

ANNA WAWRYSZUK-MISZTAŁ

anna.w-misztal@wp.pl

*Wyniki operacyjne polskich przedsiębiorstw zmieniających rynek  
notowań akcji*

---

The Operating Performance of Polish Companies Changing Their Stock Market

**Słowa kluczowe:** wyniki operacyjne, zmiana rynku notowań, NewConnect, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

**Keywords:** operating performance, change of stock listings, NewConnect, Warsaw Stock Exchange

**Kod JEL:** G19, G32, G39

## Wstęp

Istniejący w Polsce od sierpnia 2007 r. alternatywny system obrotu akcjami – rynek NewConnect, jest dedykowany przedsiębiorstwom małym i średnim, znajdującym się w różnych fazach rozwoju, dynamicznie się rozwijającym i potrzebującym do kilkudziesięciu milionów złotych kapitału [*Przewodnik po rynku NewConnect*, 2015]. Jego twórcą i organizatorem obrotu jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Zgodnie z przepisami polskiego prawa NewConnect jest rynkiem nieregulowanym, gdzie w przeciwieństwie do rynku regulowanego nie obowiązują liczne polskie i unijne regulacje. Jednocześnie jest to rynek zorganizowany, gdzie obrót odbywa się w oparciu o Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu [2015].

W Europie funkcjonuje kilkanaście alternatywnych systemów obrotu, zaś największym i najstarszym jest utworzony w 1995 r. przez giełdę londyńską *Alternative Investment Market* (AIM)<sup>1</sup>. Rynek ten miał być przeciwwagą dla funkcjonującego w Stanach Zjednoczonych rynku pozagiełdowego NASDAQ.

Rynki alternatywne są przeznaczone dla podmiotów, które nie spełniają restrykcyjnych wymogów formalnych obowiązujących na rynkach regulowanych, dlatego często stają się etapem pośrednim w rozwoju przedsiębiorstwa, prowadzącym do jego debiutu na rynku regulowanym. Deklaracje o planowanej w przyszłości zmianie miejsca notowań papierów wartościowych często są składane przez ich emitentów już w momencie debiutu na rynku alternatywnym. Przeniesienie papierów wartościowych na rynek charakteryzujący się bardziej restrykcyjnymi regułami funkcjonowania wymaga spełnienia określonych warunków dopuszczeniowych, poniesienia kosztów zmiany rynku, a w dalszej kolejności stosowania się do bardziej restrykcyjnych i sformalizowanych reguł funkcjonowania<sup>2</sup>.

W tym kontekście pojawia się pytanie o rodzaj korzyści oczekiwanych przez podmioty zmieniające miejsce notowań swoich akcji. Cisse i Fontaine [2011] analizowali motywy, jakimi kierują się menedżerowie podejmujący decyzje o przejściu na NYSE-Euronext. Jako przyczyny tej decyzji wskazywano: większą rozpoznawalność spółki, wzrost wiarygodności w kontaktach z klientami, dostawcami, partnerami handlowymi, wzrost płynności akcji, większe możliwości pozyskania kapitału w celu wsparcia wzrostu wewnętrznego lub zewnętrznego spółki, umożliwienie obecnym i przyszłym akcjonariuszom czerpanie korzyści z gwarancji i zabezpieczeń, jakie oferuje rynek regulowany [Cisse, Fontaine, 2011, s. 6–7].

Wśród motywów, jakie podają podmioty migrujące z rynku NewConnect na rynek regulowany GPW, można wskazać: wzrost wartości rynkowej spółki, zwiększenie płynności akcji, większe zainteresowanie spółką wśród inwestorów instytucjonalnych, większe możliwości pozyskania kapitału w porównaniu z rynkiem alternatywnym, wzrost prestiżu, rozpoznawalności i wiarygodności spółki, co w następstwie – zdaniem zarządzających – powinno przełożyć się na wzrost liczby klientów, przychodów i zysków<sup>3</sup>.

