

Jan RYMARCZYK

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

ORCID: 0000-0003-4701-439X

Publiczne notowanie akcji jako źródło finansowania małych i średnich przedsiębiorstw

Streszczenie: Najważniejszą barierą rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) jest ograniczony dostęp do źródeł finansowania. W fazie startu wykorzystują one zwykle środki własne, rodziny i przyjaciół. Następnie zaś sięgają one po kredyt bankowy, którego otrzymanie jest trudne ze względu na brak historii finansowej, gwarancji i ekonomiczną ich słabość. Nieliczne mogą korzystać z grantów rządowych i wsparcia międzynarodowych organizacji (np. Unii Europejskiej). Pomocnymi mogą być alternatywne źródła finansowania takie jak venture capital, mezzanine, crowdfunding, emisja obligacji oraz publiczna emisja akcji (Initial Public Offering: IPO). Ten ostatnio wymieniony sposób finansowania może przynieść znaczne korzyści dla MŚP; umocnić ich pozycję rynkową i umożliwić ekonomiczną ekspansję, ale związany jest z wieloma barierami. Do najważniejszych należą trudność spełnienia kryteriów notowania na giełdzie lub specjalnych platformach, nawet jeśli są one łagodniejsze niż dla dużych firm, wysokie koszty, brak wiedzy o rynku kapitałowym i niska płynność akcji MŚP. Dlatego niezbędne jest podjęcie przez rządy, organizacje międzynarodowe i krajowe oraz interesariuszy działań zmierzających do likwidacji lub ograniczenia tych barier.

Słowa kluczowe: MŚP, IPO, bariery finansowe, giełda

Uwagi wstępne

Małe i średnie przedsiębiorstwa, jak powszechnie wiadomo, odgrywają niezwykle ważną ekonomiczną i społeczną rolę w każdej gospodarce. Tworzą one podstawy do zrównoważonego i trwałego ekonomicznego wzrostu, zatrudnienia i społecznej stabilności. Stanowią one około 99% wszystkich przedsiębiorstw, dostarczają około 60% globalnego produktu brutto i kreują około 70% światowego zatrudnienia. Doświadczają one jednak ograniczonego dostępu do źródeł finansowania, co w największej mierze wynika ze względnie wysokiego ryzyka udzielania im kredytów lub inwestowania w nie. Zgodnie z teorią cyklu ich życia (*lifecycle theory*), pier-

wotnym źródłem ich finansowania są własne zasoby i kapitał dostarczony przez rodzinę, znajomych, a następnie pożyczki z banków i innych instytucji finansowych np. parabanków (*SME Financing through*, 2015, s. 12–13). Kolejnym źródłem mogą być fundusze *venture capital*, anioły biznesu (*business angels*) crowdfunding, a na końcu prywatna i publiczna emisja obligacji i akcji. Z kolei tzw. teoria porządku dziobania (*pecking order theory*) sugeruje, że decyzje dotyczące struktury kapitałowej firmy zależą od jej wieku (*SME Financing through*, 2015, s. 14). Firmy młode w większym stopniu korzystają z zewnętrznych źródeł finansowania aniżeli starsze, które mogą spożytkować wcześniej zakumulowane zyski. Wydaje się jednak, że wybór źródeł finansowania w praktyce zależy w największej mierze od specyficznych warunków otoczenia, cech, możliwości i planów rozwoju danej firmy.

Należy zaznaczyć, że wyzwania związane z dostępem do finansów uległy zwiększeniu w konsekwencji globalnego kryzysu finansowego. A mianowicie nastąpiło zaostrzenie regulacji ostrożnościowych w sektorze bankowym (Basel III), co zmniejszyło dostępność kredytów dla MŚP. W tej sytuacji użycie alternatywnych sposobów finansowania, a w tym emisji akcji stało się względnie bardziej atrakcyjne dla nich.

Celem niniejszego artykułu jest analiza procesu finansowania MŚP poprzez emisję akcji. Obejmuje ona kryteria, które muszą spełniać w porównaniu do dużych firm, korzyści i bariery dostępu do giełdy oraz rozmiary emisji akcji. Opracowanie kończą wnioskowane rekomendacje, których zastosowanie mogłoby zwiększyć udział MŚP w tej formie finansowania. Autor stawia hipotezę, że publiczne notowania akcji MŚP, po uwzględnieniu przedstawionych rekomendacji, mogą przyczynić się do zmniejszenia luki w finansowaniu MŚP, a tym samym zwiększyć ich udział w efektach społecznych i ekonomicznych poszczególnych krajów. Metoda badań polegała na analizie dostępnych źródeł tj. literatury przedmiotu i raportów OECD, syntezie wniosków przy wykorzystaniu indukcji. Niewątpliwie stworzenie optymalnych warunków finansowania MŚP jest kwestią niezwykle skomplikowaną, ale znaczenie tego jest tak ważne, że wymaga stałego monitorowania, badań, rekomendacji i podejmowania holistycznych działań przez kompetentne władze i interesariuszy.

