

Finanse

# Determinanty wzrostu przedsiębiorstw na rynku kapitałowym

## Przykład NewConnect

Monika Bolek



# **Determinanty wzrostu przedsiębiorstw na rynku kapitałowym**



WYDAWNICTWO  
UNIWERSYTETU  
ŁÓDZKIEGO

**Finanse**

# **Determinanty wzrostu przedsiębiorstw na rynku kapitałowym**

## **Przykład NewConnect**

Monika Bolek

Monika Bolek – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny  
Katedra Ekonomii Przemysłu i Rynku Kapitałowego  
90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41/43

RECENZENT

*Waldemar Tarczyński*

REDAKTOR INICJUJĄCY

*Monika Borowczyk*

OPRACOWANIE REDAKCYJNE

*Ewa Siwińska*

SKŁAD I ŁAMANIE

*Munda – Maciej Torz*

PROJEKT OKŁADKI

*Katarzyna Turkowska*

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/HAPPY\_HEART

© Copyright by Monika Bolek, Łódź 2018

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2018

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

Wydanie I. W.08124.17.0.M

Ark. wyd. 19,0; ark. druk. 19,5

ISBN 978-83-8088-723-7

e-ISBN 978-83-8088-724-4

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-131 Łódź, ul. Lindleya 8

[www.wydawnictwo.uni.lodz.pl](http://www.wydawnictwo.uni.lodz.pl)

e-mail: [ksiegarnia@uni.lodz.pl](mailto:ksiegarnia@uni.lodz.pl)

tel. (42) 665 58 63

# Spis treści

Wstęp	7
Rozdział 1	
<b>Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym</b>	<b>17</b>
1.1. Istota funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym	17
1.2. Finansowanie wzrostu przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym	27
1.3. Alternatywne systemy obrotu akcjami	38
Podsumowanie	56
Rozdział 2	
<b>Wzrost przedsiębiorstw w świetle teorii</b>	<b>57</b>
2.1. Rozwój a wzrost przedsiębiorstw	57
2.2. Teoretyczne aspekty wzrostu przedsiębiorstw	60
2.3. Wybrane modele wzrostu przedsiębiorstw	64
2.4. Determinanty wzrostu przedsiębiorstw	74
2.5. Fazy wzrostu przedsiębiorstw z perspektywy finansowej	79
2.6. Pomiar wzrostu przedsiębiorstw na rynku kapitałowym	87
2.7. Analiza wzrostu przedsiębiorstw notowanych na NewConnect	97
Podsumowanie	103
Rozdział 3	
<b>Potencjał wzrostu i innowacyjność</b>	<b>105</b>
3.1. Potencjał wzrostu przedsiębiorstwa	105
3.2. Analiza potencjału wzrostu przedsiębiorstw notowanych na NewConnect	113
3.3. Innowacyjność przedsiębiorstw	121
3.4. Analiza innowacyjności i potencjału wzrostu przedsiębiorstw notowanych na NewConnect	129
Podsumowanie	132
Rozdział 4	
<b>Rentowność i płynność finansowa</b>	<b>135</b>
4.1. Rentowność	135
4.2. Płynność finansowa	152
4.3. Płynność finansowa i rentowność przedsiębiorstw na rynku kapitałowym	176
Podsumowanie	186

## Rozdział 5

**Efekty wzrostu przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym** **187**

5.1. Ogólna analiza efektów wzrostu przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym	187
5.2. Metody dochodowe wyceny przedsiębiorstwa	191
5.3. Metody majątkowe wyceny przedsiębiorstwa	202
5.4. Metody mieszane wyceny przedsiębiorstwa	203
5.5. Metody porównawcze wyceny przedsiębiorstwa	206
5.6. Rynkowe efekty wzrostu przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym	210
5.7. Badanie efektów wzrostu przedsiębiorstw na rynku kapitałowym na przykładzie spółek notowanych na NewConnect	222
Podsumowanie	226

## Rozdział 6

**Analiza wybranych czynników wzrostu przedsiębiorstw notowanych na NewConnect** **227**

6.1. Badanie czynników wpływających na wzrost zysków na akcję	228
6.2. Badanie czynników wpływających na zyski na akcję	230
6.3. Badanie czynników wzrostu przedsiębiorstw w kontekście innowacyjności	234
6.4. Badanie czynników wzrostu przedsiębiorstw w kontekście potencjału wzrostu	244
6.5. Badanie czynników wzrostu przedsiębiorstw	252
6.6. Badanie siły wpływu wybranych czynników na wzrost zysków na akcję	256
6.7. Badanie wpływu wybranych czynników na rynkową stopę zwrotu	259
Podsumowanie	262