Podjęciu decyzji o zmianie rynku notowań towarzyszą zatem oczekiwania co do różnorodnych korzyści. Ich wymiernym efektem jest niewątpliwie poprawa wyników finansowych. Celem niniejszego artykułu jest ocena wyników finansowych osiąganych przez spółki przechodzące z rynku NewConnect na rynek regulowany GPW w Warszawie. Analiza zostanie przeprowadzona w oparciu o wybrane wskaźniki finansowe obliczone dla próby badawczej obejmującej spółki przechodzące na rynek regulowany.

<sup>1</sup> Więcej o funkcjonowaniu europejskich alternatywnych systemów obrotu pisze Asyngier [2014].

<sup>2</sup> Warunki, jakie muszą spełniać spółki przenoszące swoje akcje z NC na rynek główny GPW tylko nieznacznie różnią się od warunków obowiązujących spółki dotychczas nienotowane na żadnym rynku. Szczegółowo kwestie te reguluje: [Rozporządzenie Ministra Finansów..., 2010; Regulamin Giełdy, § 3].

<sup>3</sup> Są to motywy, które zidentyfikowała autorka artykułu, analizując wywiady prasowe z menadżerami oraz komunikaty prasowe niektórych spółek zmieniających rynek notowań akcji.

## 1. Efekty zmiany rynku notowań jako przedmiot badań empirycznych

Zmiana rynku notowań akcji jest przedmiotem różnych badań empirycznych, w których analizuje się konsekwencje tej decyzji w kontekście: a) wartości rynkowej i płynności akcji, b) rozpoznawalności spółki, c) wyników operacyjnych spółek.

Problematyka niniejszego artykułu bezpośrednio wpisuje się w rozważania poświęcone wynikom finansowym osiąganym przez spółki zmieniające rynek notowań swoich akcji, a pośrednio nawiązuje także do badań dotyczących wyników finansowych osiąganym przez spółki przeprowadzające pierwsze oferty publiczne (IPO) na rynkach regulowanych.

Badania nad wpływem zmiany rynku notowań na cenę akcji i ich płynność w znacznej części dotyczą rynku amerykańskiego<sup>4</sup>. Najczęściej autorzy badań stwierdzają, iż cena akcji po ogłoszeniu decyzji o zmianie rynku notowań rośnie, zaś po dokonaniu tej operacji – spada. Zmiana rynku notowań pozwala także zwiększyć płynność akcji i zmniejszyć zmienność notowań, a inwestorom umożliwia realizację transakcji po niższym koszcie.

W odniesieniu do rynków europejskich liczba badań poświęconych problematyce płynności i wycenie akcji w wyniku zmiany rynku notowań jest stosunkowo niewielka. Warto tutaj przywołać badania Cisse'a i Fontaine'a [2011] dotyczące rynku francuskiego. Otrzymane przez nich wyniki potwierdzają w znacznej części dotychczasowe wnioski. Przykładem badań nad wpływem zmiany rynku notowań akcji na polskim rynku kapitałowym na ich rynkową wycenę są badania Asyngiera [2015]. Autor w próbie badawczej uwzględnił 31 spółek, które do 31 sierpnia 2014 r. zmieniły rynek notowań swoich akcji. Przeprowadzona analiza skumulowanych anormalnych stóp zwrotu w okresie przed i po zmianie rynku notowań wskazuje na występowanie anormalnych dodatnich stóp zwrotu z akcji przed zmianą rynku, a następnie ujemnych po przeniesieniu akcji na rynek regulowany [Asyngier, 2015, s. 28].

Wpływ zmiany rynku notowań na rozpoznawalność spółki to przedmiot badań prowadzonych w Stanach Zjednoczonych przez Bakera, Powella i Weavera [1998, 1999a, 1999b, 1999c] czy Papaioannou, Travlosa i Viswanathana [2009]. Badacze poszukiwali odpowiedzi na pytanie, czy zmiana rynku notowań akcji zwiększa rozpoznawalność spółek mierzoną m.in. takimi wskaźnikami, jak: liczba inwestorów instytucjonalnych, liczba akcji posiadanych przez inwestorów instytucjonalnych. Wyniki badań generalnie wskazują na wzrost rozpoznawalności spółki, aczkolwiek efekty te są zróżnicowane ze względu na rodzaj rynku i wielkość spółki. Ponadto badania Papaioannou, Travlosa i Viswanathana [2009] wykazały pozytywną korelację pomiędzy wzrostem rozpoznawalności i poprawą wyników operacyjnych.

