



**Paweł Perz**

Politechnika Rzeszowska  
Wydział Zarządzania  
Zakład Finansów, Bankowości i Rachunkowości  
pperz@prz.edu.pl

## **EMISJA AKCJI NA RYNKU NEWCONNECT JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA FIRM RODZINNYCH W POLSCE**

**Streszczenie:** Jedną z kluczowych barier rozwoju firm rodzinnych są trudności w pozyskaniu środków finansowych niezbędnych do realizacji planów inwestycyjnych. Badania tego typu firm na rynkach rozwiniętych pokazują dodatkowo, że w procesie podejmowania decyzji o wyborze źródeł finansowania kierują się one nieco innymi preferencjami niż pozostałe przedsiębiorstwa: mniej chętnie finansują swoją działalność poprzez pozyskanie kapitału udziałowego na rynkach finansowych, preferując finansowanie kapitałem dłużnym. Celem artykułu jest analiza procesu emisji akcji na rynku NewConnect jako sposobu pozyskania kapitału udziałowego przez firmy rodzinne. Dokonano tu również próby zidentyfikowania potencjalnych motywów oraz korzyści i kosztów związanych z emisją akcji. Celem artykułu jest ponadto analiza obecności firm rodzinnych wśród spółek debiutujących na rynku NewConnect w latach 2013-2015 oraz identyfikacja ewentualnych cech charakterystycznych dla emisji prowadzonych przez firmy rodzinne.

**Słowa kluczowe:** firmy rodzinne, źródła finansowania, NewConnect, emisja akcji.

**JEL Classification:** G32, L26.

### **Wprowadzenie**

Firmy rodzinne ze względu na istotne znaczenie w gospodarce oraz wiele specyficznych cech stają się coraz częściej przedmiotem zainteresowania badaczy [Craig i Salvato, 2012; Melin, Nordqvist i Sharma, 2013]. Według badań przeprowadzonych przez PARP udział przedsiębiorstw rodzinnych w Polsce w sektorze MMSB w 2009 r. wynosił 36%. Przy czym firmy rodzinne stanowiły 38% mikroprzedsiębiorstw, 28% firm małych i 14% firm średniej wielkości. Gdyby dodatkowo zaliczyć do firm rodzinnych podmioty funkcjonujące jako

działalność gospodarcza osoby fizycznej i niezatrudniające pracowników, ich udział sięgnąłby 78% wszystkich firm sektora MMSP [PARP, 2009].

W kontekście analizy decyzji związanych z wyborem źródeł finansowania i szerzej polityki kształtowania struktury kapitału firmy rodzinne stanowią interesujący temat badawczy ze względu na specyficzne cechy, które powodują, iż przy podejmowaniu decyzji finansowych kierują się one nieco innymi przesłankami niż pozostałe przedsiębiorstwa [Winnicka-Popczyk, 2012]. Koncentracja własności i zarządzania w rękach rodziny, perspektywa przekazania własności w przedsiębiorstwie kolejnemu pokoleniu, próba realizacji celów, które wykraczają poza obszar strictly ekonomiczny to cechy charakterystyczne firm rodzinnych. W artykule podjęto próbę dokonania analizy korzyści i kosztów związanych z przeprowadzeniem przez firmy rodzinne emisji akcji na rynku NewConnect. Na podstawie danych dotyczący pierwszych ofert sprzedaży akcji na rynku NewConnect z lat 2013-2015 zidentyfikowano udział firm rodzinnych w grupie przedsiębiorstw debiutujących w alternatywnym systemie obrotu. W badanym okresie na rynku debiutowały 83 spółki. W celu zaklasyfikowania firm do grupy przedsiębiorstw rodzinnych wykorzystano dane z dokumentów informacyjnych spółek. W artykule dokonano również próby wyodrębnienia cech specyficznych wyróżniających emisje akcji firm rodzinnych spośród emisji przeprowadzanych przez pozostałe przedsiębiorstwa.

