

# WYKORZYSTANIE FINANSOWANIA UDZIAŁOWEGO W PRZEDSIĘBIORSTWACH RODZINNYCH NOTOWANYCH NA RYNKU ALTERNATYWNYM NEWCONNECT

*Dominika Kordela*<sup>1</sup>

## **Streszczenie**

W artykule przedstawiono charakterystykę przedsiębiorstw rodzinnych notowanych na rynku NewConnect oraz ukazano ich znaczenie na rynku. Autorka wychodzi od kwestii definicyjnych, następnie - po przedstawieniu metodyki - zaprezentowane zostały wyniki badań przedsiębiorstw rodzinnych notowanych na rynku alternatywnym NewConnect. Przedstawiono między innymi udział przedsiębiorstw rodzinnych, w ogólnej liczbie notowanych przedsiębiorstw, a także ich kapitalizację w odniesieniu do kapitalizacji rynku. Ponadto badaniom poddano wielkość przedsiębiorstw rodzinnych, wartość pozyskanego kapitału, strukturę akcjonariatu oraz strukturę finansowania. Wyniki badań pozwalają na określenie znaczenia przedsiębiorstw rodzinnych na rynku alternatywnym, a także umożliwiają charakterystykę tej grupy podmiotów.

**Słowa kluczowe:** finansowanie przedsiębiorstw, przedsiębiorstwa rodzinne, giełda papierów wartościowych.

**Klasyfikacja JEL:** G32, L25, O16.

## **1. Wstęp**

Dobór źródeł finansowania przedsiębiorstwa determinowany jest między innymi wartością i strukturą majątku, wielkością przedsiębiorstwa, jego formą organizacyjno-prawną, jak również fazą rozwoju przedsiębiorstwa i strukturą własności. Zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania (*pecking order theory*) przedsiębiorstwa pozyskują kapitał udziałowy w ostatniej kolejności, jeżeli wewnętrzne źródła finansowania i kapitał obcy nie są dostępne lub nie mogą być wykorzystane.

---

<sup>1</sup> Uniwersytet Szczeciński, Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług / University of Szczecin, Faculty of Management and Economics of Services, e-mail: dominika.kordela@wzueu.pl.

Finansowanie poprzez emisję udziałowych papierów wartościowych długo uważane było za źródło kapitału dostępne głównie dla dużych przedsiębiorstw, o ugruntowanej pozycji rynkowej, uznawane za finansowanie ostatniej czwartej fazy rozwoju przedsiębiorstwa [Węclawski, 1997, s. 29–30]. Jednak powstawanie rynków alternatywnych – takich jak NewConnect – tworzonych przez giełdy papierów wartościowych z myślą o przedsiębiorstwach, znajdujących się w początkowych fazach rozwoju i charakteryzujących się dużym potencjałem wzrostu umożliwiło dostęp do finansowania udziałowego również małym i średnim przedsiębiorstwom, w tym przedsiębiorstwom rodzinnym.

Badanie funkcjonowania przedsiębiorstw rodzinnych na rynku papierów wartościowych warte jest rozważań. Bowiern spółki giełdowe stanowią w tej grupie przedsiębiorstw pewien wyjątek. Po pierwsze ze względu na charakteryzującą przedsiębiorstwa rodzinne skupioną strukturę własności oraz preferowanie wewnętrznych źródeł finansowania. Po drugie, akcje przedsiębiorstw rodzinnych uważane są za obciążone wyższym ryzykiem, z powodu możliwej rozbieżności celów rodziny i inwestorów, zwłaszcza że w przypadku inwestora jakim jest rodzina często występuje łącznie własności i zarządzania. Po trzecie, nie bez znaczenia (dla relacji rodzina – inwestorzy spoza rodziny) są związki emocjonalne pierwotnych właścicieli z firmą.

Celem niniejszego artykułu jest charakterystyka i ocena znaczenia przedsiębiorstw rodzinnych notowanych na rynku alternatywnym NewConnect oraz analiza i ocena wykorzystania finansowania udziałowego przez tę grupę podmiotów.

Realizacji powyższego celu została podporządkowana struktura artykułu. Najpierw przedstawiono specyfikę przedsiębiorstw rodzinnych oraz zdefiniowano giełdowe przedsiębiorstwo rodzinne określając cechy ilościowe kwalifikujące spółki do objęcia ich badaniami. Następnie zaprezentowana została metodyka badań oraz charakterystyka badanych przedsiębiorstw rodzinnych. W dalszej części artykułu przedstawiono niezbędne dla realizacji założonego celu wyniki badań przedsiębiorstw rodzinnych notowanych na rynku alternatywnym NewConnect przeprowadzone w terminie grudzień 2016 – styczeń 2017.

Do przygotowania artykułu zostały wykorzystane źródła wtórne: statystyki giełdowe rynku NewConnect, prospekty emisyjne, dokumenty informacyjne oraz sprawozdania finansowe badanych spółek, jak również informacje opublikowane na oficjalnych internetowych stronach spółek. Do opracowania, analizowania i prezentowania zebranego materiału wykorzystano następujące metody badawcze: metoda opisowa oraz techniki statystyki opisowej.