Zakończenie	265
-------------	-----

Companies on the Capital Market: Determinants of Growth (Summary)	271
---	-----

Bibliografia	275
--------------	-----

Spis tabel	299
------------	-----

Spis rysunków	305
---------------	-----

Aneks	307
-------	-----

Od Redakcji	311
-------------	-----

# Wstęp

Wzrost przedsiębiorstw jest związany z funkcjonowaniem rynków kapitałowych, których mechanizm działania sprawia, że inwestorzy bezpośrednio lub za pośrednictwem instytucji finansowych przekazują jednostkom gospodarczym zgromadzony kapitał i oczekują w zamian wzrostu jego wartości. Inwestycje bezpośrednie i pośrednie różnią się tym, że te drugie dają możliwość wyceny rynkowej zainwestowanego kapitału i to one reprezentują mechanizmy funkcjonowania rynku kapitałowego. Zainwestowany w przedsiębiorstwo kapitał pod postacią wyemitowanych instrumentów finansowych wpływa na podwyższenie aktywów, w efekcie czego powinny zwiększyć się zyski, jeżeli realizowane projekty inwestycyjne są efektywne. Wzrost zysków determinuje zwiększenie wewnętrznej wartości przedsiębiorstwa, co z kolei powinno przełożyć się na wyższą cenę jego akcji, a co za tym idzie, wartości rynkowej i stopy zwrotu. Perspektywa rozwoju w kontekście mechanizmów działania rynku kapitałowego pozwala zrozumieć ten proces z punktu widzenia inwestorów, których oczekiwania są w głównej mierze zaspokajane w drodze uzyskiwanych stóp zwrotu z inwestycji w jednostki gospodarcze, a także menedżerów, których obowiązkiem jest te oczekiwania zaspokajać w zamian za adekwatne wynagrodzenie. Rola rynku kapitałowego i jego instytucji w rozwoju przedsiębiorstw wydaje się być kluczowa ze względu na dostęp do kapitału i maksymalizację jego rentowności.

Mechanizm efektywnego rynku kapitałowego determinuje w związku z powyższym nie tylko racjonalne przepływy kapitałów, ale także umożliwia rynkową ocenę rezultatów inwestycji, a przedsiębiorstwo realizujące rentowne projekty inwestycyjne ma szansę na pozyskanie kolejnych transz kapitału na sfinansowanie dalszych etapów rozwoju. Stwierdzenie to dotyczy w głównej mierze małych i średnich przedsiębiorstw (MSP), których dynamiczny rozwój związany jest z koniecznością pozyskiwania kapitałów zewnętrznych, co odróżnia je zatem od jednostek dojrzałych, finansujących zazwyczaj zrównoważony rozwój zatrzymanymi zyskami. Postrzeganie przedsiębiorstwa jako dynamicznego układu związanego z zainwestowanymi kapitałami, rynkiem zbytu i zasobami, w którym to układzie istnieje pewien przymus wzrostu, kreuje perspektywę, jaką postrzega inwestor, decydując się na zainwestowanie zgromadzonych kapitałów.



W literaturze i licznych modelach w niej proponowanych autorzy starają się opisać i skategoryzować zjawisko, jakim jest wzrost przedsiębiorstw, za pomocą czynników, które determinują ten proces. Czynniki te można podzielić za P. Grinberger i N. Nehrebecką na strukturalne, finansowe oraz makroekonomiczne<sup>1</sup>. M. Gancarczyk wyróżnia z kolei trzy nurty badań nad wzrostem przedsiębiorstw: nurt opisujący konsekwencje wzrostu, nurt badań nad determinantami i predyktorami powiększania rozmiaru oraz nurt badający proces ekspansji przedsiębiorstwa<sup>2</sup>. Wykorzystanie czynników wzrostu do analizy tego procesu, dzięki któremu rośnie wartość kapitału, jest jednym z bardziej istotnych problemów w dziedzinie finansów. Do kluczowych determinantów wzrostu przedsiębiorstw o charakterze wewnętrznym zalicza się potencjał wzrostu, innowacyjność, rentowność, a także sposób funkcjonowania przedsiębiorstwa reprezentowany m.in. przez szeroko rozumianą płynność finansową i jej strategię.

Wzrost przedsiębiorstw można podzielić na wewnętrzny, związany z pozytywną zmianą aktywów, kapitałów, sprzedaży, zysków na akcję, a co za tym idzie, wartości wewnętrznej, oraz rynkowy, będący zewnętrzną oceną tego rozwoju dokonywaną przez inwestorów. Do grupy rynkowych indykatorów wzrostu można zaliczyć m.in. wartość rynkową, rynkową wartość dodaną oraz stopę zwrotu z inwestycji w papiery wartościowe. Pomiar wzrostu przedsiębiorstw wiążący się z różnymi aspektami oceny prowadzonej zarówno przez menedżerów, jak i inwestorów zostanie omówiony w kontekście procesów i efektów wzrostu jednostek gospodarczych na rynku kapitałowym.

Do czynników związanych z rozwojem przedsiębiorstw należy m.in. potencjał wzrostu, dzięki któremu jednostka gospodarcza może pozyskiwać finansowanie na rynku kapitałowym. Inwestorzy są bardziej skłonni bowiem zainwestować środki w przedsiębiorstwo charakteryzujące się wysokim potencjałem wzrostu, a raczej nie w jednostkę, co do której istnieją podejrzenia, że urośnie nieznacznie lub wcale. Problem potencjału wzrostu nie jest nowy i został poruszony choćby w pionierskich pracach M. Millera i F. Modiglianiego, którzy stwierdzili, że wartość przedsiębiorstwa to suma zdyskontowanych przepływów finansowych, generowanych przez posiadane przez spółkę aktywa i potencjału wzrostu<sup>3</sup>.

Na wzrost przedsiębiorstw duży wpływ mają inwestycje w wartości niematerialne i prawne, odzwierciedlające szeroko pojętą innowacyjność jednostki gospodarczej. Innowacyjne produkty dają przedsiębiorstwu przewagę konkurencyjną i w związku z powyższym powinny wpływać pozytywnie na wielkość generowanego w drodze sprzedaży *cash flow*. Idąc dalej, można oczekiwać, że przepływy

1 P. Grinberger, N. Nehrebecka, *Determinanty wzrostu polskich przedsiębiorstw giełdowych*, „Ekonomia. Rynek. Gospodarka. Społeczeństwo” 2015, nr 43, s. 41–65.

2 M. Gancarczyk, *Proces wzrostu przedsiębiorstwa w świetle podejścia zasobowego i teorii kosztów transakcyjnych*, „Gospodarka Narodowa” 2015, nr 5(279), s. 5–31.

