

Sylwia FRYDRYCH*

 <https://orcid.org/0000-0002-1215-49500>

PRZYCZYNY WYKLUCZENIA SPÓŁEK Z RYNKU NEWCONNECT

Abstrakt

Przedmiot badań: W artykule podjęto tematykę przyczyn wykluczenia spółek z zorganizowanego rynku akcji prowadzonego przez Giełdę Papierów Wartościowych S.A. poza rynkiem regulowanym w formie alternatywnego systemu obrotu, zwracając uwagę na istotną rolę debiutu spółki na rynku NewConnect przed zaistnieniem na Głównym Rynku GPW.

Cel badawczy: Celem artykułu jest analiza przyczyn wykluczenia spółek z rynku NewConnect w latach 2008–2020, z uwzględnieniem rodzaju przeprowadzonej oferty oraz liczby wykluczonych spółek w stosunku do IPO przeprowadzonego w latach 2007–2020. Sprawdzono liczbę dni od dnia debiutu do dnia wykluczenia spółki z obrotu na NewConnect, biorąc pod uwagę przyczyny wycofania. Zakres przedmiotowy artykułu obejmuje również analizę statusu spółki, której konsekwencją wykluczenia było przeniesienie na Główny Rynek GPW. Ponadto sprawdzono, jaki udział spółek po zmianie parkietu został wykluczony z obrotu na rynku regulowanym GPW. W związku z powyższym przyjęto hipotezę, iż spółki debiutują na NewConnect w formie oferty niepublicznej, aby w kolejnych latach zmienić parkiet notowań na Główny Rynek GPW.

Metoda badawcza: Najważniejszą zastosowaną metodą badawczą jest krytyczny przegląd literatury, analiza danych źródłowych oraz aktów prawnych dotyczących funkcjonowania Głównego Rynku GPW oraz zorganizowanego rynku akcji, prowadzonego przez Giełdę Papierów Wartościowych S.A. poza rynkiem regulowanym w formie alternatywnego systemu obrotu. Posłużono się także metodą obserwacji oraz wnioskowania logicznego.

Wyniki: Do najczęstszych przyczyn wykluczenia spółek z obrotu na rynku NewConnect w latach 2008–2020 należą bezpieczeństwo obrotu, przeniesienie na Główny Rynek GPW oraz upadłość likwidacyjna. Ponadto dominuje udział wykluczonych spółek, których debiuty zostały odnotowane w pierwszych pięciu latach funkcjonowania na rynku NewConnect. W artykule wykazano, iż 97% spółek, które zostały przeniesione z NewConnect na Rynek Główny GPW, wprowadziło instrumenty finansowe do obrotu poprzez przeprowadzenie oferty niepublicznej. Zmiana parkietu notowań następowała średnio po upływie 3,3 roku. Ponad 80% spółek, które zmieniły parkiet notowań na Główny Rynek GPW, pozostaje aktywna na rynku regulowanym.

Słowa kluczowe: bezpieczeństwo obrotu, Alternatywny System Obrotu, wykluczenie z obrotu, zniesienie dematerializacji akcji.

Klasyfikacja JEL: G14, G23

* Dr, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Zarządzania i Finansów, Instytut Ryzyka i Rynków Finansowych; e-mail: sylwia.frydrych@sgh.waw.pl

1. Wstęp

Rynek kapitałowy stanowi zewnętrzne źródło pozyskiwania finansowania przez przedsiębiorstwa. Emitent, w zamian za oferowane instrumenty finansowe, otrzymuje środki, które może przeznaczyć na rozwój spółki. Natomiast inwestor ma możliwość ulokowania nadwyżki posiadanego kapitału, nabywając papiery wartościowe, które mogą w przyszłości przynieść zysk z inwestycji.

W Polsce, oprócz rynku regulowanego, funkcjonuje Alternatywny System Obrotu (ASO), który stanowi platformę obrotu akcjami (NewConnect) oraz obligacjami (Catalyst). Na NewConnect do obrotu mogą zostać dopuszczone podmioty rozpoczynające działalność jak również aktywne spółki. Bariery w dostępie do finansowania, które napotykają przedsiębiorstwa we wczesnym etapie rozwoju, powodują, iż NewConnect jest atrakcyjnym miejscem pozyskania kapitału dla tych podmiotów. Ponadto mniejsze wymogi stawiane emitentom sprzyjają większej liczbie debiutów na NewConnect w porównaniu z głównym parkietem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW).

Celem niniejszej pracy jest analiza przyczyn wykluczenia instrumentów finansowych z obrotu na rynku NewConnect w latach 2008–2020. W badaniu uwzględniono rodzaj przeprowadzonej oferty wprowadzonych do obrotu instrumentów finansowych. W artykule zamieszczono także podstawowe statystyki dotyczące liczby dni od debiutu do wykluczenia spółki z obrotu na NewConnect, biorąc pod uwagę przyczyny wycofania. Zakres przedmiotowy artykułu obejmuje również analizę statusu spółki, której przyczyną wykluczenia z NewConnect było przeniesienie na Główny Rynek GPW oraz odpowiedź na pytanie: jaki udział spółek po zmianie parkietu został wykluczony z obrotu na rynku regulowanym GPW.

Ponadto w pracy postawiono hipotezę, iż spółki debiutowały na NewConnect w formie oferty niepublicznej (prywatnej), aby w kolejnych latach dokonać zmiany parkietu notowań na Główny Rynek GPW.

W pierwszej części tekstu została przedstawiona charakterystyka NewConnect oraz przegląd badań dotyczący wykluczenia instrumentów finansowych z obrotu na tym rynku. W części empirycznej przeprowadzono badania dotyczące analizy wykluczenia instrumentów finansowych z obrotu rynku NewConnect w latach 2008–2020. Artykuł wieńczy wnioski dotyczące przyczyn wykluczenia podmiotów z obrotu na NewConnect, z uwzględnieniem roli, jaką pełni ten rynek dla podmiotów, które w kolejnych latach zmieniają parkiet notowań na Główny Rynek GPW.