Procedura i kryteria publicznego notowania akcji MŚP

Finansowania kapitałowe polega na dostarczaniu firmie finansowych środków w zamian za udział w jej własności (*New Approaches*, 2015,

s. 73 i n.). Można wyróżnić nieformalne i formalne źródła finansowania kapitałowego. Do pierwszych należą walory dostarczane przez rodzinę i przyjaciół. One mają zasadnicze znaczenie dla start-upów, podczas gdy formalne źródła finansowania są szczególnie ważne dla przedsiębiorstw znajdujących się w późniejszych fazach rozwoju. Formalne źródła finansowania można podzielić na prywatne i publiczne. Należą do nich fundusze *venture capital*, *private equity capital*, anioły biznesu, prywatne emisje obligacji i akcji oraz publiczne emisje akcji i obligacji. Prywatne emisje przeznaczone są dla ograniczonej liczby potencjalnych nabywców. Wymogi ustawowe związane z nimi są łagodniejsze, koszty mniejsze, ale i rozmiary możliwego do pozyskania kapitału mniejsze. Publiczna emisja akcji wymaga sporządzenia i publikacji prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego. W tym celu firma zatrudnia profesjonalnego doradcę lub grupę doradców (konsorcjum emisyjne), którymi są domy maklerskie lub banki inwestycyjne i które przeprowadzają całą emisję (Rymarczyk, 2017, s. 242 i n.). Wyżej wymienione dokumenty powinny zawierać informacje o celach emisji, jej rozmiarach, cenie akcji, adresatach, polityce inwestycyjnej i polityce dywidend, analizę sytuacji spółki i perspektyw jej rozwoju oraz inne dane ważne dla uzyskania przejrzystego obrazu firmy. Doradcy powinni także opracować tzw. księgę popytu na akcję (*book building*), czyli oszacować potencjalny popyt na nie. Aby zapobiec niepowodzeniu emisji firma może zawrzeć z nimi umowę o sponsorowaniu emisji, zawierającą zobowiązanie ich do zakupu akcji, które nie znajdują nabywców. Akcje mogą być lokowane na rynku publicznym w ramach oferty pierwotnej (IPO), wtedy gdy po raz pierwszy oferowane są do sprzedaży lub na rynku wtórnym, gdy są odsprzedawane kolejnym nabywcom na giełdzie lub w obrocie pozagiełdowym.

Platformy handlu akcjami MŚP głównie w formie elektronicznej mogą być odrębnymi samodzielnymi rynkami lub stanowić segment określonej giełdy funkcjonującej paralelnie do głównego rynku (*main market*) lub innych jej segmentów. Na ogół ma on charakter „młodszego rynku” (*junior market*), na którym notowane MŚP mogą przejść na główny rynek, po spełnieniu jego kryteriów (*New Approaches*, 2015, s. 95). Możliwa jest jednak sytuacja, że segment ten jest konkurencyjny w stosunku do głównego rynku i stale notowane są na nim duże firmy, które wzrosły wskutek inwestycji.

W porównaniu do notowań na głównym rynku specjalne platformy dla MŚP, zarówno jako odrębne rynki, jak i segmenty innych rynków, oferują zwykle dużo bardziej liberalne warunki wejścia na nie, niższe

koszty, mniejsze wymogi dotyczące sprawozdawczości, łagodniejsze kryteria związane z historią działalności firmy, jej efektami finansowymi, minimalną liczbą akcjonariuszy i liczbą akcji, które pozostają w posiadaniu pierwotnych właścicieli firmy po zakończeniu IPO (*free-float shares*), mniejsza jest też biurokracja (tab. 1).

Tabela 1

**Różnice w kryteriach IPO na platformie notowań MŚP
i na rynku głównym giełdy**

Platforma notowań MŚP	Rynek główny giełdy
1. Dopuszczalna publikacja memorandum informacyjnego, który jest mniej skomplikowany aniżeli prospekt emisyjny.	1. Obowiązek publikacji prospektu emisyjnego.
2. Prostsza i szybsza procedura dopuszczenia do notowań.	2. Restrykcyjne i relatywnie dłużej trwająca procedura dopuszczenia do notowań.
3. Niższe wymogi dotyczące historii efektów ekonomicznych i finansowych firmy oraz ich poziomu.	3. Dłuższa historia efektów ekonomicznych i finansowych firmy oraz wyższy ich poziom.
4. Mniej rozbudowane regulaminy funkcjonowania rynku.	4. Ścisłe regulacje rynkowe oparte na prawie krajowym i dyrektywach unijnych w UE.
5. Mniej ścisłe wymagania informacyjne.	5. Surowsze wymagania informacyjne.
6. Łagodniejsze wymogi dotyczące sprawozdawczości.	6. Rygorystyczne wymogi dotyczące sprawozdawczości.
7. Nie wymagany minimalny poziom rynkowej kapitalizacji.	7. Ustalony minimalny poziom rynkowej kapitalizacji.
8. Brak wymaganego udziału akcji w publicznych rynkach.	8. Minimalny, określony udział akcji w publicznych rynkach.
9. Ulgi podatkowe i inne środki wspierające wejście na giełdę.	9. Brak czynników wsparcia ze strony rządu.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: <https://translate.googleusercontent.com>, 18.04.2018.

Tym niemniej pozostaje w mocy wiele zasad i regulacji, które mogą utrudniać dostęp MŚP do giełdy, a które są niezbędne w celu ochrony interesów inwestorów, zapewnienia transparentności firm i odpowiedniego poziomu ich ładu korporacyjnego (*corporate governance*).