## **1. Uwarunkowania decyzji dotyczących struktury finansowania w firmach rodzinnych**

Teoretyczne ramy związane z decyzjami dotyczącymi kształtowania struktury kapitału są szeroko dyskutowane w literaturze na temat zarządzania finansami. Sformułowana w latach 60. teoria preferencji źródeł finansowania [Donaldson, 1961] wskazuje, że większość firm w sytuacji, gdy potrzebuje środków, w pierwszej kolejności sięga po wewnętrzne źródła finansowania (wynikające z generowanych przez przedsiębiorstwo przepływów pieniężnych). W drugiej kolejności, jeśli kapitał własny wewnętrzny nie jest wystarczający do realizacji planów rozwojowych firmy, wybierają kapitał obcy (w przypadku polskich firm najczęściej jest to kredyt bankowy). Na trzecim miejscu w hierarchii źródeł finansowania znajduje się kapitał obcy pozyskiwany w formie udziałowej (poprzez emisję akcji lub udziałów skierowaną do zewnętrznych inwestorów). Niechęć do sięgania po kapitał pozyskiwany od zewnętrznych inwestorów bardzo często jest spowodowana obawą przed możliwością osłabienia wpływu na decyzje podejmowane w spółce albo w skrajnych przypadkach całkowitą utratą kontroli nad spółką. W przypadku firm rodzinnych poziom tego typu obaw jest z reguły wyższy, dlatego też chętniej sięgają po finansowanie wewnętrzne i dłużne.

Cechą małych przedsiębiorstw rodzinnych jest dostęp do elastycznego finansowania własnego, które może być efektem mobilizacji oszczędności rodzinnych w sytuacjach kryzysowych. W tego typu firmach zwiększenie środków ze źródeł wewnętrznych może też wynikać z redukcji kosztów związanych z płacami – członkowie rodziny w szczególnych sytuacjach mogą być skłonni do redukcji wynagrodzeń lub ich odroczenia [Alderson, 2009]. Firmy rodzinne najchętniej finansują swoją działalność poprzez kapitał własny wewnętrzny, a jeśli jest on niewystarczający, wybierają kapitał obcy (najczęściej kredyty bankowe), a dopiero w ostatniej kolejności decydują się na pozyskanie kapitału poprzez zewnętrzne finansowanie udziałowe [Graves i Thomas, 2008]. Badania prowadzone wśród firm rodzinnych w Europie dowiodły, że w porównaniu do pozostałych przedsiębiorstw wykazują większą skłonność do finansowania dłużnego, jednocześnie są postrzegane przez kredytodawców jako bardziej wiarygodne. Firmy rodzinne mniej chętnie pozyskują kapitał udziałowy na rynkach finansowych [Crocì, Doukas i Gonenc, 2011]. Po przeprowadzeniu emisji publicznej firmy rodzinne utrzymują wyższy niż w pozostałych firmach poziom zadłużenia oraz pozyskują mniejszą ilość kapitału w kolejnych emisjach [Jain i Shao, 2015].

Inne czynniki, które wpływają na wybór źródeł finansowania w firmach rodzinnych, są pochodną postaw ich właścicieli, w szczególności ich awersji do ryzyka mającego związek z zadłużeniem przedsiębiorstwa. Są również związane z rozwiązaniami instytucjonalno-prawnymi warunkującymi dostępność do zewnętrznego finansowania udziałowego [Romano, Tanewski i Smyrniós, 2001].

Proces podejmowania decyzji dotyczących pozyskania kapitału powinien się rozpocząć od skonfrontowania planów inwestycyjnych wynikających ze strategii przedsiębiorstwa z przyszłymi przepływami finansowymi. Jeśli przepływy pieniężne przedsiębiorstwa nie są w stanie zapewnić sfinansowania potrzeb inwestycyjnych, firma może być zmuszona sięgnąć po zewnętrzne źródła finansowania. Kryteria wyboru poszczególnych form finansowania poza wcześniej wymienionymi powinny uwzględniać następujące czynniki o charakterze finansowym:

- realność pozyskania kapitału w danej formie – w dużej mierze zależy to od sytuacji konkretnego przedsiębiorstwa: fazy rozwoju, wielkości, wyników finansowych, poziomu zadłużenia czy ogólnej sytuacji na rynkach finansowych;
- koszt kapitału – z oczywistych względów przedsiębiorstwo będzie preferowało źródła finansowania o niższym koszcie; najczęściej koszt kapitału obcego jest niższy niż własnego, jednak różnica w koszcie zależy od sytuacji przedsiębiorstwa (sposobu opodatkowania firmy, stopy podatkowej płaconej przez przedsiębiorstwo i konkretnych warunków pozyskania finansowania otrzymanych od instytucji finansowych);

