

Projektowanie i dojrzewanie modeli biznesu przedsiębiorstw przez wymagania ryнку kapitałowego na przykładzie NewConnect

Marek Jabłoński*

Streszczenie: Artykuł przedstawia zagadnienie projektowania modeli biznesu. Odnosi się do problemu dojrzewania modeli biznesu w kontekście wzrastających wymagań rynku NewConnect. Model biznesu powinien być rozpatrywany w kontekście wyceny wartości przedsiębiorstw z uwzględnieniem zagadnienia efektywności rynku NewConnect. Zarządzanie wartością powinno być realizowane z uwzględnieniem czynników stymulujących dynamikę modeli biznesu. Problemy rynku NewConnect mogą w części zostać rozwiązane poprzez zwrócenie uwagi na atrakcyjność inwestycyjną przedsiębiorstw w kontekście charakterystyk ich modeli biznesu.

Słowa kluczowe: model biznesu, rynek NewConnect, zarządzanie wartością przedsiębiorstw, projektowanie modeli biznesu

Wprowadzenie

Efektywne modele biznesu we współczesnej gospodarce są najbardziej pożądanym dobrem, na którym opiera się zdolność do wytworzenia wartości dla udziałowców. To model biznesu jest czynnikiem sprawczym przesądającym w bardzo dużej części o wzrostach lub spadkach kursów akcji. Model biznesu stanowi paradygmat, wokół którego skupia się wiele podejść i nurtów nauki o zarządzaniu i finansach. Proces projektowania przedsiębiorstwa poprzedzony jest obecnie procesem projektowania modelu biznesu. Dlatego też przedsiębiorstwo bez efektywnego modelu biznesu jest skazane na porażkę. Naukowcy poszukują odpowiedzi na wiele pytań i wątpliwości w zakresie miejsca i roli modeli biznesu w strategiach rozwoju i wzrostu współczesnych przedsiębiorstw. Na rynkach kapitałowych zauważyć można raczej swoistą giełdę modeli biznesu niż spółek. Obiektem zainteresowania inwestorów jest nie tylko przedsiębiorstwo, lecz cechy konkretnego modelu biznesu, w szczególności jego zdolności do kreacji wartości w krótkim bądź długim okresie, wiarygodność biznesowa, fundamenty, na których ma się opierać logika generowania dochodów, zdolność do realizacji założonych prognoz finansowych, konfiguracja modelu biznesu przedstawiająca układ jego atrybutów. Wszystkie te czynniki są coraz częściej

* dr Marek Jabłoński, Wyższa Szkoła Biznesu w Dąbrowie Górniczej, ul. Ciepłaka 1C, 41-300 Dąbrowa Górnicza.

przedmiotem rzetelnych analiz inwestorskich. Inwestorzy chcą być pewni co do zasadności podejmowania decyzji o zakupie lub sprzedaży akcji lub całych spółek. Rynek NewConnect w ostatnich latach osiągnął bardzo wielki sukces. Nie obyło się bez problemów wynikających z tego, że rynek ten jest młody i dopiero tworzy solidne podwaliny nowego nurtu finansowania rozwoju przedsiębiorstw o dużym potencjale wzrostu. Modele biznesu w tym rynku odgrywają zasadniczą rolę. Dynamiczny wzrost rynku NewConnect, mierzony liczbą notowanych spółek, spowodował potrzebę dopracowania pewnych rozwiązań o charakterze systemowym, związanym z takimi czynnikami, jak na przykład: rodzaj notowanej spółki, minimalna wartość kapitału własnego emitenta, minimalna wartość nominalna 1 akcji, korzystanie z pomocy Autoryzowanego Doradcy oraz Animatora Rynku. Zwiększanie wymagań organizatora rynku wobec spółek wpływa na charakterystyki notowanych przedsiębiorstw oraz ich modele biznesu, szczególnie w sferze ich jakości i wiarygodności. Założenia modelu biznesu przedsiębiorstwa docelowo notowanego na rynku NewConnect muszą być poparte wiarygodnymi prognozami. Model musi spełnić szereg kryteriów, dzięki którym firma powinna wykreować wartość. Artykuł przedstawia relację dopasowania modeli biznesu spółek notowanych na rynku NewConnect w kontekście wymagań tego rynku oraz oczekiwań inwestorów. Przedstawia założenia projektowania i dojrzewania modeli biznesu w kontekście rozwoju rynku NewConnect.