Korzyści wynikające z emisji akcji oraz bariery

Finansowanie poprzez emisję akcji może mieć kluczowe znaczenie dla firm poszukujących długookresowego, korporacyjnego źródła kapitału w celu kontynuowania wzrostu opartego na innowacyjności. Muszą

one być jednak atrakcyjne dla potencjalnych inwestorów tzn. ich aktualna sytuacja gospodarcza, a przede wszystkim perspektywy wzrostu i zwrotu z kapitału powinny być wysoko przez nich oceniane. Z tego wynika, że względnie niewielki segment MŚP kwalifikuje się do tej formy finansowania i w zasadzie dotyczy on nie małych a średnich przedsiębiorstw. Emisja akcji może być źródłem stabilnego finansowania bardziej dogodnym aniżeli kredyt bankowy. Potencjalne korzyści dla firmy wykraczają poza efekty pierwszej emisji akcji, która pozwala zgromadzić kapitał na planowane inwestycje. Kolejne potrzeby kapitałowe mogą być zaspokajane z następnych emisji akcji. Poprawie ulega *corporate governance* jako rezultat wymogów stawianych firmie notowanej na giełdzie. Rośnie jej transparentność, co zmniejsza asymetrię informacji pomiędzy firmą a inwestorami. Rosnący biznes firmy zwiększa bezpieczeństwo jej interesariuszy (*stakeholders*) zaufanie do niej i poprawia jej korporacyjny image. Przekazanie części akcji pracownikom w ramach programu opcji ich zakupu poprawia ich motywację, lojalność i sprawność działania. System zarządzania oraz przepływu informacji w firmie ulega poprawie. Potencjalna baza inwestorów ulega zwiększeniu a ryzyko rozproszeniu. W szczególności fundusze *venture capital* może zachęcić możliwość wyjścia z inwestycji w firmie poprzez sprzedaż akcji. Wzrost kapitału własnego firmy poprawia strukturę bilansu i umożliwia osiągnięcie wyższego ratingu, co będzie ułatwiało następne emisje akcji lub pozyskiwanie kapitału z innych źródeł. Obecność w związanym z giełdą ekosystemie (inwestorzy, doradcy, banki, brokerzy, dealerzy, analitycy itd.) zwiększa *image* firmy na rynku, co sprzyja wzrostowi popytu na jej produkty (*Opportunities and constraints*, 2015, s. 59; *SME Financing through*, 2015, s. 23; Peterhoff, Romeo, Calvey, 2014, s. 8). Wymienione efekty mają charakter potencjalny tzn. wystąpią, jeśli proces upublicznienia zostanie prawidłowo przeprowadzony, perspektywy rozwoju firmy oceniane będą pozytywnie przez inwestorów, a cykl koniunkturalny i inne czynniki rynkowe będą sprzyjać zakupom akcji. Dlatego niezwykle ważny jest wybór właściwego czasu emisji akcji.

Trudności, które muszą pokonać MŚP, aby stać się publicznymi spółkami są znacznie większe w porównaniu z dużymi firmami. Dlatego ich pokonanie świadczy o wysokich kwalifikacjach, sprawności w zakresie zarządzania biznesem, zdolności pokonywania ryzyka przez ich menedżerów – właścicieli.

Jako pierwszą barierę można wymienić brak wiedzy i świadomości istnienia alternatywnych sposobów finansowania poza najczęściej wyko-

rzystywanym kredytem bankowym (Ferreira, Mendes, Pereira, 2016, s. 50; Kaousare, Wehingere, 2015, s. 51–52; *Stimulating SME*, 2014, s. 1).

Drugą barierą jest niewystarczający zasób wiedzy i kwalifikacji oraz ograniczone rozumienie zasad funkcjonowania rynku kapitałowego. Wynikający z tego brak wizji stania się spółką publiczną działa również ograniczająco na formułowanie odpowiedniej strategii finansowej i marketingowej firmy.

Trzecią barierę stanowi asymetria informacyjna pomiędzy inwestorami a MŚP wynikająca z braku ich transparentności i standaryzacji informacji. Skutkuje to brakiem zainteresowania inwestorów lub dokonywaniem niewłaściwych wyborów przy kupnie akcji (*moral hazard*). Czwarta bariera to niska jakość biznes planów i projektów inwestycyjnych, na podstawie których przygotowywane są prospekty emisyjne.

Piątą barierą to niemożliwość spełnienia kryteriów dostępu do rynku publicznego dla przeważającej liczby MŚP ze względu na ich słabość ekonomiczno-finansową, pomimo specjalnie tworzonych dla nich w wielu krajach platform o złagodzonych regulaminach w porównaniu do głównego rynku notowań.

Szóstą barierą to obawy przedsiębiorców przed „rozwodnieniem kapitału” i utratą kontroli nad spółką.

