazach cyklu życia. Jednakże nie dyskwalifikują one podmiotów mogących pochwalić się relatywnie długą historią działalności czy zaliczanych do dużych przedsiębiorstw. Federation of European Securities Exchanges (FESE) jako alternatywne definiuje te rynki bądź segmenty, które cechują inne regulacje i zasady w porównaniu z rynkami regulowanymi [FESE 2008].

Według raportu firmy doradczej Grant Thornton z 2008 r. można wskazać 18 tego typu rynków w Europie, 15 w Azji i Pacyfiku, 5 w północnej i południowej Ameryce oraz 3 w Afryce. Liczby te nie oddają jednak pełnej skali działalności rynków MSP. Raport uwzględniał tylko te, które funkcjonowały dłużej niż 4 lata, przy czym liczba emitentów na tych rynkach musiała przekraczać 150, a kapitalizacja 2 mld USD. Wobec powyższego pominięto większość europejskich rynków powstałych w połowie pierwszej dekady XXI wieku. Porównywanie tego typu rynków z różnych kontynentów może nie być miarodajne z uwagi na odmienne definiowanie poszczególnych grup przedsiębiorstw, co podkreśla również World Federation of Exchanges. Ponadto znaczenie rynków kapitałowych w poszczególnych gospodarkach może w dużym stopniu różnicować rozwój rynków MSP. Przykładem jest porównanie kapitalizacji liberalnych (w stosunku do rodzimego rynku podstawowego) rynków dla dynamicznie rozwijających się przedsiębiorstw z różnych państw. Na rysunku 1 przedstawiono łączną wartość rynkową przedsiębiorstw notowanych w ramach Nasdaq (USA), TSX-V (Kanada), KOSDAQ (Korea Południowa), GEM – Chiny, Catalist (Singapur) oraz AIM (Wielka Brytania).

Do innych różnic pomiędzy tymi rynkami można zaliczyć regulacje prawne oraz moment utworzenia (NASDAQ 1971 r., AIM 1995 r.). Dopiero z początkiem 2009 r. został otwarty Tokyo AIM w ramach *joint venture* Tokyo Stock Exchange i London Stock Exchange. Było to możliwe dzięki zmianom w Japanese Financial Instruments and Exchange Act, jakie zaszły w 2008 r. [World Federation of Exchanges 2012]. W Europie rynki MSP tworzone od połowy lat 90. XX wieku. Pierwszy intensywny ich rozwój miał miejsce w latach 1996-1997. Utworzono wtedy m.in. EASDAQ, Neuer Markt, Euro NM, Nouveau Marche oraz CeTO (Centralna Tabela Ofert). Na skutek utraty zaufania i wiarygodności w oczach inwestorów rynki te zostały zlikwidowane po tzw. bańce internetowej. W literaturze jako przyczyny niepowodzeń ich funkcjonowania wskazuje się utratę ich płynności oraz nieodpowiednie regulacje [Guidici, Roosenboom 2004a, s. 25-59], brak zabezpieczenia inwestorów, błędne



Rys. 1. Przeciętna kapitalizacja przedsiębiorstwa na wybranych rynkach (w mln USD)

Źródło: [Grant Thornton 2008, s. 3].

rozwiązania regulacyjne, przecenę akcji technologicznych, bankructwa emitentów i związane z tym skandale [Burghof, Hunger 2003].

Tabela 1. Wybrane europejskie rynki małych i średnich przedsiębiorstw utworzone w połowie lat 90. XX wieku

Nazwa rynku	Kraj	Data utworzenia	Data zamknięcia
Alternative Investment Market (AIM)	Wielka Brytania	19 czerwca 1995	–
Nouveau Marche	Francja	14 lutego 1996	21 lutego 2005
EASDAQ (NASDAQ Europe)	Pan-Europejski (Belgia, Wielka Brytania)	10 czerwca 1996	28 listopada 2003
Neuer Markt	Niemcy	10 marca 1997	31 grudnia 2003
NMAX	Holandia	25 marca 1997	4 kwietnia 2005
Euro. NMBrussels	Belgia	11 kwietnia 1997	7 października 2000

Źródło: [Burghof, Hunger 2004, s. 295-327].

Potrzeba istnienia rynków tego typu była na tyle duża, że po roku 2004 zaczęły powstawać na nowo. Utworzono m.in.: Entry Standard (2005), NYSE Alternext (2005), Euro MTF (2005), Nasdaq OMX First North (2007), Oslo Axess (2007), NewConnect (2007), EN.A (2008).