1. Początkowe fazy projektowania modeli biznesu – zarys metodologiczny

Procedura projektowania modelu biznesu nie jest łatwa. Wydaje się zasadne jako podstawę projektowania modelu biznesu przyjąć założenia paradygmatu systemowego. Ważnym podejściem do teorii systemów jest ujęcie metafizyczne holizmu. Dzieli on ujęcia holistyczne na:

1. **Ontologiczne** – niektóre obiekty nie stanowią sumy prostej ich komponentów. Organizacja nie może być wyłącznie rozpatrywana jako zbiór maszyn, budynków i ludzi. Muszą być dodane elementy umożliwiające zdefiniowanie struktury, w której można określić relacje oraz możliwe oddziaływania.
2. **Semantyczne** – niektóre obiekty nie podlegają addytywności opisów formalnych ich podstawowych składników. Najlepiej można taką sytuację zaobserwować przy próbach opisów formalnych procesów biznesowych, podzielonych na warstwy logiczne, np. front office i back office. Istnieją procesy nakładające się na obie z nich. Jeżeli uwzględnimy dodatkowo, że organizacja stanowi jednocześnie zbiór procesów lub zasobów, wymaga to ujęcia holistycznego, które dodatkowo dodaje relacje oraz wymianę informacji.
3. **Nomologiczne** – niektóre obiekty nie podlegają prawom, które można zastosować w stosunku do ich składników. Analizując układ warstw logicznych w opisie organizacji można zauważyć, że prawa i zasady logiki biznesowej warstwy front office są zupełnie różne od zasad opisujących warstwę back office, która dodatkowo sprawuje

funkcję kontrolną nad front office. Stąd zasady opisu organizacji jako systemu złożonego są znacząco różne od prostego sumowania zasad obowiązujących w podsystemach (Gospodarek 2012: 77–78).

Zaprojektowana forma funkcjonuje dzięki jej interakcjom ze środowiskiem. Środowisko jest kontekstem, do którego zostaje wprowadzony system wraz z rządzącymi nim prawami fizycznymi i ograniczeniami nakładanymi nań przez systemy wyższego rzędu. Ten kontekst obejmuje wszystkie istniejące systemy mające wpływ na zaprojektowaną formę lub mogące znaleźć się w sferze jej wpływu; dotyczy to także ludzi wchodzących w interakcje z tą formą. Środowisko wpływa na stan systemu, system zaś odpowiednio reaguje i zmienia stan środowiska (Stabryła 2012: 170). Pomysł projektu można znaleźć:

- obserwując życie ekonomiczne; wiele pomysłów utworzenia przedsiębiorstwa jest wynikiem uważnej lektury prasy ekonomicznej i publikacji profesjonalnych; inne są rezultatem obserwacji sukcesów osiągniętych za granicą,
- obserwując konkurencję; krytyczna analiza obecnych na rynku przedsiębiorstw, słabych stron ich wyrobów, niespójności i błędów w zarządzaniu może doprowadzić do utworzenia przedsiębiorstwa, którego rezultaty będą lepsze,
- obserwując środowisko pracy; możliwe jest wykrycie dodatkowych, utajnionych potrzeb,
- obserwując życie codzienne; materialne warunki życia, rozrywki, nawyki w pracy.

W przypadku braku własnego pomysłu można zastosować pomysły innych, na przykład: wiążąc się z innym partnerem, kupując patent lub licencję, konsultując czasopisma specjalistyczne lub zwracając się do firmy konsultingowej (Brandenburg 1999: 23–24).

Cytowany autor wskazuje obszary projektowania przedsiębiorstwa. Można je odnieść także bezpośrednio do modelu biznesu, zwracając jednak szczególną uwagę na odmienne od przedsiębiorstwa jego atrybuty.

W procesie projektowania modeli biznesu, podobnie jak w przypadku nowych produktów, zasadne jest zastosowanie koncepcji otwartej innowacji (ang. *Open Innovation*). Dwa kluczowe podejścia są istotne do zrozumienia założeń otwartej innowacji. Po pierwsze, proces który prowadzi do otwartej innowacji, to proces otwierania praktyk w zakresie innowacji, które wcześniej były (bardziej) zamknięte. Drugi proces odnosi się do praktyki otwartej innowacji: jak kreować od razu otwarte innowacje? (Huizingh 2011: 6). H. Chesbrough definiuje koncepcję otwartej innowacji jako paradygmat mogący być rozumiany jako antyteza do tradycyjnych pionowych modeli integracji działań, gdzie badania i rozwój prowadzą do wewnętrznego rozwoju produktów, które są dystrybuowane przez firmę. Jeśli spróbować wyrazić w jednym zdaniu to pojęcie, to otwarta innowacja jest stosowaniem świadomych i celowych wpływów i wypływów wiedzy w celu przyspieszenia innowacji i rozszerzania rynków. Otwarte innowacje stanowią paradygmat, który zakłada, że firmy mogą i powinny korzystać z pomysłów zewnętrznych, jak również pomysłów i rozwiązań wewnętrznych. Otwarte procesy innowacji łączy idea wykorzystania wewnętrznych i zewnętrznych struktur i systemów. Otwarte procesy innowacyjne wykorzystują modele biznesowe w celu