Siódmą barierą to koszty, z których wiele jest niezależnych od wielkości firmy tzn. są takie same dla dużych i małych przedsiębiorstw. Bezpośrednie koszty związane są przede wszystkim ze sporządzeniem prospektu emisyjnego i sprawozdawczością. Obejmują one wynagrodzenie doradców, sponsorów, audytorów, opłaty za dostęp do giełdy i notowania na niej. Szacowane one są na 5–15% wartości zgromadzonego przez emisję akcji kapitału. Natomiast pośrednie koszty to (*SME financing and equity*, 2017, s. 7):

- alternatywny koszt managementu związany z wprowadzeniem i funkcjonowaniem spółki na giełdzie;
- potencjalna utrata lub zmniejszenie kontroli nad spółką;
- wzrost publicznej odpowiedzialności spółki;
- ustanowienie wymaganych przez giełdę struktur zarządzania spółką;
- krótkoterminowa presja rynku przekładająca się na niestabilność cen akcji.

Ósmą barierą stanowi niedorozwój rynku kapitałowego w wielu krajach. Dotyczy to krajów rozwijających się i w mniejszym stopniu *emerging markets*.

Dziewiątą barierą to brak specjalnych regulacji ułatwiających dostęp MŚP do giełdy – wyodrębnionych platform dla ich notowania w wielu krajach.

Dziesiąta bariera to wysokie ryzyko inwestowania w akcje MŚP w ocenie inwestorów ze względu na ograniczony ich potencjał ekonomiczno-finansowy.

Jedenasta bariera to mała skala obrotów i niska płynność akcji MŚP na rynku wtórnym.

Dwunasta bariera to asymetryczne, podatkowe traktowanie długu i kapitału na korzyść tego pierwszego. W większości jurysdykcji odsetki od kredytu mogą być zaliczane do kosztów uzyskania przychodu, natomiast nie dotyczy to dywidend.

Trzynasta bariera to słaba baza inwestorów. W szczególności niewielkie znaczenie lub brak inwestorów instytucjonalnych takich jak: fundusze emerytalne, ubezpieczeniowe, inwestycyjne, państwowe fundusze majątkowe, hedgingowe, *venture capital* i inne.

Czternasta bariera to brak systemu motywacji detalicznych inwestorów w kapitałowe angażowanie się w MŚP oraz tego promocji.

Piętnasta bariera to brak tradycji i kultury inwestowania na giełdzie w pewnych częściach świata.

Szesnasta bariera to wysokie wymagania dotyczące raportowania wyników finansowych i biurokracji.

Siedemnasta bariera to niechęć przedsiębiorców do przekazywania wrażliwych dla firmy informacji do wiadomości publicznej, co szczególnie dotyczy innowacyjnych firm.

Osiemnasta bariera to brak wyspecjalizowanego ekosystemu, którego uczestnicy mogliby dostarczyć MŚP usług niezbędnych do ich upublicznienia i funkcjonowania na giełdzie. W takim ekosystemie podstawową rolę odgrywają banki inwestycyjne, doradcy prawni i finansowi, analitycy kapitałowi, informatycy, brokerzy, dealerzy, *market makers* i inwestorzy. Słabe zainteresowanie tych podmiotów wynika z przyczyn ekonomicznych tj. z niskiej opłacalności świadczonych przez nich usług ze względu na małą skalę obrotów.

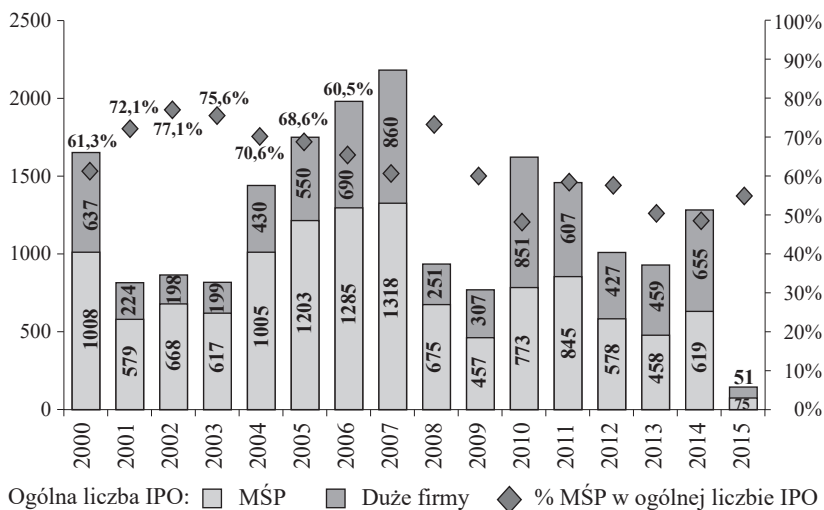
Dziewiętnasta bariera to fragmentaryzacja rynku kapitałowego MŚP w Europie. Istniejące różne regulacje giełdowe, przepisy dotyczące papierów wartościowych, bankructwa i podatków powodują, że poza inwestycjami w akcje dużych firm, o dobrej i ugruntowanej pozycji finansowej (*blue chips*) praktycznie nie istnieje rynek krzyżowych notowań w Europie. Należy jednak podkreślić, że Unia Rynków Kapitałowych Komisji Europejskiej (*European Commission Capital Markets Union*) podjęła pewne działania mające na celu ograniczenie alienacji rynków kapitałowych, co może mieć pozytywny wpływ na internacjonalizację kapitałową MŚP.

Wymienione tu bariery są podstawowymi i występującymi najczęściej. W rzeczywistości jest ich znacznie więcej. Wiele z nich ma indywidualny charakter związany ze specyfiką danej firmy i cechami jej otoczenia, które różnią się od siebie w poszczególnych krajach.