Badania, których przedmiotem analizy były wyniki operacyjne osiągnięte przez spółki zmieniające rynki notowań były prowadzone w kontekście osiągniętej przez inwestorów stopy zwrotu z inwestycji w akcje. Zanim zaczęto prowadzić tego rodzaju

<sup>4</sup> Obszerną analizę wyników badań dotyczących tej kwestii przeprowadził Asyngier [2015].

analizy, wiadomo było, iż ogłoszenie decyzji o zamiarze zmiany rynku notowań pozytywnie wpływa na cenę akcji, natomiast już sama zmiana rynku prowadzi do obniżenia wyceny rynkowej i w efekcie przynosi inwestorom ujemne stopy zwrotu. Dharan i Ikenberry [1995] w swoich badaniach nie tylko analizowali stopy zwrotu z akcji, ale też poszukiwali odpowiedzi na pytanie o przyczyny zaobserwowanej prawidłowości. Okazało się, że decyzja o zmianie rynku jest dokonywana w momencie, gdy podmioty te osiągają bardzo dobre wyniki finansowe. Z uwagi na fakt, iż w długim okresie nie jest możliwe ich utrzymanie, to po zmianie rynku notowań obserwuje się pogorszenie wyników finansowych, co w efekcie skutkuje ujemną stopą zwrotu osiąganą przez inwestorów. Podobne badania prowadzili Papaioannou, Travlos i Viswanathan [2003], którzy analizowali podmioty przechodzące z rynku NASDAQ na AMEX lub NYSE oraz z AMEX na NYSE w latach 1978–1996. Autorzy zastanawiali się, czy pogorszenie stopy zwrotu po zmianie rynku notowań papierów wartościowych jest efektem pogorszenia wyników operacyjnych osiągniętych przez badane spółki. Otrzymane wyniki potwierdziły przypuszczenia badaczy. Zjawisko to jest szczególnie wyraźne w przypadku małych spółek migrujących z rynku NASDAQ na AMEX.

Badania nad wynikami finansowymi osiąganymi przez spółki migrujące z rynków alternatywnych na rynki regulowane wpisują się także w kontekst rozważań o efektach osiągniętych przez spółki debiutujące na rynku regulowanym (tj. przeprowadzające IPO). Zagadnieniu temu poświęcono wiele publikacji naukowych [Jain, Kini, 1994; Mikkelson, Partch, Shah, 1997; Pastor, Taylor, Veronesi, 2009]. Niezależnie od przyjętej metody badawczej, próby badawczej i zakresu czasowego badań wnioski z nich płynące są podobne, tj. w okresie poprzedzającym IPO obserwuje się poprawę wyników operacyjnych, zaś po tym wydarzeniu ulegają one pogorszeniu. Jest to też związane z faktem, iż spółki zwykle podejmują decyzje o upublicznieniu po okresie dynamicznego wzrostu i intensywnego rozwoju, stąd spadek wyników operacyjnych jest zjawiskiem, jakiego należy oczekiwać.

W Polsce problematyka efektów IPO była już przedmiotem badań prowadzonych przez Dudko-Kopczewską [2004], która analizowała wpływ IPO na wzrost firmy, lewarowanie, rentowność czy inwestycje. Okazuje się, że wprowadzenie akcji do obrotu na GPW w latach 1999–2001 nie wpływało na strukturę kapitałową czy zadłużenie (po debiucie zadłużenie wracało do poziomu sprzed IPO). Efektem IPO jest obniżenie tempa wzrostu spółek oraz rentowności pomimo zwiększenia przychodów ze sprzedaży. Na podstawie przeprowadzonych analiz sformułowano wniosek, iż głównym celem wejścia spółek na GPW było pozyskanie kapitału. Późniejsze badania, prowadzone przez Kacprzyk [2014], objęły 218 spółek przeprowadzających IPO na GPW w okresie 2005–2010. Otrzymane wyniki potwierdziły hipotezę o manipulowaniu wynikami finansowymi w okresie poprzedzającym debiut w celu ukazania jak najwyższych wyników operacyjnych, a w konsekwencji – pozyskania inwestorów. Po wejściu na GPW wyniki operacyjne się pogarszają. Co ciekawe, mimo że w kolejnych latach na GPW debiutowały spółki o coraz lepszych wynikach z działalności operacyjnej, to spadki marży zysku operacyjnego były coraz większe.

