

Efekt wartości księgowej do wartości rynkowej na NewConnect

Monika Mościbrodzka*

Streszczenie: Wyniki badań przeprowadzonych na rozwiniętych rynkach kapitałowych potwierdziły przypuszczenie, że spółki o mniejszej kapitalizacji i wyższym stosunku wartości księgowej do rynkowej charakteryzują się przeciętnie wyższą stopą zwrotu. Od pewnego czasu, obok regulowanych rynków giełdowych, powstają alternatywne platformy obrotu papierami wartościowymi. W Polsce taką platformą jest NewConnect, która skierowana jest do małych spółek o wysokim potencjale, niespełniających wymagań stawianych przez rynek regulowany GPW w Warszawie. Mimo rosnącej popularności tego rynku, wciąż jednak brakuje na nim rekomendacji i analiz.

Celem pracy była próba sprawdzenia, czy mimo różnic pomiędzy rynkiem regulowanym a NewConnect, spowodowanych uwarunkowaniami wprowadzania spółek na giełdę, efekt wartości księgowej do rynkowej może występować również na alternatywnym rynku obrotu akcjami. Otrzymane wyniki zdają się potwierdzać możliwość występowania efektu wartości księgowej do wartości rynkowej również w odniesieniu do rynku NewConnect.

Słowa kluczowe: wartość księgowa, wartość rynkowa, NewConnect

Wprowadzenie

Badania przeprowadzone na rozwiniętych rynkach kapitałowych wskazały na możliwość uzyskania ponadprzeciętnych stóp zwrotu na podstawie określonych charakterystyk fundamentalnych spółek. W badaniach tych przedstawiono między innymi hipotezy tzw. efektywnego rynku, na którym rozważono wpływ anomalii efektu skali (efekt małych spółek) oraz efektu wskaźnika wartości księgowej do wartości rynkowej (*Book-to-Market Effect*). Pokazano, że obie te zmienne mają odwrotnie proporcjonalny wpływ na zwrot z inwestycji i oprócz klasycznej miary ryzyka – beta, są dodatkowymi miarami ryzyka systematycznego (Fama, French 1992: 427–465).

Od pewnego czasu, obok regulowanych rynków giełdowych, powstają alternatywne platformy obrotu papierami wartościowymi. Takimi platformami są między innymi najstarszy rynek amerykański NASDAQ2, który powstał w 1971 roku, czy też funkcjonujący od 15 lat w Europie brytyjski rynek AIM3. W sierpniu 2007 roku Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie stworzyła pozagiełdowy rynek pod nazwą NewConnect. Rynek

* dr Monika Mościbrodzka, Uniwersytet Wrocławski, Instytut Nauk Ekonomicznych, ul. Uniwersytecka 22/26, 50-145 Wrocław, e-mail: m.moscibrodzka@prawo.uni.wroc.pl.

ten posiada status rynku zorganizowanego, lecz prowadzony jest przez GPW poza rynkiem regulowanym w formule alternatywnego systemu obrotu (ASO). Platforma ta przeznaczona jest dla małych spółek o wysokim potencjale, które nie spełniają wymagań stawianych przez rynek regulowany GPW w Warszawie. Dzięki prostszym warunkom wprowadzenia spółki do obrotu i niskim kosztom debiutu, takie firmy za pośrednictwem NewConnect mogą wprowadzić swoje akcje na giełdę. Zgodnie z przewidywaniami, rynek NewConnect charakteryzuje się zwiększonym poziomem ryzyka inwestycyjnego. Konsekwencją zwiększonego ryzyka jest jednak możliwość osiągnięcia wyższej stopy zwrotu na zaangażowanym kapitale. Mimo rosnącej popularności rynku alternatywnego (obecnie notowanych jest tam ponad 400 spółek), wciąż jednak brakuje na nim rekomendacji i analiz. Powodem tego może być fakt, że inwestorzy NewConnect najczęściej kupują akcje nowej emisji w tzw. procesie PRE-IPO, to znaczy nie w ramach pierwszej publicznej emisji, lecz w prywatnych ofertach. Uwarunkowania za tym idące sprawiają, iż rynek NewConnect nie powinien być porównywany wprost do rynków regulowanych, będących dotychczas w centrum zainteresowania badaczy.