2. Charakterystyka rynku NewConnect

NewConnect, zorganizowany rynek akcji prowadzony przez GPW poza rynkiem regulowanym w formie alternatywnego systemu obrotu, funkcjonuje od 30.08.2007 r. Zgodnie z Regulaminem ASO przedmiotem obrotu na tym rynku mogą być zdematerializowane akcje, prawa do akcji, prawa poboru, kwity depozytowe oraz inne udziałowe papiery wartościowe i dłużne instrumenty finansowe¹. Rynek NewConnect przeznaczony jest dla młodych spółek o stosunkowo niskiej kapitalizacji, z dużym potencjałem technologicznym i rozwojowym². Idea funkcjonowania NewConnect oparta jest na innych rynkach działających w podobnej formule, głównie na londyńskim Alternative Investment Market³.

Celem powstania rynku NewConnect było poszerzenie zakresu działalności giełdy poprzez dopuszczenie na nią przedsiębiorstw mniejszych rozmiarów⁴. Ze względu na specyfikę emitentów NewConnect posiada niższe wymogi formalne niż Główny Rynek GPW. Kapitał własny emitenta przed debiutem na NewConnect powinien wynosić co najmniej 500 tys. PLN. W porównaniu z rynkiem regulowanym podmioty, których instrumenty finansowe są notowane na NewConnect, mają mniej obowiązków informacyjnych, jak np. brak wymogu składania raportów kwartalnych⁵. Wobec powyższego, na rynku NewConnect dominują oferty pierwotne podmiotów, które nie spełniają warunków dopuszczenia do notowań na Głównym Rynku GPW⁶.

Jednak wielu emitentów w dniu debiutu na NewConnect deklaruje zamiar przeniesienia spółki na Główny Rynek GPW, zatem ASO stanowi naturalny etap w procesie rozwoju spółek⁷. Również emitenci z innych europejskich ryn-

¹ NewConnect, *O rynku*, <https://newconnect.pl/o-rynku>; stan na 12.04.2021 r.

² R. Pastusiak, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym: operacje giełdowe rynku publicznego i niepublicznego*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 375.

³ M. Panfil, *Analiza porównawcza Newconnect i innych europejskich rynków alternatywnego systemu obrotu akcjami*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 2013/768, s. 357.

⁴ Z. Dobosiewicz, *Giełda, zasady działania, inwestorzy, rynki giełdowe*, PWE, Warszawa 2013, s. 177.

⁵ Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu, wraz z załącznikami, w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 147/2007 Zarządu Giełdy z dnia 1 marca 2007 r., z późn. zm.

⁶ M. Markiewicz, P. Zygmantowski, *Znaczenie rynku NewConnect jako miejsca przeprowadzenia oferty pierwotnej*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, z. 2, Poznań 2013, s. 167–186.

⁷ M. Mosionek-Schweda, *Koszty i korzyści transferu spółki z NewConnect na rynek regulowany GPW S.A.*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 2013/736, s. 148–149.

ków zorganizowanych w ramach alternatywnego systemu obrotu, jak Alternext, Entry Standard, First North, traktują ASO jako etap przejściowy, a docelowym rynkiem jest rynek regulowany⁸.

Przed wprowadzeniem Ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej⁹ spółki debiutujące na NewConnect miały możliwość wyboru między ofertą publiczną i ofertą niepubliczną. Emisja niepubliczna, która jest utożsamiana z niższymi kosztami dla emitenta oraz brakiem rygorystycznych wymogów związanych z obowiązkami informacyjnymi, stanowi pożądaną przez spółki sposób pozyskania kapitału¹⁰. Zgodnie z przepisami znowelizowanej Ustawy o ofercie publicznej (Art. 3) oferty kierowane do inwestorów, których liczba, wraz z podmiotami, do których kierowane były oferty publiczne tego samego rodzaju papierów wartościowych w okresie poprzednich 12 miesięcy, przekracza 149, od połowy 2019 r. stanowią oferty publiczne i konieczne jest opublikowanie zatwierdzonego przez Komisję Nadzoru Finansowego memorandum informacyjnego¹¹.

GPW, jako organizator rynku NewConnect, „określa warunki wprowadzania papierów wartościowych do ASO i zasady ich obrotu, obowiązki informacyjne emitentów i sposób ich wypełniania, reguły funkcjonowania Autoryzowanych Doradców, a także sposób postępowania w przypadku naruszenia przez uczestników obrotu obowiązków określonych w Regulaminie ASO”¹². Ponadto na podstawie § 12 pkt 1 Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu organizator może wykluczyć instrumenty finansowe z obrotu: na wniosek emitenta akcji (także gdy wykluczenie danych akcji z obrotu następuje w związku z ich dopuszczeniem do obrotu na rynku regulowanym); jeżeli uzna, że wymaga tego bezpieczeństwo obrotu lub interes jego uczestników; jeżeli emitent upoczywie narusza przepisy obowiązujące w alternatywnym systemie; wskutek otwarcia

⁸ E. Feder-Sempach, *NewConnect i inne alternatywne rynki dla sektora MŚP w Europie*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu 2011/174, Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek finansowy, s. 185–196.

⁹ Ustawa dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2019 r., poz. 2217; z 2020 r., poz. 288, 695).

¹⁰ A. Kaszuba-Perz, P. Perz, *Rola alternatywnych systemów obrotu akcjami w procesie pozyskania kapitału w rozwijających się przedsiębiorstwach*, Humanities and Social Sciences 2013/XVIII/20 (3), s. 73–85.

¹¹ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (na podstawie Dz.U. z 2020 r., poz. 2080; z 2021 r., poz. 355).