Na podstawie badań literaturowych sformułowano następującą hipotezę badawczą: spółki, które zmieniają rynek notowań swoich akcji, po debiucie na rynku regulowanym – pomimo wzrostu przychodów ze sprzedaży – osiągają niższe wyniki operacyjne.

## 2. Próba badawcza i metodyka badań

Do dnia 15 maja 2015 r. rynek notowań dla swoich akcji zmieniło 38 spółek. Biorąc pod uwagę możliwość obliczenia wskaźników finansowych dla okresu po zmianie rynku notowań, w próbie badawczej uwzględniono jedynie te podmioty, które dokonały takiej migracji do I kwartału 2014 r. łącznie. W efekcie próba badawcza obejmuje 28 spółek reprezentujących różne sektory gospodarki. Ze względu na specyfikę prowadzonej działalności próba badawcza została podzielona na dwie grupy według klasyfikacji stosowanej przez GPW: grupa A (17 spółek) to spółki z dwóch makrosektorów: przemysł i usługi (tzw. spółki niefinansowe), grupa B (11 spółek) to spółki z makrosektora finanse (tzw. finansowe). Część badanych spółek (9 podmiotów), dokonując zmiany rynku, łączyła ten proces z emisją nowych akcji. Niewątpliwie fakt ten mógł wpłynąć na wyniki finansowe osiągnięte przez badane podmioty, aczkolwiek należy też zauważyć, iż część podmiotów dokonywała prywatnej emisji akcji w okresie poprzedzającym debiut na GPW.

Dla zidentyfikowanej próby pozyskano jednostkowe kwartalne sprawozdania finansowe za okres od  $t_{-4}$  do  $t_{+4}$ , gdzie  $t_0$  to kwartał, w trakcie trwania którego nastąpiła zmiana rynku notowań<sup>5</sup>.

W celu weryfikacji przyjętej hipotezy badawczej zostały obliczone następujące zmienne:

- dynamika przychodów ze sprzedaży w okresie przed i po zmianie rynku notowań (DYN),
- operacyjna stopa zwrotu z aktywów (OSZA) stanowiąca relację zysku z działalności operacyjnej do aktywów ogółem,
- marża zysku operacyjnego (MZO) obliczona jako relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży,
- wskaźnik obrotowości aktywów ogółem (WOA) będący relacją przychodów netto ze sprzedaży do aktywów ogółem.

Dynamikę przychodów ze sprzedaży obliczono, porównując ze sobą odpowiednio: przychody netto osiągnięte w kwartale  $t_0$  z przychodami z kwartału  $t_{-4}$  oraz przychody netto z kwartału  $t_{+4}$  z danymi z kwartału  $t_0$ . Pozostałe wskaźniki, wykorzystywane również w badaniach Papaioannou, Travlosa i Viswanathana [2003], obliczono

---

<sup>5</sup> Stosowane w niniejszym opracowaniu określenie „jeden rok” nie pokrywa się z rokiem kalendarzowym; są to cztery kolejne kwartały przed kwartałem, w którym nastąpiła zmiana rynku notowań lub cztery kolejne kwartały po nim następujące.

dla dwóch okresów, tj. przed oraz po debiucie na GPW. Wartość aktywów ogółem to średnia arytmetyczna z czterech kwartałów poprzedzających debiut lub czterech kwartałów następujących po debiucie na GPW. Przychody netto ze sprzedaży stanowią sumę przychodów netto z czterech kwartałów poprzedzających debiut lub czterech kwartałów następujących po debiucie. Podobnie obliczono zysk z działalności operacyjnej. Przy obliczaniu powyższych wskaźników nie uwzględniano danych z kwartału  $t_0$ .