- ryzyko związane ze strukturą finansowania – zwiększanie ilości wykorzystywanego w firmie kapitału obcego w naturalny sposób powoduje wzrost ryzyka finansowego; właściciele firmy powinny być tego świadomi i nie powinni dopuszczać do przekroczenia poziomu ryzyka uznawanego za graniczny;
- dźwignię finansową – w wielu przypadkach wykorzystanie kapitałów obcych może przynieść dodatkowe korzyści związane ze zwiększeniem poziomu ROE, ale podejmując decyzje dotyczące ewentualnego zwiększenia zadłużenia, trzeba uwzględnić ryzyko finansowe związane z wyższym poziomem długu w firmie.

Zgodnie z wcześniejszymi rozważaniami przedsiębiorstwo w pierwszej kolejności będzie zapewne rozważać pozyskanie kapitału obcego. Kiedy potrzeby inwestycyjne nie mogą zostać w pełni sfinansowane poprzez kapitały własne wewnętrzne i kapitał obcy, a właściciele nie są w stanie wygospodarować dodatkowego kapitału na dofinansowanie przedsiębiorstwa, jedynym sposobem realizacji planowanych przedsięwzięć staje się emisja nowych akcji lub udziałów skierowana do inwestorów zewnętrznych [Kaszuba-Perz i Perz, 2013]. Inwestorem zewnętrznym może być: inne przedsiębiorstwo działające w podobnym obszarze (inwestor branżowy), wyspecjalizowany podmiot zajmujący się działalnością inwestycyjną (fundusze PE/VC) lub inwestorzy indywidualni oraz instytucjonalni. Szczegółową charakterystykę cech emisji skierowanych do poszczególnych grup inwestorów zawarto w tabeli 1.

**Tabela 1.** Charakterystyka wybranych sposobów pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa

Wyszczególnienie	Dotychczasowi właściciele	Inwestor branżowy	Inwestor finansowy (fundusze PE/VC; <i>bussines angels</i> )	Emisja akcji typu <i>private placement</i> (NewConnect)	Publiczna emisja akcji (NewConnect lub GPW)
1	2	3	4	5	6
Ilość kapitału, który można pozyskać	Ograniczona możliwościami finansowymi właścicieli	Zależna od sytuacji finansowej i perspektyw spółki	Zależna od sytuacji finansowej i perspektyw spółki oraz sytuacji na rynku kapitałowym	Zależna od sytuacji finansowej i perspektyw spółki oraz sytuacji na rynku kapitałowym	Zależna od sytuacji finansowej i perspektyw spółki oraz sytuacji na rynku kapitałowym
Łatwość pozyskania kapitału	Bardzo duża przy założeniu posiadania niezbędnego kapitału przez właścicieli	Zazwyczaj bardzo trudno znaleźć zainteresowane podmioty	Procedura selekcji podmiotów, w które inwestują fundusze, jest bardzo rygorystyczna	Spora, jeśli firma potrafi przedstawić przekonujący plan dalszego rozwoju	Wymaga zgody KNF, procedura pozyskania kapitału jest skomplikowana
Kontrola nad spółką	Utrzymana	Zazwyczaj inwestor branżowy żąda uzyskania kontroli nad spółką	Inwestorzy finansowi zazwyczaj chcą mieć istotny wpływ na działalność spółki	Zazwyczaj dotychczasowi właściciele utrzymują kontrolę nad spółką	Zazwyczaj dotychczasowi właściciele utrzymują kontrolę nad spółką

cd. tabeli 1

1	2	3	4	5	6
Koszty	Bardzo małe	Bardzo małe	Bardzo małe	Małe	Duże
Dodatkowe korzyści	Brak	Pozyskanie know-how, dostęp do sieci dystrybucji, wspólne projekty	Wsparcie w procesie zarządzania firmą, aktywne uczestnictwo w opracowaniu strategii rozwoju, pomoc w pozyskaniu dalszego finansowania	Możliwość w miarę łatwego dokapitalizowania spółki w przyszłości, wzrost wiarygodności spółki, efekt marketingowy i promocyjny	Możliwość w miarę łatwego dokapitalizowania spółki w przyszłości, wzrost wiarygodności spółki, efekt marketingowy i promocyjny
Pozostałe koszty	Brak	Brak	Brak	Konieczność wypełniania określonych obowiązków informacyjnych	Konieczność wypełniania bardzo rygorystycznych obowiązków informacyjnych

Źródło: Kaszuba-Perz i Perz [2013].