3 M.H. Miller, F. Modigliani, *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*, „Journal of Business” 1961, vol. 34(4), s. 411–433.

finansowe przedsiębiorstwa posiadającego produkt zapewniający mu rosnącą sprzedaż determinują wzrost wartości wyznaczanej za pomocą metod dyskontowych. Również w metodach mnożnikowych wyceny przedsiębiorstw innowacyjność tworzy perspektywę wzrostu, która jest uwzględniona w cenie akcji. Można zatem oczekiwać, że ocena wzrostu przedsiębiorstwa w kontekście wartości intelektualnych i prawnych wpływa na wartość i decyzje inwestycyjne na rynku kapitałowym. W świetle szeroko pojętej innowacyjności poszukiwanie nowych sposobów zwiększania przychodów skutkujących wzrostem zysków powinno, co do zasady, wpływać pozytywnie na rynkową wartość przedsiębiorstwa. Innowacyjność powinna w związku z powyższym determinować także potencjał wzrostu, jeżeli inwestorzy kształtują swoje oczekiwania w oparciu o przewagę konkurencyjną oferowanych przez przedsiębiorstwo produktów.

Kolejna grupa czynników wpływających na wzrost jest związana z efektywnością działania i zalicza się do niej m.in. miary rentowności i wartości dodanej. Jeszcze do niedawna wzrost przedsiębiorstw był głównie łączony z wartością, jednak A. Damodaran twierdzi, że obecnie należy go łączyć z wartością dodaną i rentownością<sup>4</sup>. Rentowność wiąże się bezpośrednio z dynamiką wzrostu przedsiębiorstwa i jest wynikiem decyzji podejmowanych zarówno w obszarze inwestycji, jak i efektywności wykorzystywania aktywów oraz kapitałów własnych. Ekonomiczna Wartość Dodana (EVA) jest z kolei koncepcją, dzięki której można ocenić poziom wykreowanej, ponad ich oczekiwania, wartości dla właścicieli, a dodatkowo, jak twierdzi np. A. Damodaran, EVA jest ważną determinantą wzrostu przedsiębiorstw, w tym rynkowej wartości dodanej<sup>5</sup>.

Następnym czynnikiem wpływającym na wzrost jest szeroko rozumiana płynność finansowa, która jest zagadnieniem implikującym wiele aspektów działalności przedsiębiorstwa, takich jak zdolność do regulowania zobowiązań lub długość cyklu konwersji gotówki, wiążące się dodatkowo z rentownością i wartością dodaną<sup>6</sup>. Płynność finansowa odgrywa także istotną rolę w procesie wyceny przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym. D. Wędzki uważa za przykład, że celem zarządzania płynnością finansową jest maksymalizacja przepływów pieniężnych pochodzących z działalności przedsiębiorstwa w taki sposób, aby zmaksymalizowana została wartość dla właścicieli. Z kolei maksymalizacja tej wartości możliwa jest tylko wówczas, gdy przedsiębiorstwo rośnie, bo to związane jest ze wzrostem przepływów pieniężnych<sup>7</sup>.

4 A. Damodaran, *Return on capital (ROC), return on invested capital (ROIC) and return on equity (ROE): Measurement and implications. Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE), Measurement and Implications* Stern New York University, (July 2007), s. 1–69, <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/returnmeasures.pdf> (dostęp 30.06.2017).

5 *Ibidem*.

6 R. Wolski, M. Bolek, *Liquidity-Profitability relationship analysed once again. The case of Poland*, „European Scientific Journal” 2016, vol. 12(7), s. 33–46.

7 D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa: przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 111.

Wzrost przedsiębiorstwa nie jest z reguły procesem liniowym i stabilnym, ponieważ związany jest z fazami życia jednostki gospodarczej, które charakteryzują się zmienną dynamiką, a także innymi celami. W okresie intensywnego wzrostu, w którym ma miejsce komercjalizacja, może być on bardzo dynamiczny, ale nieliniowy, a przez to nieprzewidywalny, podczas gdy wzrost rozwiniętego przedsiębiorstwa traci dynamikę, jest stabilniejszy, a co za tym idzie, bardziej przewidywalny. Jednak nie wszystkim przedsiębiorstwom, z natury rzeczy, to się udaje, ponieważ napotykają one na liczne bariery, którym poświęcono wiele publikacji<sup>8</sup>. Tylko niektóre nowo powstające przedsiębiorstwa stają się tak zwanymi „gazelami biznesu” (ich wzrost jest bardzo dynamiczny), niektóre rozwijają się powoli, a jeszcze inne przestają rosnąć i działają ciągle w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw lub upadają.

Autorzy większości publikacji poświęconych problemowi wzrostu małych i średnich przedsiębiorstw skupiają się na barierach wzrostu tych jednostek gospodarczych, które często rozwijają się, tak jak wspomniano, tylko do pewnego stopnia, a za najczęściej wymienianą przyczynę tego przyjmuje się brak dostępu do kapitału<sup>9</sup>. Badanie spółek pod kątem zidentyfikowania czynników związanych ze wzrostem nie jest nową ideą, ale rozwój rynku kapitałowego i dostępność do systemów giełdowych daje możliwość analizy tego zjawiska z perspektywy małych i średnich przedsiębiorstw, które do tej pory nie miały dostępu do tego typu finansowania. Problem finansowania wzrostu przedsiębiorstw należących do grupy MSP znalazł zatem rozwiązanie w uruchamianiu alternatywnych systemów obrotu takich jak NewConnect.