Rozwój rynku akcji małych i średnich przedsiębiorstw na świecie

We wszystkich krajach, z wyjątkiem USA, kredyty i pożyczki bankowe jako zewnętrzne źródło finansowania mają największe znaczenie nie tylko dla dużych, ale i MŚP. Rynek kapitałowy USA jest największym na świecie i dominującym również pod względem innowacyjności. Nowe instrumenty finansowe powstające na tym rynku z pewnym opóźnieniem transponowane są na rynki innych kontynentów, w pierwszym rzędzie Europy Zachodniej i Japonii. Ta tendencja dotyczy również finansowania MŚP przez system notowań publicznych. Liczba MŚP po raz pierwszy notowanych na giełdach (IPO) na świecie rosła aż do wybuchu globalnego kryzysu finansowego lat 2008–2009, podobnie jak i dużych firm, a po jego zakończeniu generalnie nie odzyskała już poprzedniego poziomu (wykres 1).

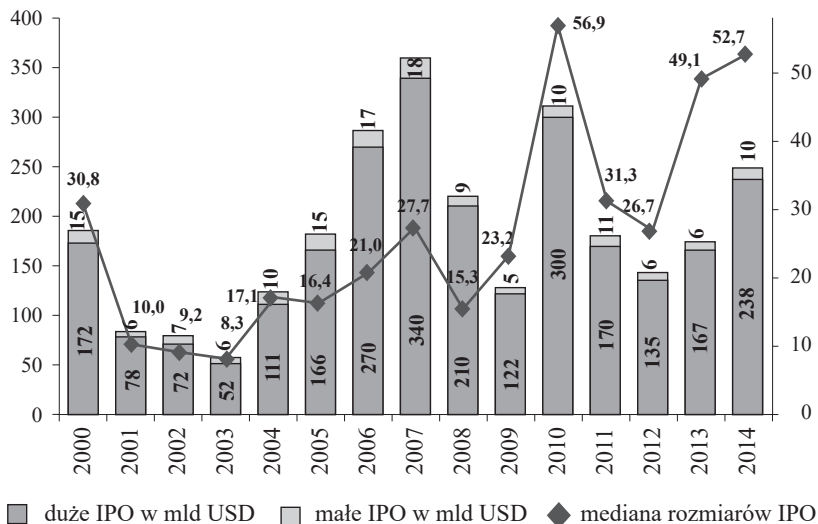
Wykres. 1. Liczba IPO MŚP na świecie w latach 2000 – Q1 2015 (w liczbach absolutnych i % ogólnej ich liczby)



Źródło: Kaousar, Wehinger, 2015, s. 56.

Kryzys w większym stopniu dotknął MŚP aniżeli duże firmy. Jeśli przed nim udział MŚP w publicznych emisjach akcji wysoko przekraczał udział dużych firm, to po nim znacznie spadł i niekiedy wynosił mniej niż 50%. Natomiast jeśli brać pod uwagę rozmiary kreowanych dochodów przez przedsiębiorstwa IPO, to zdecydowana przewaga jest po stronie dużych firm (wykres 2). Dochody MŚP IPO stanowiły tylko niewielki ułamek wartości tych pierwszych.

Wykres 2. Dochody MŚP notowanych po raz pierwszy na giełdach (IPO) na świecie w latach 2000 – Q1 2015 (w mld USD, mediana rozmiarów IPO w mln USD)



Źródło: Kaousar, Wehinger, 2015, s. 57.

Tendencje w kształtowaniu się dochodów MŚP notowanych na giełdzie były podobne jak dotyczące ich liczby. Po przejściowym spadku i stagnacji w latach 2001–2003 rosły one aż do 2007 r. włącznie, a później nastąpił ich spadek i stabilizacja na niższym poziomie.

Badania dotyczące rozmiarów MŚP IPO w *emerging markets* i rozwijających się krajach w XXI wieku potwierdziły wyżej opisane zmiany w ich generalnym, światowym trendzie (Schellhase, Woodsome, 2017, s. 7–9). Szczegółowa analiza wykazała jednak istnienie w ramach ogólnego trendu trzech różniących się od siebie kierunków rozwoju MŚP IPO na pew-

nych giełdach. Pierwsza subtendencja charakteryzowała się początkowym silnym wzrostem liczby pierwszych notowań, następnie spadkiem i późniejszym odbiciem. Taki rozwój wykazywały IPO na dwóch platformach giełdy *Shenzhen Stock Exchange* w Chinach tj. *ChiNext* i *SSE SME Board* oraz *New Connect* Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Drugi kierunek rozwoju to wysoka początkowo liczba IPO, a następnie spadek i utrzymująca się ich stagnacja. Do tej kategorii należały IPO na takich giełdach jak *Bursa Malaysia's ACE Market*, *Johannesburg Stock Exchanges's AUX*, *Mauritius Stock Exchange's Development and Enterprise Market*. Trzecia subtendencja polegała na stałym wzroście liczby MŚP IPO w badanym okresie (2002–2015). Dotyczyło to takich giełd jak *MAI* w Tajlandii, *Second National Market* w Turcji i *BSE SME Platform* w Indiach.