¹² Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu...

likwidacji emitenta; skutek podjęcia decyzji o połączeniu emitenta z innym podmiotem. Przy czym Art. 91 Ustawy o ofercie określa wykluczenie akcji na wniosek emitenta mianem ich wycofania z obrotu w alternatywnym systemie obrotu¹³.

3. Wykluczenie instrumentów finansowych z obrotu na NewConnect – przegląd literatury

W literaturze przedmiotu analizowano przeniesienie spółki pomiędzy rynkami akcyjnymi prowadzonymi przez warszawską giełdę, co stanowi jedną z przyczyn wykluczenia spółki z ASO. Zagadnienie to zostało zbadane przez Wawryszuk-Misztal pod względem zmian w wynikach operacyjnych spółek oraz zmian w akcjonariacie. Autorka zaobserwowała, że zmiana rynku notowań, mimo wzrostu przychodów ze sprzedaży, spowodowała pogorszenie wyników operacyjnych analizowanych spółek¹⁴. Ponadto zmiana parkietu notowań nie przyczyniła się do istotnego wzrostu udziału instytucji finansowych w kapitale zakładowym, natomiast istotną zmianą było zmniejszenie koncentracji własności jak również udziału osób fizycznych oraz podmiotów niefinansowych w akcjonariacie¹⁵. Odmienne wyniki badań otrzymali Tse i Devos, którzy w przypadku spółek zmieniających rynek notowań z AMEX na NASDAQ zaobserwowali istotny statystycznie wzrost zaangażowania inwestorów instytucjonalnych¹⁶.

Badania prowadzone przez Zygmantowskiego wskazują, iż przeniesienie akcji do notowań na rynku regulowanym ma pozytywny wpływ na zmienność akcji i umożliwia emitentom pozyskanie dodatkowego kapitału¹⁷. Według Winnickiej-Popczyk oraz Sradomskiej zmiana parkietu notowań firmy rodzinnej może przyczynić się do dalszego finansowania jej rozwoju, przy

¹³ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej...

¹⁴ **A. Wawryszuk-Misztal**, *Wyniki operacyjne polskich przedsiębiorstw zmieniających rynek notowań akcji*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H: Oeconomia 2015/49 (4), s. 649–658.

¹⁵ **A. Wawryszuk-Misztal**, *Zmiany w strukturze akcjonariatu polskich spółek giełdowych zmieniających rynek notowań akcji*, Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica 2016/323 (4), s. 141–154.

¹⁶ **Y. Tse, E. Devos**, *Trading costs, investor recognition and market response: An analysis of firms that move from the AMEX(NASDAQ) to NASDAQ(AMEX)*, Journal of Banking & Finance 2004/28 (1), s. 63–83.

¹⁷ **P. Zygmantowski**, *Wpływ zmiany rynku notowań na spółki publiczne w Polsce*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH 2015/144, s. 109–126.

zachowaniu rodzinnego charakteru przedsięwzięcia. W przypadku analizowanych wybranych firm rodzinnych rynek NewConnect stał się niewystarczający do dalszego rozwoju, dlatego był etapem do debiutu na Głównym Rynku GPW¹⁸. Co więcej, analiza przeprowadzona przez Buszko i Kołosowską dowodzi, iż zmiana parkietu przyczynia się do niższego spreadu instrumentów finansowych, co zwiększa możliwość zbywalności akcji¹⁹. Zbliżone wnioski dotyczące zmniejszenia spreadów transakcyjnych przedstawili Sapp i Yan²⁰.

Analizy wpływu zmiany rynku notowań na cenę akcji oraz na ich płynność głównie dotyczą rynku amerykańskiego²¹. Najczęściej autorzy badań stwierdzają, że cena akcji po ogłoszeniu decyzji o przeniesieniu akcji do notowań na rynku regulowanym wzrasta, natomiast po przeprowadzeniu tej operacji spada²². Zmiana rynku notowań umożliwia zwiększenie płynności oraz zmniejszenie zmienności akcji²³. Na polskim rynku kapitałowym wpływ zmiany rynku notowań akcji na ich rynkową wycenę stanowił przedmiot badania Asyngiera. Przeprowadzona analiza skumulowanych anormalnych stóp zwrotu w okresie przed oraz po zmianie rynku notowań wykazała występowanie anormalnych dodatnich stóp zwrotu z akcji przed zmianą rynku, a ujemnych po zmianie rynku notowań²⁴.

Badanie dotyczące kosztów i korzyści, wynikających z przejścia spółek z rynku NewConnect na Główny Rynek GPW, zostało przeprowadzone przez Mosionek-Szwedę. Notowanie akcji na NewConnect przed zmianą parkietu jest postrzegane jako korzyść, gdyż może przyczynić się do wejścia spółki do notowań na rynku regulowanym. Natomiast przeniesienie akcji między rynkami

¹⁸ **A. Winnicka-Popczyk, M. Sradomska**, *Transfer wybranych firm rodzinnych z Alternatywnego Systemu Obrotu NewConnect na rynek regulowany jako szansa finansowania dalszego ich rozwoju*, *Przedsiębiorczość i Zarządzanie* 2017/18/6, cz. 1: *Firmy rodzinne – rozwój teorii i praktyki zarządzania*, s. 479–494.

¹⁹ **M. Buszko, B. Kołosowska**, *Przechodzenie spółek z alternatywnego systemu obrotu Newconnect na rynek regulowany GPW – cele, uwarunkowania, efekty*, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Ekonomiczne Problemy Usług* 2013/102, s. 492–502.

²⁰ **T.R. Sapp, X. Yan**, *The NASDAQ-AMEX Merger, NASDAQ Reforms, and the Liquidity of Small Firms*, *Journal of Financial Research* 2003/26, s. 225–242.

²¹ **R. Asyngier**, *Wpływ zmiany rynku notowań na cenę akcji polskich spółek giełdowych*, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* 2015/75, s. 20–28.