Wzrost w gospodarce opartej na wiedzy jest ściśle związany z innowacjami. Innowacyjność jest wymuszana przez konkurencję, ale z drugiej strony to konkurencyjność indukuje zachowania innowacyjne. To sprzężenie zwrotne powoduje, jak zauważa L. Lewandowska, że gospodarka musi sprostać coraz większym wymaganiom rynku i osiągać coraz wyższy poziom rozwoju<sup>10</sup>. Innowacyjność wpływa również na potencjał wzrostu, przekonując inwestorów do korzyści wynikających z inwestycji w przedsiębiorstwo, które wprowadza na rynek nowe rozwiązania, mogące przełożyć się na wzrost *cash flow*, a co za tym idzie, wzrost jego wartości. Małe i średnie przedsiębiorstwa spełniają zatem ważną rolę związaną z wdrażaniem innowacyjnych rozwiązań powstających z reguły w zewnętrznych

---

8 Zob. N. Daszkiewicz, *Bariery wzrostu małych i średnich przedsiębiorstw*, [w:] F. Bławat (red.), *Zarządzanie przedsiębiorstwem*, Scientific Publishing Group, Gdańsk 2004; M. Starczewska-Krzysztozek, *Bariery rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, Wydawnictwo Indos, Biuro Analiz Sejmowych, nr 4(2).

9 Zob. J. Wasilczuk, *Wzrost małych i średnich przedsiębiorstw: aspekty teoretyczne i badania empiryczne*, Wydawnictwo Politechniki Gdańskiej, Gdańsk 2005; M. Matejun, [w:] A. Moszkowicz A. (red.), *Zarządzanie strategiczne w praktyce i teorii*, „Prace Naukowe UE we Wrocławiu” 2010, nr 116, s. 243–254.

10 L. Lewandowska, *Wybrane koncepcje finansowania innowacyjności*, „Zeszyty Naukowe. Polskie Towarzystwo Ekonomiczne” 2011, nr 9, s. 91–106.

ośrodkach badawczych, przez co przyczyniają się pośrednio do finansowania sfery badań i rozwoju (R&D).

Należy także oczekiwać, że rozwój przedsiębiorstw powinien wpływać pozytywnie na wzrost gospodarczy. J. Gajdka i P. Pietraszewski zbadali zjawisko korelacji pomiędzy stopą zwrotu na rynku akcji, a stopą wzrostu PKB na przykładzie państw Europy Środkowo-Wschodniej i stwierdzili, że zależność ta, odwrotnie niż na rynkach rozwiniętych, jest pozytywna, aczkolwiek istnieje wiele innych czynników determinujących ten wzrost, a samo badanie jest znacznie bardziej złożone<sup>11</sup>. Niemniej wzrost przedsiębiorstw jest, ogólnie rzecz ujmując, pozytywnym zjawiskiem zarówno z perspektywy gospodarki, jak i społeczeństwa i w związku z tym wspieranie tego procesu należy do kluczowych zadań i obszarów badań tego zjawiska.

Celem niniejszej monografii jest przedstawienie procesu wzrostu przedsiębiorstw na rynku kapitałowym z uwzględnieniem faz ich rozwoju w kontekście wybranych czynników mogących determinować to zjawisko, tj. potencjału wzrostu, innowacyjności, rentowności oraz płynności finansowej, i przeprowadzenie badań oceniających ich wpływ na rynkową stopę zwrotu na przykładzie przedsiębiorstw notowanych na NewConnect. W związku z powyższym została sformułowana hipoteza, która brzmi: wzrost przedsiębiorstw na rynku kapitałowym mierzony wzrostem aktywów, kapitałów, sprzedaży, a przede wszystkim zysków na akcję, determinowany jest, obok innych czynników prezentowanych w modelach wzrostu, przez potencjał wzrostu, innowacyjność, rentowność oraz płynność finansową i przekłada się na efekty wzrostu mierzone stopą zwrotu z inwestycji w akcje jednostek gospodarczych. Potencjał wzrostu, innowacyjność oraz rentowność powinny wpływać na proces wzrostu w sposób pozytywny, jednak trudno jednoznacznie sformułować oczekiwania wobec kierunku wpływu płynności finansowej na to zjawisko. Jeżeli prawdą jest twierdzenie, że wraz ze wzrostem płynności finansowej maleje rentowność, to kierunek wpływu płynności na wzrost przedsiębiorstwa powinien być negatywny. Biorąc jednak pod uwagę złożoność problemu płynności finansowej, nie można jednoznacznie sformułować oczekiwań odnośnie do kierunku badanej zależności.

Zastosowane metody badawcze koncentrują się na analizie krytycznej literatury przedmiotu, a forma zwarta i artykułowa odnosi się do najważniejszych opracowań z zakresu podjętego tematu. J. Danbolt, I. Hirst i E. Jones zaprezentowali model opisujący wzrost przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem zysków na akcję i przeprowadzili badania na rynku brytyjskim, kładąc nacisk na potencjał wzrostu jako jeden z głównych czynników determinujących ten proces<sup>12</sup>. Stwierdzili oni, że

11 J. Gajdka, P. Pietraszewski, *Wzrost gospodarczy a ceny akcji*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia” 2014, nr 67, s. 399–408.

12 J. Danbolt, I. Hirst i E. Jones do badania wybrali dane przedsiębiorstw z indeksu Financial Times All Shares Index z lat 1990–2004, patrz eidem, *The growth companies puzzle: can growth opportunities measures predict firm growth?*, „The European Journal of Finance” 2011, vol. 17(1), s. 1–25.

przewidywanie wzrostu przedsiębiorstw przy wykorzystaniu miar potencjału jest niemożliwe i nazwali ten problem „*growth company puzzle*”, a więc zagadką związaną ze wzrostem przedsiębiorstw. Z kolei N. Muhammad i F. Scrimgeour zaprezentowali modele opisujące rynkową stopę zwrotu i przeprowadzili badania na rynku australijskim, stwierdzając, że na stopę zwrotu z inwestycji w akcje wpływają liczne czynniki księgowo i rynkowe, a wśród nich zyski na akcję oraz wskaźnik Q Tobina<sup>13</sup>. W Polsce, w związku z rozważanym problemem, na szczególną uwagę zasługują badania przeprowadzone przez P. Grinberger i N. Nehrebecką, które dokonały analizy czynników wpływających na wzrost przedsiębiorstw giełdowych i zwróciły uwagę na istotną rolę innowacyjności w tym procesie<sup>14</sup>. W opracowaniu zaprezentowane zostaną także własne propozycje modeli uwzględniające czynniki wzrostu przedsiębiorstw, które mogą wzbogacić deterministyczne podejście do omawianego problemu.