3. Znaczenie alternatywnych systemów obrotu

Rynki akcji utworzone dla emitentów z sektora MSP występują w Europie w dwóch podstawowych formach. Pierwsza oparta jest na odrębnym segmencie rynku regulowanego, przez co różnice pomiędzy rynkami podstawowymi często nie są istotne. Druga forma, której dotyczy niniejsze badanie, to wielostronne platformy obrotu (Multilateral Trading Facility, MTF). Prawo wewnątrzwspólnotowe definiuje MTF jako wielostronny system obsługiwany przez przedsiębiorstwo inwestycyjne lub podmiot gospodarczy, kojarzący transakcje strony trzeciej w dziedzinie kupna i sprzedaży instrumentów finansowych – w systemie i zgodnie z regułami innymi niż uznaniowe – w sposób skutkujący zawarciem kontraktu [Dyrektywa 2004/39/WE].

Według ustawy o obrocie¹ alternatywnym systemem obrotu (ASO) jest „organizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany, poza rynkiem regulowanym, wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami; nie stanowi alternatywnego systemu obrotu rynek organizowany przez Narodowy Bank Polski, jak również organy publiczne, którym powierzono zarządzanie długiem publicznym lub które uczestniczą w takim zarządzaniu, w tym lokując środki pochodzące z tego długu” [Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r.]. Nadzorca polskiego rynku finansowego definiuje ASO jako „odrębny od rynku regulowanego system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami” [Komisja Nadzoru Finansowego 2013]. ASO w zakresie obrotu akcjami przedsiębiorstw z sektora MSP można zdefiniować precyzyjniej, jako „rynek akcji dedykowany dla małych i średnich przedsiębiorstw we wczesnych fazach cyklu życia, działający w ramach Unii Europejskiej jako MTF, którego organizatorem i nadzorcą jednocześnie jest operator giełdy kapitałowej. System ten charakteryzuje istotna rola certyfikowanego doradcy, relatywnie łatwy dostęp do rynku dla potencjalnych emitentów oraz liberalna polityka informacyjna” [Zawadka 2012, s. 18]. Na potrzeby niniejszej analizy przyjęto tę właśnie definicję.

Najistotniejszych różnic pomiędzy ASO a rynkami regulowanymi należy upatrywać w dwóch obszarach: pierwszy to warunki dopuszczenia do obrotu, drugi zasady obligatoryjnej polityki informacyjnej. Dla rynków alternatywnych obydwa obszary regulacji uznać należy za liberalne.

Najistotniejsze europejskie ASO zaprezentowano w tabeli 2. Większość z nich powstała w połowie pierwszej dekady XXI wieku.

Kapitalizacja tych rynków na koniec 2011 r. przekraczała 100 mld EUR. W tym okresie w ramach ASO notowane były akcje ok. 2 tys. przedsiębiorstw. Pomimo że wartości bezwzględne wymienionych wskaźników wydają się wysokie, należy zauważyć, iż na żadnym z analizowanych rynków kapitalizacja ASO nie przekraczała 5% kapitalizacji rynku regulowanego. Pod względem wielkości populacji emitentów

¹ Chodzi o ustawę o obrocie instrumentami finansowymi.

Tabela 2. Najistotniejsze ASO funkcjonujące na koniec 2012 r.

Nazwa rynku	Organizator rynku
Alternative Investment Market (AIM)	London Stock Exchange
AIM Italia	Borsa Italiana
Alternative Market (EN.A)	Athens Exchange
Alternext	NYSE Euronext
BETa	CEESEG – Budapest
Bratislava Stock Exchange	Bratislava Stock Exchange
Dritter Markt	CEESEG – Vienna
Emerging Companies Cyprus	Cyprus Stock Exchange
Entry Standard	Deutsche Börse
Euro MTF	Luxembourg Stock Exchange
Enterprise Securities Market	Irish Stock Exchange
First North	NASDAQOMX Nordic
Free Market	NYSE Euronext
Oslo Axess	Oslo Børs
New Connect	Warszawska Giełda Papierów Wartościowych
The Mercado Alternativo Bursátil (MAB) Expansión	BME (Spanish Exchanges)

Źródło: opracowanie własne.