Celem pracy jest próba sprawdzenia, czy mimo różnic pomiędzy systemem NewConnect a rynkiem regulowanym, efekt wartości księgowej do rynkowej może występować również na alternatywnym rynku obrotu akcjami.

1. Funkcjonowanie polskiego rynku alternatywnego obrotu

W Polsce możliwość funkcjonowania alternatywnego systemu obrotu określa ustawa o obrocie instrumentami finansowymi (Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r...). Warunki rozpoczęcia działalności spółki na NewConnect są regulowane uchwałą nr 471/2007 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 6 lipca 2007 roku w sprawie określenia szczegółowych warunków rozpoczęcia działania w alternatywnym systemie obrotu (Rynek NewConnect) przez Członków Rynku. Platforma NewConnect skierowana jest przede wszystkim do silnie rozwijających się firm z sektora małych i średnich przedsiębiorstw, które nie spełniają wymogów GPW. Mniej restrykcyjne wymogi rynku alternatywnego w Polsce dotyczą przede wszystkim niższych kosztów wejścia i funkcjonowania na rynku oraz mniejszych formalności. Jednak ważne jest to, że spółka notowana na NewConnect jest zobligowana do składania raportów bieżących, półrocznych i całorocznych, choć tylko w przypadku tych ostatnich wymagany jest audyt.

NewConnect oferuje spółkom dwa rodzaje emisji: publiczną i prywatną. Emisja publiczna musi być zgodna z wymogami zawartymi w ustawie o ofercie publicznej. Kierowana jest do co najmniej 100 osób lub do adresata nieoznaczonego. Konieczne staje się w niej sporządzenie prospektu emisyjnego, który następnie jest zatwierdzany przez Komisję Nadzoru Finansowego. W przypadku takiej emisji, jeśli jej wartość nie przekroczy 2,5 mln euro, wymagane jest od spółki memorandum informacyjne. W przypadku emisji na wyższą kwotę spółka musi poddać się rygorom przewidzianym dla publicznego dokumentu

informacyjnego. Większość spółek zdecydowanie wybiera sposób na pozyskanie kapitału w wyniku oferty prywatnej. Oferta taka kierowana jest do maksymalnie 99 inwestorów, jest szybsza i mniej kosztowna niż emisja publiczna. W przeciwieństwie do emisji publicznej, nie stosuje się do niej wymagań ustawy o ofercie publicznej i nie ma w tym przypadku obowiązku przygotowania prospektu emisyjnego czy też memorandum informacyjnego.

System notowań na NewConnect jest bardzo podobny do sposobu notowań na rynku podstawowym, z jedną tylko różnicą. Mianowicie, spółki, które decydują się wprowadzić akcje na NewConnect zobowiązane są do współpracy z tzw. autoryzowanym doradcą, czyli specjalistycznym podmiotem, który wspiera emitenta w procesie przygotowań do debiutu, a następnie przez minimum rok doradza mu w zakresie funkcjonowania spółki na rynku (*Regulamin alternatywnego systemu obrotu...* 2007).

Obecnie na rynku *NC* notowanych jest 430 spółek (stan na 29 stycznia 2015 r.). Dla wielu spółek NewConnect jest drogą do debiutu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Kryterium przejścia na parkiet Warszawskiej Giełdy opiera się na osiągnięciu odpowiedniej wielkości kapitalizacji (10 mln euro) i płynności spółki. Mimo, że jest to naturalna droga rozwoju spółek, istnieje jednak realne ryzyko, iż w przypadku odpływu znaczącej liczby najlepszych spółek spadnie kapitalizacja całego rynku NewConnect (Mikołajczyk, Kurczewska 2010: 64–75).