W celu stwierdzenia, czy wybrane zmienne po zmianie rynku notowań w istotny sposób różnią się od ich wartości w okresie poprzedzającym to wydarzenie, zastosowano nieparametryczny test kolejności par Wilcoxon'a [Łomnicki, 2012, s. 129–132]. Uzasadnieniem dla jego zastosowania jest fakt, iż rozkłady większości zmiennych istotnie różnią się od rozkładu normalnego (test Shapiro-Wilka). Analizy zostały przeprowadzone odrębnie dla grupy A i B.

### 3. Analiza otrzymanych wyników

W tab. 1 zostały zaprezentowane podstawowe statystyki opisujące badaną próbę.

Tab. 1. Wybrane statystyki opisujące próbę badawczą

Lp.	Nazwa spółki	Data debiutu na NewConnect	Data debiutu na GPW	Grupa*	Emisja akcji	Zmiana wielkości finansowej po przejściu spółki na GPW**			Wynik na działalności operacyjnej***	
						Przychody ze sprzedaży	Wynik na działalności operacyjnej	Aktywa	Przed zmianą	Po zmianie
1.	MW Trade	2007–09–28	2008–12–19	A	nie	wzrost	wzrost	wzrost	+	+
2.	Centrum Klima	2008–05–28	2009–01–06	A	nie	spadek	spadek	wzrost	+	+
3.	Fast Finance	2008–05–06	2010–03–30	B	nie	wzrost	wzrost	wzrost	+	+
4.	Pragma Inkaso	2008–04–14	2010–05–04	B	nie	wzrost	wzrost	wzrost	+	+
5.	Indygo (LST Capital)	2008–08–13	2010–05–26	B	tak	wzrost	spadek	wzrost	-	-
6.	TESGAS	2009–07–08	2010–07–21	A	tak	wzrost	spadek	wzrost	+	+
7.	KRYNICIKI RECYKLING	2008–02–14	2010–10–26	A	tak	wzrost	wzrost	wzrost	+	+
8.	TRANS POLONIA	2008–09–12	2010–11–25	A	tak	wzrost	wzrost	wzrost	+	+
9.	PTI	2009–05–18	2010–12–01	B	nie	wzrost	wzrost	wzrost	+	+
10.	EKO EXPORT	2009–07–16	2010–12–28	A	nie	wzrost	wzrost	wzrost	+	+
11.	Wadex	2008–06–03	2011–01–12	A	tak	spadek	spadek	wzrost	+	+
12.	Euroimplant	2008–03–18	2011–03–29	A	nie	spadek	spadek	wzrost	-	-
13.	Quercus TFI	2008–09–11	2011–03–30	B	nie	spadek	wzrost	wzrost	+	+
14.	Grupa ADV(SMT)	2007–10–09	2011–04–13	A	nie	spadek	spadek	wzrost	-	-
15.	Dom Maklerski WDM	2007–08–30	2011–07–19	B	nie	spadek	spadek	spadek	+	-
16.	IQ Partners	2007–12–04	2011–10–11	B	nie	spadek	spadek	wzrost	-	-

17.	MO-BRUK	2010-06-29	2012-04-25	A	nie	spadek	spadek	wzrost	+	+
18.	Voxel	2011-10-11	2012-10-23	A	nie	wzrost	wzrost	wzrost	+	+
19.	PHZ Baltona	2011-06-30	2013-01-15	A	nie	wzrost	spadek	wzrost	-	-
20.	Mabion	2010-08-10	2013-04-23	A	tak	spadek	spadek	wzrost	-	-
21.	Sco-Pak	2011-03-28	2013-06-17	A	nie	wzrost	spadek	wzrost	+	-
22.	Platinum PropertiesGroup	2009-10-13	2013-06-25	B	tak	wzrost	spadek	spadek	-	-
23.	Invista	2008-01-24	2013-09-05	B	nie	wzrost	wzrost	wzrost	+	+
24.	e-Kancelaria	2011-04-06	2013-09-26	B	nie	spadek	wzrost	wzrost	+	+
25.	Elemental Holding	2012-07-12	2013-12-18	A	tak	spadek	spadek	wzrost	-	-
26.	Medicalgorithmics	2011-11-09	2014-02-03	A	nie	wzrost	wzrost	wzrost	+	+
27.	Comperia-pl	2011-12-05	2014-03-25	A	tak	wzrost	wzrost	wzrost	+	+
28.	DTP	2011-12-29	2014-03-26	B	nie	spadek	spadek	spadek	+	+