Wyniki badań pozwalają po pierwsze na określenie znaczenia przedsiębiorstw rodzinnych na rynku alternatywnym NewConnect, po drugie umożliwiając charakterystykę tej grupy podmiotów.

## 2. Dylematy definicyjne oraz decyzje finansowe przedsiębiorstw rodzinnych

W wielu publikacjach podjęto próbę zdefiniowania przedsiębiorstw rodzinnych. Wyróżnia się zarówno cechy jakościowe, jak i ilościowe przedsiębiorstw określanych rodzinnymi, jednak w naukach ekonomicznych nie przyjęto jednej ogólnie uznawanej definicji. W literaturze opisywane są różnorodne warunki i kryteria pozwalające na zdefiniowanie czy wyodrębnienie przedsiębiorstw rodzinnych. Pomimo różnic autorzy jednak zgodnie przyjmują za najistotniejsze trzy kryteria. Mianowicie udział rodziny w kapitale przedsiębiorstwa, działalność w gremiach nadzorczych oraz działalność menedżerską (np.: zajmowanie stanowisk w zarządzie).

Dyskusyjne natomiast pozostają kwestie szczegółowe tj.<sup>2</sup>:

- wysokość udziału rodziny w przedsiębiorstwie, szczegółowość w zakresie określenia stosunków właścicielskich,
- konieczność spełnienia obu kryteriów tj.: reprezentacji rodziny zarówno w organach kontrolno-nadzorczych, jak i zarządczych lub przyjęcie, że spełnienie tylko jednego z tych dwóch warunków za wymagany,
- kryterium pokrewieństwa - stopień spokrewnienia poszczególnych osób do rodziny.

Biorąc pod uwagę trzy powyższe kryteria wpływu rodziny na przedsiębiorstwo Exner i Hummer [2005, s. 18] wyodrębnili cztery typy przedsiębiorstw:

- A – przedsiębiorstwo rodzinne w wąskim znaczeniu tzw. czyste przedsiębiorstwo rodzinne (własność: udział rodziny ponad 50%; w gremiach kontrolnych i zarządzie zasiadają wyłącznie członkowie rodziny);
- B – hybrydowe przedsiębiorstwo rodzinne (własność: udział rodziny ponad 50%; w gremiach kontrolnych i zarządzie zasiadają również członkowie rodziny, jednak najczęściej funkcja prezesa zarządu przekazywana jest profesjonalnemu menedżerowi);
- C – menedżerskie przedsiębiorstwo rodzinne (własność: udział rodziny ponad 50%; w gremiach kontrolnych i zarządzie zasiadają wyłącznie osoby spoza rodziny);
- D – przedsiębiorstwa nierodzinne (własność: udział rodziny poniżej 25%; w gremiach kontrolnych i zarządzie zasiadają wyłącznie osoby spoza rodziny).

Powyższy podział nie uwzględnia przedsiębiorstw, w których udział rodziny wynosi między 25 a 50%, i w których rodzina może zasiadać w radzie nadzorczej lub/i zarządzie. Przyjęcie powyższego podziału z pominięciem grupy przedsiębiorstw, w których udział rodziny wynosi od 25% do 50% powodowałoby nie-

---

<sup>2</sup> Ze względu na wymogi edytorskie nie jest możliwe przytoczenie i zaprezentowanie głównych poglądów na kwestie definiowania przedsiębiorstw rodzinnych, szeroko różne podejścia prezentuje Safin [2007, s. 17–46].

uwzględnienie dość licznej grupy podmiotów, w której – co istotne – rodzina może mieć bardzo znaczący wpływ na funkcjonowanie.

Z punktu widzenia czystości i precyzji klasyfikowania przedsiębiorstw do grupy rodzinnych wiele wnosi koncepcja S. Klein [2000, s. 158], w której przedstawiono wskaźnik SFI (*Substantial Family Influence*) informujący o sile wpływu rodziny na przedsiębiorstwo. SFI przyjmuje postać równania określającego udział rodziny w przedsiębiorstwie przy wykorzystaniu trzech powszechnie uznawanych kryteriów: udział w kapitale, gremiach nadzorczych oraz zarządzie (1).

$$SFI = \frac{KW_{rodz.}}{KW_{total}} + \frac{RN_{rodz.}}{RN_{total}} + \frac{Z_{rodz.}}{Z_{total}} \geq 1 \quad (1)$$

Zgodnie z przyjętymi w powyższej koncepcji założeniami, przedsiębiorstwo można zdefiniować jako rodzinne, jeśli suma udziałów w równaniu jest większa bądź równa 1. Pierwotnie SFI służył określeniu wpływu rodziny na przedsiębiorstwo, z czasem stał się jednym z ważniejszych wskaźników używanych także do badań nad giełdowymi rodzinnymi przedsiębiorstwami [Achleitner i in., 2009, s. 18].