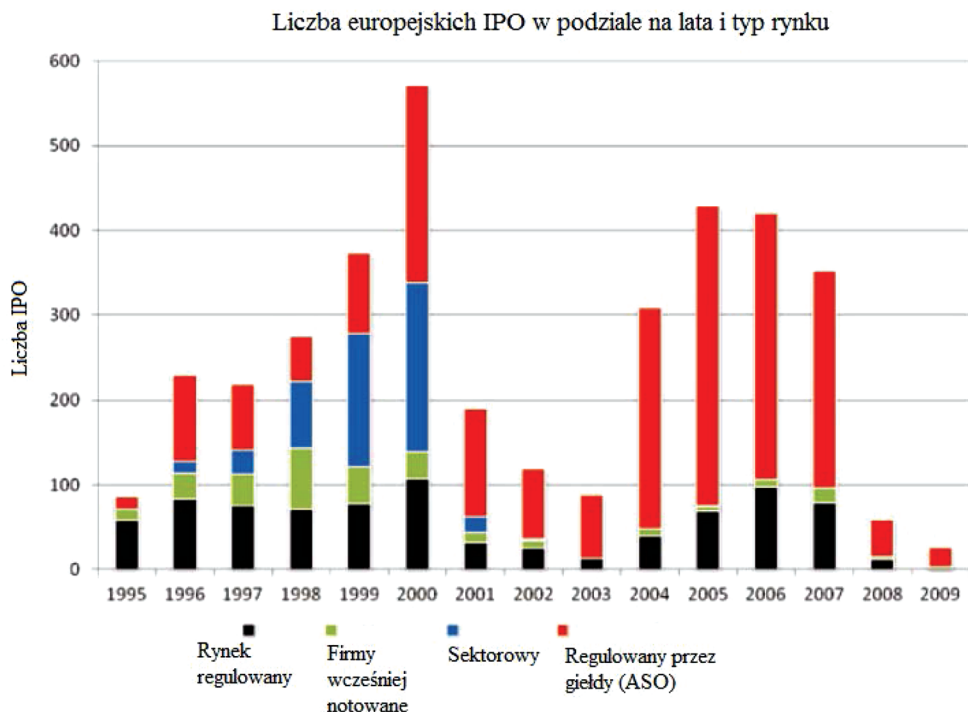
różnice takie już nie występują. W odniesieniu do takich rynków jak AIM, NewConnect czy Enterprise Securities Market liczba emitentów stanowi ponad 80% liczby podmiotów notowanych w ramach rynku regulowanego.

W 2012 r. dzięki blisko 200 debiutom na ASO przedsiębiorstwa pozyskały łącznie 1474 mln EUR, co stanowiło 15,6% wartości środków pozyskanych przez podmioty debiutujące na rynkach regulowanych w tym samym okresie. Warto zaznaczyć, że rynki te zapewniają finansowanie, które niweluje lukę kapitałową [Zawadka 2012, s. 162-165].

4. ASO w okresie kryzysu

Cechy charakterystyczne ASO – m.in. obsługa MSP, w większym stopniu podatnych na wpływ ze strony otoczenia gospodarczego, ograniczony dostęp do informacji dla inwestorów oraz klasyfikacja inwestycji tego typu jako kapitału podwyższonego ryzyka – powodują, że w okresie dekoniunktury, połączonym z wysoką awersją do ryzyka, rynki te mogą mieć trudności w funkcjonowaniu i zapewnianiu zarówno strony popytowej na akcje (inwestorzy), jak i podażowej (emitenci). Z tego względu interesujące jest, jak na przestrzeni ostatnich kilku lat radziły sobie rynki europejskie. Ocenę tę przeprowadzono, analizując liczbę debiutów, liczbę notowanych

podmiotów oraz kapitalizację rynków. W ostatnich latach liczba debiutów w ramach ASO istotnie przewyższała liczbę podmiotów wprowadzanych na rynki regulowane. Badania przeprowadzone przez S. Vismarę, S. Palearię i J.R. Rittera w latach 1995-2009 dowodzą, że debiutów jest kilka razy więcej.