Ocenia się, że w co najmniej 24 krajach funkcjonują odrębne giełdy lub platformy dla MŚP (*New Approaches*, 2015, s. 100–1002). Najbardziej godne uwagi to: *Alternative Investment Market* (AIM) w Wielkiej Brytanii, *NYSE Alternext* w Europie (Bruksela, Lizbona i Paryż) *KOSDAQ* w Korei, *TSX – Venture Exchange* (TSX-V) w Kanadzie, *Mothers* w Japonii, *New Connect* Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych, *HK GEM* w Hong Kongu, *ALEX* w Republice Południowej Afryki, *ChiNext* i *SZSE SME Board* w Chinach, *SME Platform's Bombay Stock Exchange*, *ACE Market's Bursa Malaysia*, *Mai* w Tajlandii, *Deutsche Börse Entry Market*, *Marcado Alternative Bursatil* w Hiszpanii i *Novo Mercado* w Brazylii.

Z przeprowadzonych badań wynika, że prawie wszystkie nowe rynki (*junior markets*) wprowadziły bardziej liberalne wymagania dotyczące wejścia na giełdę lub platformę i funkcjonowania na nich MŚP aniżeli na głównym rynku (Jain, Shukla, Singh, 2013, s. 141). Obejmują one kwestie dotyczące czasu działania firmy, obrotów, dochodów, *cash flow*, zysków, *due dilligence*, minimalnej liczby akcjonariuszy i liczby *free – float* akcji. Wyjątkiem jest brazylijski rynek *Novo Mercado*, gdzie ustanowiono wyższe standardy dla notowań MŚP aniżeli na rynku głównym. Celem było zwiększenie zaufania inwestorów i poprzez to płynności rynku.

Rekomendacja dla wzrostu aktywności MŚP w pozyskiwaniu kapitału poprzez giełdę

Wzrost zakresu dostępnych źródeł finansowania MŚP jest niezbędnym warunkiem ich rozwoju, ponieważ, jak już była mowa, luka finansowa jest tego największą barierą. W niewystarczającym do tej pory stop-

niu stosowaną formą jej zmniejszenia jest publiczne notowanie ich akcji. Względnie niewielki udział MŚP w notowaniach giełdowych wynika z ich immanentnych cech, jak również z uwarunkowań ich otoczenia. Szereg ograniczeń upublicznienia może zostać usunięte lub zmniejszone przez odpowiednie działania regulacyjne ze strony giełd, rządów, samorządów i organizacji pozarządowych lub przez same MŚP. Do najważniejszych z nich należy zaliczyć:

- zmniejszenie złożoności regulacji dotyczących IPO i funkcjonowania MŚP na giełdzie. Najbardziej znaczące koszty, które muszą ponieść MŚP są funkcją kompleksowości i skali regulacji. Im bardziej skomplikowane są przepisy, im większa jest ich liczba, tym więcej czasu muszą przedsiębiorcy im poświęcić i w tym większym zakresie muszą korzystać z doradców. Organy regulacyjne giełd powinny dokonać przeglądu obowiązujących regulacji i wyeliminować te, które mają mniejsze znaczenie, w tym przede wszystkim zmniejszyć obowiązki raportowania, wymogi dotyczące rozmiarów kapitału własnego, rentowności, minimalnej liczby akcjonariuszy i *free float* akcji oraz obniżyć opłaty rejestracyjne i inne ustanowione przez giełdę oraz uprościć język regulacji. Powinno to zostać dokonane w konsultacji z przedstawicielem MŚP, inwestorów i pośredników giełdowych. Dokonane uproszczenia regulacyjne nie powinny jednak zagrażać interesom inwestorów. Powinna być zapewniona równowaga pomiędzy stabilnością finansową a otwarciem giełdowego kanału finansowania MŚP. Zmniejszeniu obowiązków informacyjnych powinna towarzyszyć zwiększona ich jakość;
- stworzenie systemu edukacji finansowej przedsiębiorców. Programy edukacji powinny nie tylko dostarczyć wiedzy o dostępnych instrumentach finansowych, ale także ułatwić zrozumienie znaczenia dla ich biznesów finansowego i ekonomicznego otoczenia. Powinny umożliwić sformułowanie strategicznej wizji biznesu i identyfikację potencjalnych dostawców kapitału i inwestorów, odpowiednie rozumienie i odpowiednie zarządzanie ryzykiem finansowym poszczególnych instrumentów, a także przeprowadzenie *due dilligence*, formułowanie dobrych biznes planów i projektów inwestycyjnych szczególnie związanych z ryzykownym segmentem rynku. Edukacja powinna obejmować także zastosowanie nowoczesnych technik informacyjno-komunikacyjnych w funkcjonowaniu giełd, w tym handlu algorytmicznego opartego na transakcjach wysokiej częstotliwości. Takie programy edukacyjne powinny być organizowane przez rządy,

publiczne finansowe instytucje, giełdy, wyższe uczelnie, non-profit organizacje i multilateralne banki rozwoju. W wielu krajach istnieją narodowe strategie wspierające finansową edukację, ale rzadko ukierunkowane są na MŚP. Dobrym przykładem jest zorganizowana przez *London Stock Exchange Group* we Włoszech pomoc dla MŚP w celu ułatwienia ich wejścia na giełdę w formie treningu, tutoring, mentoringu i bezpośrednich kontaktów z finansową społecznością;