W Niemczech, gdzie przedsiębiorstwa rodzinne mają bogatą tradycję, historię oraz znaczący wpływ na gospodarkę, tematyka definiowania i badania tej grupy podmiotów jest podejmowana również przez instytucje otoczenia biznesu. Powszechnie używana w Niemczech definicja giełdowych przedsiębiorstw rodzinnych stworzona została przez fundację przedsiębiorstw rodzinnych (*Stiftung Familienunternehmen*). Zgodnie z założeniami przyjętymi przez *Stiftung Familienunternehmen* przedsiębiorstwo notowane na giełdzie można sklasyfikować jako rodzinne jeżeli osoba, która założyła przedsiębiorstwo lub objęła w nim udziały lub potomkowie należący do tej rodziny posiadają co najmniej 25% praw głosu na podstawie posiadanego kapitału [familienunternehmen.de, data dostępu 30.11.2016].

Istotne z punktu widzenia tematyki artykułu jest podejście definicyjne niemieckiej giełdy papierów wartościowych *Frankfurter Wertpapierbörse*. Celem wyróżnienia tej grupy spółek *Frankfurter Wertpapierbörse* stosuje szersze kryteria, mianowicie giełdowe przedsiębiorstwo rodzinne to podmiot notowany na giełdzie i spełniający następujące warunki a) rodzina założyciela/założycieli przedsiębiorstwa posiada co najmniej 25% praw głosu lub b) rodzina zasiada w zarządzie bądź radzie nadzorczej przedsiębiorstwa i posiada co najmniej 5% praw głosów [http://www.dax-indices.com, data dostępu 30.11.2016].

Decyzje finansowe przedsiębiorstw rodzinnych ze względu na złożoną strukturę celów tylko częściowo można wyjaśnić za pomocą klasycznych teorii finansowania przedsiębiorstw<sup>3</sup>. Na przykład wyniki badań wskazują, że możliwość uzyskania efektu tarczy podatkowej nie wpływa na decyzje przedsiębiorstw rodzinnych

<sup>3</sup> Wartościowe rozważania dotyczące struktury finansowania przedsiębiorstw rodzinnych w odniesieniu do teorii agencji prezentują Jeżak, Popczyk, Winnicka-Popczyk [2004, s. 81–87].

w zakresie finansowania obcego [szerzej Achleitner, 2011, s. 39–40]. Co prawda można znaleźć analogie między decyzjami w zakresie źródeł finansowania przedsiębiorstw rodzinnych a teorią hierarchii źródeł finansowania jednak podkreślany jest fakt, że przedsiębiorstwa te stanowią zróżnicowaną grupę, a w związku z tym uogólnienia nie są uprawnione. W finansowaniu przedsiębiorstw rodzinnych równie istotne są ich cechy, czyli orientacja długoterminowa, dążenie do niezależności oraz minimalizacja ryzyka [Achleitner, 2011, s. 41].

Literatura przedmiotu wskazuje, że przedsiębiorstwa rodzinne charakteryzuje konserwatywna strategia finansowania i preferowanie wewnętrznych źródeł finansowania. [Achleitner, 2011, s. 42] [Pernsteiner, Węclawski, 2016, s. 54–55], [Gallo, Vilaseca, 1996, s. 387–401]. W strukturze kapitału dominuje wysoki poziom kapitału własnego, co związane jest z preferowaniem własnych źródeł finansowania i skutkuje niższymi od średnich wskaźnikami zadłużenia [szerzej Stradomski, 2010, s. 186–187].

Przedsiębiorstwa rodzinne niechętnie korzystają z zasileń zewnętrznych zarówno udziałowych, jak i dłużnych. Jednak finansowanie kapitałowe (zewnętrzne, własne) związane jest co prawda ze sprzedażą udziałów w przedsiębiorstwie, jednak w przeciwieństwie do finansowania obcego nie obciąża wyniku finansowego koniecznością spłaty odsetek.

Finansowanie udziałowe na rynku kapitałowym dla przedsiębiorstw rodzinnych przynosi niewątpliwie korzyści związane przede wszystkim z pozyskaniem kapitału, ale również ze wzrostem rozpoznawalności firmy, a co z tym związane wzrost prestiżu i większą wiarygodność. Do głównych kosztów należy zaliczyć możliwość utraty kontroli nad przedsiębiorstwem, wzrost kosztów administracyjnych związany z koniecznością wypełnienia obowiązków informacyjnych, a także konieczność wprowadzenia zasad w obszarze ładu korporacyjnego.

Debiut giełdowy przedsiębiorstwa rodzinnego, mimo że długo stał w sprzeczności z podstawowymi założeniami teorii finansów przedsiębiorstw, był traktowany jako kolejny, naturalny etap rozwoju [Stradomski, 2010, s. 127]. Konsekwencją decyzji przedsiębiorstwa rodzinnego o wprowadzeniu akcji do obrotu na giełdę jest przejście z modelu kontroli (charakteryzującego się dużym poziomem aktywności właścicieli i relatywnie niewielką liczbą właścicieli) do modelu rynkowego (oznacza to spadek aktywności właścicieli i wzrost ich liczby) [Stradomski, 2010, s. 165].

