

TOMASZ SWACZYNA

**OKREŚLENIE RODZAJÓW INNOWACJI SPÓŁEK PUBLICZNYCH
NA PRZYKŁADZIE NEWCONNECT ORAZ ZALEŻNOŚĆ MIĘDZY NIMI
A ICH WARTOŚCIĄ RYNKOWĄ**

Słowa kluczowe: innowacyjność, wycena przedsiębiorstw, wartość

Keywords: innovation, value of firms, value

Klasyfikacja JEL: G32

Wprowadzenie

Uruchomiony w 2007 roku Alternatywny System Obrotu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie – NewConnect, miał być jednym z elementów wpływających na rozwój rynku kapitałowego w Polsce. Od początku swojego istnienia dedykowany był on mniejszym podmiotom, często start-upom biznesowym, w celu pozyskania finansowania na dalszy rozwój lub wdrożenie opracowanych produktów. Należy w tym miejscu zaznaczyć, że w grupie notowanych na tym rynku spółek znajdują się również takie, które nie charakteryzują się wysokim poziomem innowacyjności lub nie prowadzą działalności innowacyjnej, a ich celem debiutu było pozyskanie kapitału na dalszy rozwój lub chęć sprzedaży części biznesu zainteresowanym inwestorom.

Głównym źródłem informacji wykorzystanych w artykule na temat badanych spółek będą udostępniane przez nie Dokumenty Informacyjne oraz komunikaty rynkowe. Są to dokumenty, które spółki mają obowiązek publikować, zawierające szereg informacji na temat działalności podmiotów i kluczowych czynników, które na nią wpływają.

Efektom realizacji badania dotyczącego innowacyjności spółek notowanych na NewConnect, będzie określenie udziału innowacyjnych podmiotów w strukturze wszystkich spółek, stworzenie struktury podmiotów, ze względu na rodzaj innowacji oraz próba określenia zależności między rodzajem innowacji a wartością rynkową przedsiębiorstwa, na podstawie wartości wskaźników rynkowych (cena / zysk oraz cena / wartość księgową) notowanych przez organizatora rynku, czyli Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie.

Innowacyjność spółek

W pierwszej kolejności dokonano klasyfikacji spółek do grup innowacyjnych i nieinnowacyjnych. W tym celu przeprowadzono analizę jakościową dokumentów informacyjnych podmiotów, gdzie jako kryterium podziału uznano wprowadzenie danego typu innowacji w okresie 3 lat do dnia 31.08.2012 roku. Następnie spośród zaklasyfikowanych do zbiorowości przedsiębiorstw innowacyjnych przeprowadzono kolejny podział pod względem dwóch kryteriów innowacyjności. Pierwszym z nich jest podział spółek na te, które przeprowadziły innowacje ewolucyjne i rewolucyjne, gdzie zbiorowość została podzielona na 3 podgrupy (innowacje rewolucyjne, ewolucyjne oraz obie jednocześnie). Drugi z podziałów uwzględni podział na spółki realizujące innowacje produktowe, procesowe, marketingowe i organizacyjne, w tym wypadku wyróżniono 9 podgrup.

Badaniu poddano 410 spółek notowanych na rynku NewConnect na dzień 31.08.2012 roku. Struktura zbiorowości w zależności od branż, w jakich działają spółki oraz ich liczebność przedstawiała się następująco.

Tabela 1

Zestawienie ilościowe spółek notowanych na NewConnect
na dzień 31.08.2012 roku wg branż

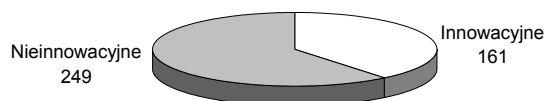
Sektor	Liczba spółek
Handel	67
Usługi inne	51
Informatyka	38
Media	35
Usługi finansowe	34
Budownictwo	32
Technologie	30
Inwestycje	24
Ochrona zdrowia	22
Nieruchomości	18
Wypoczynek	15
Eko-energia	13
Telekomunikacja	12
E-handel	11
Recycling	8

Źródło: opracowanie własne.

Pomimo faktu, że rynek NewConnect tworzony był z myślą o wspieraniu innowacyjnych, związanych z nowoczesnymi technologiami podmiotów, to w strukturze sektorowej przedsiębiorstw obecnych na tym rynku dominują przedsiębiorstwa zajmujące się handlem

i usługami. Należy do tego dodać fakt, że nie są to podmioty zajmujące się handlem elektronicznym, gdyż ta grupa podmiotów została zaliczona do sektora e-handel.