\* A – spółka z makrosektora przemysł i usługi, B – spółka z makrosektora finanse

\*\* na podstawie porównania wartości z czterech kwartałów przed i po debiucie na GPW

\*\*\* znak „+” oznacza zysk z działalności operacyjnej, a „-” – stratę

Źródło: opracowanie własne.

W 16 spółkach (tab. 1) zaobserwowano wyższą wartość przychodów netto ze sprzedaży w roku następującym po przejściu na GPW w porównaniu z przychodami netto osiągniętymi w roku poprzedzającym to wydarzenie. Nie zawsze jednak wzrost przychodów oznaczał jednoczesny wzrost wyniku na działalności operacyjnej – tylko 13 spółek odnotowało jego wzrost. Interesujący jest fakt, iż wszystkie spółki odnotowujące stratę na działalności operacyjnej nadal pozostawały nierentowne po zmianie rynku (strata się powiększała), zaś spółki rentowne w większości przypadków nadal pozostawały rentowne. W 25 spółkach odnotowano wzrost aktywów ogółem w roku następującym po debiucie na GPW.

W celu weryfikacji przyjętych hipotez badawczych zastosowano nieparametryczny test kolejności par Wilcoxon (tab. 2).

Tab. 2. Wyniki testu Wilcoxon dla dwóch grup spółek\*

Zmienna	Rodzaj rangi**	Wyniki dla grupy A					Wyniki dla grupy B				
		N	Średnia ranga	Suma rang	Test Wilcoxon		N	Średnia ranga	Suma rang	Test Wilcoxon	
					z	p				z	p
DYN_po - DYN_przed	Ujemne	5	8,80	44,0	-1,538	,124	4	7,00	28,0	-,445	0,657
	Dodatnie	12	9,08	109,0			7	5,43	38,0		
OSZA_po - OSZA_przed	Ujemne	11	8,55	94,0	-,828	,407	11	6,00	66,0	-2,934	0,003
	Dodatnie	6	9,83	59,0			0	,00	,0		
MZO_po - MZO_przed	Ujemne	11	10,55	116,0	-1,870	,062	4	8,25	33,0	,000	1,000
	Dodatnie	6	6,17	37,0			7	4,71	33,0		
WOA_po - WOA_przed	Ujemne	14	8,21	115,0	-1,823	,068	8	6,25	50,0	-1,511	0,131
	Dodatnie	3	12,67	38,0			3	5,33	16,0		

\* przyjęty poziom istotności  $\alpha=0,05$ , \*\* rangi dodatnie oznaczają, iż wartość analizowanej zmiennej po zmianie rynku notowań jest wyższa niż przed zmianą, zaś ujemne świadczą o jej zmniejszeniu

Źródło: obliczenia własne.

W przypadku niemal wszystkich analizowanych zmiennych wartość  $p > 0,05$ , co oznacza, iż nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy zakładającej równość median/rozkładów badanych zmiennych przed i po zmianie rynku notowań. Oznacza to, iż wartości poszczególnych zmiennych po zmianie rynku notowań dla każdej z grup A i B nie różnią się istotnie statystycznie od ich wartości osiąganych przed zmianą rynku. Wyjątkiem jest jedynie wskaźnik OSZA dla spółek finansowych (grupa B), gdzie obserwuje się istotne statystycznie zmniejszenie tego wskaźnika po zmianie rynku notowań. Pomimo braku istotnych statystycznie różnic między wartościami zmiennych zaobserwowanymi przed i po zmianie rynku notowań, porównując sumy rang dodatnich i ujemnych dla poszczególnych zmiennych, można zauważyć następujące prawidłowości:

- w obydwu grupach spółek dynamika przychodów ze sprzedaży (DYN) rośnie po zmianie rynku notowań,
- operacyjna stopa zwrotu z aktywów (OSZA) maleje w obydwu grupach, przy czym w grupie B jej zmniejszenie jest istotne statystycznie,
- marża zysku operacyjnego (MZA) wyraźnie zmniejsza się po zmianie rynku notowań dla spółek niefinansowych (grupa A), natomiast dla spółek z grupy B pozostaje niezmienną,
- w przypadku obydwu grup spółek wskaźnik obrotowości aktywów (WOA) wyraźnie zmniejsza się w wyniku zmiany rynku notowań, co jest efektem szybszego przyrostu aktywów niż sprzedaży.

## Zakończenie

Decyzja o zmianie rynku notowań akcji powinna być poprzedzona analizą korzyści i kosztów. Oczekiwane korzyści znajdują swój wyraz w osiąganych przez spółki wynikach finansowych. Na podstawie analizy wskaźników finansowych dla badanej grupy spółek, przechodzących w różnych okresach z rynku NewConnect na rynek główny GPW, nie można jednoznacznie pozytywnie zweryfikować sformułowanej hipotezy badawczej. Przyczyną tego faktu jest – jak wykazał test Wilcoxon – brak istotnych statystycznie różnic pomiędzy medianami/rozkładami analizowanych zmiennych w okresie przed i po zmianie rynku notowań (poza jednym wyjątkiem). Niemniej zauważono, iż kierunki zmian poszczególnych zmiennych są zgodne z przyjętą hipotezą badawczą, tj. po zmianie rynku notowań – pomimo wzrostu przychodów ze sprzedaży – obserwuje się pogorszenie wyników operacyjnych.

Dalszy kierunek badań może być związany z poszukiwaniem odpowiedzi na pytanie o przyczyny zwiększenia aktywów przez badane podmioty. Ponieważ tylko 9 spółek dokonało subskrypcji akcji, wchodząc na rynek regulowany, zjawisko to prawdopodobnie jest związane z pozyskiwaniem finansowania na działalność rozwijową, niekoniecznie przez emisję akcji połączoną z debiutem na GPW.



Słabością przeprowadzonych badań jest mała próba badawcza oraz krótki okres analizy – w analizach uwzględniono jedynie dane za cztery kwartały przed i po zmianie rynku. Wydłużenie okresu analizy na obecnym etapie rozwoju rynku kapitałowego oznaczałoby konieczność zmniejszenia liczby spółek uwzględnionych w próbie badawczej.