Podsumowując, charakterystyczny dla przedsiębiorstw rodzinnych wysoki poziom finansowania z zatrzymanego zysku, duża skłonność do rezygnacji z wypłat dywidendy (w porównaniu do przedsiębiorstw nierodzinnych) [Pernsteiner, Węclawski, 2016, s. 54–55, 73] oraz relatywnie wysoki koszt kapitału zewnętrznego udziałowego [Stradomski, 2010, s. 165] wskazywać by mogły na niewielki stopień zainteresowania przedsiębiorstw rodzinnych finansowaniem poprzez emisję akcji na giełdzie. Jednak badania wskazują na stosunkowo wysoką reprezentację przedsiębiorstw rodzinnych na giełdach papierów wartościowych. Szerokie badania zostały

przeprowadzone między innymi na rynku niemieckim, wyniki przeprowadzonych analiz wskazują, że udział przedsiębiorstw rodzinnych na giełdzie w pierwszych latach XXI wieku oscylował między 45 a 55% [Achleitner i in., 2009, s. 38]. Natomiast w Polsce według badań przeprowadzanych przez Popczyka [2013, s. 119–121] na rynku giełdowym NewConnect przedsiębiorstwa rodzinne na przełomie 2012/2013 stanowiły 68,5% wszystkich notowanych przedsiębiorstw. Należy jednak zaznaczyć, że kryteria wyodrębniania przedsiębiorstw rodzinnych we wspomnianych badaniach były znacznie szersze niż te zastosowane w niniejszym artykule.

### 3. Metodyka badań

Autorka niniejszego artykułu podjęła się badania przedsiębiorstw notowanych na rynku alternatywnym NewConnect, które zostały przeprowadzone na przełomie 2016 i 2017 roku. W pierwszym etapie w celu wyodrębnienia badanej populacji na podstawie wspólnych cech tj.: informacji o strukturze akcjonariatu, składzie zarządu i rady nadzorczej oraz historii 399 polskich spółek notowanych na NewConnect według stanu na 01.12.2016 określono skończoną zbiorowość. Przyjęto kryteria ilościowe stosowane przez niemiecką giełdę papierów wartościowych *Frankfurter Wertpapierbörse* do kwalifikowania spółek do indeksu firm rodzinnych. Za giełdowe przedsiębiorstwa rodzinne mianowicie uznano spółki notowane na giełdzie i spełniające następujące warunki:

- a) rodzina założyciela/założycieli przedsiębiorstwa posiada co najmniej 25% praw głosu lub
- b) rodzina założyciela/założycieli zasiada w zarządzie bądź radzie nadzorczej przedsiębiorstwa i posiada co najmniej 5% praw głosów [<http://www.dax-indices.com>, data dostępu 10.12.2016].

Zgodnie z przyjętymi kryteriami z grupy 399 spółek wyselekcjonowano 78 spełniających warunki w zakresie udziału w prawach głosu, a także udziału w organach spółki, co wskazuje że 19,5% notowanych na NewConnect przedsiębiorstw można uznać za giełdowe przedsiębiorstwa rodzinne (GPR). Przyjęte kryteria są dość restrykcyjne, ponieważ:

- po pierwsze nie uwzględnia się przedsiębiorstw, które zostały przejęte przez inwestora indywidualnego, który następnie do rady nadzorczej lub organu powołał innych członków rodziny;
- po drugie, do tej grupy nie są zaliczane przedsiębiorstwa tworzone przez dwie rodziny lub mające dwóch założycieli, którzy następnie wspólnie rozwijają przedsiębiorstwo.

Jednak uznano, że przyjęcie podejścia stosowanego przez *Frankfurter Wertpapierbörse* – wpływa na uniwersalność wyników badań i umożliwiać może ewentualne dalsze badania porównawcze.

Grupę wyodrębnionych giełdowych przedsiębiorstw rodzinnych (GPR) poddano następnie kolejnym badaniom. Dokonana została mianowicie analiza przynależności do sektora oraz segmentu rynku, określono wielkość przedsiębiorstw, wartości pozyskanego kapitału oraz zbadano kapitalizację spółek.

Dla określenia wielkości GPR dokonano analizy wartości sumy bilansowej oraz wartości obrotów (źródło informacji o wartościach sumy bilansowej oraz wartości obrotów stanowiły sprawozdania finansowe za rok 2015).

Z kolei dla oceny znaczenia GPR na rynku NewConnect przedstawiono między innymi udział przedsiębiorstw rodzinnych, w ogólnej liczbie notowanych przedsiębiorstw, a także ich kapitalizację w odniesieniu do kapitalizacji rynku. Analizy kończą informacje dotyczące wartości kapitału pozyskanego przez GPR na rynku alternatywnym, po czym oceniono ich strukturę kapitału.