Proces wzrostu jest przede wszystkim przedmiotem zainteresowania dyscypliny, jaką jest zarządzanie, natomiast w finansach wzrost uważany jest na ogół za jednorodne zjawisko, a podręczniki związane z finansami bazują głównie na omawianiu problemów dojrzałych przedsiębiorstw. Należy zatem uwzględnić fakt, że dynamika i zależności w procesie wzrostu w różnych fazach rozwoju przedsiębiorstwa są odmienne, co wpływa chociażby na zarządzanie płynnością finansową, wycenę i możliwość pozyskania kapitału na rozwój.

Badania przeprowadzone zostaną na przykładzie przedsiębiorstw będących przedmiotem obrotu na alternatywnej giełdzie NewConnect, na której notowane są głównie jednostki gospodarcze należące do sektora MSP. Wybór przedsiębiorstw notowanych na NewConnect nie jest przypadkowy ze względu na fakt, że małe i średnie jednostki gospodarcze, które są głównie przedmiotem obrotu na tej giełdzie, napotykały w przeszłości na bariery wzrostu związane z ograniczeniami w dostępie do kapitału. Istniała luka finansowa na rynku kapitałowym, która uniemożliwiała im działania związane z transferem wiedzy oraz komercjalizacją innowacyjnych produktów. Unia Europejska, wprowadzając w 2004 r. Dyrektywę w sprawie rynków instrumentów finansowych (*Markets in Financial Instruments Directive* – MiFID<sup>15</sup>), dotyczącą alternatywnych systemów obrotu, rozwiązała istotny problem rozwoju przedsiębiorstw z sektora MSP<sup>16</sup>. Waga wspierania ma-

13 N. Muhammad, F. Scrimgeour, *Stock returns and fundamentals in the Australian Market*, „Asian Journal of Finance and Accounting” 2014, vol. 6(1), s. 271–290.

14 P. Grinberger, N. Nehrebecka, *Determinanty wzrostu...*, s. 41–65.

15 Patrz także: Dyrektywa 2006/31/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 5 kwietnia 2006 r. zmieniająca dyrektywę 2004/39/WE w sprawie rynków instrumentów finansowych w odniesieniu do niektórych terminów; 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) – (MiFID).

16 P. Gomber, M. Gsel, *Catching up with technology – The impact of regulatory changes on ECNs/MTFs and the trading venue landscape in Europe*, „Competition & Reg. Network Indus.” 2006, no 7, s. 535.

łych i średnich przedsiębiorstw w ich rozwoju stała się zatem problemem wykraczającym poza ramy gospodarki narodowej.

Należy ponadto zwrócić uwagę na fakt, że w obliczu nowej sytuacji, w jakiej znalazły się małe i średnie przedsiębiorstwa, które mają aktualnie dostęp do kapitałów na rozwój, nie wiadomo dokładnie, jakie działania są podejmowane w tych jednostkach w celu optymalnego wykorzystania powierzonych im środków finansowych i czy związane są one z maksymalizacją wartości dla właścicieli oraz czy rynek prawidłowo interpretuje efekty procesów wzrostu zachodzących w tych spółkach. Przeprowadzone badania mają na celu m.in. ocenę tych działań, wyciągnięcie wniosków i udzielenie właściwych rekomendacji menedżerom spółek. Można oczekiwać poza tym, że rozwój NewConnect oraz wzrost notowanych tam przedsiębiorstw może wpłynąć na poprawę efektywności transferu wiedzy i przyczynić się do wzrostu poziomu komercjalizacji innowacji.

Prezentowane opracowanie składa się z sześciu rozdziałów, w których zostaną omówione zagadnienia związane z istotą wzrostu przedsiębiorstw. W pierwszym rozdziale zatytułowanym *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym* przedstawiona zostanie istota funkcjonowania jednostek gospodarczych na rynku kapitałowym oraz źródła ich finansowania wraz z kosztami. Dodatkowo w rozdziale tym zaprezentowane zostaną alternatywne systemy obrotu, w tym giełda NewConnect. Analiza statystyczna i strukturalna polskiego alternatywnego rynku pozwoli na właściwą interpretację wyników badań, które zostaną przeprowadzone w dalszej części. Jeżeli celem działania przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym jest wzrost wartości dla akcjonariuszy, wówczas należy omówić teorie wzrostu przedsiębiorstw, co zostanie poczynione w kolejnym rozdziale.

W rozdziale drugim pod tytułem *Wzrost przedsiębiorstw w świetle teorii* zostaną przedstawione teoretyczne koncepcje wzrostu przedsiębiorstw. Szczególną rolę w tym obszarze odgrywają modele wzrostu i ich ewolucja, a także pomiar tego zjawiska i czynniki go determinujące. Celem rozdziału jest prezentacja determinantów wzrostu w poszczególnych fazach rozwoju przedsiębiorstwa oraz ocena związków między nimi a zyskami na akcję na przykładzie przedsiębiorstw notowanych na NewConnect.