²² **J.J. McConnell, G.C. Sanger**, *A trading strategy for new listings on the NYSE*, *Financial Analysts Journal* 1984/40 (1), s. 34–38.

²³ **D.G. Weaver**, *Intraday Volatility on the NYSE and NASDAQ*, *Advances in Quantitative Finance and Accounting* 2006/3, s. 111–138.

²⁴ **R. Asyngier**, *Wpływ zmiany...*, s. 20–28.

akcyjnymi, prowadzonymi przez GPW, jest związane z kosztami dotyczącymi przygotowania spółki do debiutu, jak również z jej obecnością na Głównym Rynku GPW²⁵. Spółki, które dokonały zmiany parkietu notowań są zobligowane do przygotowania prospektu emisyjnego zarówno w sytuacji emisji nowych akcji, jak również przeniesienia instrumentów finansowych z NewConnect na Główny Rynek GPW²⁶. Ponadto podmioty są zobowiązane do spełnienia wymogu osiągnięcia kapitalizacji spółki, która powinna osiągnąć poziom minimum 12 mln EUR oraz odpowiedniego rozproszenia akcji zapewniającego ich płynność²⁷. Wymagania stawiane emitentom, których celem jest przeniesienie spółki na Główny Rynek GPW były przedmiotem badań Mosionek-Szwedy, która zaznacza, iż Zarząd GPW podkreślał, że NewConnect stanowi nie tylko alternatywne źródło pozyskania kapitału, lecz początek drogi giełdowej dla notowanych tam spółek²⁸.

Wykluczenie instrumentów finansowych z obrotu będące konsekwencją decyzji o przeniesieniu akcji na główny parkiet notowań sprzyjają oczekiwania, które stanowią odzwierciedlenie reakcji rynku po przekazaniu tej informacji do publicznej wiadomości. Cisse i Fontaine zbadali przyczyny decyzji menedżerów o przejściu spółek na NYSE-Euronext. Konsekwencją zmiany rynku notowań jest wzrost rozpoznawalności podmiotów, rozszerzany jest też zakres ich obowiązków informacyjnych. Wskazano również inne motywy, jak: wzrost płynności akcji oraz możliwość uzyskania korzyści przez akcjonariuszy z regulacji, które oferuje rynek regulowany²⁹. Również zdaniem Mertona migracja spółki na rynek o większym stopniu regulacji umożliwiła zwiększenie grona inwestorów oraz wzrost rozpoznawalność spółki³⁰.

²⁵ **M. Mosionek-Schweda**, *Koszty i korzyści...*, s. 140–143.

²⁶ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 maja 2010 roku w sprawie szczegółowych warunków, jakie muszą spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku (Dz.U. z 2010 r., nr 84, poz. 547).

²⁷ Regulamin Giełdy, w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r., z późn. zm. tekst ujednolicony według stanu prawnego obowiązującego na dzień 1 stycznia 2021 r. § 3, ust. 2, pkt 1.

²⁸ **M. Mosionek-Schweda**, *Droga na GPW S.A. poprzez alternatywny system obrotu*, w: **G. Rosa** (red.), *Młodzi polscy naukowcy wobec wyzwań współczesnego rynku*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2011, s. 218–220.

²⁹ **A. Cisse**, **P.C. Fontaine**, *Economic Consequences of Market Section Switching: Evidence from NYSE-Euronext Paris*, International Conference of the French Finance Association (AFFI), May 2011, <http://ssrn.com/abstract=1834351>; stan na 15.04.2021 r.

³⁰ **R.C. Merton**, *Presidential Address: A simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information*, *Journal of Finance* 1987/42, s. 483–510.

Menedżerowie polskich spółek notowanych na NewConnect wśród motywów dotyczących zmiany rynku notowań instrumentów finansowych wyróżniają wzrost wartości rynkowej spółki, zwiększenie płynności akcji, wzrost zainteresowania spółką wśród inwestorów, w szczególności instytucji finansowych, wzrost możliwości pozyskania kapitału w porównaniu z ASO, jak również wzrost prestiżu, rozpoznawalności i wiarygodności spółki³¹.

3. Materiał i metodyka badań

Analiza dotyczy przyczyn wykluczenia spółek z rynku NewConnect w latach 2008–2020. W badaniu wykorzystano dane pochodzące z roczników giełdowych GPW oraz dane dotyczące statystyk z rynku NewConnect.

Autor dokonał analizy liczby wykluczonych spółek z NewConnect w latach 2008–2020, z uwzględnieniem przyczyn wymienionych w Regulaminie ASO. Ponadto sprawdzono, w zależności od powodu wykluczenia spółki, ile dni średnio upłynęło od momentu debiutu do dnia wykluczenia spółki z NewConnect. W kolejnym kroku autor zweryfikował, jaki udział spółek, które przeprowadziły pierwszą ofertę publiczną (ang. *Initial Public Offering*, IPO) w latach 2008–2020, stanowią podmioty wykluczone z ASO w kolejnych latach. Mając na uwadze powyższe, dokonano analizy przyczyn wykluczenia spółek z NewConnect według rodzaju przeprowadzonej oferty.

Dodatkowo przedmiotem badania była weryfikacja statusu spółki, której przyczyną wykluczenia było przeniesienie z NewConnect na Główny Rynek GPW, tj., jaki udział spółek po zmianie parkietu został wykluczony z obrotu na rynku regulowanym GPW. W związku z powyższym przeprowadzono także analizę przyczyn wykluczenia z obrotu spółek, które zmieniły parkiet notowań z NewConnect na Główny Rynek GPW.

W procesie badawczym autor wykorzystał metodę obserwacji, analizę danych źródłowych oraz metodę dedukcji.