określenia wymagań dla tych struktur i systemów. Do projektowania i doskonalenia modelu biznesu powinno się wykorzystać zarówno wewnętrzne, jak i zewnętrzne pomysły do tworzenia wartości (Chesbrough 2006: 2). Nowość koncepcji H. Chesbrougha polega na tym, że proces otwartej innowacji stał się integralną częścią strategii innowacyjnej przedsiębiorstwa i jego modelu biznesowego (Kozioł-Nadolna 2013: 47–50). Istota modeli biznesu wynika z ich definicji. Definicje i ontologiczny charakter modeli biznesu determinują podejście do ich projektowania. W tabeli 1 zaprezentowano wybrane definicje modelu biznesu prezentowane przez różnych autorów. Podejścia są odmienne, mimo iż wiodący trzon zrozumienia modeli biznesu pozostaje niezmienny. Jest nim logika wykorzystania zasobów oraz wykonywania działań gwarantujących zdolność do istnienia i rozwoju oraz osiągnięcia założonych celów przedsiębiorstwa.

Tabela 1

Wybrane definicje modeli biznesu

Autor (rok)	Definicja
Amit, Zott (2001)	Model biznesu przedstawia treści, struktury i zasady zarządzania transakcjami, projektowane tak, aby wytworzyć wartość poprzez wykorzystanie szans biznesowych
Casadesus-Masanell, Ricart (2010)	Model biznesu odnosi się do logiki firmy i sposobów operacji oraz przedstawia, jak kreowana jest wartość dla interesariuszy
Chesbrough (2010)	Model biznesu spełnia następujące funkcje: artykułuje propozycję wartości dla klientów, identyfikuje i określa segmenty rynku oraz mechanizmy generowania dochodów, określa strukturę łańcucha wartości wymaganego do tworzenia i dystrybucji oferty, a także komplementarne aktywa potrzebne do wspierania pozycji w łańcuchu, określa strukturę kosztów i potencjalny zysk, opisuje pozycję przedsiębiorstwa w sieci wartości łączącej dostawców i klientów, formułuje strategię konkurencyjną, która wspiera innowacje, aby firma uzyskała i utrzymała przewagę konkurencyjną
Demil, Lecocq (2010)	Model biznesu określa sposób, w jaki organizacja działa w celu zapewnienia jej stabilności
Fiet, Patel (2008)	Model biznesu wyjaśnia jakiego ryzyka oczekuje się wobec przedsięwzięcia do wytworzenia zysku
Mahadevan (2000)	Model biznesowy jest unikalną mieszanką trzech strumieni, które są krytyczne dla biznesu. Należą do nich: strumień wartości dla partnerów biznesowych i odbiorców, strumień przychodów oraz strumień logistyczny
Mitchell, Coles (2003)	Model biznesu zawiera połączone elementy określające kto, jak, kiedy, dlaczego i za ile jest zaangażowany w dostarczanie klientom produktów i usług
Morris i in. (2005)	Model biznesu jest związłym przedstawieniem, w jaki sposób powiązane ze sobą decyzje w zakresie strategii, ryzyka, architektury zasobów i ekonomii są wykorzystywane do tworzenia trwałej przewagi konkurencyjnej na określonych rynkach
Osterwalder, Pigneur (2009)	Model biznesu uzasadnienia, w jaki sposób organizacja tworzy, wykonuje i wychwytuje wartość.
Teece (2010)	Model biznesowy określa sposób, w jakim przedsiębiorstwo tworzy i dostarcza wartość dla klientów, a następnie konwertuje otrzymane płatności na zyski

Źródło: Brettel, Strese, Flatten (2012): 87.

Projektowanie modeli biznesu o prowartościowym nastawieniu na rozwój i wzrost jest istotnym wyzwaniem menadżerów, którzy, kierując się oczekiwaniami inwestorów w celu uzyskania dla nich ponadprzeciętnych stóp zwrotu, wykorzystują model biznesu do powiększania wartości.