Śród grupy podmiotów, do zbiorowości przedsiębiorstw innowacyjnych zaliczono 161 podmiotów, jednocześnie za nieinnowacyjne uznając 249 z nich.



Rysunek 1. Podział notowanych na NewConnect spółek na innowacyjne i nieinnowacyjne

Źródło: opracowanie własne.

Według przyjętych w artykule kryteriów, podmioty innowacyjne stanowią niespełna 40% zbiorowości spółek notowanych na NewConnect na dzień 31.08.2012 roku, co w opinii autora jest wynikiem zgodnym z opinią ekspertów i analityków polskiego rynku kapitałowego, którzy sygnalizowali, że na rynku NewConnect dominują liczebnie spółki nieinnowacyjne bądź o mniejszym potencjalnie innowacyjnym.

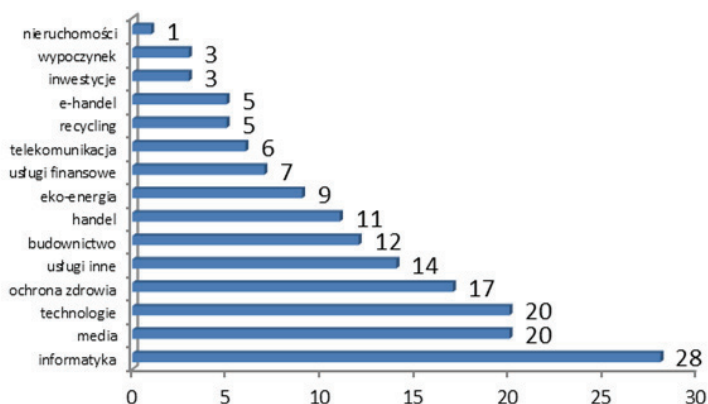
W dalszej części badania postanowiono przyrzeć się strukturze zbiorowości firm innowacyjnych, dzieląc ją na grupy według następujących kryteriów: (1) sektor, w którym działa¹, (2) charakter innowacji (rewolucyjna i ewolucyjna), (3) rodzaj innowacji (produktywna, procesowa, organizacyjna, marketingowa).

Podział sektorowy podmiotów innowacyjnych notowanych na NewConnect przedstawiono na rysunku 2.

Innowacyjność rynku NewConnect w znacznej mierze oparta jest na innowacyjności spółek informatycznych. Stanowią one najliczniejszą grupę, gdyż relatywnie łatwo jest rozpocząć działalność i pozyskać finansowanie projektom informatycznym, gdyż ich działalność w krótkim okresie czasu umożliwia uzyskanie przychodów. Dodatkowo, spółki informatyczne, były bardzo często beneficjentami programów związanych ze wsparciem innowacyjnych przedsięwzięć (w tym Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka), co przyczyniało się do ich rozwoju i w dalszej kolejności pozyskaniu kapitału i debiucie na rynku NewConnect.

Po 20 przedstawicieli mają spółki operujące w sektorze mediów i technologii. Przedsiębiorstwa zaliczane do obu grup wykorzystują w swojej działalności najnowocześniejszą technologię, co również skutkuje opracowywaniem i wprowadzaniem na rynek innowacyjnych produktów i rozwiązań.

¹ Podział zgodny z kryterium spółek notowanych na NewConnect uwzględnia 15 działów: informatyka, inwestycje, eko-energia, telekomunikacja, usługi inne, media, technologie, usługi finansowe, nieruchomości, ochrona zdrowia, budownictwo, recycling, wypoczynek, e-handel, http://newconnect.pl/index.php?page=znajdz_spolke.



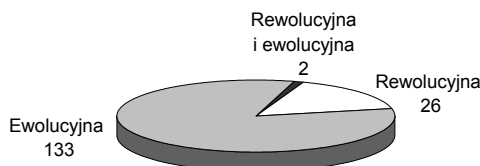
Rysunek 2. Innowacyjne spółki notowane na NewConnect wg sektora

Źródło: opracowanie własne.

Analizując charakter innowacji, wprowadzanych przez spółki publiczne notowane na NewConnect, można wyróżnić 3 grupy podmiotów wprowadzające innowacje:

- rewolucyjne,
- ewolucyjne,
- rewolucyjne i ewolucyjne.

Strukturę zbiorowości spółek przedstawiono na rysunku 3.