4. Wyniki badań

W latach 2008–2020 z rynku NewConnect wykluczono 245 spółek. Do przyczyn wykluczenia instrumentów finansowych z obrotu na NewConnect należą: bezpieczeństwo obrotu, fuzja, wykluczenie na wniosek emitenta, nieprzestrzeżenie

³¹ A. Wawryszuk-Misztal, *Zmiany w strukturze...*, s. 141–154.

zasad obrotu (naruszenie przepisów obowiązujących w alternatywnym systemie), przeniesienie na Główny Rynek GPW, upadłość likwidacyjna oraz zniesienie dematerializacji akcji. Najwięcej podmiotów wykluczono z NewConnect w 2014 oraz w 2018 r. – po 36 spółek w każdym roku, przy czym przyczyną wykluczenia 10 podmiotów z rynku NewConnect w 2014 r. było przeniesienie na Główny Rynek GPW. Najwięcej spółek (13 spółek) zmieniło parkiet notowań w 2015 r., co stanowi 42% wykluczonych spółek w tym roku. Pierwsza spółka została wykluczona już w 2008 r. – czyli w drugim roku funkcjonowania rynku NewConnect.

Dane w tabeli 1 wskazują, iż najczęstszą przyczyną wykluczenia spółki z notowań na NewConnect w latach 2008–2020 było bezpieczeństwo obrotu (dotyczy to 30,6% wykluczonych spółek), przeniesienie na Główny Rynek GPW (29% wykluczonych spółek) oraz upadłość likwidacyjna (20,8% wykluczonych spółek). Wykluczenie spółki z obrotu na wniosek emitenta stanowiło 2,4%, fuzja 3,3%, natomiast nieprzestrzeganie zasad obrotu dotyczyło 4,1% wykluczonych spółek.

TABELA 1: Liczba wykluczonych spółek z NewConnect w latach 2008–2020 (w szt.) wg przyczyn

Przyczyna/Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Bezpieczeństwo obrotu					3	4	9	14	15	2	13	5	10
Fuzja		1					4	1	1		1		
Na wniosek emitenta							3			1	1		1
Nieprzestrzeganie zasad obrotu					4	6							
Przeniesienie na Główny Rynek	1	1	8	6	2	7	10	13	7	7	2	5	2
Upadłość likwidacyjna		1		1		9	7	2	2	2	15	11	1
Zniesienie dematerializacji akcji					1		3	2	5	3	4	6	
Suma	1	3	8	7	10	26	36	32	30	15	36	27	14

Źródło: opracowanie własne na podstawie „Roczników Giełdowych” dostępnych na www.gpw.pl

W kolejnym kroku dokonano analizy średniej liczby dni od debiutu do wykluczenia spółki z rynku NewConnect w badanych latach w zależności od przyczyny wykluczenia. Rezultaty zamieszczono w tabeli 2. Najdłużej notowano spółki wykluczone z powodu zniesienia dematerializacji akcji – średnio 2131 dni. Natomiast podmioty, które zostały wykluczone z obrotu w alternatywnym systemie obrotu z przyczyn takich jak upadłość likwidacyjna, na wniosek emitenta oraz z powodu bezpieczeństwa obrotu, były przedmiotem obrotu na NewConnect średnio powyżej 2000 dni. Najkrócej (tj. 135 dni) notowano spółkę Adiuvo Investment S.A., która została przeniesiona na Główny Rynek. Natomiast najdłużej (tj. 4525 dni) notowano spółkę Genesis Energy S.A., której powodem wykluczenia z obrotu na NewConnect było bezpieczeństwo obrotu.

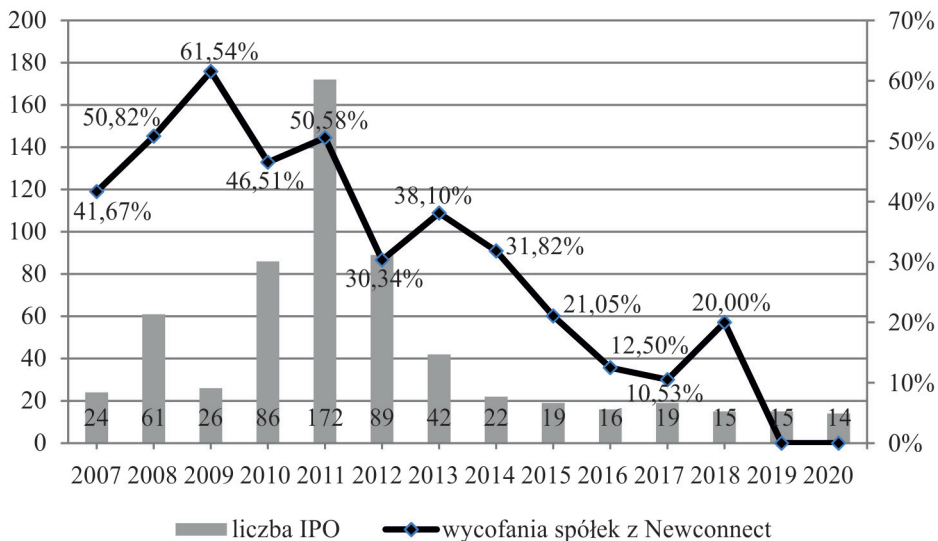
TABELA 2: Średnia liczba dni od dnia debiutu do dnia wykluczenia spółek z NewConnect (w szt.) wg przyczyn

Przyczyny	Liczba spółek	Średnia liczba dni	Min. liczba dni	Max. liczba dni	Odchylenie stand.
Bezpieczeństwo obrotu	75	2015	525	4525	926
Fuzja	8	1742	735	2673	713
Na wniosek emitenta	6	2058	1206	3569	901
Nieprzestrzeganie zasad obrotu	10	809	155	2091	546
Przeniesienie na Główny Rynek GPW	71	1179	135	3826	704
Upadłość likwidacyjna	51	2095	577	4203	955
Zniesienie dematerializacji akcji	24	2131	582	3944	960
Suma	245	1742	135	4525	955

Źródło: opracowanie własne na podstawie „Roczników Giełdowych” dostępnych na www.gpw.pl

Następnie zbadano, jaki udział spółek przeprowadzających IPO w latach 2008–2020 stanowią podmioty wykluczone w kolejnych latach (wykres 1).