Wybór rodzaju inwestora, do którego jest kierowana oferta sprzedaży akcji, jest także uwarunkowany czynnikami pozafinansowymi. Czynniki te odnoszą się do kwestii realności pozyskania danego typu inwestora, zachowania kontroli nad przedsiębiorstwem i dodatkowych korzyści związanych z wejściem do firmy nowych udziałowców. W przypadku skierowania oferty do inwestora branżowego spółka zazwyczaj liczy na nawiązanie ścisłej współpracy z nowym akcjonariuszem (dostęp do nowych rynków, transfer technologii, wspólna sieć sprzedaży, wspólne projekty badawczo-rozwojowe itp.). Fundusze PE/VC wspierają przedsiębiorstwo w opracowaniu i wdrażaniu strategii rozwoju, pomagają w procesie pozyskiwania kapitału w przyszłości, a także w pozyskiwaniu nowych odbiorców produktów i usług (zazwyczaj dzięki rozległym kontaktom w branży). Istotne jest również wspieranie przez te fundusze rozwoju współpracy z innymi podmiotami (m.in. w ramach portfela firm posiadanego przez fundusz), a także w szybkim wprowadzaniu nowych produktów i usług na rynek [Hellmann i Puri, 2000].

## 2. Proces pozyskiwania kapitału na rynku NewConnect

Rynek NewConnect został uruchomiony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie 30 sierpnia 2007 r. Drogę do utworzenia tego rynku otworzyło uchwalenie ustawy z dnia 25 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, która umożliwiła powstanie alternatywnego systemu obrotu (zorganizowanego przez podmiot prowadzący rynek regulowany). Na koniec 2015 r. na rynku było notowanych 418 spółek (w tym 10 zagranicznych) o łącznej kapitalizacji 8,4 miliarda PLN.

Rynek NewConnect został stworzony po to, aby umożliwić pozyskiwanie kapitału przedsiębiorstwom małym i średnim niemogącym spełnić kryteriów stawianych firmom przez główny parkiet GPW w Warszawie. Podstawowe kryteria, które spółka powinna spełnić, aby jej akcje mogły być notowane na rynku NewConnect, są następujące [Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu, 2016]:

- kapitał własny spółki powinien wynosić minimum 500 000 PLN,
- emitent przedstawi sprawdzone przez biegłego rewidenta sprawozdanie finansowe za ostatni rok obrotowy,
- co najmniej 15% akcji objętych wnioskiem o wprowadzenie znajduje się w posiadaniu nie mniej niż 10 akcjonariuszy, z których każdy posiada nie więcej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu i nie jest podmiotem powiązany z emitentem.

Jednym z poważnych atutów tego rynku jest możliwość skorzystania ze stosunkowo łatwej i taniej procedury wprowadzania akcji do obrotu. Tak uproszczona procedura dopuszczeniowa pojawia się w przypadku skierowania oferty do nie więcej niż 150 inwestorów (oferta prywatna – *private placement*). Zdecydowana większość spółek korzysta właśnie z takiego sposobu pozyskiwania kapitału. Zamiast oferty prywatnej firma może również przed wprowadzeniem swoich akcji na rynek NewConnect sprzedać je w trybie oferty publicznej. Jest to jednak znacznie kosztowniejszy i dłużej trwający proces niż emisja prywatna. W takim przypadku konieczne jest również uzyskanie zgody Komisji Nadzoru Finansowego na wprowadzenie akcji do obrotu publicznego. Szczegółowe kroki, jakie powinny zostać poczynione przez spółki, aby ich akcje mogły być notowane na rynku NewConnect, zostały opisane w tabeli 2.