2. Dojrzwianie modeli biznesu a dojrzwianie rynku NewConnect

Na rynku NewConnect notowane są spółki o zróżnicowanych modelach biznesu. Nie wszystkie firmy mają świadomość roli swojego modelu w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa. Wiedza na temat atrybutów modeli biznesu i ich wpływu na wartość rynkową przedsiębiorstw powinna być większa. Idealnie byłoby opracować zbiór atrybutów modelu biznesu odpowiadający pewnym założeniom rynku NewConnect. Wtedy też inwestorzy mogliby posiadać pewne instrumentarium na poziomie jakości zarządzania przedsiębiorstwem i ewaluacji modelu biznesu w procesie podejmowania decyzji o zainwestowaniu w dane przedsiębiorstwo. Informacje pochodzące z analiz technicznych mogą, szczególnie w tej sytuacji, być nieskuteczne. Należy wspomnieć, że modele biznesu poddawane stałej ocenie przez inwestorów poprzez chociażby instrumenty polityki informacyjnej spółek dojrzwiają z czasem, będąc pod ciągłą presją udziałowców. Przez dojrzwianie modelu biznesu rozumie się proces dopasowania modelu do oczekiwań inwestorów przy zachowaniu spełnienia wymagań organizatora rynku. Związane jest to także w pewnym stopniu z dojrzwianiem zasad, na jakich działa alternatywny system obrotu papierami wartościowymi NewConnect. Obecnie zauważyć można wzajemne dostrajanie się tych parametrów. Modele biznesu są dostrajane do potrzeb i wymagań rynku NewConnect. Organizator rynku, zwiększając wymagania w stosunku do spółek, stawia pewne bariery wejścia i utrzymania się na tym rynku, co dopinguje zarządzających do czasami niezbędnego przemodelowania swoich modeli biznesu w celu dostosowania ich do zdolności kreacji wartości minimum na poziomie prognozy zysku netto w danym roku obrotowym oraz oczekiwanych wskaźników C/Z i C/WK. Wzajemne poznanie oczekiwań obu tych parametrów może skutkować powstaniem synergii między tymi obszarami, co może zapewnić spójność celów sprzyjających wzrostowi wartości spółek.

Przy okazji obie strony mogą wykazać się sukcesami i zbieżnym, harmonijnym dopasowaniem wzajemnych wymagań i oczekiwań. Dlatego też model biznesu, jako najbardziej pożądanym faktor realizacji strategii wzrostu wartości przedsiębiorstw, powinien być analizowany w przekrojowych obszarach, stanowiąc, wraz ze strategią przedsiębiorstwa, siłą sprawczą kreacji wartości dla udziałowców. Badania przeprowadzone przez P. Szczepankowskiego w obszarze spółek z rynku NewConnect wykazały, że dynamika wzrostu badanych przedsiębiorstw jest więcej niż zadawalająca, a w zakresie tworzenia wartości dla właścicieli nie ma specjalnego znaczenia fakt, czy dana jednostka prowadzi działalność gospodarczą w sektorze innowacyjnym, czy też tradycyjnym. Spółki kreujące, jak i niszczące wartość kapitału zaangażowanego przez właścicieli występują w każdym z tych obszarów

aktywności gospodarczej, choć nieco lepsze wyniki w tym zakresie osiągają jednostki działające w sektorach innowacyjnych, a częściowo gorsze – spółki, które można zakwalifikować do branż tradycyjnych (Szczepankowski 2013: 268). Oznacza to, że zasadne jest z punktu widzenia kreacji wartości projektowanie modeli biznesu w sektorach innowacyjnych, co stwarza większe szanse zaprojektowania innowacyjnego modelu biznesu. Nie zawsze samo funkcjonowanie w sektorze innowacyjnym jest równoznaczne ze spełnieniem cech modelu innowacyjnego. Jeśli chodzi o zmiany na rynku NewConnect podyktowane chęcią poprawy atrakcyjności tego rynku oraz wiarygodności zachodzących na nim inwestycji, organizator tego rynku – Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie – podjął się modernizacji tych wymagań z założeniem poprawy jego wizerunku i wzrostu atrakcyjności inwestycyjnej spółek notowanych na rynku. Niektóre zdarzenia nie napawały optymizmem i zniechęcały inwestorów do inwestowania na ryzykownym obszarze rynku kapitałowego.