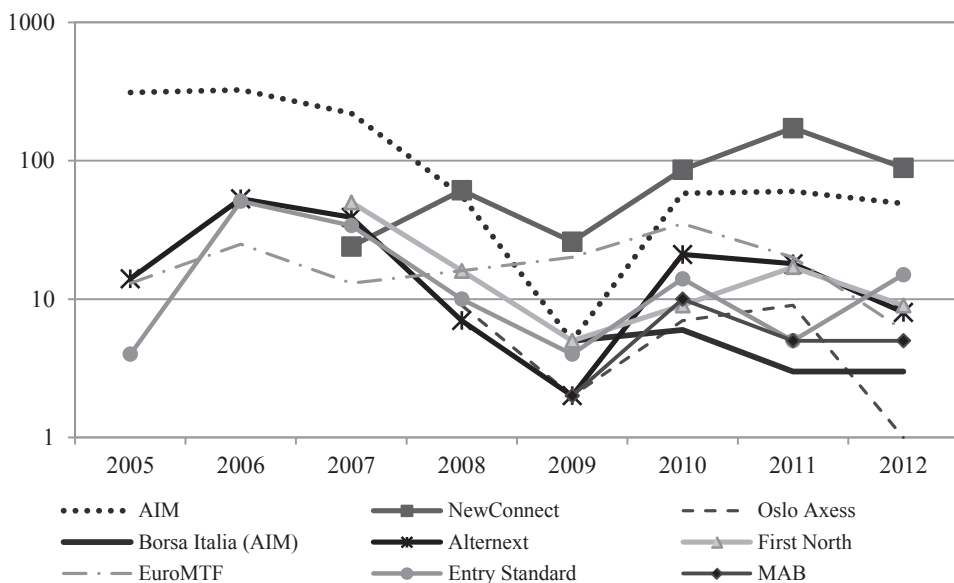


Rys. 2. Struktura IPO na giełdach kapitałowych we Francji, w Niemczech, we Włoszech i w Wielkiej Brytanii w latach 1995-2009

Źródło: [Vismara i in. 2012, s. 2].

Na podstawie raportów IPO Watch Europe przygotowywanych cyklicznie przez firmę PricewaterhouseCoopers dokonano analizy relacji liczby debiutów na ASO i rynkach regulowanych w latach 2010-2012. Okazuje się, że rynki alternatywne nadal odnotowują więcej nowych emitentów: liczba debiutów na rynkach MSP stanowiła w tym czasie od 192% do 266% liczby debiutów na rynkach regulowanych. Po słabym roku 2009 rynek ofert pierwotnych odbudował się do poziomu zbliżonego do tego sprzed kryzysu. Zatem wpływ kryzysu na liczbę przedsiębiorstw wprowadzanych do obrotu w ramach ASO był krótkotrwały i nie zatrzymał całkowicie napływu podmiotów na ten rynek.

Wysoka liczba debiutów sugeruje, że populacja emitentów na rynkach alternatywnych powinna rosnąć, jednakże nie jest to regulą. Na koniec 2012 r. względem



Rys. 3. Liczba debiutów w ramach wybranych europejskich ASO w latach 2005-2012

Źródło: opracowanie własne.

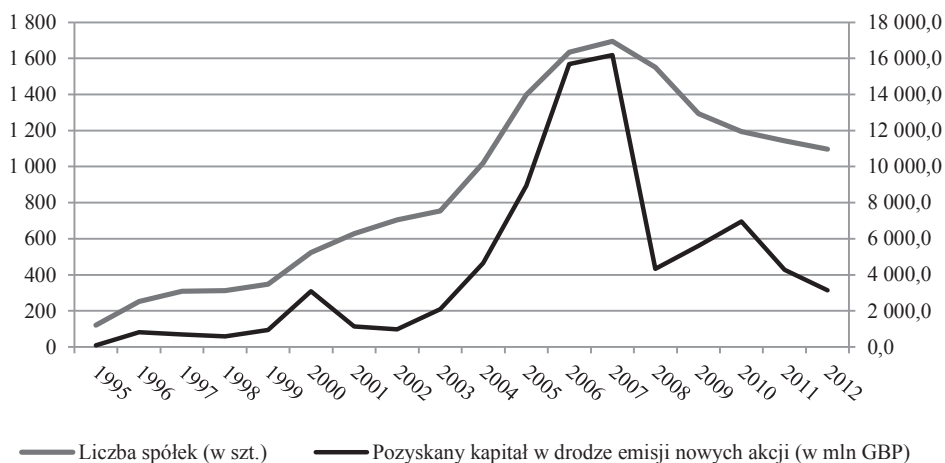
2008 r. na dwóch z dziesięciu wybranych rynków (AIM, First North) odnotowano spadek liczby emitentów. Porównując stan na koniec 2012 r. ze stanem na koniec 2010 r., spadek ten wystąpił w trzech przypadkach, a w dwóch liczba emitentów była stała.