**Tabela 2.** Procedura wejścia na rynek NewConnect w ofercie prywatnej i publicznej

Oferta prywatna	Oferta publiczna
Zawarcie umowy z autoryzowanym doradcą	Ewentualne przekształcenie firmy w spółkę akcyjną (jeśli funkcjonuje w innej formie)
Ewentualne przekształcenie firmy w spółkę akcyjną (jeśli funkcjonuje w innej formie)	Uchwała Walnego Zgromadzenia o wprowadzeniu akcji do obrotu na rynku NC w drodze oferty publicznej
Uchwała Walnego Zgromadzenia o wprowadzeniu akcji do obrotu na rynku NC w drodze oferty prywatnej	Podpisanie umowy z domem maklerskim, wybór doradców pomagających w przeprowadzeniu oferty
Sporządzenie dokumentu informacyjnego (we współpracy z autoryzowanym doradcą)	Sporządzenie prospektu emisyjnego
Zatwierdzenie dokumentu informacyjnego przez autoryzowanego doradcę	Złożenie wniosku do KDPW o dematerializację akcji, rejestracja akcji w KDPW
Złożenie wniosku do KDPW o dematerializację akcji, rejestracja akcji w KDPW	Zawarcie umowy z animatorem rynku lub market makerem
Zawarcie umowy z animatorem rynku lub market makerem	Zatwierdzenie prospektu emisyjnego przez Komisję Nadzoru Finansowego
Złożenie wniosku do GPW o wprowadzenie akcji do obrotu na rynku NC	Złożenie wniosku do GPW o wprowadzenie akcji do obrotu na GPW w Warszawie

Źródło: Opracowanie własne na podstawie materiałów z GPW w Warszawie i rynku NewConnect.

W przypadku emisji prywatnej spółka musi sporządzić dokument informacyjny oraz podjąć współpracę z autoryzowanym doradcą rynku NewConnect, który będzie wspomagał podmiot w procesie wejścia na rynek. Sprzedaż akcji w emisji publicznej i wejście na rynek GPW w Warszawie wymaga sporządzenia prospektu emisyjnego, który musi zostać zatwierdzony przez Komisję Nadzoru Finansowego. Procedura wejścia jest zdecydowanie dłuższa, bardziej skomplikowana i związana z poniesieniem większych nakładów finansowych. Istnieje również możliwość przeprowadzenia publicznej emisji akcji i wprowadzenia akcji na rynek NewConnect zamiast na GPW w Warszawie. Informacje na temat najważniejszych cech związanych z różnymi rodzajami emisji akcji zawarto w tabeli 3.

**Tabela 3.** Porównanie cech emisji prywatnej i publicznej na GPW oraz rynku NewConnect

Rodzaj emisji	Najważniejsze cechy
Emisja prywatna na rynku NewConnect	Emisja musi być skierowana do mniej niż 150 inwestorów, brak konieczności sporządzenia prospektu emisyjnego, uproszczona procedura wejścia, ograniczone wymogi informacyjne, niskie koszty związane z emisją, brak konieczności spełnienia wymogów dotyczących wartości emisji i kapitalizacji spółki
Emisja publiczna na rynku NewConnect	Emisja może być skierowana do nieograniczonej liczby inwestorów, konieczność sporządzenia prospektu emisyjnego, prospekt musi zostać zatwierdzony przez KNF, koszty związane z emisją są wyższe niż w przypadku emisji prywatnej i z reguły niższe niż w przypadku emisji na GPW, brak konieczności spełnienia wymogów dotyczących wartości emisji i kapitalizacji spółki
Emisja publiczna na GPW w Warszawie	Emisja może być skierowana do nieograniczonej liczby inwestorów, konieczność sporządzenia prospektu emisyjnego, prospekt musi zostać zatwierdzony przez KNF, konieczność wypełniania obowiązków informacyjnych, kapitalizacja spółki musi przekroczyć 60 milionów PLN

Źródło: Opracowanie własne na podstawie materiałów z GPW w Warszawie i rynku NewConnect.

Praktyka pokazuje, że firmy, które wprowadzają swoje akcje na rynek NewConnect, wybierają prawie zawsze emisję prywatną. Wynika to ze zdecydowanie niższych kosztów tego typu emisji, uproszczonej procedury i braku konieczności przygotowania prospektu emisyjnego. W badanej próbie przedsiębiorstw w latach 2013-2015 wszystkie firmy wprowadzały swoje akcje w ramach oferty prywatnej.