3. Model biznesu a wartość przedsiębiorstwa w kontekście efektywności rynku NewConnect

Autor stawia tezę, że wartość przedsiębiorstwa jest w kluczowym stopniu zależna od efektywności jej modelu biznesu. Ma to swoje konsekwencje w postaci znalezienia sposobu udowodnienia tej zależności. Choć wydaje się ona oczywista, to do udowodnienia jej potrzeba wykorzystania odpowiednio dobranych wskaźników oraz kryteriów związanych ze środowiskiem rynku kapitałowego. Jednym z parametrów rynków kapitałowych jest jego efektywność. Teoria rynków efektywnych traktuje giełdę jako czuły instrument przetwarzania informacji, który szybko reaguje na nowe informacje i sprawia, że odpowiednio dostosowują się do nich ceny akcji. Na efektywnym rynku aktywów ceny prawidłowo odzwierciedlają wszystkie dostępne informacje na ich temat (Beg, Fisher, Dornbusch 2003: 414). Wyróżnić można trzy rodzaje efektywności rynku kapitałowego:

1. Słaba – w aktualnej wycenie instrumentów finansowych uwzględnione są wyłącznie przeszłe informacje, dane i zdarzenia. Na rynku określanym jako słabo efektywny strategię oparte na przeszłych wycenach instrumentu finansowego nie przyniosą ponadprzeciętnych dochodów.
2. Średnia – w aktualnej wycenie odzwierciedlone są wszystkie dane i informacje publikowane i podawane do wiadomości, w tym także przeszłe wyceny instrumentu finansowego. Jeśli rynek określany jest jako średnio efektywny, to wszystkie strategie oparte na publicznie dostępnych informacjach nie przyniosą inwestorowi ponadprzeciętnych zysków.
3. Mocna – w kursie akcji uwzględnione są nie tylko oficjalnie dostępne dane, ale również informacje, do których dostęp mają tylko nieliczni inwestorzy lub grupy inwestorów (*insiderzy*, analitycy finansowi, maklerzy). Na rynkach kapitałowych charakteryzujących się słabą efektywnością, zastosowanie analizy technicznej nie umożliwia osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków. Jedynie dostęp do relewantnych informacji

daje inwestorowi przewagę i tym samym szansę na oprocentowanie wyższe niż wynika to z adekwatności ryzyka do zysku.

W przypadku rynków alternatywnych w obszarze ryzyka inwestora wyróżnić można:

- ryzyko płynności – związane z niższymi obrotami charakteryzującymi rynki alternatywne i niższym wskaźnikiem obrotu,
- ryzyko niedoinformowania – mniej restrykcyjne obowiązki informacyjne wobec emitentów skutkują mniejszą liczbą i jakością danych na temat spółki podawanych do publicznej wiadomości, co generuje większe ryzyko w tym zakresie,
- ryzyko inwestycji – powiązane z ryzykiem spekulacji w obszarze ryzyka emitenta (Kordela 2013: 61, 65).

Na polskim rynku kapitałowym istnieją regulacje preferujące spekulacje oraz zbyt duży udział kapitału spekulacyjnego. Na rynku NewConnect te proporcje wyglądają jeszcze gorzej niż na rynku głównym. Rynek ten to głównie domena spekulantów. Powoduje to gwałtowne zmiany kursów niektórych spółek oraz kompletny zastój na innych. Dlatego efektywność rynku NewConnect jest niewielka, a oceny tylko chwilowe (Jagielnicki 2013: 53).

Z pewnością poziom efektywności rynku NewConnect jest problemem i pewną barierą w jego rozwoju. Można mieć nadzieję, że dojście nie tylko rynku NewConnect, ale w szczególności parkietu głównego, do parametrów wiodących giełd światowych w najbliższych latach się poprawi. Pozycja Giełdy Papierów wartościowych, szczególnie w Europie, nabiera na znaczeniu. Niski poziom efektywności rynku NewConnect nieco utrudnia odczytywanie wyników relacji: model biznesu – wartość rynkowa, ale to nie oznacza, że nie należy tego robić. Zaniechanie takich badań nie pozwoliłoby znaleźć czynników sukcesu lub porażek spółek w obszarze kreacji wartości.

4. Zarządzanie wartością poprzez czynniki stymulujące dynamikę modeli biznesu

Dynamika modelu biznesu jest cechą, na której można oprzeć umiejętność dostosowywania atrybutów modelu biznesu do stanu, w którym firma kreuje wartość (Rappaport 1999: 78)¹. System taki poddawany jest ciągłym zmianom, wchodząc w interakcje z otoczeniem wewnętrznym i zewnętrznym. Dynamice poddawana jest konfiguracja modelu biznesu, która z założenia dla spółek kapitałowych notowanych na giełdach papierów wartościowych powinna sprzyjać kreacji wartości. Autor w jednej ze swoich ostatnich prac naukowych dokonał analizy oceny wpływu konfiguracji modeli biznesu na wartość spółek notowanych na alternatywnym rynku papierów wartościowych – rynku NewConnect prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Przeprowadzone badania i analizy korelacji stopnia osiągnięcia prognoz finansowych zysku netto, opisanych w dokumentach