#### 4. Charakterystyka rodzinnych przedsiębiorstw giełdowych notowanych na NewConnect

Giełdowe przedsiębiorstwa rodzinne (GPR) wyodrębnione na podstawie wyżej zaprezentowanych kryteriów stanowią 19,5% ogółu przedsiębiorstw notowanych na rynku NewConnect. Wszystkie notowane na rynku alternatywnym przedsiębiorstwa celem zwiększenia transparentności oraz umożliwienia inwestorom lepszej oceny pod kątem ich kondycji finansowej oraz związanego z tym ryzyka na mocy uchwały zarządu<sup>4</sup> Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie kwalifikowane są do jednego z trzech segmentów [[www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl), data dostępu 15.01.2017]:

— **Segment NC Focus** – do tego segmentu spółki są kwalifikowane po spełnieniu co najmniej pięciu z poniższych kryteriów<sup>5</sup>:

- średnia wartość kapitalizacji emitenta przekracza 12 000 000 zł;

---

<sup>4</sup> Uchwała Nr 646/2016, Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 23 czerwca 2016 r. (z późn. zm.) w sprawie wyodrębnienia segmentów rynku NewConnect oraz zasad i procedury kwalifikacji do tych segmentów.

<sup>5</sup> Ponadto spółki zakwalifikowane do tego segmentu muszą spełnić następujące warunki: akcje notowane są na rynku NewConnect od co najmniej 12 miesięcy; średni kurs akcji wyższy niż 10 groszy; wartość księgowa emitenta wykazana w ostatnim opublikowanym raporcie okresowym nie może mieć wartości ujemnej; w stosunku do emitenta nie toczy się postępowanie upadłościowe/układowe/sanacyjne/likwidacyjne; w okresie ostatnich 12 miesięcy na emitenta nie został nałożony więcej niż jeden raz żaden ze środków dyscyplinujących przewidzianych w Regulaminie ASO; w okresie ostatnich 3 miesięcy na emitenta nie został nałożony żaden ze środków dyscyplinujących przewidzianych w Regulaminie ASO ani też obrót jego akcjami nie podlegał zawieszeniu ze względu na bezpieczeństwo uczestników obrotu.

- wskaźnik cena/zysk jest wyższy niż 0 i niższy niż 50;
  - wskaźnik cena/wartość księgową jest wyższy niż 0 i niższy niż 10;
  - stopa dywidendy jest wyższa niż 0 (spółka wypłaciła dywidendę);
  - wartość księgową przekracza 1 000 000 zł;
  - dodatnia dynamika przychodów za ostatnie 4 kwartały;
  - dodatnia dynamika zysku netto za ostatnie 4 kwartały.
- **Segment NC Alert** – do którego są kwalifikowane spółki, jeżeli zachodzi przynajmniej jedna z poniższych przesłanek:
- średni kurs akcji emitenta niższy niż 5 groszy;
  - ujemna wartość księgową emitenta;
  - w okresie ostatnich 12 miesięcy na emitenta został nałożony dwa razy lub więcej regulaminowy środek dyscyplinujący;
  - został złożony wniosek lub toczy się postępowanie upadłościowe/układowe/sanacyjne /likwidacyjne lub też ogłoszono upadłość/układ/otwarcie likwidacji lub otwarcie postępowania sanacyjnego albo też sąd oddalił wniosek o ogłoszenie upadłości ze względu na brak środków w majątku emitenta wystarczających na zaspokojenie kosztów postępowania;
  - biegły rewident wydał negatywną opinię z badania sprawozdania albo też wydał stanowisko w sprawie odmowy wydania opinii, a sytuacja ta nie uległa zmianie przed dniem kwalifikacji.
- **Segment NC Base** – w tym segmencie ujmowane są akcje emitentów, które nie zostały zakwalifikowane żadnego z wyżej wymienionych.

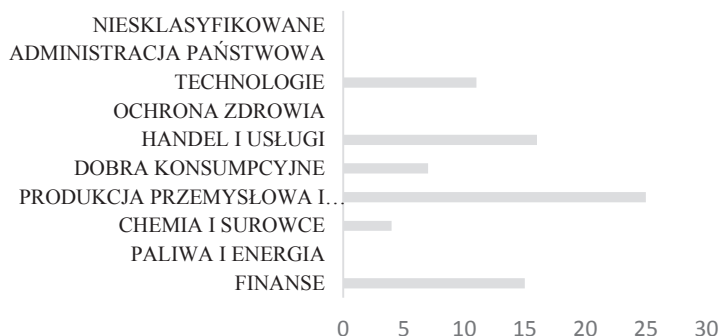
Według stanu na grudzień 2016 roku z wyodrębnionej w badaniach grupy giełdowych przedsiębiorstw rodzinnych (GPR), osiem spółek zakwalifikowanych było do segmentu NC Alert, akcje 20 emitentów reprezentowane były w segmencie NC Focus, natomiast akcje pozostałych pięćdziesięciu przedsiębiorstw ujęte były w segmencie NC Base.

Giełdowe przedsiębiorstwa rodzinne reprezentują sześć z dziesięciu głównych sektorów<sup>6</sup> wyodrębnionych na NewConnect. Największą reprezentację mają spółki z sektora Produkcja Przemysłowa i Budowlano-Montażowa (25 spółek) oraz Handel i Usługi (16 spółek) i Finanse (15 spółek) – (rys. 1).