W rozdziale trzecim zatytułowanym *Potencjał wzrostu i innowacyjność* zaprezentowane zostaną teorie związane z potencjałem wzrostu, a także z jego pomiarem. Poza tym omówiona zostanie innowacyjność i jej wpływ na wzrost, gdyż stanowi ona istotny element oczekiwań inwestorów odnośnie do wzrostu *cash flow* w związku z implementacją nowych rozwiązań, w tym technologicznych i ich komercjalizacją. Celem rozdziału jest przedstawienie wybranych miar potencjału wzrostu oraz problemu innowacyjności, a także zbadanie, czy są one związane ze wzrostem przedsiębiorstw notowanych na NewConnect.

W rozdziale czwartym pod tytułem *Rentowność i płynność finansowa* zostaną przedstawione dwa podstawowe obszary działalności przedsiębiorstwa, do których

należą rentowność oraz płynność finansowa. Analizie zostanie poddany związek płynności finansowej i rentowności ze względu na próbę oceny tej zależności w kontekście wzrostu małych i średnich przedsiębiorstw. Celem rozdziału jest zbadanie wpływu rentowności i płynności finansowej na wzrost przedsiębiorstw, a także ocena zależności występujących między tymi czynnikami na przykładzie spółek notowanych na NewConnect.

W rozdziale piątym zatytułowanym *Wartość i rynkowe efekty wzrostu przedsiębiorstw* omówiona zostanie koncepcja wartości i jej związek ze wzrostem przedsiębiorstwa, który powinien przełożyć się na wzrost stóp zwrotu z inwestycji w jego akcje. Celem rozdziału jest przedstawienie problemu wyceny przedsiębiorstw i czynników na nią wpływających oraz ocena wpływu wzrostu aktywów, kapitałów własnych, sprzedaży i zysków na akcję na wzrost rynkowej stopy zwrotu z inwestycji giełdowych poczynionych w akcje przedsiębiorstw notowanych na NewConnect.

W rozdziale szóstym pod tytułem *Badanie wybranych czynników wpływających na wzrost przedsiębiorstw notowanych na NewConnect* zostaną przeprowadzone następujące analizy, których celem jest ocena wpływu opisanych wcześniej czynników na wzrost i rynkowe efekty wzrostu badanych spółek:

- 1) analiza modelu Danbolta, Hirsta i Jonesa, w którym wzrost przedsiębiorstwa mierzony jest wzrostem zysków na akcję;
- 2) analiza czynników determinujących zyski na akcję z wykorzystaniem modelu Danbolta, Hirsta i Jonesa;
- 3) analiza wpływu wybranych czynników na wzrost przedsiębiorstw w zależności od ich innowacyjności;
- 4) analiza wpływu wybranych czynników na wzrost przedsiębiorstw w zależności od posiadanego przez nie potencjału wzrostu;
- 5) analiza wpływu wybranych czynników na wzrost przedsiębiorstw;
- 6) analiza siły wpływu wybranych czynników na wzrost zysków na akcję;
- 7) analiza czynników wpływających na rynkową stopę zwrotu z inwestycji w akcje, z wykorzystaniem modelu Muhammada i Scrimgeoura.

W wyniku przeprowadzonych analiz zostanie rozwinięta teoria wzrostu przedsiębiorstw w ich poszczególnych fazach życia w kontekście mechanizmów działania rynku kapitałowego, ze szczególnym uwzględnieniem małych i średnich przedsiębiorstw notowanych na alternatywnych giełdach. Ocena kierunków oraz siły oddziaływań wybranych czynników na wzrost przedsiębiorstw oraz jego rynkowe efekty pozwolą częściowo uzupełnić występujące luki w teorii wzrostu, gdyż jest ona, jak twierdzą P. Davidsson i in., ciągle niedokończonym zbiorem pojęć, definicji, aksjomatów i twierdzeń<sup>17</sup>.

Aby zweryfikować postawioną hipotezę, zostanie przeprowadzona krytyczna analiza literatury przedmiotu oraz przeprowadzone zostaną badania ilościowe

---

17 P. Davidsson, F. Delmar, J. Wiklund, *Entrepreneurship as growth; growth as entrepreneurship*, „Entrepreneurship and the Growth of Firms”, s. 21–38.

z wykorzystaniem takich metod, jak: analiza danych panelowych, modele dyskryminacyjne oraz regresje danych przekrojowych dla funkcji liniowych i nieliniowych tak, aby problem wzrostu przedsiębiorstw na rynku kapitałowym został jak najlepiej zbadany i opisany. Badania zostaną przeprowadzone na polskim rynku, ze szczególnym uwzględnieniem grupy małych i średnich przedsiębiorstw notowanych na NewConnect, które wcześniej napotykały na bariery wzrostu związane z finansowaniem rozwojowych projektów inwestycyjnych.

Przedstawione założenia badawcze wpisują się w nurt ekonomii neoklasycznej i zakładają tym samym efektywność rynków oraz racjonalność podejmowanych decyzji przez inwestorów. Jest to podejście idealistyczne, które wywołuje czasami sprzeciw ze strony zarówno uczestników rynku, jak i teoretyków. Jednak bez wyjścia od założeń ekonomii neoklasycznej, w myśl której na wzrost wartości przedsiębiorstwa wpływa wiele czynników, tylko częściowo opisanych i poddanych badaniom w niniejszym opracowaniu, nie byłoby możliwości formułowania prognoz związanych z zachowaniem się jednostek gospodarczych, a także prowadzenie badań w obszarze finansów behawioralnych.