¹ Według A. Rappaporta wartość jest kreowana, gdy czynniki kształtujące wartość osiągają oczekiwane wyniki – tempo wzrostu sprzedaży, marża zysku operacyjnego, inwestycje w kapitał obrotowy, inwestycje w majątek trwały, koszt kapitału.

informacyjnych z rocznymi zaktualizowanymi stopami zwrotu spółek notowanych na rynku NewConnect, wykazały wysoki wskaźnik korelacji na poziomie 0,79. Przyjęto założenie, że jeśli efektywność modelu biznesu jest weryfikowana stopniem osiągnięcia prognozy zysku netto wówczas można udowodnić hipotezę, że istnieje związek między modelem biznesu a wzrostem wartości. Zarządzanie konfiguracją modelu biznesu na potrzeby poprawy jego efektywności, w tym realizacji założonych prognoz, sprzyja kreacji wartości i jest weryfikowane za pomocą otrzymywanych wartości stóp zwrotu. Realizacja prognoz, jak i brak ich realizacji, wpływa istotnie na wyniki stóp zwrotu. Dokonując dalszych badań dotyczących odpowiedzi na pytanie, czy istnieje związek pomiędzy modelem biznesu a wartością przedsiębiorstwa, stwierdzono, iż istnieje bardzo silna korelacja pomiędzy modelem biznesu ocenianym według kryterium innowacyjności a wskaźnikiem cena/zysk, który wynosi 0,86. Otrzymane wyniki dają silny przekaz dla teoretyków i praktyków zarządzania, iż inwestycje w innowacje i rzetelna praca na rzecz osiągnięcia założonych prognoz finansowych przekładają się silnie na kreację wartości (Jabłoński 2013: 411–417). Powyżej wskazano, jako jeden z wskaźników oceny stopnia wzrostu wartości przedsiębiorstw, wskaźnik cena/zysk. Jego interpretacja rodzi wiele dylematów, na które zwraca uwagę D. Zarzecki, wskazując, że w latach sześćdziesiątych ukazały się dwa artykuły F. Nicholsona sugerujące, że firmy z niskimi poziomami wskaźnika cena/zysk osiągają wyższe zwroty niż firmy charakteryzujące się wysokim wskaźnikiem cena/zysk (P/E). Nicholson stwierdził, iż aprecjacja (przyrost wartości) akcji aż pięciu spółek o najniższym poziomie wskaźnika P/E osiągnęła w okresie trzech lat średnio 56%, podczas gdy przyrost wartości pięciu firm o najwyższym wskaźniku P/E wyniósł w tym okresie zaledwie 21%. W owym czasie wyniki badań były zaskakujące, bowiem większość analityków finansowych podzielała pogląd, iż akcje z wysokim wskaźnikiem P/E są kupowane ze względu na oczekiwany znaczący przyrost zwrotów. Stosownie do założeń modelu CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), powodem tego, że akcje z niskim poziomem wskaźnika P/E mogły osiągnąć wyższe, średnio biorąc, stopy zwrotu aniżeli akcje charakteryzujące się wysokim wskaźnikiem P/E jest to, iż akcje o niskim wskaźniku P/E są prawdopodobnie obciążone większym ryzykiem niż akcje mające wysoki wskaźnik P/E (Zarzecki 2013: 171). Relacja model biznesu a wartość przedsiębiorstwa nie jest łatwa do udowodnienia, stąd powstaje dla jej oceny szereg dylematów i założeń brzegowych. Zarówno model biznesu, jak i decyzje finansowe uzupełnione o czynniki charakteryzujące niepewność rynków kapitałowych, jak na przykład spekulacje czy strategie wycen podczas IPO, stanowią istotne faktory ostatecznej wartości akcji przedsiębiorstw giełdowych (Jabłoński, Jabłoński 2013: 60–61). Dylematy na ten temat są obecnie przedmiotem wielu dyskusji i ważnym obszarem eksploracji naukowej.

5. Problemy rynku NewConnect a atrakcyjność inwestycyjna przedsiębiorstw w kontekście charakterystyk modeli biznesu

Wskazywane problemy odnoszące się do jakości modeli biznesu spółek notowanych na rynku NewConnect są obecnie kluczowymi zagadnieniami, stanowiącymi wyzwanie dla Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w zakresie potrzeby doskonalenia tego rynku.