---

<sup>6</sup> Łącznie segmentacja przyjęta przez Giełdę Papierów Wartościowych dla rynku NewConnect i obowiązująca od 1.01.2017 r. grupuje spółki w 10 głównych sektorów (Finanse, Paliwa i Energia, Chemia i Surowce, Produkcja Przemysłowa i Montażowo-Budowlana, Dobra Konsumpcyjne, Handel i Usługi, Ochrona Zdrowia, Technologie, Administracja Państwowa, Niesklasyfikowane), a następnie dwustopniowo w kolejne podsektory.



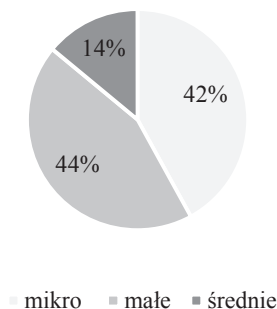


**Rys. 1.** Podział sektorowy GPR notowanych na NewConnect

*Źródło:* opracowanie własne na podstawie danych z [www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl) (20.12.2016 r.)

Dla określenia wielkości giełdowych przedsiębiorstw rodzinnych przyjęto powszechnie stosowaną klasyfikację<sup>7</sup> biorąc pod uwagę wartość sumy bilansowej oraz wartość rocznego obrotu ze sprawozdań finansowych z roku 2015<sup>8</sup>.

Z analizy wartości sumy bilansowej wynika, że 86% badanych GPR to przedsiębiorstwa mikro (33 spółki) i małe (44 spółki), zalew 14% zakwalifikować można do kategorii przedsiębiorstw średnich (11 spółek) – rys. 2.



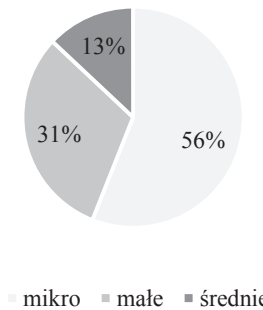
**Rys. 2.** Struktura wielkości badanych spółek według kryterium sumy bilansowej

*Źródło:* opracowanie własne na podstawie danych z Notoria Online

<sup>7</sup> Ustawa o Swobodzie Działalności Gospodarczej z dnia 2 lipca 2004 (Dz.U. 2004 nr 173, poz. 1807)]; Rozporządzenie Komisji (WE) nr 364/2004 z dnia 25 lutego 2004 roku. Mikroprzedsiębiorstwo: obrót netto i suma bilansowa nie przekraczająca 2 mln euro, małe przedsiębiorstwo obrót netto i suma bilansowa  $\leq 10$  mln euro, średnie przedsiębiorstwo obrót netto  $\leq 50$  mln euro, a suma bilansowa  $\leq 43$  mln euro.

<sup>8</sup> Dane finansowe z bilansu i rachunku zysków i strat przeliczono na EUR według średniego kursu NBP ogłoszonego na dzień 31.12.2015 tj. 4,2615 (tabele nr 254/A/NBP/2015).

Wnioski wynikające z analizy wartości przychodów netto potwierdzają te płynące z badań wartości sum bilansowych – na rynku NewConnect dominują mikro i małe przedsiębiorstwa rodzinne, klasyfikowane według wartości obrotów netto stanowią 87% GPR. Żadne przedsiębiorstwo rodzinne nie może zostać określone jako duże (rys. 3).



**Rys. 3.** Struktura wielkości badanych spółek według kryterium wartości obrotów netto

*Źródło:* opracowanie własne na podstawie danych z Notoria Online

Kontrola i wpływ rodziny mogą być różne, zgodnie z przedstawionymi wyżej definicjami i przyjętą w artykule systematyką. Biorąc pod uwagę warianty wpływu rodziny na spółkę kapitałową kolejny podział zaproponował Lieder [1993], który wyszczególnił cztery typy przedsiębiorstw rodzinnych działających w formie spółki kapitałowej: a) bez udziału w kierownictwie b) kierownictwo finansowe c) kierownictwo strategiczne d) kierownictwo strategiczne/operacyjne [Safin, 2007, s. 26]. Inspirując się tym podziałem dokonano systematyki przedsiębiorstw notowanych na NewConnect (tabela 1).

**Tabela 1.** Warianty wpływu rodzin na spółki akcyjne notowane na NewConnect

Reprezentacja rodziny w organach spółki	Udział członków rodziny w strukturze akcjonariatu > 50%	Udział członków rodziny w strukturze akcjonariatu 25%–50%	Udział członków rodziny w strukturze akcjonariatu < 25%
Brak reprezentacji w radzie nadzorczej i zarządzie	3	0	=
Rodzina w radzie nadzorczej i zarządzie	36	9	4
Rodzina tylko w zarządzie	11	11	2
Rodzina tylko w radzie nadzorczej	1	0	1

*Źródło:* opracowanie własne

Dane z tabeli 1 wskazują, że najczęściej przedsiębiorstw rodzinnych na NewConnect to spółki, w których udział rodziny wynosi powyżej 50% (51 spółek), z czego w aż 36 przedsiębiorstwach rodzina reprezentowana jest zarówno w radzie nadzorczej, jak i zarządzie. Najmniej licznie reprezentowane są przedsiębiorstwa, w których udział rodziny w strukturze akcjonariatu wynosi poniżej 25%. Warto zaznaczyć, że w przypadku 52 przedsiębiorstw inwestor dominujący (członek rodziny) jest prezesem zarządu. Zatem można skonstatować, że polskie giełdowe przedsiębiorstwa rodzinne pomimo statusu spółki publicznej nie przeszły – w większości przypadków – z modelu kontroli do modelu rynkowego. Potwierdzenie mogą stanowić dane dotyczące wartości pozyskanego kapitału.