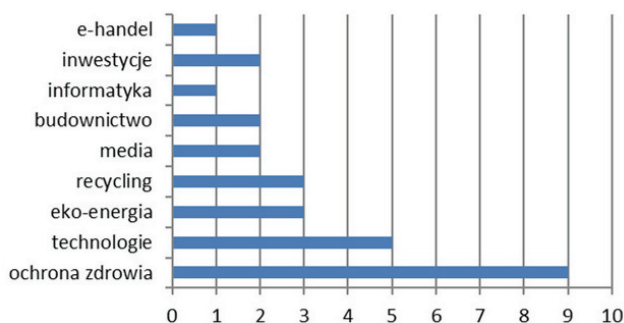


Rysunek 3. Struktura spółek notowanych na NewConnect według charakteru innowacji

Źródło: opracowanie własne.

W grupie podmiotów sklasyfikowanych jako spółki innowacyjne dominujący udział posiadają przedsiębiorstwa wprowadzające innowacje o charakterze ewolucyjnym, czyli polegające na pewnych modyfikacjach wytwarzanych produktów, wykorzystanej technologii, wypracowanych procesów itp.

W grupie 161 innowacyjnych, 28 podmiotów wprowadziło innowacje rewolucyjne (biorąc pod uwagę spółki, które wprowadzały zarówno innowacje rewolucyjne jak i ewolucyjne). Sektory, do których należały oraz liczba podmiotów zostały zaprezentowane poniżej.

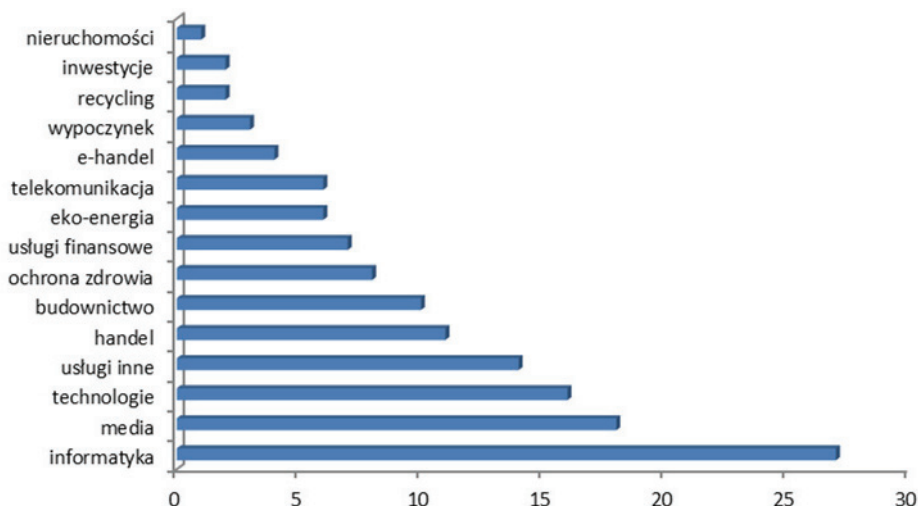


Rysunek 4. Struktura sektorowa spółek wprowadzających innowacje rewolucyjne

Źródło: opracowanie własne.

Większość firm zaliczonych do sektora ochrona zdrowia to firmy biotechnologiczne, które zajmują się badaniami i rozwojem nowych leków oraz procedur leczenia pacjentów w celu późniejszej komercjalizacji wyników badań i czerpaniu dochodów ze sprzedaży produktów lub praw do ich wytwarzania.

Z punktu widzenia wprowadzanych przedsiębiorstw realizujących innowacje ewolucyjne, były one najczęściej wprowadzane przez podmioty zajmujące się ochroną zdrowia, działalnością medialną (również internetową) oraz nowymi technologiami. Szczegóły zaprezentowano na poniższym rysunku.



Rysunek 5. Struktura sektorowa spółek wprowadzających innowacje ewolucyjne

Źródło: opracowanie własne.

Zestawiając ze sobą strukturę sektorową spółek wprowadzających innowacje rewolucyjne i ewolucyjne, nie można stwierdzić żadnych prawidłowości między badanymi grupami. Na uwagę zasługuje fakt, że struktura przedsiębiorstw notowanych na rynku NewConnect oraz firm wprowadzających innowacje ewolucyjne pod względem najliczniej reprezentowanych sektorów (informatyka, media, technologie) jest zbliżona.

Innowacyjność a wartość rynkowa spółek notowanych na NewConnect

Zaprezentowanie struktury przedsiębiorstw notowanych na NewConnect pod względem rodzajów i charakteru realizowanych działań innowacyjnych było zaledwie wstępem do kluczowej analizy. Najważniejszym celem badania jest określenie wpływu przeprowadzonych przez przedsiębiorstwa innowacji na ich wycenę rynkową. Do tego celu wykorzystano publikowane przez organizatora rynku statystyki, dotyczące wskaźników rynkowych wszystkich spółek notowanych na NewConnect.