Tabela 3. Liczba podmiotów notowanych na wybranych ASO w latach 2008-2012

Rynek	2008	2009	2010	2011	2012
AIM	1550	1293	1195	1 143	1096
Newconnect	84	107	185	351	429
First North	132	129	124	136	122
Entry Standard	115	116	129	140	183
Alternative Market (EN.A)	9	12	14	14	14
DritterMarkt	21	19	28	29	22
Oslo Axess	n/d	28	34	47	34
Alternext	128	125	155	180	180
Euro MTF	159	202	219	232	233
MAB	n/d	n/d	12	17	22

Źródło: opracowanie własne.

Zaobserwowane zjawisko może być sygnałem, że ASO w obecnej formule nie do końca zaspokajają potrzeby interesariuszy, w szczególności inwestorów i emitentów. Najbardziej widocznie jest to na londyńskim rynku AIM: po okresie dynamicznego wzrostu, który zakończył się w 2007 r., można zaobserwować stabilny spadek liczby emitentów. W pierwszej fazie kryzysu na rynkach finansowych nastąpił również drastyczny spadek kapitalizacji (ponad 70%).



Rys. 4. Liczba spółek notowanych na AIM i wartość pozyskanego kapitału w drodze nowych emisji akcji w latach 1995-2012

Źródło: opracowanie własne.

W okresie istnienia londyńskiego AIM średniorocznie debiutowało tam ponad 150 spółek. Począwszy od 2008 r., liczba debiutów plasuje się wyraźnie poniżej wartości średniej historycznej. Co więcej, liczbę debiutów na rynku przewyższa liczba wycofań z obrotu. W konsekwencji na AIM notowanych jest coraz mniej podmiotów – do chwili obecnej blisko 40% debiutantów na AIM zostało wycofanych z rynku. Jako przyczyny podaje się migrację spółek na rynki regulowane, bankructwa oraz przejęcia i połączenia [Holden 2009].

Inną miarą wskazującą na kondycję ASO oraz pośrednio na kondycję podmiotów notowanych na tych rynkach może być sumaryczna wartość kapitalizacji. Łączna wartość rynkowa podmiotów notowanych na analizowanych rynkach na koniec 2012 r. wyniosła ponad 100 mld EUR w porównaniu z niespełna 60 mln na koniec 2008 r.

Porównując kapitalizację na koniec 2012 i 2008 r., można zauważyć, że w trzech przypadkach uległa zmniejszeniu. W ostatnich dwóch latach objętych analizą skurczyła się w przypadku aż pięciu ASO z dziesięciu objętych badaniem, obniżając sumaryczną kapitalizację o blisko 20 mld EUR. Świadczy to o głębokiej przecenie aktywów znajdujących się w obrocie na alternatywnych rynkach nie tylko w pierw-

Tabela 4. Kapitalizacja wybranych ASO w latach 2008-2012 (w mln EUR)

Rynek	2008	2009	2010	2011	2012
AIM	42 516	66 067	95 343	74 680	75 956
Newconnect	345	622	1 272	1 877	2 724
First North	1555	2017	2 404	3 568	3 193
Entry Standard	7584	8417	12 985	13 518	9 563
Alternative Market (EN.A)	228	229	187	165	149
DritterMarkt	1 536	1 040	1 014	2 087	1003
Oslo Axess	n/d	1 949	1 911	2 491	2 085
Alternext	3247	4 180	5020	5 518	6 184
Euro MTF	2162	321	785	323	347
MAB	n/d	n/d	286	426	518

Źródło: opracowanie własne.

szej fazie kryzysu, ale także w kolejnych latach. Ponadto słabości ASO w postaci złej jakości podmiotów zostały uwypuklone nie tylko przez kryzys, ale także przez upływający czas. Na początku analizowanego okresu (rok 2008) większość alternatywnych rynków była relatywnie młoda, a przez to notowane na nich podmioty charakteryzowały się krótkim czasem, jaki upłynął od pozyskania środków z emisji akcji. Środki te mogły zapewnić im stabilne funkcjonowanie przez pewien okres. Zatem dopiero ostatnie lata weryfikują jakość emitentów na rynkach alternatywnych.