## 5. Wartość rynkowa, wartość emisji i struktura kapitału giełdowych przedsiębiorstw rodzinnych

Wartość rynkowa giełdowych przedsiębiorstw rodzinnych notowanych na NewConnect stanowi 18,63% wartości rynkowej wszystkich spółek notowanych na NewConnect<sup>9</sup>. Przeciętna wartość rynkowa giełdowego przedsiębiorstwa rodzinnego (GPR) wynosiła 23 mln zł (według stanu na 13.01.2017) i nie różniła się znacząco od średniej dla całego rynku wynoszącej 24,22 mln zł. Mediana kapitalizacji GPR wynosiła natomiast 6,52 mln zł i była niższa od mediany kapitalizacji liczonej dla całego rynku NewConnect mającej wartość 8,07 mln zł. Porównując dane w tabeli 2 można stwierdzić, że miary położenia liczone dla kapitalizacji giełdowych przedsiębiorstw rodzinnych oraz całego rynku NewConnect nie różnią się znacząco.

**Tabela 2.** Porównanie kapitalizacji giełdowych przedsiębiorstw rodzinnych na tle rynku NewConnect w mln PLN

Miary kapitalizacji	Giełdowe Przedsiębiorstwa Rodzinne na NewConnect	Wszystkie polskie spółki notowane na NewConnect
Wartość kapitalizacji	1792	9618
Średnia kapitalizacji	23	24,22
Mediana	6,52	8,07
I kwantyl	2,8	2,95
III kwantyl	20,67	21,28

*Źródło:* opracowanie własne na podstawie statystyk z [www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl) (13.01.2017 r.)

<sup>9</sup> Uwzględniono tylko spółki polskie.

Giełdowe przedsiębiorstwa rodzinne pozyskały w latach 2007–2016w wyniku ofert pierwotnych (IPO) 152,12 mln zł, średnia wartość emisji wynosiła 1,98 mln zł. Dla porównania średnia wartość emisji wszystkich debiutów giełdowych na rynku NewConnect w badanym okresie była wyższa i wynosiła 2,93 mln zł. Mediana pozyskanego kapitału wynosiła 1 mln zł, czyli połowa GPR pozyskała kapitał niższy niż 1 mln zł, co potwierdza, że większość z nich to małe podmioty gospodarcze.

**Tabela 3.** Liczba debiutów giełdowych badanych spółek w kolejnych latach

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
4	4	2	10	24	12	8	6	6	2

*Źródło:* opracowanie własne na podstawie danych z [www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl)

Z 78 badanych giełdowych przedsiębiorstw rodzinnych osiem pozyskało kapitał w pierwszych kilkunastu miesiącach działalności rynku alternatywnego NewConnect<sup>10</sup>. Najwięcej GPR zadebiutowało w roku 2011, i od tego roku liczba nowych przedsiębiorstw rodzinnych na rynku NewConnect maleje.

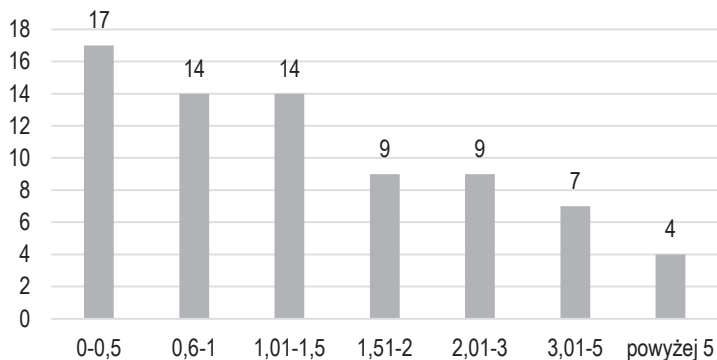
Po debiucie giełdowym 26 spółek zdecydowało się na ponowne pozyskanie kapitału poprzez emisję akcji na NewConnect – to jedna trzecia wszystkich GPR. Można wskazać więc na pozytywną ocenę finansowania udziałowego na NewConnect przez przedsiębiorstwa rodzinne.

Do oceny struktury kapitału w giełdowych przedsiębiorstwach rodzinnych posłużono się wskaźnikiem struktury kapitału, który przedstawia relację kapitału obcego w stosunku do kapitału własnego. Oczywiście jest, że wyższy poziom kapitałów własnych w relacji do kapitałów obcych oznacza mniejsze zaangażowanie finansowania obcego na rzecz własnego, w tym również udziałowego. Jednak należy podkreślić, że na wartość badanego wskaźnika ma również wpływ wynik finansowy netto, który w przypadku małych i rozwijających się przedsiębiorstw często może być niski lub nawet ujemny i poprzez to zmniejsza wartość kapitału własnego (będącego mianownikiem), a tym samym wzrasta wartość wskaźnika. Wartości wskaźnika struktury kapitału dla badanych GPR przedstawiono na rysunku 4<sup>11</sup>.