## Bibliografia

- Asyngier R., *NewConnect in Comparison with Multilateral Trading Facilities in Europe. Irregularities in the Functioning of the Polish MTF Market*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H” 2014, Vol. XLVIII, z. 1.
- Asyngier R., *Wpływ zmiany rynku notowań na cenę akcji polskich spółek giełdowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 75, DOI: 10.18276/frfu.2015.75-02.
- Baker H.K., Powell G.E., Weaver D.G., *Does NYSE Listing Affect Firm Visibility?*, “Financial Management” 1999a, Vol. 28, No. 2.
- Baker H.K., Powell G.E., Weaver D.G., *Listing Changes and Visibility Gains*, “Quarterly Journal of Business and Economics” 1999b, Vol. 38, No. 1.
- Baker H.K., Powell G.E., Weaver D.G., *The Effect of NYSE Listing on a Firm’s Media Visibility*, “Journal of Economics and Finance” 1998, Vol. 22, No. 1.
- Baker H.K., Powell G.E., Weaver D.G., *The Visibility Effects of Amex Listing*, “The Quarterly Review of Economics and Finance” 1999c, Vol. 39, No. 3.
- 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://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1834351](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1834351) [data dostępu: 15.05.2015].
- Dharan B.G., Ikenberry D.L., *The Long-Run Negative Drift of Post-Listing Stock Returns*, “Journal of Finance” 1995, Vol. 50, No. 5, DOI: 10.1111/j.1540-6261.1995.tb05188.x.
- Dudko-Kopczewska K., *Analiza efektów pierwotnej emisji akcji na Gieldzie Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 2.
- Jain B.A., Kini O., *The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms*, “Journal of Finance” 1994, Vol. 49, No. 5, DOI: 10.2307/2329268.
- Kacprzyk M., *Kierunki zmian marży zysku operacyjnego spółek wchodzących na rynek regulowany GPW w Warszawie*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 326, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2014.
- Łomnicki A., *Wprowadzenie do statystyki dla przyrodników*, PWN, Warszawa 2012.
- Mikkelson W.H., Partch M.M., Shah K., *Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public*, “Journal of Financial Economics” 1997, Vol. 44, DOI:10.1016/S0304-405X(97)00006-8.
- Papaioannou G.J., Travlos N.G., Viswanathan K.G., *The Operating Performance of Firms that Switch their Stock Listings*, “The Journal of Financial Research” 2003, Vol. 26, No. 4, DOI: 10.1111/1475-6803.00069.
- Papaioannou G.J., Travlos N.G., Viswanathan K.G., *Visibility Effects and Timing in Stock listing changes: Evidence from Operating Performance*, “The Quarterly Review of Economics and Finance” 2009, Vol. 49, DOI: 10.1016/j.qref.2007.09.007.
- Pastor L., Taylor L.A., Veronesi P., *Entrepreneurial Learning, the IPO Decision, and the Post-IPO Drop in Firm Profitability*, “The Review of Financial Studies” 2009, Vol. 22, No. 8, DOI: 10.1093/rfs/hhn082.
- Przewodnik po rynku NewConnect*, [www.newconnect.pl/pub/dokumenty\\_do\\_pobrania/GPW\\_Przewodnik\\_NC.pdf](http://www.newconnect.pl/pub/dokumenty_do_pobrania/GPW_Przewodnik_NC.pdf) [data dostępu: 10.05.2015].

Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 1 stycznia 2015 r.), [www.newconnect.pl/pub/regulacje\\_prawne/Regulamin\\_ASO\\_UTP.pdf](http://www.newconnect.pl/pub/regulacje_prawne/Regulamin_ASO_UTP.pdf) [data dostępu: 15.05.2015].

Regulamin Giełdy, [www.gpw.pl/pub/files/PDF/regulacje/regulamin-gpw.pdf](http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/regulacje/regulamin-gpw.pdf) [data dostępu: 15.05.2015].

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

### **The Operating Performance of Polish Companies Changing Their Stock Market**

The aim of this paper is to examine the operating performance of firms that switch from NewConnect to the main market of the Warsaw Stock Exchange. The hypothesis states that the post-listing operating performance of companies which change the trade venue of their stocks, tends to worsen, although growth in sales improves. Quarterly financial reports of 28 companies were gathered to compute some variables: growth in sales, operating return on assets, operating return on sales, total asset turnover. The variables were calculated before and after moving trading location. The results of a non-parametric Wilcoxon test do not confirm the hypothesis. Despite this, it is possible to observe the negative changes in operating performance and improvement of growth in sales after listing changes.

### **Wyniki operacyjne polskich przedsiębiorstw zmieniających rynek notowań akcji**

Celem niniejszego artykułu jest ocena wyników finansowych osiągniętych przez spółki przechodzące z rynku NewConnect na rynek regulowany GPW w Warszawie. Przyjęta hipoteza badawcza stwierdza, iż spółki, które zmieniają rynek notowań swoich akcji po debiucie na rynku regulowanym, pomimo wzrostu dynamiki przychodów ze sprzedaży, osiągają niższe wyniki operacyjne. Na podstawie kwartalnych sprawozdań finansowych 28 spółek zostały obliczone następujące zmienne: dynamika przychodów ze sprzedaży, operacyjna stopa zwrotu z aktywów, marża zysku operacyjnego oraz wskaźnik obrotowości aktywów. Zmienne obliczono dla okresu przed i po zmianie rynku notowań akcji. Wyniki nieparametrycznego testu Wilcoxona nie potwierdzają przyjętej hipotezy badawczej. Jednak pomimo tego można zaobserwować, iż po debiucie na rynku regulowanym następuje pogorszenie wyników operacyjnych oraz wzrost dynamiki sprzedaży.