W badaniu wykorzystano dwie miary:

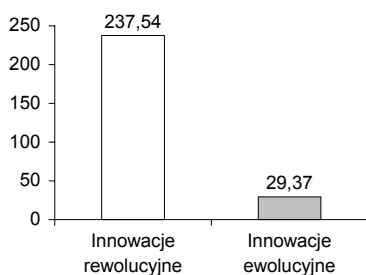
- wskaźnik Cena/Zysk,
- wskaźnik Cena/Wartość księgową.

Są to dwa najczęściej wykorzystywane przez inwestorów giełdowych oraz analityków rynku kapitałowego wskaźniki, służące do pomiaru relacji między wartością rynkową spółki (kapitalizacją) a wielkością wypracowanych przez nią (1) zysków netto oraz (2) wartości aktywów netto, czyli wartością księgową kapitału własnego (wynikającą z różnicy między sumą bilansową a wartością zobowiązań i rezerw).

Pierwsza z miar, wskaźnik cena/zysk, wskazuje na bieżącą relację kapitalizacji i zysków generowanych przez przedsiębiorstwo w okresie ostatnich czterech kwartałów obrachunkowych. W przypadku, gdy podmiot posiada wysoką wartość wskaźnika cena/zysk, jedną z możliwych interpretacji może być oczekiwanie inwestorów do zwielokrotnienia wartości zysku netto w najbliższym czasie. Wynika to z prostej zależności. Mianowicie inwestor nabywający akcje spółki może osiągać zyski w postaci droższego odsprzedania aktywów po upływie czasu (spekulacja) bądź z tytułu dywidendy. Aby dywidenda mogła być wypłacona, przedsiębiorstwo część wypracowanego zysku netto musi przeznaczyć na jej wypłatę. Niskie płatności z tytułu dywidendy w przypadku małej zmienności notowań spółki będą oznaczać dla inwestora niższą stopę zwrotu z inwestycji.

W przypadku drugiej z miar, relacji między wartością rynkową spółki a wartością księgową jej majątku, sytuacja nie jest tak jednoznaczna. Wskaźnik ten, w przypadku wartości wyższych niż 1, określa wielokrotność wyceny rynkowej spółki nad posiadany przez nią majątkiem. Gdy wartość wskaźnika jest wysoka, świadczy to o fakcie, że inwestorzy oczekują od podmiotu wysokiej efektywności wykorzystania posiadanych aktywów, co powinno przełożyć się na wypracowane zyski i przepływy pieniężne podmiotu.

Zestawiając ze sobą wartości wskaźników cena/zysk dla podmiotów wprowadzających innowacje ewolucyjne i rewolucyjne można zaobserwować wyraźną dysproporcję.



Rysunek 6. Średnie wartości wskaźnika cena/zysk

Źródło: opracowanie własne.

Spółki wprowadzające innowacje rewolucyjne, biorąc pod uwagę poziom wypracowywanych zysków, są zdecydowanie wyżej wyceniane przez rynek niż spółki innowacyjne ewolucyjne.

Badając podmioty pod kątem rodzaju wprowadzanej innowacji, przedstawiono uśrednione wartości wskaźników dla poszczególnych grup podmiotów.

Tabela 2

Zestawienie średnich wartości wskaźnika C/Z i C/WK dla spółek o różnych rodzajach innowacji

Rodzaj innowacji	Przeciętna wartość wskaźnika C/Z	Przeciętna wartość wskaźnika C/WK
produktowa procesowa marketingowa	brak zysków	8,4
produktowa organizacyjna	brak zysków	0,4
produktowa	79,4	8,4
produktowa marketingowa	39,1	3,9
procesowa	37,6	7,7
produktowa procesowa	31,7	2,7
marketingowa	19,9	2,8
organizacyjna	12,0	15,5
procesowa marketingowa	5,8	3,9

Źródło: opracowanie własne.