WYKRES 1: Liczba IPO w latach 2007–2020, udział wykluczonych spółek na NewConnect (w szt., w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie „Roczników Giełdowych” dostępnych na www.gpw.pl

Najwięcej spółek zadebiutowało na NewConnect w 2011 r. – 172 podmioty, z czego w kolejnych latach aż 87 podmiotów zostało wykluczonych z NewConnect, w tym 18 spółek zostało przeniesionych na Główny Rynek, a 28 zostało wykluczonych z powodu bezpieczeństwa obrotu. Również znaczny udział wykluczonych spółek odnotowano wśród debiutantów z 2009 r., wówczas przeprowadzono 26 ofert IPO, z których 61,54% podmiotów zostało wykluczonych w kolejnych latach. Natomiast powodem wykluczenia 7 spółek z NewConnect była zmiana rynku notowań, tj. przeniesienie na Główny Rynek, przy czym 3 spółki zmieniły parkiet już w kolejnym roku od debiutu na rynku NewConnect.

Analiza danych dotyczących przyczyn wykluczenia spółek z obrotu w alternatywnym systemie obrotu w latach 2008–2020, w zależności od rodzaju przeprowadzonej oferty przez spółkę na rynku NewConnect, została przedstawiona w tabeli 3.

TABELA 3: *Przyczyny wykluczenia spółek z NewConnect w latach 2008–2020 (w szt.) wg rodzaju oferty*

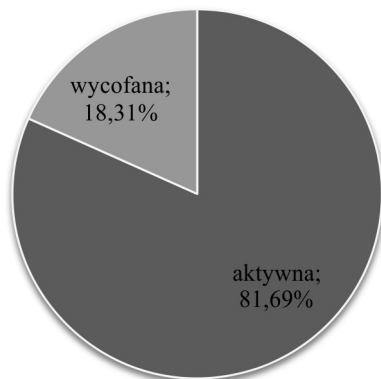
Rodzaj oferty	Bez oferty	Oferta prywatna	Oferta publiczna
Bezpieczeństwo obrotu	2	73	
Fuzja		6	2
Na wniosek emitenta		6	
Nieprzestrzeganie zasad obrotu		9	1
Przeniesienie na Główny Rynek	1	68	2
Upadłość likwidacyjna	1	50	
Zniesienie dematerializacji akcji		22	2

Źródło: opracowanie własne na podstawie „Roczników Giełdowych” dostępnych na www.gpw.pl

W latach 2008–2020 zostały wykluczone z NewConnect 234 spółki, które zadebiutowały poprzez emisję papierów wartościowych w drodze oferty prywatnej, 7 podmiotów w drodze oferty publicznej, natomiast akcje 4 spółek zostały dopuszczone do obrotu bez przeprowadzenia oferty (tj. bez przeprowadzania dodatkowego podwyższenia kapitału). Przyczyną wykluczenia 30% spółek, które przeprowadziły ofertę prywatną, było przeniesienie na Główny Rynek GPW. Ponadto 55 spółek debiutujących na NewConnect w formie oferty niepublicznej po zmianie parkietu nadal jest aktywna na rynku regulowanym GPW. Natomiast przyczyną wykluczenia z rynku NewConnect 75 spółek, z których 97% debiutowało w formie oferty prywatnej, było bezpieczeństwo obrotu.

Ponieważ jedną z przyczyn wykluczenia spółki z obrotu na NewConnect jest przeniesienie jej na Główny Rynek GPW, sprawdzono, czy zmiana parkietu notowań stanowi gwarancję dalszej aktywności spółki. Na wykresie 2 zamieszczono udział spółek aktywnych oraz wykluczonych z obrotu po przeniesieniu podmiotu z rynku NewConnect na Główny Rynek GPW. Spośród 71 spółek, które zmieniły parkiet notowań w analizowanym okresie, 13 podmiotów zostało wykluczonych w kolejnych latach z notowań na rynku regulowanym.

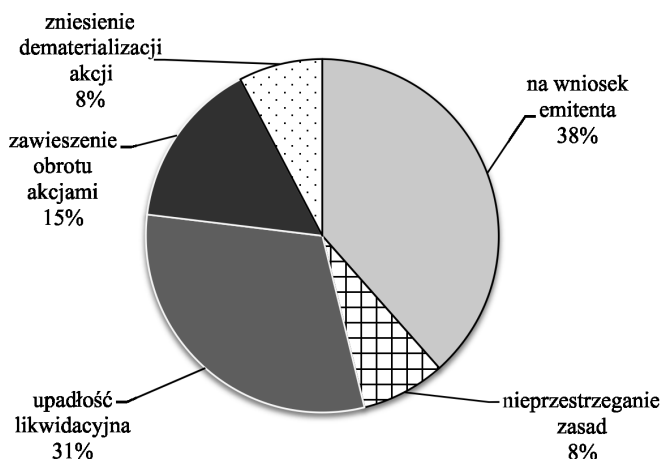
WYKRES 2: Status spółki, która zmieniła rynek notowań z NewConnect na Główny Rynek GPW (w szt.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie „Roczników Giełdowych” dostępnych na www.gpw.pl

Na wykresie 3 zaprezentowano główne przyczyny wykluczenia z obrotu podmiotów, które zmieniły rynek notowań: upadłość likwidacyjna (4 spółki) oraz na wniosek emitenta (5 spółek). Zniesienie dematerializacji akcji oraz nieprzestrzeganie zasad obrotu na Głównym Ryнку GPW stanowiło przyczynę wykluczenia 2 spółek (po jednej z każdego z wymienionych powodów).