### 3. Aktywność firm rodzinnych w procesie pozyskiwania kapitału na rynku NewConnect w latach 2013-2015

W celu identyfikacji obecności firm rodzinnych wśród spółek debiutujących na rynku NewConnect wykorzystano dane na temat pierwszych ofert sprzedaży akcji na tym rynku w latach 2013-2015. W tym przedziale czasowym na rynku NewConnect zadebiutowały akcje 83 przedsiębiorstw. Identyfikując firmy rodzinne, posłużono się danymi z dokumentów informacyjnych. W literaturze występuje wiele różnorodnych definicji firm rodzinnych – obszernie omówienie tego zagadnienia można znaleźć w pracy Surdej i Wach [2010]. W artykule posłużono się najczęściej spotykanym kryterium własnościowym. Przyjęto, że firma rodzinna to taka, w której członkowie jednej rodziny posiadają ponad 25% udziałów w przedsiębiorstwie. Podobne podejście można znaleźć w innych pracach dotyczących rynku polskiego [Kowalewski, Talavera i Stetsyuk, 2010], dla rynków zagranicznych są czasem przyjmowane inne wielkości, np. 20% [La Porta, Lopez-de-Silanes i Shleifer, 1999] lub 33% [Barth, Gulbrandsen i Schone, 2005]. Warto nadmienić, iż wśród badanych firm, które zostały uznane za rodzinne według kryterium własności, w zdecydowanej większości członkowie rodziny byli również obecni w zarządzie firmy. Wśród 35 firm zidentyfikowanych jako rodzinne według kryterium własności debiutujących na rynku NewConnect jedynie w dwóch przypadkach przedstawiciele rodziny nie byli obecni w zarządzie firmy (w jednej z tych firm zasiadali w radzie nadzorczej). Dane dotyczące spółek debiutujących na rynku NewConnect zostały zaprezentowane w tabeli 4.

**Tabela 4.** Spółki debiutujące na rynku NewConnect w latach 2013-2015

Wyszczególnienie	2013	2014	2015	2013-2015
Liczba debiutów ogółem	42	22	19	83
W tym firmy rodzinne	22	6	7	35
Udział firm rodzinnych w debiutach ogółem	52%	27%	37%	42%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z rynku NewConnect.

W analizowanym przedziale czasowym na rynku NewConnect zadebiutowały 83 spółki. Udział firm rodzinnych wśród spółek debiutujących w poszczególnych latach wahał się od 27% w 2014 r. do 52% w 2013 r. W latach 2013-2015 średni udział firm rodzinnych wyniósł 42%. Spółki debiutujące na rynku NewConnect należały do segmentu małych i średnich firm, w których udział firm rodzinnych został oszacowany przez PARP odpowiednio na 28% i 14%. Czterdziestodwuprocentowy udział firm rodzinnych w debiutach ogółem świadczy o nadreprezentacji tego rodzaju firm wśród spółek sprzedających akcje na rynku NewConnect. Jest to dosyć zaskakujące, biorąc po uwagę udokumento-



waną w badaniach na rynkach krajów rozwiniętych niechęć firm rodzinnych do finansowania udziałowego [Croci, Doukas i Gonenc, 2011]. Zważywszy, że aktywność firm rodzinnych na rynku finansowym jest także pochodną rozwiązań instytucjonalno-prawnych i dostępności do finansowania udziałowego [Romano, Tanewski i Smyrnios, 2001], można zaryzykować stwierdzenie, że duża aktywność firm rodzinnych wśród spółek debiutujących jest spowodowana bardzo korzystnymi rozwiązaniami mającymi związek z pozyskaniem kapitału, jakie oferuje rynek NewConnect. Powyższą tezę potwierdzają dane obrazujące pozycję alternatywnego systemu obrotu akcjami w Polsce na tle podobnych rynków w Europie. Wśród 16 alternatywnych systemów obrotu akcjami w Europie rynek NewConnect pod względem liczby notowanych spółek na koniec 2014 r. zajmował drugą pozycję (431 spółek), wyprzedzając rynki funkcjonujące w takich krajach, jak np. Niemcy, Włochy, Hiszpania, Irlandia czy Norwegia [Raport o rynku NewConnect, 2015].

W tabeli 5 zaprezentowano dane dotyczące wartości kapitału pozyskanego przez emitentów w ramach pierwszych ofert publicznych na rynku NewConnect w latach 2013-2015.