W przypadku 42% badanych przedsiębiorstw rodzinnych przyjmował wartość poniżej jednego, co świadczy o dominującej roli kapitału własnego w strukturze kapitału. W przypadku 11 przedsiębiorstw uzależnienie od kapitału obcego było niebezpiecznie wysokie (wartość wskaźnika powyżej 3).

<sup>10</sup> Rynek NewConnect funkcjonuje od 30 sierpnia 2007 roku.

<sup>11</sup> Na rysunku w przedstawionych przedziałach znajduje się łącznie 74 giełdowych przedsiębiorstw rodzinnych, cztery pominięto ze względu na ujemny kapitał własny.



**Rys. 4.** Wskaźnik struktury kapitału badanych przedsiębiorstw w 2015 r.

*Źródło:* opracowanie i obliczenia własne na podstawie danych z Notoria Online

## 6. Wnioski

Wyniki badań uprawniają do stwierdzenia, że profil spółek rodzinnych notowanych na rynku NewConnect nie odbiega znacząco od innych notowanych na tym rynku przedsiębiorstw uwzględniając kapitalizację i poziom pozyskanego kapitału, a także wielkość przedsiębiorstw.

Natomiast kolejne emisje już notowanych podmiotów mogą świadczyć o adekwatności kosztów i procedur rynku oraz akceptacji ich przez emitentów.

Na podstawie wartości wskaźnika struktury można uznać, że w pasywach większości spółek dominuje kapitał własny. Natomiast wartość udziałów będących w rękach rodzin wskazuje na dużą koncentrację akcjonariatu. Polskie przedsiębiorstwa rodzinne notowane na rynku alternatywnym NewConnect potwierdzając więc opisane w literaturze przedmiotu cechy przedsiębiorstw rodzinnych: duża koncentracja udziałów oraz dominacja członków rodziny w organach spółek.

Zważywszy, że przedsiębiorstwa rodzinne stanowią niecałe 20% wszystkich notowanych na rynku oraz biorąc pod uwagę ich kapitalizację i wartość pozyskanego kapitału należy uznać, że ich znaczenie na rynku jest raczej niewielkie.

## Bibliografia

1. Achleitner A.K., Kaserer C., Kauf T., Günther N., Ampenberger M. (2009), *Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland*, Stiftung Familienunternehmen, Monachium.
2. Achleitner A.K., Kaserer C., Günther N., Volk S. (2011), *Die Kapitalmarktfähigkeit von Familienunternehmen, Unternehmensfinanzierung über Schuldschein, Anleihe und Börsengang*, Stiftung Familienunternehmen, Monachium.
3. Exner A., Hummer C., *Wie steuern sich Familienunternehmen? Der Fremdmanager im Spannungsfeld von Familie und Unternehmen*, Hernsteiner nr 1/ 2005.
4. Gallo M.A., Vilaseca A. (1996), *Finance in family business*, Family Business Review, T. 9, Wiley Online Library.

5. Jeżak J., Popczyk W., Winnicka-Popczyk A. (2004), *Przedsiębiorstwo rodzinne. Funkcjonowanie i rozwój*. Warszawa, Difin.
6. Klein S. (2000), *Family Businesses in Germany: Significance and Structure*, Family Business Review, Vol. XIII, No 3.
7. Lieder M. (1993), *Strategische Unternehmensführung – aus der Beratersicht*, [w:] R. Hammer, H.H. Hinternuber u.a., *Strategisches Management global*. Wiesbaden, Gabler.
8. Popczyk W. (2013) *Przedsiębiorstwa rodzinne w otoczeniu globalnym*. Łódź, WUŁ.
9. Pernsteiner H., Węclawski J. (red.) (2016), *Finansowanie i corporate governance w przedsiębiorstwach rodzinnych*. Warszawa, C.H. Beck.
10. Safin K. (2007), *Przedsiębiorstwo rodzinne*. Wrocław, Wyd. Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu.
11. Stradomski M. (2010), *Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*. Warszawa, PWE.
12. Węclawski J., (1997), *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Warszawa, Wyd. Naukowe PWN.

## **EQUITY FINANCING IN FAMILY FIRMS LISTED ON ALTERNATIVE MARKET NEWCONNECT**

### **Abstract**

The article presents the characteristics of family enterprises listed on NewConnect. The author begins with definitions, then - after the presentation of the methodology – focuses on the results of studies of family businesses. These are: the total number of listed companies, as well as their market capitalization in relation to market capitalization. In addition, article studies the size of family businesses, the value of the issuing equity, the shareholders structure and the financing structure. The results of the research show the importance of family businesses on NewConnect as well as the characteristics of this group of entitles.

**Key words:** enterprises financing, family enterprises, stock exchange market.

**JEL Classification:** G32, L25, O16.