2. Efekt wartości księgowej do rynkowej na regulowanych rynkach kapitałowych

W swojej pracy R.A. Haugen zaproponował podział spółek na spółki o potencjale wartości oraz spółki o potencjale wzrostu (Haugen 1999). Te pierwsze to spółki o niskim wskaźniku wartości księgowej do wartości rynkowej (BV/MV) i w tej grupie wycena rynkowa znacznie przewyższa wartość bilansową. W przypadku takich spółek inwestorzy oczekują bardzo dobrych wyników i wzrostu majątku w przyszłości. Spółki o potencjale wartości charakteryzują się wysokim stosunkiem wskaźnika BV/MV , czyli w tym przypadku wycena rynkowa jest poniżej wartości bilansowej. Spółki o wysokiej relacji są najczęściej w dużo gorszej kondycji finansowej, mogą być mocno zadłużone lub borykają się z problemem braku płynności.

Jedną z pierwszych prób zbadania efektu wartości księgowej do rynkowej znalazła się w pracy Fama i Frencha (1992). W artykule tym autorzy zbadali miesięczne stopy zwrotu amerykańskich spółek od 1963 do 1991 roku. W badaniach uwzględnili wszystkie spółki niebędące instytucjami finansowymi notowane na NYSE, AMEX oraz NASDAQ (od 1972 r.). Fama i French badali wysokość stóp zwrotu z akcji spółek, które charakteryzują się różnymi wielkościami współczynnika wartości księgowej do wartości rynkowej. W tym celu uporządkowali wszystkie spółki według relacji wartości księgowej do wartości rynkowej. Następnie tak uszeregowane spółki zostały podzielone na 10 portfeli (każdy z portfeli zawierał około 200 spółek). Portfele te utrzymywane były przez kolejny rok, po

czym dla każdego portfela obliczone zostały roczne stopy zwrotu. W każdym kolejnym roku aż do połowy roku 1990 procedura ta była powtarzana. Wyniki badania pokazały, że przeciętna roczna stopa zwrotu dla spółek o potencjale wartości wyniosła ponad 20%, a dla spółek o potencjale wzrostu niecałe 10%, przy czym zaobserwowano regularny spadek stopy zwrotu wraz z przechodzeniem od portfeli o wyższych wielkościach współczynników BV/MV do portfeli o wartościach niższych. Wyniki badań Famy i Frencha potwierdziły przypuszczenie, że spółki o wyższym stosunku wartości księgowej do rynkowej charakteryzują się przeciętnie wyższą stopą zwrotu.

Występowanie efektu wartości księgowej do rynkowej zostało również opisane w pracach innych autorów poza Stanami Zjednoczonymi. Mianowicie, Tse i Rijken pokazali występowanie tego efektu na rynku holenderskim. Wyniki ich badań dodatkowo pokazały szczególną przewagę firm o wysokim współczynniku wartości księgowej do rynkowej podczas okresów hossy (Tse, Rijken 1995). Występowanie efektu wartości księgowej do rynkowej podjęto również w badaniach o charakterze międzynarodowym. Mianowicie, Chan, Hamao i Lakonishok (1991: 92, 1739–1764) oraz Fama i French (1998) podjęli się weryfikacji występowania efektu *Book-to-Market* na rynkach światowych. W Japonii, Australii i Singapurze zjawisko to było bardziej wyraźne niż w Stanach Zjednoczonych, natomiast w krajach europejskich – nieznacznie słabsze (Szyszka 2003: 90–92).

Również w warunkach polskiej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie podjęto się próby weryfikacji istnienia efektu wartości księgowej do wartości rynkowej. Wyniki tych badań zostały zamieszczone w pracy Kowerskiego (Kowerski: 1–13). Występowanie tego zjawiska oraz efektu małych spółek dało początek badaniom związanym między innymi z zastosowaniem na polskim rynku trójczynnиковego modelu wyceny kapitału Famy i Frencha (por. Kowerski 2008: 131–145; Czapkiewicz, Skalna 2010: 128–141).