## Rozdział 1

# Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym

### 1.1. Istota funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym

Istotą funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym jest rozwój, który powinien przekładać się na wzrost jego wartości. W punkcie tym zostaną w związku z powyższym zaprezentowane cele działania jednostek gospodarczych z uwzględnieniem oczekiwań ich właścicieli. Należy podkreślić, że o celu i jego realizacji decyduje rodzaj przedsiębiorstwa i faza rozwoju, w jakiej ono się znajduje, a także sposób egzekwowania przez właścicieli zobowiązań zarządu.

#### 1.1.1. Cel działania przedsiębiorstwa

Cel działania przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym wynika z oczekiwań właścicieli lub interesariuszy, którzy czerpią korzyści z jego funkcjonowania. Im większe i bardziej rozwinięte przedsiębiorstwo, tym cele te są lepiej zdefiniowane i zapisane w strategiach rozwoju. M. Sierpińska i T. Jachna twierdzą, że przedsiębiorstwo, realizując wyznaczone cele, powinno dążyć do uzyskiwania dodatniego wyniku finansowego. Uzyskanie maksymalnej kwoty zysku wymaga działań nakierowanych na osiągnięcie najwyższych możliwych przychodów ze sprzedaży produktów oraz na minimalizację kosztów działania oraz pozyskania kapitału. Oba te kierunki aktywności są w warunkach wolnego rynku tak samo ważne<sup>1</sup>. Maksymalizacja zysku wydaje się być zatem oczywistym celem funkcjonowania przedsiębiorstwa, jednak motywy działalności gospodarczej na wolnym rynku są złożone, i nie zawsze sprowadzają się tylko do kategorii samego zysku. Także cel działania przedsiębiorstwa może nie być tożsamy z ce-

---

1 M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 253.

lem właścicieli, menedżerów i pracowników niższego szczebla. Sprecyzowanie celu oraz opis sposobów osiągnięcia go jest szczególnie istotny z punktu widzenia rozwoju jednostki gospodarczej.

Można założyć, że formułowanie celu działania przedsiębiorstwa wynika z teorii ekonomii. Zgodnie z teorią neoklasyczną, celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja zysku, a rosnąca zyskowość może być rezultatem wzrostu lub ekonomizacji związanej z obniżeniem kosztów. Obniżenie kosztów z kolei może wynikać z zaimplementowania innowacyjnego procesu wytwarzania, jak i reorganizacji pracy, a więc jest także formą rozwoju. Przedsiębiorstwa mogą zatem realizować różne cele i tak na przykład celem przedsiębiorstw rodzinnych jest zazwyczaj pozostanie pod kontrolą rodziny i zapewnienie jej członkom bezpiecznego, stałego dochodu. Z kolei właściciele przedsiębiorstw innowacyjnych, choć liczą na nadzwyczajny zysk związany z wdrożeniem innowacji, dążą zwykle do realizacji autorskiego projektu, bez względu na związane z tym korzyści finansowe, a przedsiębiorstwa użyteczności publicznej są powoływane w celu zaspokajania potrzeb publicznych<sup>2</sup>. Przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym realizują cel, jakim jest maksymalizacja wartości dla właścicieli i w związku z tym to podejście będzie determinować dalsze rozważania na temat wzrostu.

Realizacja indywidualnych celów możliwa jest dzięki finansowaniu przedsięwzięć kapitałami należącymi bezpośrednio do założycieli. Upublicznienie przedsiębiorstwa i wejście na rynek giełdowy wpływa na zmianę hierarchii celów działania, o czym szczególnie powinny pamiętać małe i średnie przedsiębiorstwa, pozyskujące kapitał na giełdach alternatywnych. W wyniku braku odpowiedniego doświadczenia mogą one nie podołać rygorom panującym na giełdzie nawet o obniżonych wymogach, a brak odpowiednio wysokiego wzrostu może doprowadzić do upadłości wynikającej z braku dostępności do kolejnych transz kapitału na sfinansowanie dalszych faz rozwoju. W wyniku analizy funkcjonowania przedsiębiorstw na rynku kapitałowym powstało wiele teorii opisujących cele ich działania.

Teorie menedżerskie powstały na skutek pojawienia się zjawiska oddzielenia własności i bezpośredniego zarządzania przedsiębiorstwem. W spółkach akcyjnych realną władzę posiadają nie właściciele, lecz menedżerowie i to oni decydują o celach strategicznych, jakim podporządkowana jest działalność przedsiębiorstwa. Motywami działania menedżerów są często ich własne korzyści, takie jak wynagrodzenie, władza, prestiż społeczny, a nie maksymalizacja zysków dla właścicieli. Zaspokajanie własnych ambicji to często kosztowne wydatki, które ponosi przedsiębiorstwo, tak samo jak popieranie nierentownych inwestycji dla zrealizowania subiektywnej wizji, które to decyzje nie sprzyjają maksymalizacji zysków, a co za tym idzie, wartości dla właścicieli.

---

2 T. Gruszecki, *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 161–163.

W ramach teorii menedżerskich sformułowano kilka modeli maksymalizacji sprzedaży, użyteczności dla menedżerów oraz wzrostu. O. Williamson zaproponował na przykład koncepcję maksymalizacji menedżerskiej funkcji użyteczności<sup>3</sup>, a R. Marris stwierdził, że najważniejszym celem pracy menedżerów jest powiększanie rozmiarów spółki, gdyż wzrost wielkości przedsiębiorstwa oznacza zwykle wzrost wynagrodzenia kierownictwa i bezpieczeństwo zatrudnienia w przyszłości<sup>4</sup>. Realizacja celu wyznaczonego przez przedsiębiorstwo, a co za tym idzie, jego właścicieli, łączy się z problemem nadzoru korporacyjnego. Realizacja celu wynikającego ze sposobu funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym wiąże się ze wzrostem jego wartości, a efektywny nadzór korporacyjny sprzyja maksymalizacji rynkowej stopy zwrotu z inwestycji w jego akcje. W literaturze przedmiotu powstało wiele teorii poświęconych temu zagadnieniu, a najważniejsze z nich zostaną przedstawione poniżej.