Wymogi, które musi obecnie spełnić firma decydująca się na debiut na rynku NewConnect to między innymi: status spółki akcyjnej (lub komandytowo-akcyjnej), minimalna wartość kapitału własnego emitenta – 500 tys. zł, przy czym w kwocie tej może się zawierać kapitał przyszłej rejestracji akcji objętych w wyniku oferty, minimalna wartość nominalna 1 akcji – nie mniej niż 0,10 zł, nieograniczona zbywalność akcji, spółka nie może znajdować się w stanie upadłości lub w trakcie postępowania likwidacyjnego (choć w przypadkach uzasadnionych interesem uczestników obrotu, jeżeli instrumenty finansowe objęte wnioskiem były przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, organizator może od tego warunku odstąpić), korzystanie z pomocy Autoryzowanego Doradcy oraz Animatora Rynku (w pewnych przypadkach ten wymóg NewConnect nie jest bezwzględnie egzekwowany), minimum 15% akcji musi znajdować się w posiadaniu co najmniej 10 akcjonariuszy, z których każdy posiada nie więcej niż 5% ogólnej liczby głosów, sporządzenie właściwego dokumentu informacyjnego, w którym obowiązkowe jest między innymi: wyraźne wskazanie sposobu objęcia akcji, przy akcjach aportowych z ostatnich dwóch lat – opis aportu wraz z wyceną (wyjątek: jeśli wycena nie jest prawnie wymagana), życiorysy zawodowe członków organów emitenta (*Przewodnik po rynku NewConnect* 2013). Widać, że Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych stale zaostrza wymagania dla notowanych na tym rynku lub pretendujących do niego spółek. Ma to szczególne odzwierciedlenie w procesach projektowania i dojrzewania do tych wymagań spółek i stanowiących ich siłę sprawczą modeli biznesu, wspomaganym prowartościowym systemem zarządzania. Prawny aspekt funkcjonowania przedsiębiorstw wraz z ich specyficznymi atrybutami powinien być wspomagany poprzez odpowiednie dla ontologicznego charakteru modeli biznesu atrybuty. Atrybuty modelu biznesu są odmienne w stosunku do atrybutów przedsiębiorstwa. Możemy do nich zaliczyć między innymi: strumień przychodów, logikę generowania dochodów, propozycję wartości dla klientów, pozycję w sieci wartości, kanały dystrybucji, rodzaj przyjętej strategii konkurowania, rodzaj przyjętego łańcucha wartości. Do atrybutów przedsiębiorstwa można zaliczyć między innymi jego wielkość, rodzaj przyjętej prawnej formy funkcjonowania, strukturę udziałowców, wysokość kapitału własnego, itp. Obie te grupy atrybutów należy dostosowywać do wymagań określonych indeksów giełdowych. Zaproponowano kilka rekomendacji lepszego dopasowania modeli biznesu przedsiębiorstw notowanych na rynku NewConnect do jego wymagań, co powinno zwiększyć zainteresowanie tym rynkiem przez inwestorów. Ich wykorzystanie mogłoby w jakimś stopniu zneutralizować jego spekulacyjny charakter.

- model biznesu jako byt ontologiczny powinien być promowanym pojęciem na rynku NewConnect i stać się priorytetowym parametrem oceny zdolności przedsiębiorstwa do kreacji wartości,
- w wymaganiach odnoszących się do struktury dokumentu informacyjnego spółek model biznesu powinien mieć swoje miejsce. Powinien istnieć wymóg opisanego założenia modelu biznesu w każdym dokumencie informacyjnym,
- należy rozważyć opracowanie i wdrożenie do praktyki założeń wystandaryzowanego opisu modeli biznesu notowanych na NewConnect,
- należy rozważyć skonstruowanie uniwersalnego i powszechnie akceptowalnego wskaźnika atrakcyjności inwestycyjnej modelu biznesu.

Istnieje potrzeba poszukiwania najbardziej optymalnych rozwiązań w zakresie dalszego jakościowego rozwoju rynku NewConnect w Polsce. Ostatnie przypadki upadłości firm i niewiarygodnych wycen przedsiębiorstw oraz spektakularnych strat inwestorów wskazują potrzebę poszukiwania rozwiązań poprawy wiarygodności firm notowanych na NewConnect z punktu widzenia także takiego parametru, jakim jest model biznesu. Problem ten z pewnością nie jest jeszcze rozwiązany.