3. Metodologia i wyniki badań efektu wartości księgowej do rynkowej na NewConnect

Badaniem wartości stóp zwrotu w zależności od wielkości wskaźnika BV/MV objęto spółki notowane na *NC* w okresie od stycznia 2009 roku do grudnia 2014 roku¹. Objęcie badaniem lat 2009–2014 wynikało z dostępności odpowiednich informacji, ponieważ dopiero pod koniec roku 2008 liczba spółek na giełdzie *NC* była na tyle duża, by, zdaniem autora, można było dokonywać ich podziału na portfele (pod koniec roku 2007 notowanych w alternatywnym systemie obrotu było jedynie 12 spółek). Dane tygodniowe notowań wszystkich spółek na *NC* oraz ich raporty kwartalne zostały zaczerpnięte ze statystyk i raportów publikowanych przez portal NewConnect². Analizą objęto tylko spółki, które w momencie klasyfikacji posiadały dodatnią wartość księgową i były notowane na giełdzie przez najbliższy

¹ W okresie badawczym dostępne były dane dla ponad 70 spółek na koniec grudnia 2008 r. do ponad 390 w końcu 2014 r.

² www.newconnect.pl.

kwartał. Tak częsty przydział spółek do portfeli wynikał z faktu, że platforma NewConnect w danym okresie przeżywała dynamiczny rozwój i, w przeciwieństwie do GPW w Warszawie, wiele spółek w krótkim okresie debiutowało oraz rozstawało się z tym rynkiem. Klasyfikację spółek rozpoczęto z początkiem stycznia 2009 roku na podstawie ostatniego raportu kwartalnego roku 2008. Wszystkie spółki, które były w tym czasie notowane zostały uszeregowane według malejącej wielkości współczynnika wartości księgowej do wartości rynkowej. W kolejnym kroku spółki te przydzielano do pięciu równolicznych portfeli, przy czym portfel pierwszy zawierał spółki o największych wartościach współczynnika, czyli spółki o potencjale wartości, natomiast spółki o potencjale wzrostu zostały przydzielone do portfela piątego. Utworzenie jedynie pięciu portfeli wynikało z wielokrotnie mniejszej liczby spółek notowanych na *NC*. Portfele te były utrzymywane przez najbliższy kwartał. W tabeli 1 zamieszczono średnie wartości *BV/MV* dla poszczególnych lat³.

Tabela 1

Średnie wartości wskaźnika wartości księgowej do rynkowej dla utworzonych portfeli

	Wskaźnik <i>BV/BM</i>				
	portfel 1	portfel 2	portfel 3	portfel 4	portfel 5
2009	1,40	0,63	0,35	0,20	0,08
2010	0,92	0,49	0,33	0,19	0,08
2011	1,20	0,62	0,39	0,22	0,10
2012	2,67	0,98	0,57	0,31	0,13
2013	3,51	1,20	0,66	0,36	0,14
2014	4,43	1,21	0,64	0,35	0,12

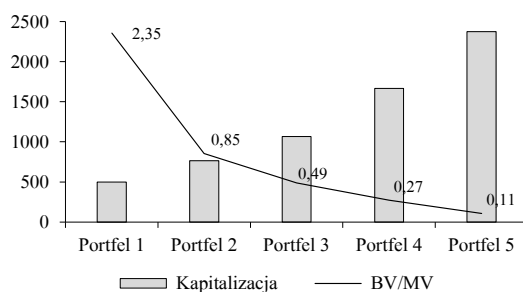
Źródło: opracowanie własne.