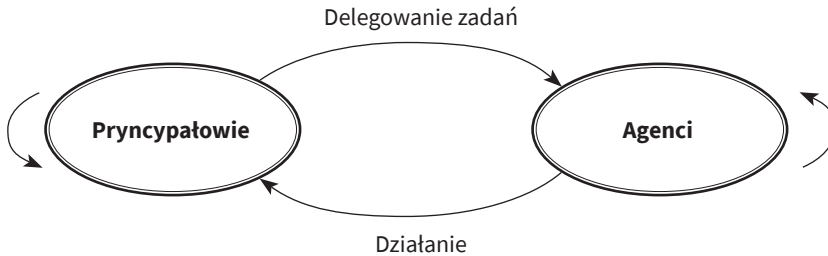
Teoria agencji sformułowana została przez A. Alchiana i H. Demsetza, a rozwinęli ją M. Jensen i W. Meckling, którzy odwołują się w niej do związku między pryncypałami (akcjonariuszami) i agentami (menedżerami). Zgodnie z nią pryncypałowicie wynajmują agentów do realizowania swoich celów<sup>5</sup>. Teoria ta srowadza koncepcję nadzoru korporacyjnego jedynie do relacji inwestorów z zarządzającymi, co jest uproszczeniem pozwalającym na zrozumienie istniejących zależności wraz z korzyściami i problemami, które mogą się pojawić w przedsiębiorstwie. Inwestorzy oczekują na pewne działania menedżerów, którzy z kolei mogą unikać ich realizowania<sup>6</sup>. Obie strony mają zatem własne interesy, co może doprowadzić do utraty równowagi w obrębie zależności między agentami i pryncypałami. Zgodnie z zawartą umową, menedżer zobowiązuje się działać w interesie właściciela, jednak agent ma przewagę informacyjną nad pryncypałem, a ich interesy, jak już wspomniano, nie zawsze są zbieżne. Pryncypał musi więc kontrolować działanie agenta i stosować bodźce zachęcające go do podejmowania decyzji w interesie przedsiębiorstwa, a co za tym idzie, właścicieli.. Podejście to odnosi się w znacznym stopniu do sposobów zarządzania relacjami inwestorskimi w przedsiębiorstwie. Na rysunku 1.1 przedstawiono graficzną koncepcję modelu agencji.

3 O. Williamson, *Instytucje ekonomiczne kapitalizmu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 56.

4 R. Marris, *Model of the managerial enterprise*, „The Quarterly Journal of Economics” 1963, vol. 77, s. 185–209.

5 A.A. Alchian, H. Demsetz, *Production, information costs, and economic organization*, „The American Economic Review” 1972, s. 777–795; M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, vol. 3(4), s. 305–360.

6 S.A. Ross, *The economic theory of agency: The principal's problem*, „The American Economic Review” 1973, vol. 63(2), s. 134–139.



**Rysunek 1.1.** Model agencji

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie H. Abdullah, B. Valentine, *Fundamental and ethics theories of corporate governance*, „Middle Eastern Finance and Economics” 2009, vol. 4(4), s. 88–96.

Wzrost przedsiębiorstwa leży w sferze zainteresowania zarówno agentów, jak i pryncypałów, z tym że menedżerowie będą raczej zainteresowani wzrostem rozmiaru jednostki gospodarczej w obrębie aktywów lub sprzedaży, a właściciele – w obrębie jej wartości.

Kolejną propozycją wyjaśnienia problemu nadzoru korporacyjnego jest teoria stewardów, która została przedstawiona przez J. Davisa i in. w 1997 r. Jej autorzy stwierdzili, że steward dąży do maksymalizowania wartości i ochrony akcjonariuszy, ponieważ robiąc tak, maksymalizuje własną funkcję użyteczności<sup>7</sup>. Działania w przedsiębiorstwie i decyzje podejmowane przez pracowników i menedżerów nakierowane są na maksymalizację zysków inwestorów. W tej perspektywie przestają liczyć się cele indywidualne, a pojawia się menedżer działający dla dobra inwestorów, integrując ich cele z celami przedsiębiorstwa. E. Fama oraz A. Shleifer i R. Vishny twierdzą jednak, że działania menedżerów motywowane są tym, aby budować swoją własną reputację na rynku i kwestionują jednocześnie założenia teorii stewardów<sup>8</sup>. Na rysunku 1.2 przedstawiono graficzną koncepcję omawianego modelu.

Zgodnie z przedstawioną powyżej koncepcją należy oczekiwać, że nadzór sprawowany w oparciu o model stewardów może prowadzić do efektywnego wzrostu wartości przedsiębiorstwa, aby zaspokoić oczekiwania właścicieli. Wybór menedżerów charakteryzujących się powyższymi cechami powinien wpływać pozytywnie na wzrost wartości dla akcjonariuszy, wynikając z zarządzania przedsiębiorstwem w świetle opisanych założeń.

<sup>7</sup> Por. J.H. Davis, F.D. Schoorman, L. Donaldson, *Toward a stewardship theory of management*, „Academy of Management Review” 1997, vol. 22(1), s. 20–47; eidem, *Davis, Schoorman, and Donaldson reply: The distinctiveness of agency theory and stewardship theory*, *ibidem*, vol. 22(3), s. 611–613.

<sup>8</sup> A. Shleifer, R.W. Vishny, *A survey of corporate governance*, „The Journal of Finance” 1997, vol. 52(2), s. 737–783; E.F. Fama, *Agency problems and the theory of the firm*, „The Journal of Political Economy” 1980, s. 288–307.