5. Przyszłość ASO na mapie europejskiego rynku kapitałowego

W kontekście niesprzyjającego otoczenia oraz słabych stron funkcjonowania ASO w dotychczasowej formie zasadne wydaje się pytanie o przyszłość tych rynków i ich perspektywy. Problemy takie widzą sami organizatorzy rynku, którzy próbują dokonywać zmian mających na celu usprawnienie działania ASO, a przez to zaspokojenie potrzeb interesariuszy, zwłaszcza ochronę inwestorów i zapewnienia im dostępu do najaktualniejszych i najrzetelniejszych informacji. Nad takimi zmianami, choć obecnie w bardzo wąskim zakresie, pracuje także zarząd Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, która organizuje rynek New Connect. Niewykluczone, że ten obszar będzie także przedmiotem regulacji prawem wewnątrzspółnotowym, co mogłoby wynikać z dążenia do realizacji celów strategicznych programu Europa 2020 w zakresie podniesienia dostępności finansowania.

Analogicznie do rynków MSP utworzonych w połowie lat 90. XX wieku analiza ASO skłania do przypuszczeń, iż obecne rozwiązania systemowe nie wyeliminowały negatywnych aspektów funkcjonowania alternatywnych rynków. Przykład rynku Neuer Markt pokazuje, że nawet lider wśród rynków MSP w bardzo krótkim czasie może ponieść fiasko [Burghof, Hunger 2004].

Do największych ułomności ASO przyczyniających się do tego, że nie zaspokajają one potrzeb inwestorów, bez których nie jest możliwe funkcjonowanie rynków, można zaliczyć dostęp do ograniczonych informacji. W konsekwencji przekłada się to na niemożność skutecznego monitoringu i kontroli inwestycji. Jednakże poprawa w tym aspekcie wydaje się nieosiągalna z powodu publicznej debaty nad zniesieniem obowiązku publikacji kwartalnych sprawozdań finansowych przez emitentów na rynkach regulowanych oraz ostatniej zmiany dotyczącej ofert publicznych i prospektów emisyjnych (publikacja sprawozdań finansowych za 2 lata wstecz, brak obowiązku zamieszczania śródrocznych sprawozdań finansowych itd.), wynikającej z nowelizacji ustawy o ofercie [Ustawa z dnia 22 lipca 2010 r.], dostosowująca polskie prawo do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2003/71/WE z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych. Rezultatem ograniczonego dostępu do informacji jest również ryzyko niedostatecznej weryfikacji upublicznianych podmiotów [Dykto 2010, s. 231].

Inną kwestią, co do której brak jest rzetelnych danych w zakresie istotności, są sytuacje, w których dochodzi do zasilenia kapitałowego przyszłego emitenta, po czym spółka zmienia plany w zakresie upublicznienia podmiotu. Inwestorzy z rynku pierwotnego nie tylko nie uzyskują wówczas możliwości obrotu akcjami, ale także nie mają dostępu do informacji, który wynika wtedy jedynie z Kodeksu spółek handlowych i ustawy o rachunkowości. Powyższe sprawia, że podział korzyści z funkcjonowania rynków alternatywnych nie jest optymalny. Z tego też względu dalsze ich funkcjonowanie jest zagrożone. Jeśli nie zostaną wprowadzone zmiany usprawniające zasady funkcjonowania ASO, perspektywa tych rynków wydaje się negatywna. Przykład niemieckiego Neuer Markt dowodzi, że ryzyko to dotyczy także rynków największych i najszybciej się rozwijających. Zaledwie trzy lata przed zamknięciem tego rynku był on wiodący zarówno z uwagi na kapitalizację, jak i obroty [Zimny 2004, s. 146].

6. Podsumowanie

Pierwsza dekada XXI wieku to dynamiczny rozwój alternatywnych rynków MSP we wczesnych fazach cyklu życia. Ostatnie lata weryfikują formułę funkcjonowania ASO poprzez wpływ dwóch czynników: kryzys na rynkach finansowych oraz upływ czasu oddalający moment debiutów pierwszych emitentów na tych rynkach. Rynki te nie są pozbawione wad, np. niedostatecznie zabezpieczają interesy inwestorów. Prowadzi to do nieoptymalnego podziału korzyści z funkcjonowania ASO, a w konsekwencji może spowodować ich likwidację. Dlatego też możliwość rozwoju ASO zależeć będzie od postawy i działań podejmowanych przez organizatorów tych rynków. Istotne zagrożenie dla funkcjonowania rynków alternatywnych mogą również stanowić relatywnie niskie wyceny przedsiębiorstw na rynkach kapitałowych oraz okres wysokiej awersji do ryzyka. W obliczu negatywnych czynników

zewnątrznych coraz ważniejsze wydają się zmiany wewnętrzne w postaci ulepszonych zasad funkcjonowania i regulacji.