Pod koniec każdego tygodnia obliczano stopę zwrotu z poszczególnych portfeli, a następnie na podstawie wartości tygodniowych stóp zwrotu, została wyznaczona przeciętna tygodniowa stopa zwrotu z każdego portfela w badanym okresie oraz odchylenie standardowe stóp zwrotu (Jajuga 2000: 70). Wyniki zostały zamieszczone w tabeli 2.

Biorąc pod uwagę cały okres badania, najwyższą stopą zwrotu charakteryzował się portfel pierwszy (3,5%), co może potwierdzać hipotezę efektu wartości księgowej do rynkowej na *NC*. Również zgodnie z hipotezą zachowują się portfele trzeci, czwarty i piąty – portfel spółek o potencjale wzrostu, którego przeciętna tygodniowa stopa zwrotu w analizowanym okresie była najniższa (0,07%). Jedynie portfel drugi osiągnął znacznie niższe stopy zwrotu od portfeli, które charakteryzowały się niższą wartością wskaźnika wartości księgowej do rynkowej. Na uwagę zasługuje również duża zmienność w czasie stóp zwrotu budowanych

³ Ze względu na ograniczenia związane z objętością artykułu, w pracy nie zamieszczono średnich kwartalnych. Średnia roczna została obliczona jako średnia ważona liczbą spółek w badanych portfelach w poszczególnych kwartałach.

portfeli. Szczególnie duże odchylenie od średniej stopy zwrotu zaobserwować można było właśnie dla portfela pierwszego, co może być potwierdzeniem, iż wyższa stopa zwrotu dla spółek o potencjale wartości jest premią za większe ryzyko, jakie ponoszą inwestujący w te spółki. I w tym przypadku portfel drugi w znaczny sposób odbiegał wartościami od pozostałych portfeli.



Rysunek 1. Średnie wartości kapitalizacji (w mln zł) i wskaźnika *BV/MV* w badanym okresie

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2

Statystyki opisowe tygodniowych stóp zwrotu z akcji NewConnect

	Portfel 1	Portfel 2	Portfel 3	Portfel 4	Portfel 5
Średnia	3,50	0,88	1,83	1,43	0,07
Odchylenie standardowe	18,60	4,75	16,13	12,71	2,79
Współczynnik zmienności	5,32	5,39	8,82	8,91	39,95
Mediana	0,67	0,24	0,25	-0,01	-0,15
Zakres Q3-Q1	4,23	2,92	3,38	2,97	3,22
Skośność	7,75	6,13	12,23	10,02	0,75
Kurtoza	66,57	60,45	164,22	107,84	3,23
Minimalna	-9,03	-10,71	-8,73	-9,74	-11,46
Maksymalna	201,67	55,33	239,16	155,72	12,44

Źródło: opracowanie własne.

Z racji dość dynamicznego rozwoju rynku *NC*, w tym dużej liczby debiutów w ciągu roku, istniała możliwość zaburzenia wyników badania poprzez występowanie nietypowych wartości stóp zwrotu, pojawiających się na początku zaistnienia spółki na *NC* (na rynku NewConnect reakcje cen w pierwszym okresie po wprowadzaniu akcji do obrotu są nietypowe w porównaniu do rynków regulowanych (Fijałkowska, Muszyński, Pauka 2013: 267–276)), w kolejnym kroku obliczono trymowane statystyki opisowe dla stóp zwrotu (w badaniu odrzuconych zostało 5% wartości skrajnych). Wyniki zamieszczono w tabeli 3.

I w tym przypadku najwyższą przeciętną tygodniową stopą zwrotu charakteryzował się portfel pierwszy (1,2% – daje to efektywną roczną stopę na poziomie 82,5%), co zgodne jest z hipotezą efektu wartości księgowej do rynkowej. Pozostałe portfele zachowywały się w sposób monotoniczny: ich stopy zwrotu malały wraz z obniżaniem się wskaźnika wartości księgowej do rynkowej (w przeciwieństwie do poprzednich wyników efekt ten wystąpił również w przypadku portfela drugiego)⁴. Również w tym przypadku wszystkie portfele charakteryzowała duża zmienność w czasie stóp zwrotu. Największe odchylenie od średniej stopy zwrotu zaobserwować można było ponownie dla portfela pierwszego, co potwierdzać może hipotezę, że wyższa stopa zwrotu dla spółek o potencjale wartości jest premią za większe ryzyko, jakie ponoszą inwestujący w te spółki.