**Tabela 5.** Wartość pozyskanego kapitału ogółem i średnia wielkość oferty sprzedaży akcji na rynku NewConnect w Polsce w latach 2013-2015

Wyszczególnienie	2013	2014	2015	2013-2015
Ogółem wartość przeprowadzonych emisji (w mln PLN)	103,3	47,0	75,8	226,1
Średnia wartość przeprowadzonej emisji (w mln PLN)	2,5	2,1	4,0	2,7
Wartość przeprowadzonych emisji – firmy rodzinne (w mln PLN)	38,1	10,8	12,0	60,8
Średnia wartość przeprowadzonej emisji – firmy rodzinne (w mln PLN)	1,8	2,1	2,3	2,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z rynku NewConnect.

W analizowanym okresie wszystkie ujęte w tabeli 5 spółki przeprowadziły emisje o wartości 226,1 miliona PLN, w tym firmy rodzinne wyemitowały akcje o wartości 60,8 milionów PLN. Średnia wartość przeprowadzonej oferty dla wszystkich spółek wyniosła 2,7 miliona PLN, dla firm rodzinnych była ona nieco niższa i wyniosła 2 miliony PLN.

Dla właścicieli emisja akcji na rynku może stanowić okazję do sprzedaży części posiadanych udziałów. W tabeli 6 zaprezentowano dane dotyczące wartości akcji sprzedawanych przez dotychczasowych właścicieli w ramach debiutu giełdowego (po wyłączeniu akcji nowej emisji).

**Tabela 6.** Wartość i udział procentowy akcji sprzedawanych przez dotychczasowych właścicieli przy okazji debiutu na rynku NewConnect w Polsce w latach 2013-2015

Wyszczególnienie	2013	2014	2015	2013-2015
Wartość sprzedawanych akcji przez dotychczasowych właścicieli – firmy rodzinne (w mln PLN)	2,3	1,6	3,9	7,8
Udział akcji sprzedawanych przez dotychczasowych właścicieli firm rodzinnych w wartości emisji ogółem	6,0%	14,7%	32,7%	12,8%
Wartość sprzedawanych akcji przez dotychczasowych właścicieli – pozostałe firmy (w mln PLN)	7,8	19,9	15,7	43,3
Udział akcji sprzedawanych przez dotychczasowych właścicieli w wartości emisji ogółem (pozostałe firmy)	8,2%	73,0%	26,1%	23,7%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z rynku NewConnect.

Analizując dane zamieszczone w tabeli 6, można zaobserwować istotne różnice pomiędzy zachowaniem właścicieli firm rodzinnych i pozostałych przedsiębiorstw. W badanym okresie właściciele firm rodzinnych zdecydowanie rzadziej decydowali się na sprzedaż dotychczasowych akcji (sprzedaż dotychczasowych akcji stanowiła średnio 12,8% wartości ofert); w przypadku właścicieli pozostałych firm sprzedaż dotychczasowych akcji stanowiła 23,7% wartości ofert.

## Podsumowanie

Emisja akcji na rynkach finansowych, w tym w alternatywnym systemie obrotu, może być ważnym źródłem finansowania rozwoju firmy. Wybór takiej formy finansowania może być następstwem braku możliwości dalszego finansowania kapitałem obcym lub efektem decyzji właścicieli wynikającym z obaw przed dalszym zadłużaniem firmy. Ważnym czynnikiem wyboru emisji na rynku NewConnect są korzystne uwarunkowania prawno-instytucjonalne. Proces pozyskania kapitału jest szybki, a koszty finansowe związane z przeprowadzeniem emisji niewielkie. Prawdopodobnie tego typu uwarunkowania sprawiają, że aktywność firm rodzinnych wśród przedsiębiorstw debiutujących na rynku NewConnect jest duża. W latach 2013-2015 firmy rodzinne stanowiły 42% wszystkich przedsiębiorstw debiutujących w alternatywnym systemie obrotu. Biorąc pod uwagę badania dotyczące ilości firm rodzinnych w Polsce (28% udziału w firmach małych i 14% w przedsiębiorstwach średnich), można zauważyć, iż firmy rodzinne debiutowały na rynku znacznie częściej niż wynikałoby to z tych proporcji. Przeciętna emisja przeprowadzona przez firmę rodzinną była mniejsza niż w przypadku pozostałych przedsiębiorstw i wyniosła 2 miliony PLN. Zatem

właściciele firm rodzinnych zdecydowanie rzadziej niż właściciele innych przedsiębiorstw zdecydowali się na sprzedaż swoich dotychczasowych akcji przy okazji debiutu na rynku NewConnect.