- zmniejszenie luki informacyjnej przez utworzenie scentralizowanej bazy ratingu i informacji na poziomie krajowym lub regionalnym. Informacje mogłyby być gromadzone przez różne organizacje rządowe i analizowane przez wyspecjalizowane firmy i udostępniane na stronach Web. Należy zaznaczyć, że bariera informacyjna dotyczy szczególnie innowacyjnych MŚP z dużym udziałem wartości niematerialnych, które zmaterializują się dopiero w przyszłości. Dlatego proponowana baza miałaby szczególne znaczenie w przypadku start-upów. Pewne ramy dla takich narodowych baz tworzą coroczne opracowania OECD *Scoreboard on Financing SMEs and Entrepreneurs*, w których zawarte są międzynarodowe referencje dotyczące monitorowania rozwoju i trendów w działalności MŚP, a także ich finansów;
- podjęcie przez rządy specjalnych działań w celu promocji i zwiększenia zakresu inwestowania w akcje MŚP. Obejmowałyby one wkład w podniesienie poziomu świadomości i wiedzy różnych finansowych inwestorów o możliwościach inwestowania w MŚP i korzyściach z dywersyfikacji ich portfela aktywów. Polegałoby na dostarczeniu informacji o transakcjach, które odniosły sukces i platformach dla alternatywnych instrumentów. Ważnym działaniem byłoby bezpośrednie inwestowanie poprzez specjalne fundusze rządowe, co-inwestycyjne fundusze tzn. rządowo-prywatne i fundusze funduszy. Przykładem publiczno-prywatnego współdziałania są podejmowane w Izraelu programy *Yozma*, w Danii *Growth Capital Fund* i w Turcji *Growth and Innovation Fund*. Współcześnie w krajach OECD kładzie się raczej nacisk na współdziałanie sektora publicznego z prywatnym aniżeli na bezpośrednie inwestycje rządowe. Rządy powinny wprowadzać podatkowe zachęty dla kupujących i posiadających akcje MŚP oraz tworzyć korzystne warunki finansowe dla przedsiębiorców, w tym ulgi i zwolnienia podatkowe dla giełdowych MŚP;
- zwiększenie płynności akcji MŚP poprzez działania na rzecz rozszerzenia bazy inwestorów, a przez to zwiększenie płynności akcji MŚP.

Instytucjonalnym rozwiązaniem jest tworzenie nowego typu platform handlu akcjami MŚP, które koncentrowałyby transakcje instytucjonalnych inwestorów takich jak fundusze emerytalne, ubezpieczeniowe, *private equity*, *venture capital*, aniołów biznesu oraz biura rodzin. Te platformy dostarczałyby usług dotyczących wysokiej jakości informacji i doradztwa i były pomocne w budowaniu trwałych relacji pomiędzy inwestorem a MŚP. Przykładem takiej, nowego typu platformy jest *NASDAQ Private Market*, na której istnieje handel akcjami firm, które jeszcze nie zostały dopuszczone do publicznego obrotu (<https://translate.googleusercontent.com/translate?hl=pl&sl=en&tl=pl&u=https://www.nasdaq.com/private-market>, 2017, s. 32–34; *Enhancing SME*, 2018, s. 16–20; *Financing*, 2017, s. 8–9).

Wysoce pożądanym byłoby tworzenie pan-regionalnych platform dla handlu akcjami MŚP z różnych krajów. Pozwalałoby to na łatwiejsze osiągnięcie przez nie krytycznej masy notowań i płynności niezbędnej dla ekonomicznego wzrostu i większej skali inwestycji. Wymaga to jednak przewyżczenia różnic narodowych wynikających z odmienności walut, systemów prawnych, regulacji giełdowych, podatków, stopnia rozwoju rynków kapitałowych itd. Sprzyjającym czynnikiem jest rozwój regionalnych integracji, o czym świadczy fakt, że pierwszą pan-regionalną platformą dla handlu akcjami MŚP była *Alternext* w Europie. Odnotowano także próby tworzenia podobnych platform na Bliskim Wschodzie i w Afryce.

Zakończenie

Finansowanie poprzez emisję akcji nie jest sposobem pozyskiwania kapitału możliwym do powszechnego wykorzystania przez MŚP. Wręcz przeciwnie może ono dotyczyć tylko ich „elity” tj. firm o dużych perspektywach wzrostu, opartych na innowacyjnych rozwiązaniach i zarządzanych przez kompetentnych menedżerów. Nie może być również traktowane jako remedium na rozwiązanie wszystkich problemów finansowych przedsiębiorstwa. Jest to środek raczej komplementarny aniżeli substytucyjny tzn. powinien być stosowany w towarzystwie innych, takich jak finansowanie przy pomocy emisji obligacji długu bankowego czy *mezzanine*. Tylko niewielki procent MŚP jest notowanych na giełdzie i zwykle charakteryzują się wysokim poziomem relacji ryzyko–zwrot.