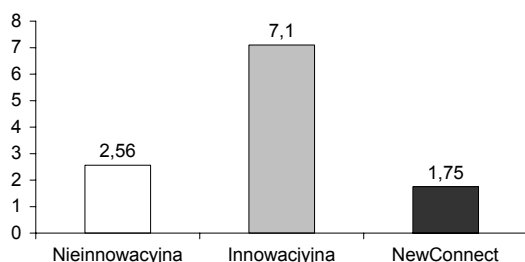
Biorąc pod uwagę kryterium wskaźnika cena/zysk, inwestorzy są skłonni zapłacić relatywnie wyższą cenę za przedsiębiorstwa wprowadzające innowacje produktowe. Dodatkowo, mieszane grupy innowacyjnych firm, które poza innowacjami produktowymi realizują również inne działania innowacyjne (procesowe, organizacyjne czy marketingowe), charakteryzują się wyższymi poziomami wskaźników niż pozostałe spółki.

Czynnikiem utrudniającym analizę w zakresie relacji między wartością rynkową a poziomem zysków jest fakt, że nie wszystkie z innowacyjnych podmiotów generowały

zysk. Tak było w przypadku 2 firm, które wprowadziły innowacje produktowe/procesowe/marketingowe (jednocześnie 3 rodzaje) oraz produktowe/marketingowe (jednocześnie 2 rodzaje).

Najniższe wartości wskaźnika cena/zysk charakteryzowały firmy wprowadzające innowacje procesowe/marketingowe oraz organizacyjne.

Analizując wartości wskaźników cena/wartość księgową, można zauważyć wartościowo mniejszy rozstęp między wartościami maksymalnymi i minimalnymi, przyporządkowanymi dla poszczególnych rodzajów innowacji niż miało to miejsce w przypadku poprzedniej miary.



Rysunek 7. Wartość wskaźnika cena/wartość księgową dla spółek innowacyjnych, nieinnowacyjnych i dla całego NewConnect

Źródło: opracowanie własne.

Odnosząc uzyskane wyniki do danych rynkowych można zaobserwować fakt, że wartość wskaźnika C/WK dla Spółek innowacyjnych jest wyższa niż średnia dla ogółu podmiotów oraz średnia dla podmiotów nieinnowacyjnych.

Podsumowanie

Głównym celem przedmiotowego badania było określenie relacji między wartością rynkową spółek wprowadzających innowacje ewolucyjne a rewolucyjne. W toku prowadzonych prac stworzono strukturę podmiotów notowanych na rynku NewConnect, w zależności o faktu czy wprowadzały innowację, jej charakteru oraz rodzaju. W konsekwencji przeprowadzonej analizy określono, że na dzień 31.08.2012 roku spółki innowacyjne miały około 40% udział w ogóle podmiotów znajdujących się na rynku. Dodatkowo, podmioty wprowadzające innowacje rewolucyjne stanowiły około 17% ogółu liczebności podmiotów innowacyjnych.

Potwierdzenie zyskała teza postawiona na początku pracy, o wyższych wartościach wskaźników Cena/Zysk dla podmiotów wprowadzających innowacje rewolucyjne. Świadczyć to może o fakcie, iż inwestorzy są skłonni ponosić wyższe ryzyko w inwestycje zwią-

zane z wprowadzaniem nowatorskich rozwiązań, jakie niesie za sobą inwestycja w spółki pracujące i realizujące innowacje rewolucyjne.

Literatura

Dokumenty informacyjne spółek notowanych na NewConnect.

Podręcznik Oslo: Zasady gromadzenia i interpretacji danych dotyczących innowacji, 2008

Motyka S.: *Innowacyjność przedsiębiorstwa – wskaźniki – efekty*, t. I, Uniwersytet Ekonomiczny, Kraków 2010.

Drucker P.F.: *Innowacja i przedsiębiorczość*, PWE, Warszawa 1992.

Kasperkiewicz W.: *Innowacyjność, konkurencyjność i rynek pracy w procesie transformacji polskiej gospodarki*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009.

*mgr Tomasz Swaczyna
Zarzecki, Lasota i Wspólnicy Sp. z o.o.*

Streszczenie

W artykule ukazano relacje między wprowadzaniem innowacyjności przez przedsiębiorstwa a jego wartością rynkową. Na podstawie próby badawczej składającej się ze spółek notowanych na NewConnect, wskazano na relacje między występowaniem i rodzajem innowacji a wyceną rynkową, określoną na podstawie takich wskaźników, jak cena do zysku oraz cena do wartości księgowej.

DETERMINATION OF TYPES OF INNOVATION OF PUBLIC COMPANIES LISTED ON NEWCONNECT MARKET AND CONNECTION BETWEEN THE TYPE OF INNOVATION AND THEIR MARKET VALUE

Summary

The main goal of this paper is to show the relation between innovativeness of a company and its market value. The analysis was conducted on a group of companies which are listed on the Polish NewConnect market. The author pointed out that there is a relation between type of innovation and market value.