Tabela 3

Statystyki opisowe tygodniowych stóp zwrotu z akcji NewConnect po odrzuceniu 5% wartości skrajnych

	Portfel 1	Portfel 2	Portfel 3	Portfel 4	Portfel 5
Średnia	1,164	0,521	0,354	0,209	-0,012
Odchylenie standardowe	3,721	2,406	2,270	2,438	2,160
Współczynnik zmienności	3,197	4,617	6,415	11,691	176,517
Mediana	0,665	0,236	0,246	-0,013	-0,152
Zakres Q3-Q1	4,003	2,795	3,209	2,775	3,023
Skośność	1,977	1,009	0,342	0,763	0,304
Kurtoza	7,926	1,482	-0,295	1,079	-0,260
Minimalna	-4,945	-3,965	-4,166	-4,351	-4,362
Maksymalna	24,509	9,358	6,493	8,812	5,882

Źródło: opracowanie własne.

W kolejnym kroku zbadano istotność różnic w stopach zwrotu pomiędzy poszczególnymi portfelami. Wyniki testu dla pełnych danych oraz dla danych po odrzuceniu 5% wartości skrajnych zamieszczono w tabeli 4.

Największa różnica pomiędzy stopami zwrotu zarówno w pełnym okresie, jak i po odrzuceniu wartości skrajnych była pomiędzy portfelem pierwszym i portfelem piątym. Różnica ta była w obu przypadkach istotna statystycznie. Warto zaznaczyć, że w przypadku portfela pierwszego dla danych trzymowanych, wszystkie pozostałe portfele były istotnie zróżnicowane pod względem stopy zwrotu i wraz z przechodzeniem z portfela o wyższym wskaźniku wartości księgowej do rynkowej do portfela o wskaźniku niższym, różnica w przeciętnych stopach zwrotu również wzrastała.

⁴ W badaniu odrzucany był również inny odsetek obserwacji skrajnych (1–10%), jednak we wszystkich przypadkach wyniki dały podobny rezultat.

Tabela 4

Wyniki testu istotności różnic przeciętnych stóp zwrotu

		Różnica średnich (pełny zakres)				
		portfel 1	portfel 2	portfel 3	portfel 4	portfel 5
Różnica średnich (dane trymowane)	portfel 1	x	2,618**	1,671	2,072	3,429***
	portfel 2	0,643**	x	-0,948	-0,547	0,811***
	portfel 3	0,810***	0,167	x	1,322	1,758*
	portfel 4	0,955***	0,312	0,145	x	1,356
	portfel 5	1,176***	0,533***	0,366**	0,221	x

* istotność na poziomie 0,10; ** istotność na poziomie 0,05; *** istotność na poziomie 0,01.

Źródło: opracowanie własne.

Uwagi końcowe

Otrzymane wyniki zdają się potwierdzać możliwość występowania efektu wartości księgowej do wartości rynkowej również w odniesieniu do rynku NewConnect. Jednak do zaprezentowanych obliczeń należy podejść z pewną ostrożnością ze względu na fakt, że *NC* jest młodym, dynamicznie rozwijającym się rynkiem i ze względu na swoją specyfikę nie powinien być wprost porównywany do rynków regulowanych. Dodatkowo krótki okres, który objęto badaniem i stosunkowo mała liczba spółek notowanych na tej giełdzie również mogły mieć wpływ na prawidłowość wniosków.