Korzyści wynikające z wejścia na giełdę wykraczają poza efekty IPO i związane są ze wzrostem rozpoznawalności firmy, zaufania do niej inwestorów, poprawą struktury kapitałowej i ratingu oraz zmniejszeniu luki

informacyjnej. Wszystko to ułatwia dostęp do innych źródeł finansowania i po niższym koszcie oraz ewentualne następne emisje akcji. Zebrany kapitał pozwala na realizację zamierzonych inwestycji i wzrost firmy aż do jej przejścia do grupy dużych przedsiębiorstw. Nie jest to jednak łatwa droga – wymaga przezwyciężenia wielu barier, z których najważniejsze to niemożliwość spełnienia kryteriów dostępu do rynku publicznego ze względu na słabość ekonomiczno-finansową MŚP, nawet jeśli one są dla nich łagodniejsze. Zarówno IPO, jak i późniejsze funkcjonowanie na giełdzie związane jest z dość wysokimi kosztami i również kosztownymi obowiązkami raportowania. One formalnie są zwykle niższe dla MŚP, notowanych na specjalnych platformach lub odrębnych giełdach aniżeli dla dużych przedsiębiorstw. Przy znacznie mniejszych rozmiarach emisji tych pierwszych, koszt przypadający na jedną akcję jest jednak dużo większy. Istotną przeszkodą jest brak wiedzy i rozumienia zasad funkcjonowania rynku kapitałowego oraz obawy przed utratą kontroli nad spółką. Jedną z najpoważniejszych barier jest brak płynności akcji MŚP wynikającej z wysokiej oceny ich ryzyka przez inwestorów oraz niedorozwoju rynku kapitałowego w wielu krajach – braku inwestorów instytucjonalnych i tradycji inwestowania w akcje przez indywidualne osoby.

W celu przezwyciężenia tych i szeregu innych barier niezbędne jest podjęcie przez władze poszczególnych krajów, giełdy, organizacje inwestorów oraz różnego rodzaju fundusze działań o charakterze edukacyjnym, zmniejszających lukę informacyjną pomiędzy potencjalnymi inwestorami a MŚP. Należy dążyć do redukcji kompleksowości i rozmiarów regulacji dotyczących IPO i zmniejszenia kosztów z tym związanych. Powinna zostać rozszerzona baza inwestorów poprzez tworzenie rządowo-prywatnych funduszy i podatkowe zachęty dla inwestorów. Te i inne wymienione wcześniej przedsięwzięcia mogą przynieść efekty dopiero w dłuższym okresie czasu. Zmiany dotyczące świadomości, kultury inwestowania i tworzenia solidnych podstaw rynku kapitałowego zwykle następują w sposób ewolucyjny. Nie należy spodziewać się, że przyniosą one spektakularne efekty. Ale jeśli spowodują, że znacząco więcej MŚP będzie korzystało z finansowania poprzez emisję akcji to zamierzony cel zostanie osiągnięty.

Bibliografia

Enhancing SME access to diversified financing instruments (2018), Discussion Paper SME Ministerial Conference 22–23 February 2018, OECD, Mexico City.

- Ferreira M., Mendes D., Pereira I. C. (2016), *Non-bank financing of European non-financial Firms*, Study raport, School of Business and Finance.
- Financing SMEs and entrepreneurs* (2018), An OECD Scoreboard, Highlights.
<https://translate.googleusercontent.com/translate>, 18.04.2018.
- Jain R. K., Shukla A. K., Singh K. (2013), *SME financing through iPOs-An Overview*, Reserve Bank of India Occasional Papers, vol. 34, nr 1.
- Kaousar Nassr I., Wehinger G. (2015), *Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs*, „OECD Journal: Financial Market Trends”, vol. 1, OECD.
- New Approaches to SME and entrepreneurship financing: broadening the range instruments* (2015), OECD, Paris.
- Opportunities and constraints of market – based financing for SMEs*, OECD Report to G20 finance ministers and central bank governors, September 2015.
- Peterhoff D., Romeo J., Calvey P. (2014), *Towards better capital Market Solutions for SME Financing*, Oliver Wyman.
- Rymarczyk J. (2017), *Finanse biznesu międzynarodowego*, Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu, Poznań.
- Schellhase J., Woodsome J. (2017), *SME and Public Equity Financing: A New Dates of SME Boards in Emerging Markets and Developing Economies*, Milken Institute, Center for Financial Markets.
- SME financing and equity markets* (2017), World Federation of Exchanges.
- SME financing through capital markets*, Final report OICU – IOSCO, FR 11/2015.
- Stimulating SME equity financing? Change the culture*, <http://oecdinsights.org/2014/12/03>, 30.05.2018.

Initial public offering as a source of financing for small and medium-sized enterprises

Summary

The essential constraint on the development of small and medium-sized enterprises (SMEs) is their limited access to sources of finance. In the initial stage they usually use their own or family and friends' resources. Next, they look for bank loans, which are difficult to get due to the lack of financial history and guarantees, and their weak business condition. Some can use government grants and support from international organizations (e.g. the European Union). They can also take advantage of alternative sources of finance, such as venture capital, mezzanine, crowdfunding, bond issuing and initial public offering (IPO). The latter form of financing may bring substantial benefits to SMEs, strengthen their market position and facilitate their economic expansion, but it involves many constraints. The most significant concern difficulties in fulfilling the criteria to enter the stock exchange or special platforms (even though

such criteria are less strict than for large companies), high costs, a lack of knowledge about the capital market and the low liquidity of SME shares. Therefore, it is essential for governments, international and domestic organizations and stakeholders to take steps to eliminate or limit these constraints.

Key words: SME, IPO, financial constraints, stock exchange