WYKRES 3: Przyczyny wykluczenia z obrotu spółek, która przeszły na GPW z NewConnect (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie „Roczników Giełdowych” dostępnych na www.gpw.pl

Podmioty, które po zmianie rynku notowań zostały wykluczone z obrotu, zadebiutowały na rynku NewConnect w formie oferty niepublicznej. Natomiast dwa podmioty, które zostały wprowadzone do obrotu na NewConnect w formie oferty publicznej i zostały przeniesione na Rynek Główny (wykluczenie z NewConnect jako konsekwencja przeniesienia na Główny Rynek GPW), tj. XTPL S.A. w 2019 r. po 515 dniach od IPO oraz VOXEL S.A. w 2012 r. po 371 dniach od debiutu, pozostają aktywne na rynku regulowanym GPW. Średni okres notowań spółki na rynku NewConnect do dnia przeniesienia na Główny Rynek GPW wynosi 3,3 roku. Najkrócej na rynku NewConnect była notowana spółka Adiuvo Investment S.A. – 135 dni (spółka zadebiutowała oraz zmieniła parkiet notowań w 2015 r.), której wartość oferty nowych akcji wynosiła 39,4 mln PLN, natomiast najdłuższy okres obrotu instrumentów finansowych przed przejściem na Główny Rynek GPW dotyczy spółki PHARMENA S.A. – 3826 dni. Najniższa wartość oferty wprowadzonych akcji do obrotu na rynku NewConnect cechuje akcje spółki IMS, gdzie wartość oferty wynosiła 14 tys. PLN, a zmiana parkietu notowań nastąpiła po 2,74 roku.

5. Zakończenie

Celem opracowania była analiza przyczyn wykluczenia spółek z rynku NewConnect w latach 2008–2020. Badanie, które dotyczyło 245 wykluczonych spółek, prowadzi do szeregu wniosków.

Po pierwsze, do najczęstszych przyczyn wykluczenia spółek z obrotu na rynku NewConnect w latach 2008–2020 należą bezpieczeństwo obrotu, przeniesienie na Główny Rynek GPW oraz upadłość likwidacyjna. Analiza średniej liczby dni od debiutu do wykluczenia spółki z rynku NewConnect w badanych latach wskazuje, iż średnio powyżej 2 tys. dni notowano spółki wykluczone z powodu zniesienia dematerializacji akcji, upadłości likwidacyjnej, na wniosek emitenta oraz z powodu bezpieczeństwa obrotu.

Po drugie, wyniki przeprowadzonych badań wskazują, iż przeważa udział wykluczonych spółek, których debiuty zostały odnotowane w pierwszych pięciu latach funkcjonowania na rynku NewConnect. Spośród spółek debiutujących w 2009 oraz w 2011 r. ponad 50% podmiotów zostało wykluczonych w kolejnych latach, głównie z powodu naruszenia zasad bezpieczeństwa obrotu. Asyngier również odnotował dynamiczny rozwój rynku NewConnect w początkowych latach

funkcjonowania, przy braku jakości rynku determinowanym nieprzestrzeganiem przez spółki relacji inwestorskich oraz wahaniom notowań akcji³².

Po trzecie, 96% podmiotów, które w kolejnych latach zostały przeniesione na Główny Rynek GPW, zadebiutowało na rynku NewConnect, przeprowadzając emisję w formie oferty niepublicznej. Średni okres obrotu instrumentami finansowymi na NewConnect przed zmianą wynosił 3,3 roku. Ponadto ponad 80% spółek, które zmieniło parkiet notowań na Główny Rynek GPW pozostaje aktywna na rynku regulowanym. W opinii Autora artykułu pojawia się pytanie: czy okres notowań akcji pozostałych podmiotów (co stanowi 18,31% podmiotów, które zmieniły parkiet notowań) przed zmianą parkietu nie był zbyt krótki, co mogło stanowić przyczynę wykluczenia tych podmiotów w kolejnych latach z obrotu na Głównym Rynku GPW.

Przeprowadzone badanie dowodzi, że debiut spółek na rynku NewConnect stanowił możliwość ich zaistnienia w kolejnych latach na Głównym Rynku GPW, w szczególności poprzez emisję akcji w formie oferty niepublicznej. Wyniki potwierdzają hipotezę mówiącą o tym, że spółki debiutowały na NewConnect w formie tzw. oferty prywatnej, co jest związane z niższymi wymogami, dotyczącymi przeprowadzenia emisji, aby w kolejnych latach dokonać zmiany parkietu notowań na Główny Rynek GPW.

Bibliografia

Akty prawne

- Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 147/2007 Zarządu Giełdy z dnia 1 marca 2007 r., z późn. zm. część ogólna według stanu prawnego obowiązującego na dzień 13 stycznia 2021 r.
- Regulamin Giełdy w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r., z późn. zm. tekst ujednoczony według stanu prawnego obowiązującego na dzień 1 stycznia 2021 r.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 maja 2010 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie muszą spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku (Dz.U. z 2010 r., nr 84, poz. 547).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (na podstawie t.j. Dz.U. z 2020 r., poz. 2080; z 2021 r., poz. 355).

³² R. Asyngier, *Nieprawidłowości funkcjonowania rynku NewConnect – aspekty prawne i organizacyjne*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H: Oeconomia 2012/46 (4), s. 11–21.

Ustawa dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2019 r., poz. 2217; z 2020 r., poz. 288, 695).