Uwagi końcowe

Problematyka modeli biznesu, jak i potrzeba doskonalenia założeń funkcjonowania rynku NewConnect w Polsce, wymaga dalszych prac naukowych. Świadomość roli modelu biznesu w procesie zarządzania wartością dla udziałowców i pozostałych interesariuszy rośnie. W literaturze przedmiotu w kraju są już prace dotyczące spójności modeli biznesu (Falencikowski 2013), modeli biznesu skoncentrowanych na zapewnieniu długoterminowej stabilności funkcjonowania przedsiębiorstw i przez to budowaniu długoterminowej wartości (Jabłoński A. 2013), czy kształtowania modeli biznesu w procesie kreacji wartości przedsiębiorstw (Jabłoński M. 2013). Zaprezentowane rozwiązania i szereg innych, nieodkrytych obecnie problemów i zagadnień wymagają prowadzenia dalszych prac dotyczących roli modeli biznesu na rynkach kapitałowych w kontekście zdolności przedsiębiorstw do kreacji wartości. Rynek NewConnect wymaga procesów doskonalenia. Koncepcja modelu biznesu wpisuje się w nurt oceny wiarygodności programów rozwojowych przedsiębiorstw. Jest rzetelną miarą oceny zdolności przedsiębiorstwa do osiągnięcia oczekiwanych stóp zwrotu z kapitału.

Literatura

- Beg D., Fisher S., Dornbusch R. (2003), *Mikroekonomia*, PWE, Warszawa.
- Brettel M., Strese S., Flatten T.C. (2012), *Improving the performance of business models with relationship marketing efforts – An entrepreneurial perspective*, „European Management Journal” 30.
- Brandenburg H. (1999), *Zarządzanie projektami*, Wydawnictwo Politechniki Śląskiej, Gliwice.
- Chesbrough H. (2006), *Open Innovation: Researching a New Paradigm*, Oxford University Press.

- Falencikowski T. (2013), *Spójność modeli biznesu, koncepcja i pomiar*, CeDeWu, Warszawa.
- Gospodarek T. (2012), *Aspekty złożoności i filozofii nauki w zarządzaniu*, Wydawnictwo Wałbrzyskiej Wyższej Szkoły Zarządzania i Przedsiębiorczości, 2012.
- Huizingh E.K.R.E. (2011), *Open innovation: State of the art and future perspectives*, Technovation 31.
- Jabłoński A., Jabłoński M. (2013) *Cykl życia wartości przedsiębiorstw wobec kondycji modelu biznesu*. „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, nr 4, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie.
- Jabłoński A. (2013) *Modele zrównoważonego biznesu w budowie długoterminowej wartości przedsiębiorstw z uwzględnieniem ich społecznej odpowiedzialności*, Difin, Warszawa.
- Jabłoński M. (2013), *Kształtowanie modeli biznesu w procesie kreacji wartości przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa.
- Jagielnicka A. (2013), *NewConnect – nowa szansa na duże zyski*, Wydawnictwo Helion, Gliwice.
- Kordela D. (2013), *NewConnect – Rynek giełdowy dla małych i średnich przedsiębiorstw, systematyka, organizacja, perspektywy rozwoju*, CeDeWu, Warszawa.
- Kozioł-Nadolna K. (2013), *Internacjonalizacja działalności badawczo-rozwojowej w kształtowaniu procesów innowacyjnych przedsiębiorstw w Polsce*, CeDeWu, Warszawa.
- Przewodnik po rynku NewConnect*, (2013), Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa.
- Rappaport A. (1999), *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG- Press, Warszawa.
- Stabryła A. (2012), *Generalne formuły postępowania badawczego w procesie projektowania*, Zeszyty naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie, t. 20, nr 1,.
- Szczepankowski P. (2013), *Determinanty wartości rynkowej spółek kapitałowych wczesnej fazy rozwoju*, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie, Warszawa.
- Zarzecki, D. (2013), *Współczesne wyzwania wyceny przedsiębiorstw*, Wydawca: Zarzecki, Lasota i Wspólnicy, Szczecin.

DESIGN AND DEVELOPMENT OF BUSINESS MODELS OF COMPANIES ON THE CAPITAL MARKET – NEWCONNECT EXPERIENCE

Abstract: The paper presents the design assumptions business models. It refers to the problem of ripening business models in the context of increasing demands NewConnect. The business model should be considered in the context of the valuation of companies with regard to issues of efficiency NewConnect. Value management should be implemented by taking into account the factors stimulating the dynamics of business models. Problems NewConnect may in part be solved by drawing attention to the investment attractiveness of enterprises in the context of the characteristics of their business models.

Keywords: Business models, Value Based Management, NewConnect, designing of business models

Cytowanie

- Jabłoński M. (2014), *Projektowanie i dojrzewanie modeli biznesu przedsiębiorstw przez wymagania rynku kapitałowego na przykładzie NewConnect*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 803, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 66, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 735–745; www.wneiz.pl/frfu.