Problematyka ASO wpisuje się w jeden z kluczowych priorytetów strategii wzrostu Unii Europejskiej „Europa 2020”, której celem jest polepszenie dostępu do finansowania przedsiębiorstw. Nad tym, czy rynki kapitałowe są na to gotowe, debatowało już FESE na konwencji podsumowującej rok 2012. Analiza funkcjonowania europejskich rynków MSP dowodzi, że zainteresowanie inwestorów tą formą alokacji środków może maleć, przez co dostęp do kapitału będzie utrudniony.

Literatura

- Burghof H.P., Hunger A., *Access to Stock Markets for Small and Medium Sized Growth Firms: The Temporary Success and Ultimate Failure of Germany's NeuerMarkt*, Working Paper 2003.
- Burghof H.P., Hunger A., *The NeuerMarkt: An (Overly) Risky Asset of Germany's Financial System*, [w:] *The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets*, red. G. Giudici, P. Roosenboom, „Advances in Financial Economics” 2004, vol. 10.
- Dykto M., *Alternatywny system obrotu NewConnect i jego rola w finansowaniu spółek akcyjnych*, Acta Universitatis Lodzensis, Folia Oeconomica nr 233, Wydawnictwo UŁ, 2010.
- Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2003/71/WE z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych, Dziennik Urzędowy L 345, 31.12.2003 P. 0064-0089.
- Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. 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, DzU L 145 z 30.04.2004.
- FESE, *Alternative Markets/Segments in Equity Analysis*, FESE Economics and Statistics Committee, Brussels 2008.
- Grant Thornton, *Global growth markets: the changing face of world finance*, Capital Markets Guide, London 2008.
- Guidici G., Roosenboom P., *Pricing Initial Public Offerings on Europe's New Stock Markets*, [w:] *The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets*, red. G. Giudici, P. Roosenboom, „Advances in Financial Economics” 2004, vol. 10.
- Holden S., *The alternative investment market: the recession has forced many companies to consider delisting from Aim*, *Financial Management*, Chartered Institute of Management Accountants 2009.
- Komisja Nadzoru Finansowego, *Słownik rynku finansowego*, 2013, www.knf.gov.pl/slownik.html, dostęp: 9.03.2013.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2005, nr 183, poz. 1538, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 22 lipca 2010 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU 2010, nr 167, poz. 1129.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, DzU 1994, nr 121, poz. 591.
- Vismara S., Paleari S., Ritter J.R., *Europe's Second Markets for Small Companies*, *European Financial Management*, vol. 18, Issue 3, June 2012.
- World Federation of Exchanges, *Tokyo Stock Exchange to integrate "TOKYO AIM"*, 2012, <http://www.world-exchanges.org/news-views/tokyo-stock-exchange-integrate-%E2%80%9Ctokyo-aim%E2%80%9D>, dostęp: 9.03.2013.

Zawadka D., *Alternatywne systemy obrotu jako instytucje niwelujące lukę na rynku kapitałowym*, Wielkopolska Biblioteka Cyfrowa, Poznań 2012.

Zimny A., *Europejskie rynki pozagiełdowe*, [w:] *Bankowość i finanse publiczne u progu przystąpienia Polski do Unii Europejskiej*, red. B. Mikołajczyk, Acta Universitatis Lodziensis, Folia Oeconomica nr 176, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2004.

IMPACT OF THE FINANCIAL MARKETS CRISIS ON THE ALTERNATIVE EUROPEAN INVESTMENT MARKETS' STANDING

Summary: This article analyzes the functioning of European alternative equity trading systems in recent years. On the basis of their condition and the observed trends possible further changes in their business are indicated. Moreover the risks that may have a significant effect on the shape of public venture market are pointed out. The thesis indicates a defective performance of alternative markets resulting from non-optimal distribution of the benefits from their operation. The effect of this is beginning to be seen in a slowdown in the development of these markets and their decreasing popularity, especially in the eyes of investors.

Keywords: public venture market, capital market, risk capital, alternative trading systems.