Opracowania

- Asyngier R.**, *Nieprawidłowości funkcjonowania rynku NewConnect – aspekty prawne i organizacyjne*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H: Oeconomia 2012/46 (4), s. 11–21.
- Asyngier R.**, *Wpływ zmiany rynku notowań na cenę akcji polskich spółek giełdowych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia 2015/75, s. 20–28.
- Buszko M., Kołowska B.**, *Przechodzenie spółek z alternatywnego systemu obrotu Newconnect na rynek regulowany GPW – cele, uwarunkowania, efekty*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Ekonomiczne Problemy Usług 2013/102, s. 492–502.
- Cisse A., Fontaine P.C.**, *Economic Consequences of Market Section Switching: Evidence from NYSE-Euronext Paris*, International Conference of the French Finance Association (AFFI), May 2011, <http://ssrn.com/abstract=1834351>; stan na 15.04.2021 r.
- Dobosiewicz Z.**, *Giełda, zasady działania, inwestorzy, rynki giełdowe*, PWE, Warszawa 2013.
- Feder-Sempach E.**, *NewConnect i inne alternatywne rynki dla sektora MŚP w Europie*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu 2011/174, Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynek finansowy, s. 185–196.
- Kaszuba-Perz A., Perz P.**, *Rola alternatywnych systemów obrotu akcjami w procesie pozyskania kapitału w rozwijających się przedsiębiorstwach*, Humanities and Social Sciences 2013/ XVIII/20 (3), s. 73–85.
- Markiewicz M., Zygmantowski P.**, *Znaczenie rynku NewConnect jako miejsca przeprowadzenia oferty pierwotnej*, *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny* 2013/2, s. 167–186.
- McConnell J.J., Sanger G.C.**, *A trading strategy for new listings on the NYSE*, *Financial Analysts Journal* 1984/40 (1), s. 34–38.
- Merton R.C.**, *Presidential Address: A simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information*, *Journal of Finance* 1987/42, s. 483–510.
- Mosionek-Schweda M.**, *Droga na GPW S.A. poprzez alternatywny system obrotu*, w: G. Rosa (red.), *Młodzi polscy naukowcy wobec wyzwań współczesnego rynku*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2011, s. 218–220.
- Mosionek-Schweda M.**, *Koszty i korzyści transferu spółki z NewConnect na rynek regulowany GPW S.A.*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 2013/736, s. 148–149.
- Panfil M.**, *Analiza porównawcza Newconnect i innych europejskich rynków alternatywnego systemu obrotu akcjami*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 2013/768, s. 357.
- Pastusiak R.**, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym: operacje giełdowe rynku publicznego i niepublicznego*, CeDeWu, Warszawa 2007.
- Sapp T.R., Yan X.**, *The NASDAQ-AMEX Merger, NASDAQ Reforms, and the Liquidity of Small Firms*, *Journal of Financial Research* 2003/26, s. 225–242.

- Tse Y., Devos E.**, *Trading costs, investor recognition and market response: An analysis of firms that move from the AMEX(NASDAQ) to NASDAQ(AMEX)*, Journal of Banking & Finance 2004/28 (1), s. 63–83.
- Wawryszuk-Misztal A.**, *Wyniki operacyjne polskich przedsiębiorstw zmieniających rynek notowań akcji*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H: Oeconomia 2015/49 (4), s. 649–658.
- Wawryszuk-Misztal A.**, *Zmiany w strukturze akcjonariatu polskich spółek giełdowych zmieniających rynek notowań akcji*, Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica 2016/323 (4), s. 141–154.
- Weaver D.G.**, *Intraday Volatility on the NYSE and NASDAQ*, Advances in Quantitative Finance and Accounting 2006/3, s. 111–138.
- Winnicka-Popczyk A., Sradomska M.**, *Transfer wybranych firm rodzinnych z Alternatywnego Systemu Obrotu NewConnect na rynek regulowany jako szansa finansowania dalszego ich rozwoju*, Przedsiębiorczość i Zarządzanie 2017/18/6, cz. 1: Firmy rodzinne – rozwój teorii i praktyki zarządzania, s. 479–494.
- Zygmantowski P.**, *Wpływ zmiany rynku notowań na spółki publiczne w Polsce*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH 2015/144, s. 109–126.

Strony internetowe

<http://www.newconnect.pl>

<http://www.gpw.pl>

Sylwia FRYDRYCH

REASONS FOR DELISTING COMPANIES FROM THE NEWCONNECT MARKET**Abstract**

Background: The article discusses the reasons for delisting companies from NewConnect, an alternative trading system operated by the Warsaw Stock Exchange (WSE) outside the regulated market. We focus on the important role of a company's debut on the NewConnect market before it appears on the WSE Main Market.

Research purpose: The aim of the article is to analyze the reasons for delisting companies from the NewConnect market in 2008–2020, taking into account the type of the offer and the number of delisted companies in relation to the IPO carried out between 2007 and 2020. The number of days from the debut date to the date of delisting the company from NewConnect was checked, taking into account the reasons for the removal. The article also analyzes the company's status, which was the reason for the transfer to the WSE Main Market. The share of companies that were delisted from the regulated market of the WSE after changing stock exchange was also checked. Therefore, the thesis was adopted that companies debut on NewConnect to change the trading floor to the WSE Main Market in the future.

Methods: The most important research method used is a critical review of the literature and analysis of source data and legal acts regarding the functioning of the WSE Main Market and NewConnect. Observation and logical inference was also used.

Conclusions: The most common reasons for delisting companies from NewConnect between 2008 and 2020 include security of trading, transfer to the WSE Main Market, and liquidation bankruptcy. The share of delisted companies, whose debuts were recorded in the first five years of operation on the NewConnect market, dominates. The article shows that 97% of the companies that were transferred from NewConnect to the WSE Main Market introduced financial instruments to trading through a non-public offering. The change of trading floor took place, on average, after 3.3 years. Over 80% of the companies that changed their listing to the WSE Main List remain active on the regulated market.

Keywords: safety of trading, Alternative Trading System, delisting, abolition of dematerialisation of shares.