## Literatura

- Alderson K.J. (2009), *Exploring the Complexities of Family Business Decision Making: How the Second Generation Makes Decisions*, Capella University, Capella.
- Barth E., Gulbrandsen T., Schone P. (2005), *Family Ownership and Productivity: The Role of Owner-management*, "Journal of Corporate Finance", 11(1-2), s. 107-127.
- Craig J.B., Salvato C. (2012), *The Distinctiveness, Design and Direction of Family Business Research: Insights from Management Luminaries*, "Family Business Review", 25, s. 109-116.
- Croci E., Doukas J., Gonenc H. (2011), *Family Control and Financing Decision*, "European Financial Management", 17(5), s. 860-897.
- Donaldson G. (1961), *Corporate Debt Capacity*, Harvard University Press, Boston.
- Graves C., Thomas J. (2008), *Determinants of the Internationalization Pathways of Family Firms: An Examination of Family Influence*, "Family Business Review", 21(2), s. 151-167.
- Hellman T., Puri M. (2000), *The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital*, "Rev. Financ. Stud.", 13(4), s. 959-984, doi: 10.1093/rfs/13.4.959.
- Jain B., Shao Y. (2015), *Family Firm Governance and Financial Policy Choices in Newly Public Firms*, "Corporate Governance: An International Review", 23(5), s. 452-468.
- Kaszuba-Perz A., Perz P. (2013), *Rola alternatywnych systemów obrotu akcjami w procesie pozyskania kapitału w rozwijających się przedsiębiorstwach*, „Humanities and Social Sciences”, 20(3), s. 73-86.
- Kowalewski O., Talavera O., Stetsyuk I. (2010), *Influence of Family Involvement in Management and Ownership on Firm Performance: Evidence from Poland*, "Family Business Review", 23, s. 45-59.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (1999), *Corporate Ownership around the World*, "Journal of Finance", 54, s. 471-517.
- Melin L., Nordqvist M., Sharma P. (2013), *The SAGE Handbook of Family Business*, SAGE Publications Ltd. Kindle Edition.
- Raport o rynku NewConnect. 2015 rok. Podsumowanie funkcjonowania pierwszej alternatywnej platformy obrotu w Polsce, [https://www.gpw.pl/pub/files/PDF/2015-05-25\\_NEWCONNECTraport2015.PDF](https://www.gpw.pl/pub/files/PDF/2015-05-25_NEWCONNECTraport2015.PDF) (dostęp: 21.09.2016).
- Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu, tekst ujednolicony według stanu prawnego na 1.10.2016, <https://newconnect.pl/regulacje> (dostęp: 1.10.2016).

Surdej A., Wach K. (2010), *Przedsiębiorstwa rodzinne wobec wyzwań sukcesji*, Difin, Warszawa.

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Dz.U. 2005 Nr 183 poz. 1538.

Winnicka-Popczyk A. (2008), *Specyficzne problemy zarządzania finansami w przedsiębiorstwach rodzinnych – wnioski ze studiów literaturowych oraz dotychczasowych badań*, „Przegląd Organizacji”, nr 3, s. 39-43.

#### **ISSUE OF SHARES ON ALTERNATIVE TRADING SYSTEM (NEWCONNECT MARKET) AS A SOURCE OF FINANCING FAMILY FIRMS IN POLAND**

**Summary:** One of the key barriers of the development of family firms is the difficulty in obtaining the financial resources needed to implement investment plans. Studies on family firms in the developed markets show that in the process of decision making about capital structure they follow slightly different preferences than other companies: family firms are less willing to finance its operations by acquiring equity capital on the financial markets, they are more willing to finance their operation using debt. The aim of the article is to analyze the process of issuing shares on the NewConnect market as a mean of raising equity capital for family firms. The article attempts to identify potential motives and the benefits and costs associated with carrying out an offer to sell shares. The aims of the paper is also to analyze the presence of family businesses among the companies making their debut on the NewConnect market in the years 2013-2015.

**Keywords:** family firms, alternative trading system, NewConnect market, financial sources.