Badania pokazały, że z dużą ostrożnością należy inwestować w spółki o potencjale wzrostu, gdyż mogą one nie dać zadowalającej stopy zwrotu, a należy poszukiwać spółek niedowartościowanych przez rynek (warto zwrócić uwagę na dużą zmienność stóp zwrotu portfela spółek o potencjale wartości, potwierdzającą przypuszczenie, że wyższa stopa zwrotu osiągana z takiego portfela jest premią za wyższe ryzyko inwestowania w ten portfel). W przyszłości można by się zastanowić, czy również efekt wartości księgowej do rynkowej jest bardziej widoczny w okresach hossy, tak jak zostało to pokazane dla rynku regulowanego.

Literatura

- Chan L., Hamao Y., Lakonishok J. (1991), *Fundamentals and Stock Returns in Japan*, „Journal of Finance” vol. 46, issue 5, s. 1739–1764.
- Czapkiewicz A., Skalna I. (2010), *The CAPM and Fama-French Models in Warsaw Stock Exchange*, „Przegląd Statystyczny” vol. 57, no. 4, s. 128–141.
- Fama E.F., French K.R. (1992), *The Cross Section of Expected Stock Returns*, „Journal of Finance” no. 2, s. 427–465.
- Fama E.F., French K.R. (1998), *Value Versus Growth: The International Evidence*, „Journal of Finance” vol. 53, issue 6.
- Fijałkowska D., Muszyński M., Pauka M. (2013), *Zjawisko underpricingu na rynku NewConnect*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 766 „Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia” nr 62, s. 267–276.

- Haugen R.A. (1999), *Nowa nauka o finansach. Przeciw efektywności rynku*, WIG-Press, Warszawa.
- Jajuga K. (2000), *Badanie rozkładów stóp zwrotu i cen akcji*, w: *Metody ekonometryczne i statystyczne w analizie rynku kapitałowego*, red. K. Jajuga, Wyd. AE, Wrocław.
- Kowerski M., *Efekt wartości księgowej do rynkowej na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse”, s. 1–13.
- Kowerski M. (2008), *Trójczynnikiowy model Famy i Frencha dla Gieldy Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Przegląd Statystyczny” nr 55 (4), s. 131–145.
- Mikołajczyk B., Kurczewska A. (2010), *Rynek NewConnect w Polsce na tle innych rynków alternatywnych w Europie*, Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse” vol. 6, nr 3, s. 64–75.
- Regulamin alternatywnego systemu obrotu*, Uchwała nr 147/2007 Zarządu Gieldy Papierów Wartościowych SA z dnia 1 marca 2007 r. z późn. zm.
- Szyska A. (2003), *Efektywność Gieldy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*, Wyd. AE, Poznań, s. 90–92.
- Tse K.L., Rijken H. (1995), *Does the Book-to-Market Equity Ratio Measure Risk? Some Evidence from the Dutch Stock Market*, Working Paper, Nijenrode University.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2005, nr 183, poz. 1538 z późn. zm.

THE EFFECT OF THE BOOK VALUE TO THE MARKET VALUE BASED ON NEWCONNECT

Abstract: The research results, carried out on the developed world of the capital markets, confirmed the assumption that the companies with lower and higher capitalization ratio of the book value to the market value are characterised with an average higher rate of return. For some time, next to the regulated stock markets, a number of the alternative securities trading platforms have been established. In Poland, NewConnect is such a platform, addressed to small companies with high potential, not satisfying the requirements of the regulated market of the Stock Exchange in Warsaw. Despite the growing popularity of the alternative market, it still lacks recommendations and analyses.

The aim of the thesis is an attempt to verify, whether despite differences between the regulated market and NewConnect, the effect of the book value to the market value can also occur on the alternative market of shares trading. The results seem to confirm possibility of occurrence of the effect of the book value to the market value also in relation to the NewConnect market.

Keywords: book value, market value, NewConnect

Cytowanie

- Mościbrodzka M. (2015), *Efekt wartości księgowej do wartości rynkowej na NewConnect*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 303–311; www.wneiz.pl/frfu.

